



SÄRSKILT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 3

DATUM: 2007-02-14

MÖTESTID: 09:00

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

Claes Berg
Mårten Bjellerup
Kerstin Hallsten
Jyry Hokkanen
Ann-Christine Högberg
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Bengt Pettersson
Johan Rydelius (§1)
Staffan Viotti
Anders Vredin

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

Det antecknades att Mårten Bjellerup och Bengt Pettersson skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättande av dagens protokoll under § 1 och 2. Diskussionen utgick från förslaget till penningpolitisk rapport och den nya statistik och de analyser som avdelningen för penningpolitik redovisade.

1. Nyinkommen information om den ekonomiska utvecklingen

Avdelningen för penningpolitik redovisade den nya information som inkommit sedan direktionsmötet den 8 februari.

I euroområdet var BNP-tillväxten 3,3 procent i årstakt under det fjärde kvartalet 2006, enligt statistik från Eurostat. Sammantaget betyder det att BNP-tillväxten för hela 2006 var 2,7 procent, vilket är obetydligt högre än prognosen i inflationsrapporten i oktober. ZEW-index för euroområdet, där aktörerna på de finansiella marknaderna tillfrågas om de ekonomiska framtidsutsikterna, steg från -1,8 i januari till 6,8 i februari. ZEW-index för det nuvarande ekonomiska läget steg under motsvarande period från 66,1 till 66,7.

I Sverige visade SCB:s småhusbarometer att priserna under november till januari hade stigit 9 procent jämfört med samma period föregående år. SEB:s boprisindikator steg från 27 i januari till 43 i februari. SCB:s aktivitetsindex, som avser att mäta aktiviteten i ekonomin, visade på en ökning i den underliggande trenden på 6,4 procent mellan december 2005 och december 2006.

Såväl kortare som längre obligationsräntor har stigit i både USA och euroområdet. De penningpolitiska förväntningarna, mätt som implicita terminräntor, har även de ökat i såväl USA som euroområdet, medan de svenska implicita terminräntorna har sjunkit något i den kortare delen av avkastningskurvan. Kronan har försvagats något mot både euron och den amerikanska dollarn, samtidigt som börserna i Sverige, Tyskland och USA har sjunkit.

2. Konjunktur- och inflationsutsikterna

Vice riksbankschef Irma Rosenberg framlade förslag till penningpolitisk rapport 2007:1, protokollsbilaga A. Den penningpolitiska rapporten återger huvuddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 31 januari och 8 februari.

I förslaget till penningpolitisk rapport konstateras att inflationen för närvarande är låg. Samtidigt utvecklas konjunkturen starkt i Sverige liksom i omvärlden. Resursutnyttjandet i Sverige ökar men bedöms i nuläget inte vara ansträngt. De senaste årens höga BNP-tillväxt har drivits av starka produktivitetsoökningar och en hög efterfrågan från omvärlden. Den starka ekonomiska utvecklingen har lett till att utlåningen och huspriserna fortsatt att öka snabbt, även om en viss dämpning skedde under det andra halvåret 2006. Börskurserna har dessutom stigit kraftigt sedan sommaren 2006.

Bedömningen i rapporten är att BNP-tillväxten i Sverige dämpas under 2007-2009 då tillväxten i produktiviteten avtar och den internationella konjunkturen går in i ett något lugnare skede. Den svenska BNP-tillväxten blir ändå förhållandevis hög i år till följd av att sysselsättningen stiger och att konsumtionen ökar snabbt. Kostnadstrycket stiger framöver i takt med att sysselsättningen ökar och lönerna stiger snabbare. Produktivitet utvecklingen håller inte heller tillbaka kostnaderna i lika stor utsträckning som tidigare. Inflationen väntas därför stiga.

Flera faktorer bidrar dock till att inflationen blir relativt måttlig framöver. I omvärlden väntas de senaste årens prispress fortsätta. I kombination med en förstärkning av kronkursen bidrar detta till låga importpriser. Dessutom väntas kostnadstrycket bli förhållandevis dämpat trots

att det stiger. En orsak är att inte bara sysselsättningen utan även arbetsutbudet ökar. Fallande energipriser medför dessutom att inflationen tillfälligt sjunker under 2007.

Inför den penningpolitiska diskussionen diskuterade direktionen på vilket sätt det nya arbets sättet med en egen prognos för reporäntan påverkar mötets struktur. Alla ledamöter var överens om att vänta med att besluta om att fastställa den penningpolitiska rapporten, inklusive prognosen för reporäntan, till efter den penningpolitiska diskussionen.

§ 2. Penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef Irma Rosenberg föredrog förslag till penningpolitiskt beslut.

Tillväxten i världsekonomin har de tre senaste åren varit hög i ett historiskt perspektiv, cirka 5 procent i genomsnitt. Detta har givit god draghjälp till den svenska ekonomin. Utsikterna för de kommande åren ser också gynnsamma ut. Globalt blir tillväxten troligen fortsatt hög, men något lägre än de senaste åren. Även om utsikterna har varierat något i takt med inkommande statistik är bedömningen ungefär densamma som i oktober och december. Den svenska ekonomin har däremot utvecklats lite starkare jämfört med prognoserna i oktober och ungefär i linje med bedömningen i december. BNP-tillväxten bedöms fortfarande avta något under de kommande åren, även om prognosen har reviderats upp för 2006, 2007 och de kommande två åren. Sysselsättningen har också ökat mer än väntat och prognosen har även här reviderats upp för innevarande år och något också för de kommande två åren.

När tillväxten i produktion och sysselsättning är så pass stark är det rimligt att räkna med ett stigande kostnadstryck. Det beror på att löneökningarna blir större och att produktivitetstillväxten avtar när sysselsättningen tar fart. Prognosen är därför att inflationen, rensad för tillfälliga variationer i energipriser, kommer att stiga de närmaste åren och reporäntan kommer således att behöva fortsätta höjas. Men hur mycket och i vilken takt beror främst på hur starkt inflationstrycket kan väntas bli. För närvarande ser det ut som om uppfattningarna om detta skiljer sig ovanligt mycket mellan bedömare.

Bedömningen som redovisas i förslaget till penningpolitisk rapport är att inflationstrycket blir ganska måttligt de närmaste åren, trots den goda tillväxten. Kostnadstrycket är mycket lågt i nuläget. Med den nedrevidering av utfallen i nationalräkenskaperna för 2004 och 2005 som kom i november, ser arbetskraftskostnaderna per producerad enhet ut att i genomsnitt ha varit oförändrade de tre senaste åren. För de kommande åren väntas en måttlig ökning av kostnadstrycket. Den ökade efterfrågan på arbetskraft matchas till stor del av ett ökat arbetskraftsutbud och även om produktivitetstillväxten avtar väntas den bli relativt god. Det minskar riskerna för flaskhalsproblem och överhettning. Till det låga inflationstrycket bidrar också en svag utveckling av importpriserna till följd av en fortsatt prispress i omvärlden och en något starkare krona. Under 2007 kommer troligen prisstegringstakten att hållas ned när lägre energipriser slår igenom i konsumentledet. Men den effekten är till största delen tillfällig. Energiprisutvecklingen är som vanligt högst osäker. Energipriserna har svängt kraftigt de senaste åren och det är i praktiken omöjligt att förutse dessa svängningar.

Att inflationstrycket väntas bli förhållandevis lågt innebär att räntehöjningarna inte heller behöver bli så omfattande. Bedömningen i rapportens huvudscenario innebär att reporäntan

höjs ett par gånger under det närmaste halvåret men att det sedan dröjer något innan den höjs igen. Räntebanan når upp till 3,75 procent under prognosperioden. Detta leder till att inflationen väntas stabiliseras nära målet inom en tvåårsperiod samtidigt som den reala ekonomin utvecklas balanserat. Min uppfattning är därför att detta innebär en väl avvägd penningpolitik.

Synen på konjunkturen och inflationsutsikterna är i stora delar densamma som i december. Det har visserligen tillkommit ny information som föranlett ändringar i vissa prognoser, men implikationerna för penningpolitiken bedöms vara små. Följaktligen ligger räntebanan i huvudscenariot nära marknadsförväntningarna som de såg ut veckorna innan det penningpolitiska mötet i december och som direktionen då såg som rimliga.

Mot den här bakgrunden är mitt förslag att idag besluta att höja reporäntan med 0,25 procentenheter. Det är viktigt att komma ihåg att räntebanan för de kommande tre åren i den penningpolitiska rapporten enbart är en prognos. Den kommer att behöva omprövas med hänsyn till ny information och hur den påverkar vår syn på konjunktur- och inflationsutsikterna.

En ledamot inledde med att konstatera att styrräntan har höjts systematiskt sedan januari 2006 och att det har funnits goda motiv att göra penningpolitiken mindre expansiv. Den låga räntenivå som gällde för ett år sedan hade inte varit hållbar med tanke på den starka utvecklingen i svensk ekonomi. För närvarande är resursutnyttjandet ganska normalt och inflationen är relativt dämpad. Den inhemska efterfrågan växer visserligen och tillväxten är god, men samtidigt växer också utbudet. Den globala priskonkurrensen är stark och kronan har stärkts. Sammantaget innebär detta en inflation som stiger sakta. Det behövs ytterligare steg mot att minska den penningpolitiska stimulansen. Ledamoten ställde sig därför bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter.

Det är inte särskilt förvånande att läget nu är annorlunda än när räntehöjningarna inleddes. Frågan om hur länge räntan ska fortsätta höjas i samma takt som tidigare måste därför ställas förr eller senare. Svaret på denna fråga finns i den penningpolitiska rapporten. Prognosen är att om reporäntan höjs med 0,25 procentenheter idag och sedan ytterligare två gånger under prognosperioden så ger detta en inflation i linje med målet och en balanserad realekonomisk utveckling.

Prognosen är förknippad med osäkerhet. En risk för en högre inflation än den förväntade ligger i den starka inhemska efterfrågan och osäkerheten huruvida den kan mötas med ett ökande utbud. Även om bostadspriser och utlåning växer lite långsammare än tidigare, finns även på detta område fortsatta risker för obalanser och kraftiga svängningar i ekonomin. Därför är det fortsatt viktigt att i analysen beakta inte bara den reala utan även den finansiella utvecklingen.

Den avgörande faktorn är dock antagligen utvecklingen på arbetsmarknaden. För närvarande är bedömningen att löneökningarna kommer att bli måttliga och att utbudet av arbetskraft kommer att växa ungefär i takt med efterfrågan. Risker finns dock på flera håll. Löneförhandlingarna kan ge högre löneökningar än väntat, men det är också möjligt att utbudet av arbetskraft växer ännu snabbare än i Riksbankens prognos.

En annan ledamot började med att framhålla att inflationsprognoser, samtidigt som de är nödvändiga för penningpolitiken, är förknippade med betydande osäkerhet. Prognoser närmar sig på sikt trenden eller den antagna långsiktiga utvecklingen. Det är mot den bakgrunden ett framsteg att den penningpolitiska rapporten redovisar osäkerhetsintervall för BNP- och inflationsprognoser, vilka baserar sig på Riksbankens historiska prognosfel. I inledningen av den penningpolitiska rapporten framgår det att det är ungefär 75 procents sannolikhet att inflationen om två till tre år ligger på mellan en och tre procent och ungefär 25 procents sannolikhet att den hamnar utanför detta intervall.

För egen del hade ledamoten dragit slutsatsen av osäkerheten i inflationsprognoserna att man inte bör fästa sig vid små skillnader på tiondels procentenheter mellan prognosen och inflationsmålet på 2-3 års sikt och att även nuläget är viktigt vid bedömningen av den lämpliga inriktningen av penningpolitiken. Det senare gäller framförallt i riskbedömningen. Det kan i detta sammanhang vara intressant att notera att den ursprungliga så kallade Taylorregeln från 1993, som väl kunde beskriva hur penningpolitiken i USA hade förts, bara tog hänsyn till vad som redan hade skett. Den observerade inflationen för det senaste året användes som en proxy för förväntad inflation.

Ledamoten menade att det fanns anledning att något mer utförligt kommentera riskbilden mot bakgrund av att det är första gången direktionen redovisar en egen räntebana som underlag för prognoserna. Vid bedömningen av riskerna tog ledamoten hänsyn till ett stort antal faktorer som BNP-tillväxt, BNP- och arbetsmarknadsgap, kredittillväxt med mera och konstaterade att det finns risker både på uppsidan och på nedsidan. När det gäller riskerna på nedsidan så är det dels det faktum att inflationen fortfarande är låg och ser ut att bli låg det närmaste året, dels möjligheten att produktiviteten och importpriserna skulle kunna fortsätta att hålla nere inflationen även på längre sikt.

Inflationen ligger fortfarande under inflationsmålet. Energipriserna varierar så pass kraftigt att det i nuläget bör fästas stor vikt vid prisindexet UND1X exklusive energi i de penningpolitiska bedömningarna. Mätt med detta mått var den genomsnittliga inflationen bara 0,5 procent under 2006. Prognosen indikerar att den kommer att vara 1,2 procent 2007, 1,7 procent 2008 och 2,0 procent 2009. Den låga inflationen i utgångsläget och i prognosperiodens början talar för att styrräntan fortfarande bör vara relativt låg.

Produktiviteten har de senaste 10-15 åren stigit både snabbare än tidigare och snabbare än i de flesta andra industriländer. I grova drag har produktivitetsökningen i näringslivet stigit från ca 2 procent per år under 1980-talet till ca 3 procent per år sedan början av 1990-talet. Det är främst tre faktorer som har drivit på denna utveckling: Avregleringarna av produktmarknader under 1980- och början av 1990-talet, globaliseringen samt stora IT-investeringar. Produktivitetens utvecklingen kommer troligen att dämpas i år av konjunkturella skäl. Men den viktiga frågan är vad som händer på längre sikt. Om produktivitetens ökningarna skulle fortsätta att vara höga är det en faktor som fortsätter att bidra till att hålla nere inflationen. Det arbete vi nu gör för att bättre förstå de faktorer som ligger bakom den snabba produktivitetstillväxten är viktigt.

Riskerna på uppsidan gäller framförallt den starka reala utvecklingen och vårens avtalsförhandlingar. Tillväxten är mycket hög och sysselsättningen ökar i snabb takt. Resursutnyttjandet är ännu inte i nivå med tidigare högkonjunkturer, men det ökar snabbt och är mycket högt i vissa branscher, till exempel i byggbranschen.

En erfarenhet från de senaste 10-15 åren är att den reala utvecklingen inte har samma genomslag på inflationen som tidigare. Den kortsiktiga Phillipskurvan är nu flackare. Det hänger bland annat samman med att penningpolitiken har fått en ökad trovärdighet. Inflationförväntningarna ligger nära inflationsmålet på 2 procent, vilket i sin tur påverkar pris- och lönebildningen. Variationen i inflationen är dessutom betydligt mindre än tidigare. Men det utesluter inte att den starka reala utvecklingen till sist ändå drar med sig en ökad inflation. Det mest troliga är att det i så fall sker genom att lönekostnaderna börjar stiga i en snabbare takt.

Avgörande för den framtida inflationen och penningpolitiken är därför hur den starka reala utvecklingen påverkar vårens avtalsförhandlingar. Det mest troliga är att avtalsförhandlingarna resulterar i avtal i rimlig tid, på nivåer som är förenliga med inflationsmålet och utan större konflikter. Denna bedömning baseras på fyra faktorer: Kapacitetsutnyttjandet är inte så högt, arbetskraftsreserverna är betydande, lönebildningen har under senare år fungerat väl och penningpolitiken har blivit allt mer trovärdig.

Även om det mest troliga är att avtalsförhandlingarna går bra så är riskerna på uppsidan. Avtalsförhandlingarna kan trots de goda erfarenheterna bli svårare än förutsatt. Marknadskrafterna kan också dra upp löneökningstakten till högre nivåer. Skulle detta inträffa finns det anledning att ompröva den lämpliga inriktningen av penningpolitiken.

Ledamoten instämde i förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter idag och att takten i höjningarna bör bli lägre framöver än under förra året. Inflationen är låg i utgångsläget och det finns långsiktigt verkande krafter, särskilt den höga produktivitetstillväxten och de låga importprisökningarna, som kan komma att hålla nere inflationstrycket även på lite längre sikt. Mot denna bakgrund är det rimligt att reporäntan på några års sikt hamnar i den nedre delen av det intervall på 3,5-5 procent, som Riksbanken i en tidigare inflationsrapport har angett som normalt för reporäntan på längre sikt. Effekterna av regeringens åtgärder för att öka arbetsutbudet är också en viktig faktor i detta sammanhang.

Sammanfattningsvis menade ledamoten att avgörande för den fortsatta penningpolitiken kommer att bli vilket genomslag den starka reala utvecklingen får på arbetsmarknaden och lönebildningen. Det mest troliga är att vårens avtalsförhandlingar kommer att gå bra, men risken är på uppsidan.

En tredje ledamot ställde sig också bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och instämde i att Sverige för närvarande befinner sig i ett gynnsamt ekonomiskt läge. Tillväxten är hög, arbetslösheten faller, de disponibla inkomsterna och den privata konsumtionen förväntas öka kraftigt. Allt detta är tecken på en mycket god konjunktur. Normalt borde detta ha gett ett tryck uppåt på löner och priser. Men en god

produktivitetsutveckling och konkurrens från utlandet har bidragit till att hålla både nominell löneutveckling och inflation nere – reallönerna har ändå kunnat utvecklas positivt.

Denna kombination av stark tillväxt och låg inflation är naturligtvis något att vara tacksam över. Det har bidragit till att reporäntan har kunnat höjas i en lugnare takt än annars. Framöver, som prognoserna i den penningpolitiska rapporten visar, behöver höjningarna heller inte ske i snabb takt. I huvudscenariot bedöms risken för överhettning vara begränsad och beräkningarna pekar mot att en stigande inflation kan hanteras utan lika stora räntehöjningar som tidigare varit vanliga, både i Sverige och i andra länder. En anledning är att det fortfarande finns kapacitet tillgänglig i många sektorer i ekonomin, en annan att utbudet av arbetskraft ökar stadigt. Dessutom är inflationsmålet idag både trovärdigt och väl förankrat.

Marknaden tror på ett något större behov av räntehöjningar än vad som förutses i förslaget till penningpolitisk rapport. Det kan bero på en annan bedömning av styrkan i konjunkturutvecklingen, men också på en annan bedömning av hur den förbättrade konjunkturen kan komma att påverka inflationen. Skillnaden mot prognosen i rapporten bör dock inte överdrivas. Jämfört med denna ligger marknads syn väl inom varje rimligt beräknad felmarginal.

Man bör komma ihåg att på ett till två års sikt är både Riksbankens och marknads prognoser synnerligen osäkra. Om implicita terminsräntor används som prognos för den framtida reporäntan, visar olika studier att prognosfelen på ett års sikt i genomsnitt är omkring en procentenhet.

När det gäller riskerna menade ledamoten att reporäntan fortfarande är på en sådan nivå att kreditstocken växer väsentligt snabbare än ekonomin totalt. Det finns visserligen tecken på att kredittillväxten minskar, men den är fortfarande hög och avmattningen kan dessutom vara temporär. Även penningmängden ökar kraftigt, men det är ovisst om detta visar något annat än det vi redan ser i kredittillväxten.

Det är klokt att vara försiktig med att dra slutsatser från hur de monetära variablerna utvecklas. Nu har emellertid tillväxten i kreditstocken och penningmängden varit stark under lång tid och man kan inte bortse från den påverkan detta kan ha på tillväxt och inflation. De makroekonomiska modeller som normalt ligger till grund för både huvudscenariot och olika simuleringar ger dessvärre inte särskilt mycket vägledning när det gäller de finansiella variablernas inverkan, eftersom analyserna av den så kallade kreditkanalen oftast inte är särskilt sofistikerade. Här finns ett stort behov av att fördjupa analysen. Tills vidare är det svårt att bortse från att den finansiella utvecklingen kan utgöra en uppåtrisk i inflationsbedömningen.

I länder som ligger före Sverige i konjunktur- och kreditykeln, t.ex. Storbritannien och Australien, men även USA, har räntorna stigit väsentligt mer än vad som enligt rapporten förutses ske i Sverige. I Storbritannien förefaller det dessutom för närvarande som om kredittillväxt, och i samband med detta även priserna på bostäder, åter tagit fart. Det kan finnas goda skäl för att utvecklingen ska bli annorlunda i Sverige. Framförallt förefaller inte resursutnyttjandet så ansträngt och produktivitetsutvecklingen har varit starkare än på de

flesta andra håll. Icke desto mindre har det som skett i några andra industriländer som ligger före i räntecykeln onekligen överraskat, inte minst centralbankerna.

En annan ledamot ställde sig bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och betonade att svensk och global ekonomi befinner sig i en gynnsam situation. Tillväxten är mycket hög och inflationen fortsatt låg, i likhet med utvecklingen på 1960-talet.

Inbromsningen tycks bli mjuk i USA och i Kina och Indien är tillväxten stark. På senare tid har även tillväxten i euroområdet börjat ta fart. De faktorer som givit upphov till en låg inflation i Sverige kan vara på väg att ge effekter också i övriga Europa. För detta talar också en förbättring av de strukturella förhållandena på arbetsmarknaden i Europa. Visserligen är arbetslösheten där fortsatt hög, men det finns tecken på en ökad flexibilitet som bör leda till ett effektivare resursutnyttjande. Det finns dock vissa risker för en sämre utveckling än den förväntade. Det kan inte uteslutas att dämpningen på bostadsmarknaden i USA blir mer dramatisk vilket skulle medföra större negativa effekter på den privata konsumtionen än vi hittills sett. Det finns också tecken på att arbetskraftsutbudet i USA växer långsammare vilket kan innebära att den potentiella tillväxten minskat. Om detta leder till ökad inflation och höjda räntor kan det förstärka nedgången på bostadsmarknaden.

Den mycket starka utvecklingen i Kina är inte långsiktigt hållbar, inte minst med tanke på den utvecklade finansiella sektorn. Såväl resursallokering som möjligheter till stabiliseringspolitik försvåras av den befintliga strukturen. Dessutom har myndigheterna misslyckats med att strama åt den ekonomiska politiken tillräckligt. En nedgång i USA skulle kunna leda till en sämre ekonomisk utveckling i Kina och sammantaget ge negativa effekter för övriga världsekonomin. Den största risken för konjunkturen är politisk oro, en upptrappning av krigshandlingarna i Mellanöstern och terrorhandlingar. Dessa faktorer skulle bidra till ett snabbt stigande oljepris.

Vad gäller de inhemska riskerna så bör man beakta att sysselsättningen stiger snabbt och att köpkraften bedöms öka med 5 procent i år. Även om anställningsbarheten hos dem som träder in på arbetsmarknaden verkar vara hög och risken för flaskhalsar i produktionen låg, kan kostnadstrycket komma att stiga snabbare än väntat när produktivitetstillväxten avtar framöver. Sammantaget verkar riskerna globalt främst vara på nedsidan, medan de är på uppsidan i Sverige. Men som huvudscenariot i rapporten illustrerar så är det mest troliga att inflationen är i linje med målet på två till tre års sikt, förutsatt att reporäntan höjs i enlighet med prognosen.

En ledamot ställde sig bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och instämde i vad förförda ledamoten sade. Vidare konstaterade ledamoten att inkomsten statistik tyder på att tillväxten i USA och Europa, inklusive Sverige, under senare tid varit högre än vad de flesta förutsåg i höstas. Det har lett till att en rad bedömare har reviderat upp prognoserna för tillväxten, åtminstone på kort sikt. Det kan tilläggas att för svensk del är ökningen av hushållens köpkraft under 2006 högre än vad nationalräkenskaperna anger. Anledningen är att kapitalvinster inte inkluderas i den disponibla inkomsten medan beskattningen av kapitalvinster dras av från densamma. Vanligtvis har det inte så stor betydelse men förra året var kapitalvinsterna ovanligt höga på grund av de stigande tillgångspriserna.

Olika beräkningar tyder på att resursutnyttjandet sammantaget är vare sig onormalt lågt eller högt i Sverige, men att tendensen är uppåt. På arbetsmarknaden finns reserver i form av både arbetslösa och latent arbetssökande, samtidigt som regeringens reformer syftar till att öka utbudet. Det förutsätts i den penningpolitiska rapporten att utbudet stiger ungefär i takt med den stigande efterfrågan på arbetskraft. Det förutsätts också att det i stora drag är samma typ av arbetskraft som efterfrågas och bjuds ut. Om denna matchning inte fungerar som förväntat kommer det emellertid att leda till att flaskhalsar uppstår, vilket kan leda till högre löneökningar. Detta kan ske även om avtalsrörelsen i sig blir oproblematisk sett i ett centralbanksperspektiv. Tittar man på nuläget är bristtalen i vissa branscher höga trots den allmänt goda tillgången på arbetskraft. För byggsektorn är bristtalen över 60 procent, långt högre än vid den senaste högkonjunkturen. För den privata tjänstesektorn är de i nivå med läget 1997-98. Antalet lediga platser är nära läget under slutet av 1980-talet, vilket också gäller antalet kvarstående lediga platser. Sammantaget utgör detta uppåtrisker för inflationen. Nedåtriskerna har beskrivits i detalj i tidigare inlägg och behöver inte upprepas.

Penningpolitiken står nu inför samma avvägning som den gjort de senaste 2-3 åren och i slutet av 1990-talet. Om utbudseffekter håller nere inflationen för varor är frågan om räntan ska hållas låg så att efterfrågan ökar kraftigt och inflationen för tjänster drivs upp, eller om räntan ska höjas så att inflationen istället återgår till målet långsammare än på två års sikt.

Två saker talar emot alternativet att fortsätta ha en mycket expansiv penningpolitik för att på detta sätt pressa upp inflationen på tjänster, när inflationen för varor är mycket låg på grund av gynnsamma utbudseffekter. För det första finns risken att tjänsteinflationen drivs upp till en nivå över den som på lång sikt är förenlig med 2-procentsmålet för KPI, och sedermera blir svår att få ner när utbudseffekterna som håller nere varuinflationen försvinner eller försvagas. För det andra finns risken att den låga räntan inte bara driver upp tjänsteinflationen, utan även driver upp tillgångspriser och kreditutväxt över den ökningstakt som skulle gälla om räntan var mer normal. Detta riskerar i sin tur att skapa orealistiska förväntningar på tillgångspris- och kreditutveckling, vilket ökar risken för abrupta anpassningar nedåt och därmed låg inflation som en följd av vikande efterfrågan.

Valet står alltså mellan att hålla efterfrågan lite lägre eller lite högre de närmaste åren. Hålls efterfrågan lite lägre återgår inflationen till 2 procent bortom 2-årshorisonten, men risker för större produktions- och sysselsättningsförluster längre fram minskas. Hålls efterfrågan i stället högre finns det risk för att inflationen biter sig fast över 2 procent längre fram. Slutligen är det intressant att notera att ingen ledamot i detta läge talar om att göra penningpolitiken kontraktiv utan endast om att göra den mindre expansiv. Detta i en situation då finanspolitiken åtminstone i år är expansiv. Mot denna bakgrund är det rimligt att fortsätta höja räntan.

En ledamot ville stryka under att den dämpande effekten från energipriser på inflationen huvudsakligen gäller det närmaste halvåret, men att den penningpolitiska målhorisonten är betydligt längre än så. Vad gäller situationen i omvärlden är det en rad olika faktorer som har bidragit till låga och ibland fallande importpriser i Sverige. Det finns dock en risk att dessa faktorer inte kommer att ha samma påverkan framöver. På detta område utgör bland annat den framtida växelkurspolitiken i Kina ett osäkerhetsmoment, men om förändringar sker är det något som får övervägas då. Riksbanken och andra har diskuterat inom vilket

intervall reporäntan normalt bör ligga i det långa perspektivet. Riksbanken har tidigare uppskattat intervallet till 3,5 till 5 procent. Här är det viktigt att understryka att reporäntan inte alltid bör ligga på mittpunkten i intervallet i slutet av prognosperioden. De ekonomiska omständigheterna kan vara sådana att reporäntan under längre perioder hamnar i utkanten av, eller till och med utanför detta intervall. Den nuvarande situationen med flera år av hög produktivitetstillväxt är ett exempel på detta. Ekonomin och dess funktionssätt gör att det kan ta lång tid innan räntan går tillbaka till ett tänkt normaltillstånd. Samtidigt är det viktigt att poängtera att synen på vad som är en lämplig anpassningstakt kan komma att se annorlunda ut framöver. Ledamoten ansåg också att det är värt att notera att riskbilden som ges i den penningpolitiska rapporten inte innehåller någon större dramatik. Den ekonomiska utvecklingen är förhållandevis balanserad i alla scenarier.

En annan ledamot ville rikta uppmärksamhet mot två saker. Den första gäller reserverna på arbetsmarknaden. Arbetskraftsundersökningarna visar att sysselsättningen det fjärde kvartalet 2006 ökade med cirka 100 000 personer jämfört med samma kvartal året innan. Samtidigt ökade utbudet av arbetskraft med drygt 60 000 personer medan de latent arbetsökande var cirka 180 000, vilket endast är marginellt lägre än föregående år. Ökad efterfrågan på arbetskraft drar med sig ett ökat utbud. Till detta kommer regeringens arbetsmarknadspolitik, vilken enligt Konjunkturinstitutets beräkningar kommer att ge en sysselsättning på lång sikt som är ungefär 1,5 procent högre än den skulle ha varit utan reformerna.

Den andra saken ledamoten ville rikta uppmärksamhet på gäller värdet av att Riksbanken nu publicerar en egen prognos för reporäntan. För tillfället är det stora prognoskillnader mellan olika bedömare på de finansiella marknaderna. Publiceringen av Riksbankens prognos för reporäntan kan då bidra till att minska osäkerheten. Dessutom är det så att prognosen för reporäntan i den penningpolitiska rapporten skiljer sig från den utveckling som tecknas av de implicita terminräntorna. Det hade inte varit bra att basera prognoserna i den penningpolitiska rapporten på en utveckling av reporäntan som Riksbanken inte såg som den mest troliga.

En ledamot instämde i det positiva med att publicera en egen prognos för reporäntan. Men fördelen med en egen prognos för reporäntan är inte att Riksbanken nödvändigtvis skulle vara bättre på att göra prognoser utan att de penningpolitiska besluten därigenom kan motiveras och förklaras tydligare. Samtidigt är det viktigt att framhålla att Riksbanken inte binder sig för reporäntans framtida bana. Den kommer att behöva omprövas allt eftersom det kommer ny information om den ekonomiska utvecklingen.

En annan ledamot kommenterade riskerna förknippade med prognosen för reporäntan i rapporten. Flera av de faktorer som har dragit ner inflationen globalt fortsätter att verka även framöver. Det är inte speciellt sannolikt att inflationsmålpolitiken överges eller att globaliseringen, som förstärkts av teknikutvecklingen, avstannar. Dessa faktorer har bidragit till att göra den så kallade Phillipskurvan flackare, det vill säga att sambandet mellan den reala ekonomins utveckling och inflationen har blivit svagare. Riskerna är istället förknippade med uppbyggnaden av instabila förhållanden mellan de stora handelsområdena. Exempel på faktorer som kan bidra till ökad balans är en förändring av Kinas växelkurspolitik. Det skulle också underlätta en övergång från en exportdriven till en konsumtionsdriven tillväxt i Kina.

Rent generellt skulle det behövas en ökad fokus på fördelningspolitik både i USA och Kina. Den stora risken för inflationen är främst att oljepriset ökar kraftigt som en följd av den geopolitiska utvecklingen i Mellanöstern.

En annan ledamot konstaterade sammanfattningsvis att alla ledamöter instämde i fördelarna med att Riksbanken publicerar en egen prognos för reporäntan. Kommunikationen blir på detta sätt enklare och tydligare. Det är viktigt att understryka att prognosen för reporäntan är just en prognos. Den kommer att behöva omprövas i takt med att det kommer ny information om den ekonomiska utvecklingen.

Samtliga ledamöter är också överens om att en höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter är det mest rimliga i dagsläget, på grund av en fortsatt god konjunktur och en stigande inflation. Direktionens diskussion leder fram till slutsatsen att det är rimligt att räkna med att reporäntan behöver höjas ytterligare, i linje med den prognos som presenteras i den penningpolitiska rapporten. Hur penningpolitiken kommer att utformas framöver beror dock som vanligt på den nya information som inkommer om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige och vilka effekter denna kan få för de svenska inflations- och konjunkturutsikterna.

§ 3. Penningpolitiskt beslut

Ordföranden konstaterade att endast ett förslag förelåg: att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 3,25 procent.

Direktionen beslutade enhälligt

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten den 15 februari kl. 9:30,
- att höja reporäntan till 3,25 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 21 februari 2007,
- att höja utlåningsräntan till 4,00 procent och inlåningsräntan till 2,50 procent med tillämpning från onsdagen den 21 februari 2007,
- att 15 februari 2007 kl. 9:30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 7 2007, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras den 28 februari 2007 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