



SÄRSKILT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 4

DATUM: 2007-03-29

MÖTESTID: 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
Svante Öberg

Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice ordförande

Claes Berg
Mårten Bjellerup
Kerstin Hallsten
Jesper Hansson
Ann-Christine Högberg
Pernilla Meyersson
Johan Rydelius (§ 1)
Staffan Viotti
Anders Vredin
Anna Webrell

§ 1. Konjunktur- och inflationsutsikterna

Mårten Bjellerup och Anna Webrell sammanställer underlaget till § 1 och § 2 av dagens protokoll. Diskussionen utgick från den nya statistik och de analyser som avdelningen för penningpolitik redovisade.

1. Den internationella ekonomiska utvecklingen

En ledamot inledde med att konstatera att den internationella bedömningen från februarirapporten sammantaget ser ut att stå sig väl. Som väntat fortsätter tillväxten att utvecklas starkt runt om i världen. Den nyinkomna informationen tyder dock på att tillväxten i USA blir något svagare än vad som förutsågs i februari. Detta beror

huvudsakligen på att utfallet för BNP för fjärde kvartalet förra året har reviderats ned. Uppbromsningen i USA beror till stor del på utvecklingen på bostadsmarknaden och inom bilindustrin. Den privata konsumtionen har trots allt hållits uppe och de indikatorer som inkommit under det första kvartalet i år pekar på en utveckling av konsumtionen som ligger väl i linje med bedömningen i den penningpolitiska rapport som publicerades i februari.

Ändå tycks osäkerheten kring utvecklingen i USA ha ökat något jämfört med i februari. I början av året såg det ut som det skett en stabilisering, men indikatorerna de senaste månaderna ger en mer splittrad bild. Riskbilden i USA har förändrats och en fortsatt försvagning kan inte uteslutas. Till en del har den ökade risken att göra med utvecklingen på den del av bolånemarknaden som riktar sig till hushåll med låg kreditvärdighet, den så kallade sub prime-marknaden. En snabbt växande del av dessa låntagare har fått problem att följa uppgjorda betalningsplaner. Det är svårt att bedöma hur omfattande konsekvenserna av detta kan bli.

I euroområdet var tillväxten under sista kvartalet 2006 däremot något starkare än väntat. De indikatorer som kommit i början av detta år tyder på en fortsatt gynnsam utveckling. Det kan därför finnas anledning att revidera upp prognosen för tillväxten något främst i år. Även utvecklingen i Storbritannien, Norge och många tillväxtländer är marginellt starkare än prognoserna i februari. Sammantaget är den internationella ekonomiska utvecklingen något starkare än förväntat, samtidigt som riskerna i USA har ökat något på nedsidan.

Oljepriset har stigit den senaste tiden. Det gäller även terminspriserna vilket ger anledning att justera upp oljeprisprognosen. Orsakerna till prisuppgången är troligen främst politisk oro kopplad till Iran och neddragningar av produktionen i OPEC-länderna.

Inflationen i omvärlden bedömdes i februari bli lägre 2007 än 2006, vilket fortfarande ser rimligt ut. KPI-inflationen i USA har utvecklats i linje med prognosen medan den i Europa och Japan är något lägre än förväntat. För de internationella producentpriserna är däremot utfallet för fjärde kvartalet förra året klart lägre än prognosen från februari, vilket talar för att prognosen justeras ned.

Både ränte- och aktiemarknaderna vände ner i slutet av februari. Även om aktiekurserna sedan dess har återhämtat sig och räntorna i Europa vänt tillbaka till sina tidigare nivåer, betyder detta inte att oron på de finansiella marknaderna är borta. Det är troligt att den delvis hänger samman med problemen på sub prime-marknaden och svagare konjunktursignaler i USA där räntor och börser inte återhämtat sig i samma utsträckning. De penningpolitiska förväntningarna i USA har skiftat nedåt jämfört med i februari medan de i euroområdet är i stort sett oförändrade på kort sikt men något lägre på lite längre sikt.

En annan ledamot höll i stora drag med om den beskrivna utvecklingen och noterade att den svagare ekonomiska utvecklingen i USA än så länge är i linje med den mjuka landning som beskrivs i februariprognosen. En nedgång är också nödvändig om underskottet i den amerikanska bytesbalansen ska kunna minska. Utvecklingen framöver beror till stor del på skeendena på bostadsmarknaden och de konsekvenser som de får för den privata konsumtionen. Även om huvudscenariot kan sägas vara oförändrat jämfört med den bild som tecknades i den penningpolitiska rapporten i februari, har riskbilden i USA nu ändrats och risken är större för en kraftig inbromsning. Om detta riskscenario realiseras skulle det kunna få allvarliga konsekvenser för världsekonomin, inte minst för de exportberoende länderna i Sydostasien. Risken för negativa kedjereaktioner kan heller inte uteslutas. En

svagare amerikansk tillväxt skulle sannolikt följas av en svagare dollar och vikande börskurser. Lägg därtill den osäkra säkerhetspolitiska situationen i Mellanöstern och situationen skulle inte vara helt olik den som rådde under 2000 och 2001.

En ledamot instämde i stora drag i den beskrivna utvecklingen, inklusive de ökade riskerna för den amerikanska konjunkturen. Ledamoten ville dock framhålla att den höga globala tillväxten varit ovanligt ihållande, samtidigt som den är väl spridd geografiskt. OECD-området växer med i storleksordningen 3 procent per år medan övriga världen, som svarar för ungefär hälften av världens BNP, växer med ungefär 7 procent per år. Även om tillväxten i USA mattas av är närområdet viktigast för svensk ekonomi. Då tillväxten där är något starkare än tidigare beräknat borde det ge en starkare tillväxt på de svenska exportmarknaderna.

En annan ledamot ställde sig frågande till om riskbilden för den amerikanska ekonomin verkligen hade ändrats särskilt mycket, men instämde för övrigt i beskrivningarna. Huspriserna i USA har främst fallit i de delar av landet där de tidigare har stigit oroväckande mycket. Att huspriserna fallit tillbaka i dessa områden utan att skapa finansiell oro är ett sundhetstecken och ökar snarast sannolikheten för att en avmattning kan ske under ordnade former. Ledamoten ville inte beteckna detta som en ökad risk. En sådan avmattning på bostadsmarknaden är ju faktiskt vad många bedömare, inklusive Riksbanken, har sett framför sig.

När det gäller bostadsfinansieringen i USA har flera institut som agerat på den så kallade sub prime-marknaden råkat i svårigheter. Dessa företag, som för övrigt inte ligger under myndigheternas tillsyn, har uppenbarligen missbedömt kreditrisken hos de hushåll med svaga inkomster eller dålig kredithistoria som de lånat ut pengar till. Hittills har emellertid marknaden hanterat dessa problem. Det är inte orimligt att institut som tagit för stora risker tvingas ställa in betalningarna – tvärtom är det ju så en marknad bör fungera. Än har vi heller inte sett några spridningseffekter till andra delar av bostadsmarknaden. Om många låntagare inte kan betala sina räntor och amorteringar och kanske tvingas ge upp sina bostäder är det naturligtvis allvarligt och kan komma att få effekter på konjunkturutvecklingen. Men inget tyder ännu på att utvecklingen på sub prime-marknaden behöver leda till detta.

En ledamot ansåg att världsekonomin går bra som helhet och betonade att den goda tillväxten är väl spridd geografiskt. Sett ur ett svenskt perspektiv är det klart att denna utveckling innebär en positiv förstärkning av den rådande starka inhemska utvecklingen. Sett till utvecklingen på de finansiella marknaderna är också prissättningen på obligationer som getts ut av tillväxtländer mycket låg i ett historiskt perspektiv. Detta innebär att den gängse uppfattningen bland investerare är att den starka ekonomiska utvecklingen kommer att fortsätta, och skulle så inte vara fallet rör det sig om en felaktig prissättning av risk. Utvecklingen i USA sprider viss osäkerhet, inte minst mot bakgrund av att den privata konsumtionen tidigare har hållits uppe av just stigande huspriser och en ökad utlåning till hushållen. Förutsatt att den fortsatta utvecklingen är ordnad, är nedgången på bostadsmarknaden bra och talar för en mjuk inbromsning i den amerikanska ekonomin. Att osäkerheten har ökat är en viktig observation men för svensk penningpolitikens vidkommande är det i nuläget för tidigt att dra några entydiga slutsatser.

2. Den svenska ekonomiska utvecklingen

En ledamot inledde med att konstatera att tillväxten i BNP enligt nationalräkenskaperna för det fjärde kvartalet förra året var lite starkare än prognoserna i februarirapporten. Revideringar av tidigare publicerad statistik gjorde dock att utfallet för tillväxten för helåret 2006 var i linje med prognosen. Vissa avvikelser för de enskilda komponenterna i försörjningsbalansen förekom dock, bland annat utvecklades investeringarna och utrikeshandeln starkare än väntat. Indikatorerna som kommit sedan publiceringen av den penningpolitiska rapporten i februari är till stor del starka, till exempel produktions- och ordersiffror samt barometerdata, och talar för lite högre inhemsk efterfrågan. Vissa svaghetstecken finns när det gäller detaljhandeln och utrikeshandeln. Sammantaget talar utvecklingen för en liten upprevidering av BNP-prognosen för i år.

Hushållens disponibla inkomster blev enligt nationalräkenskaperna för 2006 lägre än väntat. När den disponibla inkomsten beräknas dras skatt på kapitalvinster av, vilket får stora effekter de år, som 2006, då kapitalvinsterna är ovanligt stora. Korrigeras statistiken för detta blir utfallet för hushållens köpkraft mer i linje med prognosen i februarirapporten. För innevarande år ser köpkraften till och med ut att utvecklas något starkare än prognosen.

Prognosen för investeringarna kan behöva justeras upp främst av två skäl. För det första var utfallen för offentliga investeringar och bostadsinvesteringar för fjärde kvartalet ifjol starkare än förväntat. En del av den ökningen beror sannolikt på en tidigareläggning av en del byggstarter, på grund av att vissa byggsubventioner avskaffades i samband med årsskiftet. För det andra tyder investeringsenkäten i februari på något mer expansiva investeringsplaner i industrin jämfört med oktoberenkäten ifjol.

Exporten ökade något mer än väntat under det fjärde kvartalet förra året, men under det första kvartalet i år har indikatorerna för exporten kommit in något svagare än förväntat. Med hänsyn till en något snabbare ökningstakt av tillväxten på exportmarknaderna och en lite svagare krona än beräknat, bör det ske en försiktig justering uppåt av prognosen för exporten.

Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras ungefär i linje med prognoserna i februarirapporten. Indikatorer såsom varsel och antalet lediga platser pekar på en stark utveckling av efterfrågan på arbetskraft, samtidigt som utbudet också ökar. Sammantaget kan detta mycket väl vara förenligt med en oförändrad prognos för arbetslösheten. Trots en viss avmattning av produktivitetstillväxten väntas den fortfarande bli god.

Löneavtalen för industrin hamnade på en ökning om 10,2 procent över tre år, medan situationen fortfarande är oklar för handeln. Många avtal återstår att omförhandla. Sker det enligt nuvarande planer kommer en stor del av dem att vara klara före maj månads utgång. Då kommer också bilden av lönerörelsen att ha klarnat betydligt. Löneavtalen är viktiga för bedömningen av inflationen, precis som arbetsmarknaden och produktiviteten.

Det stigande oljepriset bidrar till att inflationstakten kan bli något högre på kort sikt än tidigare prognoser angett. Samtidigt har prisfallet på elbörsen ännu inte slagit igenom i konsumentledet vilket innebär att det är rimligt att förvänta sig ett negativt bidrag till inflationen härifrån framöver. En faktor som verkar i motsatt riktning är att kronan utvecklats svagare än förväntat. Den sammanlagda effekten blir troligen att inflationen under det närmaste året inte faller så mycket som februariprognosen gav uttryck för men att

den på lite längre sikt utvecklas ungefär i linje med bedömningen i februari. Det betyder att prognosen för inflationen, mätt som UND1X, fortfarande väntas vara i linje med målet på ett par års sikt.

På de svenska finansiella marknaderna har utvecklingen varit relativt lik den i omvärlden. Efter publiceringen av den penningpolitiska rapporten i mitten av februari sjönk både börskurser och räntor, varefter de har vänt uppåt igen. Den tioåriga obligationsräntan ligger marginellt lägre och börsindex marginellt högre än vid publiceringen i februari. De penningpolitiska förväntningarna, så som de avspeglas i de implicita terminräntorna, har justerats uppåt igen och ligger i dagsläget ungefär på samma nivå som innan den penningpolitiska rapporten publicerades i februari. Ökningstakten för både huspriserna och utlåningen till hushållen har fallit, om än från en hög nivå.

En ledamot påpekade att den nya information som redovisats sedan den senaste penningpolitiska rapporten tyder på en starkare utveckling av den svenska ekonomin än prognostiserat. Nationalräkenskaperna för det fjärde kvartalet 2006 var något starkare än förväntat. Samtidigt reviderades tidigare kvartal ned så att årsgenomsnittet för 2006 ändå låg i linje med prognosen. Ser man till hur prognoserna reviderats under en lite längre tid syns en systematik i revideringarna av den reala utvecklingen. Sedan början av förra året har prognoserna successivt reviderats upp. Från 3,5 procent till 4,5 procent för BNP-tillväxten 2006 och från 2,8 procent till 3,5 procent för BNP-tillväxten 2007. Den senaste informationen tyder på behov av ytterligare upprevidering. Konjunkturinstitutets prognos för BNP-utvecklingen för 2007 är 3,9 procent.

Vidare var Konjunkturinstitutets konjunkturbarometrar för februari och mars mycket starka. Industrikonjunkturen har fortsatt att förbättras och byggkonjunkturen är rekordstark. Detaljhandeln fortsätter att öka sin försäljning och efterfrågan i de privata tjänstenäringarna fortsätter att stiga. Ett tecken på det allmänt starka läget är att Konjunkturinstitutets nya barometerindikator ligger på en hög nivå, över 110, vilket innebär att ekonomin går mycket starkare än normalt.

Även bilden av arbetsmarknaden ser starkare ut nu än i februari. Arbetskraftsundersökningarna i januari och februari visar på en snabbare ökning av sysselsättningen och en större minskning av arbetslösheten än beräknat. Sysselsättningen var då i genomsnitt 0,4 procent högre och arbetslösheten 0,2 procentenheter lägre än prognostiserat. Sett över en tremånadersperiod har sysselsättningen stigit snabbare än väntat och växer nu med cirka 100 000 personer i årstakt. Arbetslösheten har sjunkit till 4,9 procent vilket är 0,9 procentenheter lägre än vid motsvarande period förra året.

Ledamoten noterade vidare att den rapport om konjunkturläget som Konjunkturinstitutet redovisade idag också redovisade en mycket stark bild av svensk ekonomi. Jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari förutser Konjunkturinstitutet en starkare real utveckling och sysselsättning i år och nästa år och även en något högre pris- och löneökningstakt. De anser även att den rådande avtalssituationen kommer att öka trycket på löneutvecklingen och i sin tur på inflationsutvecklingen. Risken för en dylik utveckling är något som bör tas i beaktande vid dagens möte.

Ledamoten menade vidare att avtalsrörelsen inte börjat särskilt bra. Avtalsförhandlingarna ser ut att resultera i löneökningstakter som ligger högre än prognoserna i februarirapporten. Det finns nu två siffror som nämns avseende de avtalsmässiga löneökningarna. Den första är ett treårsavtal inom industrin som uppges innebära 10,2 procent i löneökning och det andra är ett ännu inte påskrivet treårigt avtal på handels område som uppges innebära 12,6 procent i löneökning på tre års sikt. Att de avtal som sluts är treåriga minskar osäkerheten om lönekostnadsutvecklingen. Samtidigt är det ett problem om nivåerna ligger över vad som är förenligt med löneprognooserna i februarirapporten. Till de avtalade löneökningarna kommer löneglidning och eventuella ändringar i lönerelaterade avgifter.

En annan ledamot höll med om att prognosen för BNP-tillväxten fått justerats upp successivt under det senaste året men framhöll att så inte är fallet med inflationsprognosen och att den underliggande inflationen fortfarande är låg.

Ytterligare en ledamot höll med om att tillväxten ännu en gång visat sig bli högre än prognoserna och att även arbetsmarknaden verkar utvecklas starkare än väntat. Tillväxttakten i huspriser och utlåning har minskat men är fortfarande på nivåer som inte är långsiktigt hållbara. Ledamoten noterade i detta sammanhang att någon utlåning på bolånemarknaden som motsvarar den amerikanska sub prime inte existerar i Sverige. Visserligen lånar banker och andra institut ut pengar för konsumtion utan säkerhet och mot hög ränta, men detta är en försvinnande liten del av den samlade utlåningen.

En ledamot noterade att utlåningen inte ökat med samma höga hastighet som tidigare vilket är tillfredsställande. Framtiden får däremot utvisa vilka effekter den fortsatt starkt växande ekonomin får på kreditmarknaden och i sin tur på inflationen och om dessa effekter kommer att synas inom den penningpolitiska tidshorisonten. En sådan utveckling bör fortfarande ses som en uppåtrisk, men verkar i nuläget inte ge så stora effekter på inflationen.

En annan ledamot instämde i att utvecklingen på arbetsmarknaden ser stark ut. Den positiva utvecklingen av den inhemska ekonomin innebär ökad köpkraft och stärkt privat konsumtion, vilket kan balansera den nedgång i exporten som en mer markerad dämpning av den internationella konjunkturen skulle kunna utlösa. Mot bakgrund av de starka offentliga finanserna kan de offentliga investeringarna, framförallt inom kommunal sektor, väntas bli högre än vad som antogs i februari. Trots dessa gynnsamma förhållanden råder fortfarande en hög arbetslöshet som kan antas ligga kvar på en nivå över fyra procent under hela prognosperioden.

Ledamoten konstaterade att inflationen enligt prognosen först mot slutet av prognosperioden närmar sig målet för att sedan ligga ungefär i linje med målet. Visserligen innebär Riksbankens bedömningar att arbetslösheten går ned något och att inflationen stiger, men det betyder inte att sambandet mellan inflationen och den reala ekonomin är stabilt över tiden. Ett positivt produktionsgap behöver inte nödvändigtvis leda till att inflationen drivs upp. Detta har flera förklaringar, bland annat att globaliseringen innebär en ökad konkurrens och därmed mindre möjligheter att höja priserna. Ledamoten instämde därför med tidigare uttalanden om att oron för en alltför snabbt stigande inflation i dagsläget inte är så stor.

En ledamot sammanfattade diskussionen. Konjunkturen utvecklas starkt i Sverige liksom i omvärlden. Den ekonomiska utvecklingen har i stora drag varit i linje med den bedömning som gjordes i februari. Tillväxten ser ut att bli aningen lägre i USA men något starkare i bland annat euroområdet. Även i Sverige kan BNP-tillväxten i år bli något starkare än väntat. Detsamma gäller utvecklingen av sysselsättningen och arbetskraften. Utlåningen och huspriserna fortsätter att öka relativt snabbt även om ökningstakterna har dämpats. Kronan har utvecklats något svagare än väntat.

Löneförhandlingarna tyder så här långt på att löneökningarna kan bli lite högre än prognostiserat. Den något starkare konjunkturen talar också för detta. Utvecklingen på arbetsmarknaden innebär således en något ökad risk för högre inflationstryck än väntat. Samtidigt finns det flera faktorer som håller tillbaka inflationen.

§ 2. Penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef Irma Rosenberg föredrog förslag till penningpolitiskt beslut.

Den nya information som kommit efter den penningpolitiska rapporten i februari talar för en del förskjutningar i bilden jämfört med den bedömning av konjunktur- och inflationsutsikterna som då gjordes. Sammantaget rör det sig dock om ganska marginella förändringar. Den inhemska tillväxten i BNP kan möjligen bli lite starkare än väntat och det gäller också sysselsättningen. Men även arbetsutbudet ökar något snabbare och därför blir sannolikt arbetslösheten inte mycket lägre under prognosperioden än vad som redovisades i februarirapporten. Bedömningen var då att det fortfarande fanns gott om lediga resurser på arbetsmarknaden och i det avseendet har det inte skett någon förändring. Det talar för att riskerna för att arbetsmarknadsläget ska bli ansträngt inte har förändrats.

När det gäller lönebildningen ser däremot riskerna för ett högre inflationstryck ut att ha ökat något, även om de nya avtal som har träffats på industrins område inte uppenbart är oförenliga med löneprognozen i februari. Frågan är nu om dessa avtal blir vägledande för resten av arbetsmarknaden och hur stor löneglidningen blir. Det är enligt min mening för tidigt att dra bestämda slutsatser om vad avtalsförhandlingarna totalt sett kommer att ge för resultat. Om tidsramarna för förhandlingarna hålls kommer bilden att ha klarnat redan om ett par månader. Klart är att det finns en del oroande tecken, men jag anser att det är klokt att avvakta innan slutsatser om konsekvenser för inflationstrycket dras.

Samtidigt finns skäl att påminna om att det liksom i februari finns anledning att räkna med faktorer som bidrar till att hålla nere kostnadstrycket. Det fjärde kvartalet förra året ökade produktiviteten återigen något mer än väntat. Även om ökningstakten inte blir lika hög i år som i fjol blir den sannolikt fortfarande god. Prispressen från omvärlden väntas också hålla i sig och tillsammans med goda företagsvinster talar detta för att priserna kommer att stiga ganska långsamt. Prisökningstakten för innevarande år behöver revideras upp, men det hänger främst samman med att oljepriset återigen stigit. Undantas energipriserna är prisökningstakten fortfarande låg.

Sammantaget är det endast marginella förändringar i konjunktur- och inflationsutsikterna jämfört med i februari. Min bedömning är därför att den prognos för reporäntan som den penningpolitiska rapporten i februari byggde på fortfarande ser rimlig ut. Mitt förslag till beslut mot den här bakgrunden är att reporäntan lämnas oförändrad vid dagens

sammanträde. Prognosen för reporäntan innebär en höjning med 0,25 procentenheter under de kommande månaderna och ytterligare en lika stor höjning senare under prognosperioden. Denna långsamma höjning av reporäntan är tillräcklig för att få en inflation i linje med målet på ett par års sikt och samtidigt en balanserad real utveckling.

Men naturligtvis råder det stor osäkerhet om hur penningpolitiken kommer att behöva avvägas framöver. Det kan inte nog understrykas att ränteprognosen kommer att behöva omprövas om utvecklingen tar andra vägar än förutsett. För utvecklingen i svensk ekonomi kommer det att vara särskilt viktigt att följa vad som händer i avtalsförhandlingarna. På det internationella området är intresset framförallt riktat mot USA. Det finns anledning att vara uppmärksam på riskerna för en mer markerad uppbromsning i USA och de konsekvenser det kan få för den ekonomiska utvecklingen i resten av världen.

En ledamot menade dock att riskerna på uppsidan har ökat betydligt sedan det penningpolitiska mötet i februari. Den reala utvecklingen har varit starkare än prognostiserat och arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras i snabbare takt än förutsett. Samtidigt ser avtalsförhandlingarna ut att resultera i högre löner än beräknat. Ledamotens bedömning var därför att beslut bör fattas idag om att styrräntan bör höjas med 0,25 procentenheter och att den framtida räntebanan bör revideras i uppåtgående riktning. Även efter en sådan uppjustering av banan är den fortfarande på en relativt låg nivå.

Ledamoten anförde tre huvudsakliga skäl till denna bedömning. Det första skälet har att göra med den allmänna ekonomiska utvecklingen. Den internationella utvecklingen är mycket stark med tillväxttal för världsekonomin på ca 5 procent per år. Även tillväxten i Sverige är ovanligt stark med en BNP-tillväxt på 4,5 procent 2006 och uppemot 4 procent 2007, samt en snabbt ökande sysselsättning. I detta starka konjunkturläge är både finans- och penningpolitiken expansiv. Hushållens reala disponibla inkomster beräknas öka kraftigt i år, räntorna är fortfarande låga och kreditexpansionen är stark.

Det andra skälet är att det mesta av den nya information som har inkommit sedan det penningpolitiska mötet i februari tyder på att den ekonomiska utvecklingen är starkare än vad som då förutsågs.

Det tredje skälet är läget i vårens avtalsförhandlingar. Avgörande för den framtida inflationen och penningpolitiken är hur den starka reala utvecklingen påverkar lönebildningen och särskilt hur den kan hanteras i vårens avtalsförhandlingar. Ledamotens tidigare bedömning var att avtalsförhandlingarna skulle komma att resultera i avtal i rimlig tid, på nivåer som var förenliga med inflationsmålet och utan större konflikter. Samtidigt var riskerna då på uppsidan. Avtalsförhandlingarna skulle, trots de senaste årens goda erfarenheter, kunna bli betydligt svårare och marknadskrafterna skulle också kunna dra upp löneökningstakterna till högre nivåer.

Detta riskskenario ser nu ut att infrias. Samordnade treåriga avtal med en måttlig nivå på löneökningarna hade kunnat vara förenliga med en låg och stabil inflation. Det som nu ser ut att bli fallet är istället svagare samordnade treåriga avtal på förbunds nivå, med högre löneökningar än tidigare prognostiserat. Till det kommer en fortsatt kraftig förstärkning av arbetsmarknaden som riskerar att resultera i en ökad löneglidning. Visserligen finns det också risker på nedsidan, men de har redan beskrivits i tidigare inlägg.

En ledamot instämde i att riskerna för en högre inflation i huvudsak kommer från alltför höga löneökningstakter, men påpekade att det är för tidigt att utvärdera avtalsrörelsens effekter och att oron för en stigande inflation därmed inte behöver vara så stor. Det finns gott om lediga resurser och en något mer ansträngd arbetsmarknad behöver inte nödvändigtvis leda till högre inflation. Norge och Danmark har betydligt stramare arbetsmarknader än den svenska, utan att inflationen för den skull har tagit fart. Dessutom har de svenska företagen goda vinstmarginaler vilket betyder att de har möjlighet att höja lönerna utan att höja priserna. Den allt hårdare konkurrensen gör också att det rent allmänt är svårt att höja priserna. Ledamoten ansåg därför att uppåtrisen beroende på avtalsrörelsen och den starka utvecklingen på arbetsmarknaden inte ska överdrivas. Den balanseras dessutom av risken för en dämpning av världsekonomin, främst beroende på utvecklingen i USA. Baserat på detta ansåg ledamoten att reporäntan bör lämnas oförändrad.

En ledamot delade den förförre ledamotens syn när det gällde styrkan i den ekonomiska utvecklingen, både i Sverige och utomlands, och den effekt högkonjunkturen kunde komma att få på resultaten av vårens svenska avtalsförhandlingar. Ledamoten framhöll även sin oro över den fortsatt starka kreditillväxten och påminde om att det fortfarande finns en betydande osäkerhet när det gäller de monetära faktorernas påverkan på både tillväxt och inflation. Enligt ledamotens mening hade ännu inte tillräckligt mycket ny information inkommit i förhållande till den penningpolitiska rapporten för att motivera en räntehöjning vid dagens möte, men att de framtida räntehöjningarna borde ske i snabbare takt än vad som förutsågs i februari.

En annan ledamot instämde i att konjunkturen fortsatt att utvecklats starkt i Sverige och i omvärlden. Något svagare tillväxt i USA uppvägs av en bättre efterfrågan i Europa och i tillväxtländerna. I Sverige pekar bland annat utsikterna för löneutvecklingen, så långt den är känd, och en stark ökning av den reala disponibla inkomsten mot en framtida inflationstakt som möjligen är något högre än i februarirapporten.

Samtidigt är det så att det inte kan uteslutas att det skett strukturella förändringar i ekonomin, sådana att inflationstrycket förblir lågt. Vinstandelen i näringslivet är även fortsättningsvis på en god nivå vilket minskar behovet av prisövervärtrning. Produktivitetsutvecklingen är god vilket håller tillbaka trycket på priserna när lönerna stiger. Låga eller fallande importpriser till följd av globaliseringen leder till ett bestående konkurrenstryck och därmed prispress.

Sammantaget innebär detta att det idag inte finns skäl att höja räntan menade ledamoten. Lika litet finns det tillräckligt med ny information sedan det senaste beslutstillfället som motiverar en ny syn på den framtida ränteutvecklingen. Prognosen att räntan under de kommande månaderna bör höjas ytterligare står fast. Samtidigt är det så att riskerna för inflationen nu ligger på uppsidan. Skulle det visa sig att löneutvecklingen blir betydligt högre än prognosen, bör synen på reporänteutvecklingen omprövas framöver. Om detta blir fallet behöver räntan höjas mer än vad nuvarande räntekurva visar för att inflationsmålet ska nås.

Även om ledamoten inte såg några skäl att nu ändra bedömning av hur den svenska penningpolitiken bör utformas, kvarstår den tidigare osäkerheten om den internationella utvecklingen. De globala obalanserna, oljeprisets utveckling, det internationella

säkerhetsläget samt oron för en allt för låg riskkompensation på de finansiella marknaderna – alla dessa är faktorer som kan påverka bedömningen framöver.

§ 3. Penningpolitiskt beslut¹

Ordföranden konstaterade att det förelåg ett förslag om att lämna reporäntan oförändrad och ett annat om att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 3,50 procent.

Direktionen beslutade efter omröstning

- att lämna reporäntan oförändrad på 3,25 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 4 april 2007,
- att lämna utlåningsräntan oförändrad på 4,00 procent respektive inlåningsräntan på 2,50 procent med tillämpning från onsdagen den 4 april 2007,
- att fredagen den 30 mars 2007 kl. 9.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 15 2007, protokollsbilaga A, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras måndagen den 16 april kl. 9.30.

Vice riksbankschef Svante Öberg reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och anförde följande: Riskerna på uppsidan har ökat betydligt sedan det penningpolitiska mötet i februari. Den reala utvecklingen har varit starkare än prognostiserat, arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras i snabbare takt än förutsett och avtalsförhandlingarna ser ut att resultera i högre löner än beräknat. Bedömningen är därför att styrräntan bör höjas med 0,25 procentenheter idag och att den framtida räntebanan bör revideras i uppåtgående riktning.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Stefan Ingves

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.