



# SÄRSKILT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 5

DATUM: 2007-05-03  
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  
Irma Rosenberg  
Svante Öberg
- Johan Gernant, fullmäktiges  
ordförande  
Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice  
ordförande
- Claes Berg  
Victoria Ericsson  
Kerstin Hallsten  
Jesper Hansson  
Ann-Christine Högberg  
Björn Lagerwall (§ 1)  
Pernilla Meyersson  
Åsa Sydén  
Staffan Viotti  
Anders Vredin  
Anna Webrell

### § 1. Konjunktur- och inflationsutsikterna

Victoria Ericsson 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. På kort sikt finns vissa tecken på en lite svagare utveckling i USA och något starkare utveckling i euroområdet. Den uppbromsning som väntades i Tyskland till följd av momshöjningen vid årsskiftet har inte blivit så påtaglig som befarat. I övrigt är den nya informationen i linje med bedömningarna i februari, både vad gäller Japan, de nordiska grannländerna och Storbritannien.

Oljepriset har stigit ytterligare sedan det penningpolitiska mötet i mars, vilket denna gång främst kan antas beror på stark efterfrågan snarare än utbudstörningar. Detta kan väntas leda till något högre inflation, framförallt i USA. I euroområdet är inflationen i linje med förväntningarna.

Sedan februarirapporten har de långa räntorna stigit lite i USA och ytterligare något i euroområdet och Sverige. De internationella börserna har stärkts sedan nedgången i februari.

De penningpolitiska förväntningarna har justerats upp något både i USA och i euroområdet. I USA förväntar sig marknadsaktörerna fortfarande en räntesänkning på längre sikt. I euroområdet där räntenivån är lägre har förväntningarna på räntehöjningar stigit i takt med att tillväxtutsikterna har förbättrats.

En annan ledamot konstaterade att den internationella utvecklingen är mycket stark. Internationella valutafonden (IMF) räknar med en BNP-tillväxt för världen på ca 5 procent per år under de fem åren 2004 - 2008. Det är inte vanligt med en så stark utveckling under så många år i rad. Den starka ekonomiska utvecklingen är också väl spridd geografiskt. OECD-området växer med nästan 3 procent per år medan övriga världen, som svarar för ungefär hälften av världens BNP, växer med i storleksordningen 7 procent per år. Tillväxten i Asien är ännu snabbare. Till och med Afrika, som brukar vara svagast i detta sammanhang, växer nu med ca 5 procent per år.

Utvecklingen i USA avviker från det internationella mönstret med en fortsatt dämpning av tillväxten. Efter en period med stark tillväxt, kraftigt stigande fastighetspriser och måttlig inflation har man nu kommit in i den omvända situationen med låg tillväxt, svag fastighetsmarknad och för hög inflation. Det ställer penningpolitiken inför en betydande utmaning. Ledamoten framhöll att USA ligger före Europa och Sverige i konjunkturcykeln och att det är viktigt att undvika att Sverige hamnar i den amerikanska situationen.

Den nya information som har kommit in sedan det penningpolitiska sammanträdet i februari tyder på att tillväxten internationellt totalt sett utvecklas väl i linje med prognoserna i februari, fortsatte ledamoten. Utvecklingen är lite svagare än väntat i USA och något starkare än väntat i Europa. Eftersom närområdet betyder mer för exporten innebär det sammantaget att exportmarknaden växer något snabbare än tidigare beräknat.

En ledamot instämde i den föregående ledamotens syn på den amerikanska utvecklingen och påpekade att det främst är fordonsindustrin och byggbranschen som har problem, medan andra delar av den amerikanska ekonomin fortfarande går bra. Den osäkerhet som är förknippad med utvecklingen i USA motverkas dock av den starka utvecklingen i euroområdet och Asien. Ledamoten konstaterade vidare att utvecklingen sedan det penningpolitiska mötet i april överlag varit god på de finansiella marknaderna. Aktiemarknaderna har vänt uppåt sedan nedgången i februari, med undantag för Japan. Kreditspreadarna är låga och volatiliteten har minskat. Även försäkringspremierna på kreditmarknaden har, så som de speglats i priset på kreditderivat, fallit tillbaka. Viljan att ta risk förefaller att ha återgått till samma nivå som innan problemen på den så kallade sub prime-marknaden uppdagades i USA. Frågetecken finns kring det ekonomiska läget i Estland och framför allt i Lettland. Den snabba tillväxten i dessa länder har lett till överhettning, stora bytesbalansunderskott, negativa realräntor, kraftig kreditexpansion och stigande fastighetspriser. Trots att länderna är små kan man inte bortse från möjligheten att en

negativ utveckling också kan skapa oro på de internationella finansiella marknaderna, ungefär som den isländska utvecklingen gjorde för något år sedan.

En annan ledamot höll med om att den osäkerhet som präglar den amerikanska utvecklingen uppvägs av den stabila utvecklingen i Europa och andra delar av världen. Även inflationsutvecklingen i omvärlden är stabil. Sammantaget ligger inflationen i världen på omkring två procent. Den svenska utvecklingen sker alltså i en omvärld som i detta avseende präglas av stabilitet, vilket är gynnsamt för svensk del. Risker har dock ökat för en konjunkturavmattning i USA. Några tecken på detta är svagare produktivitet utveckling och dämpade huspriser. Ledamoten påpekade att det är för tidigt att säga något om vilka konsekvenserna blir av sub prime-problematiken i USA, eftersom den här typen av bekymmer tar tid att komma till rätta med. Sammantaget ser dock det ekonomiska läget både ljus och stabilt ut i omvärlden.

En ledamot påpekade att penningpolitiken i olika delar av världen, med undantag för USA, successivt stramas åt. Det sker såväl i euroområdet som i Japan och är en viktig förutsättning för att bibehålla den stabila inflationsutvecklingen. Det är centralbankernas uppgift att verka för detta.

En annan ledamot noterade att en anledning till att penningpolitiken inte stramas åt ytterligare i USA är att man redan gjort det eftersom man ligger tidigt i konjunkturcykeln. Den amerikanska produktivitet utvecklingen har dämpats och räntan har redan höjts ett antal gånger.

## **2. Den svenska ekonomiska utvecklingen**

En ledamot inledde med att konstatera att prognosen för BNP-tillväxten i februari visade på en fortsatt stark tillväxt i svensk ekonomi. Sammantaget är den nya information som inkommit i linje med prognosen, även om olika indikatorer pekar åt lite olika håll. Barometerdata talar möjligen för en något starkare utveckling än februari prognosen medan utfallsdata för detaljhandeln och varuexporten snarare pekar i svagare riktning.

I övrigt finns anledning att se över bedömningarna med hänsyn till förslagen i regeringens vårproposition. Dels kan den offentliga konsumtionen komma att öka snabbare framförallt nästa år, till följd av olika reformer på utgiftssidan. Dels kommer hushållens disponibla inkomster att öka mer till följd av de skattesänkningar som föreslås. Detta kan tillsammans med högre löneökningar väntas bidra till en snabbare konsumtionstillväxt nästa år.

Fler löneavtal har träffats och avtalsutfallen ser så här långt ut att vara något högre än vad som är förenligt med löneprognosen i februari. Samtidigt fortsätter arbetsmarknadsläget att förbättras. Sysselsättningen under första kvartalet ser ut att ha stigit ungefär enligt prognosen i februari rapporten. Arbetsutbudet tycks däremot ha ökat något mindre än väntat. Därför har arbetslösheten blivit aningen lägre än förutsett. Bristen på arbetskraft enligt konjunkturbarometern har också ökat för näringslivet som helhet. Detta talar sammantaget för att det finns skäl att justera upp prognosen för löneökningarna de kommande åren.

Inflationen i mars blev något högre än i februari prognosen främst beroende på att oljepriserna blev högre än väntat. Det var något som hade förutsetts vid det förra penningpolitiska mötet. Redan då var bedömningen att inflationen inte skulle falla lika mycket under innevarande år som februari prognosen angav. Detta innebar även en viss

upjustering av inflationen de kommande åren. Snabbare löneökningar bidrar också till att inflationen kan väntas öka mer än i februariprognosen.

En ledamot ställde frågan om den svaga exporten kan vara ett nytt fenomen och hur den kommer att påverka BNP-tillväxten framöver. Samtidigt som exportmarknaden snarast har växt något snabbare än tidigare beräknat tycks svensk varuexport ha utvecklats svagare än beräknat under första kvartalet. Handelsnettot gav ett mindre men samtidigt betydande överskott första kvartalet i år jämfört med motsvarande period ifjol. Vad utrikeshandeln betyder för tillväxten i år är en fråga som nog måste analyseras inför nästa penningpolitiska möte i juni. Då har också nationalräkenskaperna för första kvartalet kommit.

En annan ledamot påpekade att det är förvånande med en så svag exporttillväxt med tanke på den goda tillväxten i euroområdet. Ytterligare en ledamot noterade att både import och export dämpats samtidigt som den internationella bilden förändrats marginellt. Frågan är om svensk export är en bra indikator för något som håller på att ske i omvärlden.

En ledamot noterade att export och import under lång tid ökat stabilt i hög takt och att den senaste tidens utveckling nog måste följas. En annan ledamot påpekade att utrikeshandelsstatistiken tyder på att exporten försvagats mer jämfört med prognosen än importen och att det innebär att det finns en risk för lägre BNP-utfall än väntat för första kvartalet i år.

En annan ledamot konstaterade att den svenska ekonomiska utvecklingen har varit mycket stark. BNP-tillväxten är hög, sysselsättningen ökar snabbt, inflationen är låg och både de offentliga finanserna och bytesbalansen visar betydande överskott.

Den nya information som har kommit in sedan det penningpolitiska mötet i februari är dock något splittrad när det gäller den reala ekonomiska utvecklingen. Men när det gäller arbetsmarknaden tyder den nya informationen på att trycket har ökat. Enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU) för första kvartalet i år fortsatte sysselsättningen att öka med drygt 100 000 personer i årstakt. Arbetskraftsutbudet ökade däremot inte lika snabbt som beräknat. Följaktligen minskade arbetslösheten något mer än väntat. Arbetslösheten var första kvartalet 5,0 procent, en minskning med 0,8 procentenheter sedan första kvartalet ifjol. I säsongrensade termer och som tre månaders glidande medelvärden fortsatte arbetslösheten att minska i början av året. Den ökning av arbetslösheten under året som förutsågs i den penningpolitiska rapporten i februari har ännu inte inträffat. Även antalet latent arbetssökande har nu börjat minska. Sammantaget minskade antalet arbetslösa och antalet latent arbetssökande med 50-60 000 personer i årstakt första kvartalet i år konstaterade ledamoten.

Konjunkturinstitutets (KI) konjunkturbarometer för första kvartalet var mycket stark. Bristen på arbetskraft i näringslivet ökar snabbt och är nu nära toppnivån från år 2000. Brist på arbetskraft är nu det främsta hindret för att öka produktionen i allt fler branscher. En viktig fråga är vad den allt hetare arbetsmarknaden kommer att få för konsekvenser för löneutvecklingen. De pågående avtalsförhandlingarna ser ut att resultera i högre löner än beräknat. I februari rapporten prognostiserades att lönerna skulle komma att öka med ca 4 procent per år. De hittills slutna löneavtalen tyder på att timlönerna kommer att öka med åtminstone 4,5 procent per år i årstakt de närmaste tre åren, menade ledamoten.

Ledamoten ansåg att utvecklingen nu liknar det risksscenario som redovisades i den penningpolitiska rapporten i februari. Detta risksscenario innefattade löneökningar på ca 4,5 procent per år och resulterade i en något lägre BNP-tillväxt samtidigt som inflationen gled över tvåprocentnivån och styrräntan behövde höjas med ytterligare 0,50 procentenheter fram till prognosperiodens slut.

Ledamoten påpekade att två förtydliganden kan vara på sin plats i detta sammanhang. Det första är att det inte är en katastrofal utveckling om lönerna skulle öka med 4,5 i stället för 4,0 procent per år. Det är fortfarande en god utveckling jämfört med 1970- och 1980-talen då lönerna ökade med ca 8 procent per år. Men det innebär att penningpolitiken måste bli stramare än vad som annars hade varit möjligt, för att kunna hålla inflationen på en låg och stabil nivå. Den andra kommentaren är att Riksbanken inte är en part i avtalsförhandlingarna. Det är arbetsmarknadens parter som har ansvaret för avtalsrörelsen. Men utfallet kommer att påverka inflationen och penningpolitiken. För Riksbanken är det därmed en av de yttre omständigheter som måste tas hänsyn till i penningpolitiken.

Finanspolitiken är en annan sådan yttre omständighet som måste beaktas. Finanspolitiken är expansiv med kraftigt sänkta skatter och ökade reala utgifter, fortsatte ledamoten. Den ekonomiska vårpropositionen och beskedet om att fastighetsskatten ska avvecklas innebär att finanspolitiken är mer expansiv än tidigare beräknat. Hushållens inkomster ökar mycket starkt i år, delvis som en följd av den expansiva finanspolitiken.

Ledamoten konstaterade att den reala utvecklingen är mycket stark samtidigt som inflationen fortfarande är låg. Det finns fortfarande krafter som dämpar inflationen. Produktiviteten har utvecklats starkt och importpriserna har hållits nere. Lönsamheten är mycket god, vilket gör att företagen på kort sikt kan bära en högre kostnadsökning än de annars skulle kunna göra utan att inflationen stiger. Samtidigt är det en faktor som verkar uppdrivande på löneökningstakten de närmaste tre åren och därmed på inflationen på längre sikt. Finanspolitiken innehåller även åtgärder som har en direkt prisdämpande effekt, bland annat borttagandet av fastighetsskatten, och andra som stimulerar arbetskraftsutbudet på sikt. Som vanligt får det vid bedömningen av den framtida inflationen bli en avvägning mellan de krafter som verkar uppdrivande och de krafter som verkar dämpande.

Under årets tre första månader har inflationen inte blivit lika låg som väntat i februariprognosen. Det beror delvis, men inte bara, på att energipriserna har blivit något högre än beräknat. I februari väntades att KPI:s ökningstakt skulle falla från 1,6 procent i december 2006 till 1,5 procent i mars 2007. Den har istället stigit till 1,9 procent, en skillnad på 0,4 procentenheter. Ökningstakten för UND1X väntades falla från 1,2 procent i december 2006 till 1,0 procent i mars 2007. Den har istället varit oförändrat 1,2 procent, en skillnad på 0,2 procentenheter. Ledamoten konstaterade att den senaste informationen talar för en upprevidering av inflationsprognosen i år.

En ledamot underströk att bilden av den realekonomiska utvecklingen är något oklar. Den statistik som redovisar ekonomiska förväntningar visar på en starkare utveckling än väntat under första kvartalet i år, samtidigt som utfallsdata visar på en något svagare utveckling under samma period. Beror den svaga nettoexporten på en försvagad efterfrågan i omvärlden vilket i sin tur kan få dämpande effekter på svensk tillväxt, eller beror den på en ökad inhemsk konsumtion som i sin tur skulle driva på tillväxten ytterligare? Beroende på

vad som påverkat nettoexportutvecklingen kan effekten på tillväxten skilja sig kraftigt. Ledamoten konstaterade att det ofta finns stora variationer i exportstatistiken, och att det är viktigt att veta orsaken till de dämpningar som skett.

Att den ekonomiska utvecklingen är stark går inte att bortse från. Hittills har avtalen från lönerörelsen blivit högre än väntat. Bristen på arbetskraft fortsätter att stiga och är hög inom både bygg- och industrisektorn. Vakanserna på arbetsmarknaden fortsätter att öka samtidigt som arbetskraftsutbudet inte växer lika snabbt som väntat. Det finns klara överhettningstendenser inom vissa branscher. Bristtalen talar för att det kan bli ytterligare löneökningar utöver de avtal som redan slutits. Företagen har kanske råd med detta, då kassorna är fyllda. Men även om konkurrensen är betydande på många marknader är risken uppenbar att högre löner så småningom förs över till konsumenterna i form av högre priser.

Därtill är tillväxten i penningmängden fortsatt hög. Exakt hur detta påverkar efterfrågan är som vanligt svårt att säkert bedöma. Men, som den engelske centralbankschefen Mervyn King noterade i veckan – när för mycket pengar jagar för lite varor tenderar priserna att stiga. Priserna på fastighetsmarknaden har också fortsatt att stiga, om än i något lägre takt än tidigare. Den avmattning som förväntades i början av året förefaller dock ha uteblivit. Lättnaden i fastighetsskatten har en engångseffekt på prisnivån, men bör inte driva upp prisökningstakten. Särskilt i storstadsområdena kan den engångseffekten dock bli av viss betydelse.

En ledamot konstaterade att inflationstrycket sammantaget är något högre nu än i februarirapporten. Viktigt att notera är att det finns faktorer som pekar på en högre inflationstakt, såsom avtalsrörelsen. De avtal som träffats är framtunga, vilket innebär att de drar upp inflationen mer i början av perioden än i slutet. BNP-tillväxten i Sverige bedöms bli något högre än tidigare väntat, vilket också bidrar till en starkare arbetsmarknad, högre löneökningar och ett högre inflationstryck. Samtidigt finns det fortfarande faktorer som verkar i motsatt riktning, såsom det starka globala konkurrenstrycket och den höga produktivitetsutvecklingen. Det finns också fortfarande lediga resurser på arbetsmarknaden. På det stora hela har ingen dramatisk förändring skett sedan den penningpolitiska rapporten publicerades i februari och den ekonomiska utvecklingen förefaller inte vara dramatiskt annorlunda än tidigare. Sänkningen av fastighetsskatten väntas ge en engångseffekt på fastighetspriserna, men det är viktigt att vara vaksam på eventuella andrahandseffekter av skatteförändringen på inflationen. Fastighetsprisutvecklingen är alltjämt en källa till oro främst i ett längre tidsperspektiv. Det är en utveckling som noga måste följas även framöver.

En ledamot sammanfattade diskussionen. Vid det penningpolitiska mötet i mars konstaterades att konjunkturutvecklingen i Sverige och i omvärlden var fortsatt stark. Den nya informationen sedan dess ändrar inte denna bild i någon större utsträckning. Jämfört med bedömningen i februari ser tillväxten ut att bli aningen lägre i USA men något starkare i euroområdet. I Sverige kan de nyligen presenterade finanspolitiska förslagen öka produktionen och efterfrågan i svensk ekonomi ytterligare. Utvecklingen på arbetsmarknaden är fortsatt stark. Både sysselsättningen och arbetskraften ökar i god takt och arbetslösheten fortsätter att falla. Utlåningen och huspriserna fortsätter att öka snabbt även om ökningstakterna har dämpats något. I mars uppgick inflationen till 1,9 procent mätt med KPI och till 1,2 procent mätt med UND1X. Det var något högre än väntat i februari vilket främst förklaras av stigande oljepriser. Utfallet av löneförhandlingarna tyder

så här långt på att löneökningarna blir högre än prognostiserat. De starkare konjunkturutsikterna i Sverige talar också för detta. Sammantaget innebär detta att inflationstrycket nu bedöms bli något högre än i prognosen i februari.

## § 2. Penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef Irma Rosenberg föredrog förslag till penningpolitiskt beslut.

Den nya information som kommit de senaste månaderna tyder på att inflationstrycket blir något högre än väntat i den penningpolitiska rapporten i februari och vid det penningpolitiska sammanträdet i mars. Ett skäl till det är att regeringens vårbudget ser ut att vara något mer efterfrågestimulerande, åtminstone nästa år, än tidigare prognostiserat. Ett annat skäl är att avtalsförhandlingarna så här långt har resulterat i uppgörelser som tyder på att lönerna kan öka snabbare under prognosperioden än vad som förutsågs i februarirapporten. I det starka arbetsmarknadsläge som råder är det rimligt att räkna med att löneökningarna utöver avtalen blir högre än de varit de senaste åren. Hur höga löneökningarna kan väntas bli beror bl.a. på hur arbetsmarknaden fungerar. Viktiga frågor är om arbetsutbudet kommer att öka i den utsträckning vi har räknat med, om matchningen mellan efterfrågan och utbud av arbetskraft kommer att fungera och vilken hänsyn till arbetsmarknadsläget som tas i löneförhandlingarna. Utvecklingen första kvartalet tyder på att arbetsmarknadsläget blivit något stramare än vad som låg i februariprognosen. Sysselsättningen ser ut att ha stigit ungefär enligt prognosen medan arbetsutbudet däremot tycks ha ökat något mindre än väntat. Därför har arbetslösheten blivit lite lägre än förutsett. Bristen på arbetskraft har enligt Konjunkturbarometern fortsatt att öka för näringslivet som helhet. Fortfarande finns lediga resurser på arbetsmarknaden, men kanske inte riktigt i samma omfattning som februariprognosen tydde på. Samtidigt tycks löneavtalen hamna något högre än prognostiserat, trots att det fortfarande finns ganska stora arbetskraftsreserver totalt sett.

Enligt min bedömning talar utvecklingen sammantaget för att reporäntan kommer att behöva höjas mer under prognosperioden än vad prognosen i februarirapporten visar, för att inflationen ska vara i linje med målet och den reala ekonomin utvecklas balanserat. Men jag anser inte att det är så stora förändringar av den ekonomiska bilden som skett, vilket talar för att det inte är så bråttom att reporäntan behöver höjas vid dagens sammanträde. Inflationen är fortfarande låg och bedömningen är att den kommer att stiga långsamt. Det beror på att det fortfarande finns flera faktorer som håller den tillbaka. Prispressen från omvärlden väntas fortsätta och produktiviteten förbättras fortfarande i god takt. Företagens vinster är goda och barometeruppgifterna för första kvartalet tyder på att lönsamheten i näringslivet har fortsatt att förbättras. Det kan naturligtvis innebära att företagen blir mer benägna att släppa igenom lönehöjningar men det kan också delvis fungera som en buffert mot prishöjningar.

Det gäller nu att avväga takten i räntehöjningarna så att inflationen inte tar fart snabbare än väntat men att inte heller tillväxten i produktion och sysselsättning bromsas in alltför tidigt. Mitt förslag till beslut i dag är därför att reporäntan hålls oförändrad. Men, som jag sa inledningsvis, min bedömning är att inflationstrycket stigit något mer än väntat och att reporäntan därför kommer att behöva höjas mer under prognosperioden än vi räknade med i februari. Hur snabbt och hur mycket räntan ska höjas får vi återkomma till i nästa

penningpolitiska rapport i juni. Då kommer mer information att finnas både om avtalsrörelsen och om tillväxten och produktiviteten under det första kvartalet.

En ledamot delade i huvudsak föregående ledamots analys men ställde sig inte bakom den presenterade slutsatsen. Ledamoten föreslog istället att reporäntan skulle höjas med 0,25 procentenheter vid dagens möte och att även räntebanan skulle justeras upp. Det är bättre att höja räntan nu än att vänta till juni. Realekonomin ser stark ut, trots vissa frågetecken. Utvecklingen på arbetsmarknaden är hetare än väntat. Det är fler vakanser, svagare utveckling av arbetskraftsutbudet och därtill en lönerörelse där utfallen blivit högre än vad som antogs i februari. Fastighetspriserna har fortsatt att stiga, liksom krediterna till hushållssektorn. Fastighetspriserna är inget mål för penningpolitiken, vilket Riksbanken klargjort i många sammanhang. Det finns dock som tidigare anledning att beakta risken för överhettning på fastighetsmarknaden, eftersom en överhettning med efterföljande prisanpassning kan få negativa effekter på den reala ekonomin. Risken för överhettning har vid tidigare möten fått motivera att en räntehöjning som planerats kommit att något tidigare läggas. Detta är en faktor som även bör tillföras dagens diskussion, menade ledamoten.

En annan ledamot påpekade att om fastighetspriserna stiger på grund av fundamentala skäl av detta slag, är det inte ett problem för penningpolitiken. En skatteförändring som leder till att fastighetspriserna justeras är inte i sig något som penningpolitiken ska motverka. Om de stigande fastighetspriserna däremot gör att hushållen upplever att de blivit mer förmögna och därmed ökar sin efterfrågan, måste naturligtvis penningpolitiken ta hänsyn till detta.

En annan ledamot konstaterade att riskerna på uppåtsidan har ökat betydligt sedan det penningpolitiska mötet i februari, och ställde sig bakom en tidigare ledamots förslag att styrräntan behöver höjas med 0,25 procentenheter vid dagens möte och att den framtida räntebanan bör revideras i uppåtgående riktning. Den ekonomiska utvecklingen är mycket god. Både den internationella och den svenska tillväxttakten är hög. I detta starka konjunkturläge är penningpolitiken fortfarande expansiv. Räntorna är fortfarande låga och kreditexpansionen är stark.

Sedan det penningpolitiska mötet i februari har förutsättningarna ändrats i tre avseenden, menade ledamoten. För det första tyder den nya information som har kommit in på att trycket på arbetsmarknaden är starkare än som då förutsågs. För det andra ser vårens avtalsförhandlingar ut att resultera i högre avtalade löneökningar än väntat. Till det kommer att den fortsatta förstärkningen av arbetsmarknaden riskerar att driva upp löneglidningen. För det tredje är finanspolitiken mer expansiv än väntat. Sammantagna motiverar de ändrade förutsättningarna en uppjustering av den framtida banan för styrräntan.

En viktig fråga är därmed när räntan bör höjas. Ledamoten framhöll att det finns skäl som talar för en snabbare höjning i början av den period räntebanan avser. För det första verkar penningpolitiken med en betydande eftersläpning. Ju längre besluten om en höjning skjuts upp desto större blir risken att löneökningarna blir högre än vad som är förenligt med inflationsmålet och att inflationen skjuter över målet. Risken att hamna "efter kurvan" i likhet med vad som skedde under perioden 2001 – 2002 ökar. För det andra är riskerna på uppåtsidan även efter en revidering av den förväntade löneökningstakten till 4,5 procent per år. Det är mer troligt att arbetsmarknaden blir starkare, att bristen på arbetskraft blir större och att lönerna utvecklas snabbare än så.



En annan ledamot höll med om att inflationstrycket är något högre än beräknat och att det därför finns skäl att höja räntan snabbare än vad som förutsågs i februari. Räntan skulle i och för sig kunna höjas redan vid dagens möte, men det finns flera skäl till att hålla den oförändrad. Inflationen mätt som UND1X är fortfarande låg och väntas stiga endast långsamt. Avtalsförhandlingarna är inte slutförda. Det är därför bättre att avvakta och invänta mer information även om löneökningarna redan nu ser ut att bli högre än vad som prognostiserades i februari. Produktiviteten och den globala konkurrensen dämpar inflationstrycket och det sammantagna resursutnyttjandet i svensk ekonomi är fortfarande relativt balanserat. Ledamoten menade att skillnaden för samhällsekonomin mellan en räntehöjning vid dagens möte och på nästa möte är mycket begränsad och att det då är bättre att invänta en mer fullständig analys i nästa penningpolitiska rapport. Ledamoten ville därför lämna reporäntan oförändrad, men underströk behovet av gradvisa räntehöjningar framöver. Räntebanan kommer att behöva revideras upp framöver jämfört med den penningpolitiska rapporten i februari. Det mest sannolika är att det blir en balanserad, ordnad dämpning av konjunkturen i förhållande till fjolårets starka siffror. Skulle det i stället längre fram visa sig att ekonomin är på väg mot en situation med löneökningar oförenliga med samhällsekonomisk balans, alltför expansiv finanspolitik och överoptimistisk finansiell expansion där dessa faktorer hotar inflationsmålet, då får det konsekvenser för penningpolitiken med en högre räntebana och därtillhörande inbromsning på både den reala och den finansiella sidan så att pristabiliteten vidmakthålls. Det är viktigt att en sådan utveckling undviks.

Ledamoten poängterade att det alltid råder en stor osäkerhet om den framtida ekonomiska utvecklingen. Därmed är osäkerheten också stor om hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Det beror 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 konjunktur- och inflationsutsikterna.

### § 3. Penningpolitiskt beslut<sup>1</sup>

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 med riksbankschefens röst som utslagsröst

- att lämna reporäntan oförändrad på 3,25 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 9 maj 2007,
- att lämna utlåningsräntan oförändrad på 4,00 procent respektive inlåningsräntan på 2,50 procent med tillämpning från onsdagen den 9 maj 2007,
- att fredagen den 4 maj 2007 kl. 9.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 19 2007, [protokollsbilaga A](#), samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras fredagen den 18 maj kl. 9.30.

---

<sup>1</sup> Närvarande ledamöter som inte reserverar sig har deltagit i och instämt i det av direktionen fattade beslutet.



Vice riksbankschef Svante Öberg och vice riksbankschef Lars Nyberg reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och anförde följande: Vår gemensamma bedömning är att riskerna på uppsidan har ökat betydligt sedan det penningpolitiska mötet i februari. Den ekonomiska utvecklingen är starkare, avtalsförhandlingarna ser ut att resultera i högre löner, finanspolitiken är mer expansiv än förutsett och kreditexpansionen är fortsatt hög. Vår bedömning är därför att beslut bör fattas idag om att höja styrräntan med 0,25 procentenheter och att vi bör revidera upp vår syn på den framtida räntebanan.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Stefan Ingves

Lars Nyberg

Irma Rosenberg

Svante Öberg