



SÄRSKILT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 14

DATUM: 2006-10-25

MÖTESTID: Kl. 13:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ NÄRVARANDE: Stefan Ingves, ordförande
Lars Nyberg
Kristina Persson
Irma Rosenberg
Eva Srejber
Svante Öberg

Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice
ordförande

Jan Alsterlind (§1)
Claes Berg
Victoria Ericsson
Kerstin Hallsten
Jyry Hokkanen
Ann-Christine Högberg
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Sara Tägtström
Staffan Viotti
Anders Vredin

§ 1. Den aktuella inflationsbedömningen

Det antecknades att Victoria Ericsson och Sara Tägtström skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättande av dagens protokoll under § 1 och 2. Diskussionen utgick från förslaget till inflationsrapport och den nya statistik som avdelningen för penningpolitik redovisade. Dessa analyser baserades på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med de finansiella marknadernas förväntningar, så som de avspeglas i de s.k. implicita terminsräntorna. Detta är ett tekniskt beräkningsantagande och ska inte tolkas som ett ställningstagande till vilken räntebana Riksbanken anser mest önskvärd.

1. Nyinkommen information om den ekonomiska utvecklingen

Avdelningen för penningpolitik redovisade den nya information som inkommit sedan direktionsmötet den 19 oktober.

I euroområdet ökade industrins orderingång med 14 procent i augusti på årsbasis. Det tyska IFO-indexet, som visar stämningläget i det tyska näringslivet, fortsatte att stiga i oktober. Marknaden hade förväntat sig att IFO-indexet skulle ha dämpats till följd av den tyska momshöjningen som äger rum vid årsskiftet.

Den senaste informationen om konjunkturen i USA (Conference Board och Philadelphia Fed) tyder på en fortsatt dämpning av den amerikanska konjunkturen. Bilden är dock inte entydig. Nyansökningarna om arbetslöshetsunderstöd var något färre andra veckan i oktober än vad marknaden hade förväntat sig.

Långräntorna i Sverige, USA och euroområdet har fortsatt att stiga något den senaste tiden. På valutamarknaden har dollarns förstärkning mot euron mattats av de senaste dagarna. Kronan har i handelsvägda termer stärkts framförallt mot euron men även mot dollarn. Börserna har fortsatt att stiga globalt. De penningpolitiska förväntningarna i både euroområdet och USA har skiftat uppåt. I Sverige indikerar prissättningen på de finansiella marknaderna att förväntningarna om framtida räntehöjningar har stigit något på kort sikt jämfört med i juni, medan de dämpats något på längre sikt. De implicita terminsräntorna är nu marginellt högre än den bana som ligger till grund för inflationsprognosen i inflationsrapporten. Enligt prissättningen på de finansiella marknaderna förväntas reporäntan höjas med 0,25 procentenheter vid dagens möte. Enligt Reuters enkäter förväntar sig 18 av 18 svenska analytiker också en höjning.

2. Konjunktur- och inflationsutsikterna

Vice riksbankschef Irma Rosenberg framlade förslag till inflationsrapport 2006:3, protokollsbilaga A. Inflationsrapporten återger huvuddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 10 och 19 oktober.

I inflationsrapporten konstateras att BNP-tillväxten i Sverige och i omvärlden varit fortsatt hög under första halvåret i år och starkare än väntat. Även under resten av året och nästa år väntas tillväxten bli relativt stark. Efterhand går dock konjunkturen in i ett lugnare skede. På den svenska arbetsmarknaden har det skett en tydlig förbättring under året. Mycket talar för att sysselsättningen kommer att fortsätta att stiga. Det inhemska kostnadstrycket väntas öka i takt med att produktivitetstillväxten mattas av och lönerna stiger snabbare.

Den starka ekonomiska utvecklingen i Sverige avspeglas även på kredit- och tillgångsmarknaderna. Börskurserna har under sommaren återhämtat sig från nedgången i våras. Företag och hushåll har under senare år ökat sin upplåning relativt mycket sett i ett historiskt perspektiv. Samtidigt har huspriserna stigit snabbt och hushållens förmögenhet ökat ytterligare. Till viss del är denna utveckling ett resultat av den expansiva penningpolitiken.

Inflationen har stigit gradvis sedan början av 2005. Under de kommande åren bedöms UND1X-inflationen fortsätta att öka till följd av att kostnadsläget stiger då konjunkturen förbättras. Prognosen bygger på att reporäntan höjs gradvis. Inflationen väntas bli måttlig trots en god konjunkturutveckling. Detta beror på fortsatt gynnsamma utbudsförhållanden som en snabb ökning av produktiviteten och en internationell prispress. Därtill hålls inflationen nere av tillfälligt fallande energipriser.

Det bedöms finnas risker relaterade till både den inhemska och den internationella utvecklingen. Sammantaget görs bedömningen att riskerna för högre inflation är något större än riskerna för lägre inflation. På två års sikt väntas den riskjusterade inflationen mätt enligt UND1X vara 1,7 procent och på tre års sikt 2,1 procent. Mätt enligt KPI väntas den riskjusterade inflationen vara 1,9 procent på två års sikt och 2,0 procent på tre års sikt. Att inflationen väntas vara något under inflationsmålet på två års sikt beror delvis på att energipriserna tillfälligt dämpar prisökningstakten. När den återhållande effekten av energipriserna klingar av stiger inflationen.

Direktionen gjorde sammantaget bedömningen att den nya informationen som inkommit sedan direktion mötet den 19 oktober inte ger anledning till en förändrad syn på inflationsutvecklingen jämfört med den som redovisats i inflationsrapporten.

Direktionen beslutade

- att fastställa inflationsrapporten enligt förslaget samt
- att offentliggöra inflationsrapporten den 26 oktober kl. 8:00.

§ 2. Penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef Irma Rosenberg föredrog förslag till penningpolitiskt beslut.

Utsikterna för den svenska tillväxten ser mer gynnsamma ut för de närmaste åren än vid det penningpolitiska mötet i juni. Arbetsmarknadsläget har också förbättrats under sommaren och sysselsättningen har tagit fart. Både produktion och sysselsättning väntas öka lite snabbare än vad juniprognosen angav. Men trots att den reala ekonomin bedöms utvecklas starkare än väntat ser inflationstrycket inte ut att bli högre än Riksbanken tidigare har räknat med. I år väntas inflationen bli i stort sett densamma som i bedömningen i juni. Under de kommande två åren väntas inflationen stiga gradvis, men prognosen har justerats ned något. Det innebär att inflationen mätt med UND1X väntas bli i linje med målet efter drygt två år.

Att inflationen är så låg beror till stor del på svag importprisutveckling och snabb produktivitetstillväxt, dvs. gynnsamma utbudsförhållanden. Sedan i juni har importpriserna fallit mer än vi räknat med och produktivitetstillväxten har också överträffat prognoserna, vilket pressat ned kostnadstrycket. Ändå har den inhemska inflationen blivit högre än väntat de senaste månaderna beroende på att elpriserna skjutit i höjden. Sammantaget har därmed inflationen blivit ungefär som beräknat. Nedjusteringen av inflationsprognosen för nästa år beror i huvudsak på att importpriserna antas bli lägre än vad vi tidigare räknat med. Nedjusteringen av prognosen för 2008 och i början av 2009 beror istället på att elpriserna inte fortsätter stiga utan faller tillbaka något igen.

Prognosen bygger på antagandet att reporäntan stiger i takt med marknadens förväntningar. Prognosen visar därmed att räntan måste höjas under prognosperioden för att inflationen inte ska bli för hög och för att bidra till en balanserad realekonomisk utveckling. Frågan är därför inte om utan i vilken takt räntan ska höjas. Inflationen väntas visserligen vara något under målet på två års sikt, men det beror till stor del på att elpriserna tillfälligt dämpar inflationen. När den effekten klingar av stiger inflationen. Viktigt är också att penningpolitiken fortfarande är expansiv och bidrar till att tillväxten är stark, att

arbetsmarknaden förbättras, samt att kredittillväxten och huspriserna fortsätter att öka snabbt. Den gynnsamma utvecklingen talar för att ekonomin inte behöver stimuleras med penningpolitik i samma utsträckning som tidigare. För att vi ska få en inflation i linje med målet och en balanserad utveckling i den reala ekonomin är mitt förslag därför att reporäntan ska höjas med 0,25 procentenheter vid dagens möte. Det är också rimligt att räkna med att reporäntan behöver höjas ytterligare, ungefär på det sätt marknaden förväntat sig under senare tid. Det är viktigt att betona att den impliciträntebana som ligger till grund för inflationsprognosen är ett beräkningsantagande. Hur penningpolitiken utformas framöver beror som alltid på den ekonomiska utvecklingen.

En ledamot instämde i den redovisade bilden både vad gäller analysen och slutsatsen. Den höjning av räntan med 0,25 procentenheter som de finansiella marknaderna förväntar sig på dagens möte bidrar till en inflation i linje med målet på drygt två års sikt. Konjunkturen är lite starkare än väntat både i omvärlden och i Sverige. I USA diskuteras det mycket vilken betydelse dämpningen av huspriserna kan få för ekonomin och hushållens efterfrågan. Att huspriserna nu faller framförallt i vissa regioner i USA som haft en kraftig prisuppgång, kan emellertid ses som en naturlig konsekvens av de senaste årens räntehöjningar. Erfarenheter från t.ex. Australien och Storbritannien visar att en anpassning av huspriserna kan ske under ordnade former, utan några stora effekter på vare sig efterfrågan eller inflationen.

Ledamoten noterade att det finns skäl att vara uppmärksam på den kraftiga monetära expansionen i Sverige. Penningmängden, mätt som M3, ökade med 19 procent i augusti på årsbasis. Den snabba utvecklingen av penningmängd och krediter kan inte fortsätta i samma takt hur länge som helst utan att detta ger effekter på inflationen. Uppgifter från bostadslåneinstitutet tyder dock på att det skett en viss avmattning i ökningstakten i hushållens upplåning till följd av ett högre ränteläge. Hushållens köpeskillingskoefficient, dvs. kvoten mellan marknadspriset på bostaden och taxeringsvärdet, har också börjat dämpas. Men det är för tidigt att säga om det är en fråga om en mer varaktig nedgång eller inte.

En ledamot anslöt sig till den bild som presenterats inledningsvis och förslaget att höja räntan med 0,25 procentenheter. Inflationen är visserligen fortfarande låg och det finns ett antal faktorer som skulle kunna tala för ett fortsatt lågt inflationstryck. Under senare år har de prisdämpande krafterna i form av hög produktivitetstillväxt och en svag importprisutveckling underskattats. Det är möjligt att dessa prisdämpande faktorer även framöver fortsätter att överraska. Det kan inte heller uteslutas att det sker en kraftigare inbromsning av konjunkturen i USA, vilket i förlängningen skulle kunna få en dämpande effekt på den ekonomiska utvecklingen i Sverige. Samtidigt finns det flera faktorer som talar för en fortsatt stark tillväxt i Sverige nästa år och ett stigande inflationstryck på sikt. Den internationella konjunkturen är stark, vilket driver på utvecklingen av svensk export. Penningpolitiken har varit expansiv under flera år, vilket med hänsyn till att penningpolitiken verkar med en viss fördröjning, kommer att stimulera ekonomin även under nästa år. Även finanspolitiken är expansiv i år och nästa år, vilket ytterligare driver på den inhemska efterfrågan. En osäkerhetsfaktor nästa år är avtalsförhandlingarna på arbetsmarknaden. Bedömningen i inflationsrapporten är att det finns förhållandevis stora arbetskraftsreserver och det mest sannolika är att avtalen resulterar i måttliga löneökningar. Det finns emellertid en risk att avtalsrörelsen blir mer problematisk och resulterar i högre löneökningar än vi har räknat med i huvudscenariot. Den samlade bedömningen är att uppåtriskerna från den

inhemska konjunkturen denna gång är större än nedåtriskerna från den internationella utvecklingen. Den starka reala tillväxten och kreditexpansionen motiverar också att räntan höjs och att inflationen förs tillbaka till målet något bortom den normala tvåårshorisonten.

En ledamot sade sig visserligen dela synen att räntan ska höjas med 0,25 procentenheter på dagens möte liksom de motiv som framförts, men ansåg att det inte var självklart hur den framtida penningpolitiken ska utformas. Inflationen är låg i utgångsläget och bedöms i huvudscenariot uppgå till 1,6 procent på två års sikt mätt med UND1X. Detta kan tolkas som att den räntebana som ligger till grund för inflationsprognosen är för stram. Ledamoten ställde sig frågande till om det är att betrakta som en inflation i linje med målet och undrade om slutsatsen hade blivit detsamma med en inflationsprognos på 2,4 procent. En strikt tolkning av inflationsmålet skulle kunna tala för att avvakta med att höja räntan, men hänsyn till den realekonomiska utvecklingen talar ändå för en höjning på dagens möte. Framöver kan det dock finnas utrymme för en mer expansiv penningpolitik än den räntebana som prissättningen på de finansiella marknaderna implicerar utan att inflationsmålet hotas. Ledamoten konstaterade att penningpolitiken också kunde ha varit mer expansiv de senaste åren, vilket skulle ha kunnat bidra till en bättre utveckling på arbetsmarknaden.

Avgörande för penningpolitikens utformning framöver är vad som sker med mängden lediga resurser i ekonomin. Det finns idag många individer i arbetsför ålder som av olika skäl står utanför arbetsmarknaden. En del av dessa skulle sannolikt kunna återvända till arbetsmarknaden och därigenom bidra till att hålla nere löneökningstakten. Om de föreslagna förändringarna i finanspolitiken lyckas stimulera ett ökat arbetskraftsutbud, minskar risken för att det uppstår flaskhalsar som kan pressa upp löneökningstakten. Om arbetskraftsutbudet ökar skulle också räntan kunna höjas i något långsammare takt än vad marknaden idag förväntar sig. Uteblir den här effekten finns risk för ökad inflation till följd av stigande löner. Det är inte uteslutet att återhämtningen på arbetsmarknaden och den starka konjunkturen såväl i Sverige som i omvärlden, motiverar att räntan höjs i linje med den bana som ligger till grund för inflationsprognosen. Men osäkerheten om den framtida utvecklingen är så pass stor att man bör uttrycka sig med försiktighet om i vilken takt räntehöjningarna ska ske framöver. Den amerikanska ekonomin står och väger, samtidigt som det är osäkert vilken effekt de utbudsstimulerande åtgärderna i Sverige kommer att få. Uppåt- och nedåtriskerna för inflationen kan mycket väl tänkas ta ut varandra. Ledamoten framhöll att det är lämpligt att i detta läge signalera viss osäkerhet vad gäller den framtida räntebanan.

Ytterligare en ledamot ställde sig bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 2,75 procent. Ledamoten instämde både i den bild som tecknats av utvecklingen framöver och motiven till beslutet. Riskbilden i inflationsrapporten där uppåtriskan för inflationen är större än nedåtriskan, speglar det ekonomiska läget på ett bra sätt. Inflationsprognosen baseras på att reporäntan utvecklas i linje med förväntningarna på de finansiella marknaderna, dvs. i detta fall att räntan höjs gradvis. Det är bättre att gradvis höja räntan än att avvakta och eventuellt behöva strama åt penningpolitiken kraftigt längre fram. Även de expansiva finansiella och monetära förhållandena talar för att det är lämpligt att göra penningpolitiken mindre expansiv. Det kan från tid till annan vara motiverat att tidigarelägga ränteförändringar av sådana skäl.

Ledamoten konstaterade att det ännu återstår att se vad nettoeffekten blir av de förändringar som den nya regeringen planerar vad gäller fastighetsbeskattningen. När skattesatser ändras ger det en engångseffekt. Men det är inte nivåskift i skattesatser som genererar stigande inflation, utan kontinuerliga prisökningar. En förändring i fastighetsskatten kan visserligen via förmögenhetseffekter leda till ökad konsumtion, men det är något som beaktas i det normala prognosarbetet och kan hanteras med en välavvägd penningpolitik. Ledamoten noterade att finanspolitiken bedömdes vara expansiv i inflationsrapporten i juni. Den nya regeringens finanspolitik är sannolikt ännu något mer expansiv, men eftersom den kan väntas ge effekter både på efterfråge- och utbudssidan av ekonomin, ger den inte anledning till någon extra oro för inflationstakten.

En annan ledamot instämde med de tidigare ledamöter som påpekat att penningpolitiken varit expansiv i flera år och då den verkar med fördröjning kommer att ge skjuts åt ekonomin även nästa år. Det finns en risk att detta bidrar till en fortsatt hög ökningstakt i hushållens upplåning och huspriserna. Det ökar sårbarheten i hushållens balansräkningar. Om skulderna är givna och värdet på tillgångarna minskar, leder detta sannolikt till ökat sparande och minskad konsumtion. Ett husprisfall leder ofta även till minskade bygginvesteringar. Sammantaget kan det ge en kraftig sättning i efterfrågan, vilket på längre sikt kan ge en inflation som understiger målet. Ledamoten påpekade, mot denna bakgrund, att det är bättre med en något lägre inflation på kort sikt än att riskera en kraftig sättning i efterfrågan och låg inflation längre fram. Därtill kommer att även inflationsprognosen i sig ger anledning till att höja räntan. Den låga prognostiserade inflationen 2008 beror delvis på att elpriserna väntas falla tillbaka. Det rör sig således om en utbudseffekt. Om inflationen rensas från dessa elpriser ser bilden annorlunda ut.

En ledamot framhöll att Riksbankens tillämpning av inflationsmålet är liksidig, en inflation under målet är att betrakta som lika allvarlig som en inflation över målet. Avgörande är dock de ekonomiska omständigheterna och den riktning och hastighet med vilken inflationen bedöms förändras.

En annan ledamot underströk vikten av att tillämpningen av inflationsmålet verkligen är liksidig. Husprisutvecklingen och hushållens upplåning ger idag ingen anledning till oro för den finansiella stabiliteten. För enskilda hushåll kan det dock bli problem. Att höja räntan i detta läge är i förebyggande syfte. Den risk för sättningar i efterfrågan som några ledamöter framhållit som ett argument för en räntehöjning vid dagens möte, ligger förmodligen minst ett par år framåt i tiden. Det är mycket som hinner hända innan dess med t.ex. huspriser, upplåning, internationell konjunktur och penningpolitiken. Det penningpolitiska ramverket beaktar i och för sig den situation Sverige befinner sig i för närvarande. Ett spann på 1-3 procent för inflationen är lämpligt likaså att ibland låta det ta längre tid än ett par år för inflationen att nå målet. Frågan är dock hur många år som det kan anses rimligt att underskrida målet i en situation när det finns gott om lediga resurser på arbetsmarknaden. Dessutom skulle inflationen ha varit ännu lägre de senaste åren om inte oljeprisuppgången hade ägt rum.

En ledamot kommenterade de förväntade avvikelserna från inflationsmålet och påpekade att det går att dra paralleller till situationen 2003 då höga energipriser pressade upp inflationen över målet. Eftersom energiprisuppgången bedömdes vara tillfällig höjdes inte räntan. När effekterna året därpå klingat av blev inflationen låg, vilket heller inte ledde till någon

ränteförändring. Den aktuella elprisprognosen har en profil som bidrar till att inflationen blir tillfälligt låg på ett par års sikt.

En ledamot påpekade att även om ökningstakten i huspriser och utlåningen från bolåneinstitut har dämpats något, är nivåerna fortsatt höga. Ledamoten instämde i att de föreslagna förändringarna av fastighetsskatten ger upphov till engångseffekter som inte behöver vara så problematiska.

En ledamot tog upp frågan om hur penningpolitiken bör ta hänsyn till energiprisutvecklingen. Den torra sommaren 2003 bidrog till att energipriserna tillfälligt steg, för att sedan falla tillbaka. I den situationen var det inte motiverat att ändra räntan. I dagens läge finns det skäl att tro att uppgången i elpriserna delvis är av strukturell karaktär. De svenska elpriserna kommer sannolikt att gradvis närma sig den högre prisnivån i övriga EU. Den utvecklingen måste penningpolitiken beakta, eftersom det påverkar prisstegringstakten mer varaktigt. Men delvis rör det sig om tillfälliga effekter även i nuläget bl.a. till följd av låga vattennivåer i vattenmagasinen. De tillfälliga effekterna bedöms klinga av 2008-2009 och den typen av störningar behöver inte bemötas med penningpolitiken.

En annan ledamot konstaterade att det är både utbuds- och efterfrågeeffekter som drivit på energiprisutvecklingen de senaste åren. Den ökade efterfrågan på bl.a. olja i tillväxtekonomier i framförallt Asien har drivit upp oljepriset. Dessa tillväxtländers ökade deltagande i världshandeln har samtidigt gett en press nedåt på priserna på bearbetade varor. Att ta bort effekten av energipriserna men inte effekten på bearbetade varor vore asymmetriskt. Efterfrågedriven inflation ger normalt anledning till penningpolitiska åtgärder, men om prisrörelserna istället är drivna av utbudsstörningar bör inte penningpolitiken reagera på de direkta prisseffekterna. En ledamot invände att det inte alltid är så lätt att separera dessa effekter från varandra.

En ledamot avslutade diskussionen genom att konstatera att samtliga ledamöter är överens om att en höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter är det mest rimliga i dagsläget. En fortsatt god konjunktur och en stigande inflation medför att reporäntan behöver höjas. Inflationen bedöms ligga något under målet på två års sikt, delvis till följd av tillfälligt fallande energipriser, men väntas därefter stiga. Det är rimligt att räkna med att räntan behöver höjas ytterligare, ungefär på det sätt marknaden förväntat sig under senare tid. Exakt i vilken takt det ska ske avgörs dock som vanligt av den ekonomiska utvecklingen.

§ 3. Penningpolitiskt beslut (1)

Ordföranden konstaterade att direktionsledamöterna var överens om att UND1X-inflationen vid detta beslutstillfälle ger den bästa bilden av det underliggande inflationstrycket.

Ordföranden konstaterade att endast ett förslag förelåg: att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 2,75 procent.

Direktionen beslutade efter omröstning

- att höja reporäntan till 2,75 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 1 november 2006,
- att höja utlåningsräntan till 3,50 procent och inlåningsräntan till 2,0 procent med tillämpning från onsdagen den 1 november 2006,

- att torsdagen den 26 oktober 2006 kl. 8.00 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 47 2006, protokollsbilaga, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 15 november kl. 9.30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Stefan Ingves, Eva Srejber, Lars Nyberg, Kristina Persson, Irma Rosenberg, Svante Öberg

1) Närvarande ledamöter som inte reserverar sig har deltagit i och instämt i det av direktionen fattade beslutet.