



# SÄRSKILT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 8

DATUM: 2007-06-19

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  
Irma Rosenberg  
Lars E.O. Svensson  
Barbro Wickman-Parak  
Svante Öberg

Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice ordförande

Claes Berg  
Kerstin Hallsten  
Karolina Holmberg  
Per Håkansson  
Ann-Christine Högberg  
Björn Lagerwall  
Pernilla Meyersson  
Bengt Pettersson  
Ola Pettersson  
Britta von Schoultz  
Staffan Viotti  
Anders Vredin  
Anna Webrell

### § 1. Den ekonomiska utvecklingen

Bengt Pettersson och Ola Pettersson sammanställer underlaget till § 1 och 2 av dagens protokoll. Diskussionen utgick från förslaget till penningpolitisk rapport, som diskuterades och bordlades vid direktionens sammanträde den 13 juni, samt 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 13 juni.

I euroområdet var inflationen på årsbasis oförändrad i maj jämfört med april enligt HIKP. Inflationen var 1,9 procent. Handelsbalansen visar enligt säsongsrensad statistik ett överskott i april på 3,5 miljarder euro.

I USA steg detaljhandelsförsäljningen med 1,4 procent mellan april och maj medan industriproduktionen var oförändrad under samma period. Underskottet i bytesbalansen steg det första kvartalet till 192,6 miljarder dollar. Inflationen enligt KPI steg i maj till 2,7 procent. Den underliggande inflationen, enligt KPI rensat för livsmedel och energi, sjönk till 2,2 procent.

I Sverige sjönk industriproduktionen i april med 1,6 procent jämfört med mars. Den steg med 3,6 procent på årsbasis. Orderingsgången sjönk med 0,2 procent mellan mars och april, men steg med 5,8 procent i årstakt. Riksgäldskontoret har reviderat upp prognosen för statsbudgetens överskott 2007 med 26 miljarder kronor till 138 miljarder kronor. Upplåningen av statsskuldsväxlar bedöms minska med 32 miljarder i år jämfört med förra året.

Den globala ränteuppgången har stannat upp. Räntorna har sjunkit i USA och varit relativt oförändrade i euroområdet och Sverige. De penningpolitiska förväntningarna i termer av implicita terminräntor har sjunkit något i USA och euroområdet. De har även sjunkit något i Sverige på längre sikt. Kronan har stärkts mot dollarn och varit relativt oförändrad mot euron. Börsen har stigit såväl i Sverige som i USA och euroområdet.

## 2. Konjunktur- och inflationsutsikterna

Förste vice riksbankschefen Irma Rosenberg framlade förslag till penningpolitisk rapport 2007:2, protokollsbilaga A. Den penningpolitiska rapporten återger huvuddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 5 juni och 13 juni.

Den internationella konjunkturen utvecklas fortsatt starkt och konjunkturutsikterna för Sverige är fortsatt gynnsamma. Tillväxten och produktiviteten förefaller visserligen ha mattats oväntat snabbt under det första kvartalet, men Riksbanken bedömer att det handlar om en tillfällig försvagning. Det samlade resursutnyttjandet, som i dagsläget bedöms vara något högre än normalt, kommer att stiga ytterligare framöver. Sysselsättningen ökar snabbt och eftersom utbudet av arbetskraft inte ökar i samma omfattning blir arbetsmarknaden stramare. De löneavtal som hittills har slutits i avtalsrörelsen har blivit högre än på många år. Den stramare arbetsmarknaden gör också att det är rimligt att räkna med att takten i löneökningarna framöver kommer att bli högre än den varit de senaste åren.

Eftersom produktiviteten samtidigt väntas utvecklas mindre gynnsamt än tidigare kommer de högre löneökningarna att resultera i ett stigande kostnadstryck. Den underliggande inflationen är fortfarande låg, men högre kostnader förväntas leda till att den stiger.

## § 2. Penningpolitisk diskussion

Irma Rosenberg föredrog förslag till penningpolitiskt beslut.

Utvecklingen i den svenska ekonomin är gynnsam. Det mesta talar för att den uppbromsning som skedde i tillväxten under första kvartalet var tillfällig och att BNP fortsätter växa i god takt. Situationen på arbetsmarknaden har också ljusnat betydligt. Sysselsättningen ökar starkt sedan ett par år tillbaka och arbetslösheten faller. Det gör att kostnadstrycket tilltar och att inflationen kommer att stiga framöver. Räntan måste därför höjas för att vi ska klara inflationsmålet på 2 procent och mitt förslag är att den höjs med 0,25 procentenheter vid dagens möte. Det är en räntehöjning i linje med den bedömning vi gjorde i den penningpolitiska rapporten i februari.

I februari räknade vi med att räntan skulle behöva fortsätta att höjas under prognosperioden, men bedömningen var att det skulle räcka med en försiktig uppgång. Den information som kommit de senaste månaderna tyder på att kostnadstrycket och inflationen blir högre än vi förutsåg i februari och att räntan därmed behöver höjas mer framöver än februariprognosen angav. Det var något som vi konstaterade redan vid vårt föregående penningpolitiska möte i maj även om vi då inte preciserade det i siffror.

Ett skäl till att räkna med att kostnadstrycket ökar snabbare är att enhetsarbetskostnaderna, som i stort sett varit oförändrade i genomsnitt de senaste tre åren, sköt i höjden under första kvartalet. Det berodde framför allt på att produktivitetstillväxten bromsade in markant och att lönerna steg snabbare. Nu ska man inte fästa alltför stor vikt vid dessa första preliminära nationalräkenskapsiffror (NR). Produktiviteten är genuint svår att beräkna och fluktuerar dessutom kraftigt. Konjunkturlönestatistiken tyder på en betydligt beskedligare lönestegringstakt än NR-uppgifterna. Men man får ändå, med den information som nu finns tillgänglig, räkna med att arbetskraftskostnaderna ökat mer än väntat i början av året. Det finns också skäl att tro på en snabbare utveckling av lönekostnaderna framöver än vi hade anledning att räkna med i februari. Avtalsförhandlingarna har resulterat i uppgörelser som talar för det, trots att det fortfarande finns relativt gott om lediga arbetskraftsreserver. Arbetsmarknadsläget ser ut att ha blivit lite stramare än vår prognos i februari förutsatte och det pekar också mot högre löneökningstakter än vi räknade med i februari. Sysselsättningen har utvecklats i linje med den tidigare prognosen medan arbetsutbudet har ökat något mindre än beräknat. Arbetslösheten har därför fallit mer än väntat och bristen på arbetskraft har fortsatt stiga enligt företagens bedömningar i Konjunkturbarometern.

Den nya information som kommit den senaste tiden är delvis svårtolkad, men talar i huvudsak för att tillväxten blir något svagare i år än väntat. En svagare tillväxt skulle i och för sig kunna innebära att inflationstrycket mattas. Men det mesta talar som jag tidigare nämnt för att försvagningen av tillväxten första kvartalet är tillfällig. Framst var det exporten och hushållens konsumtion som utvecklades överraskande svagt. Utrikeshandelsstatistiken

för april visar visserligen en fortsatt något dämpad exportutveckling, men den internationella konjunkturen är fortfarande stark och det talar för att exporten ändå fortsätter öka i relativt god takt. Att den privata konsumtionen ökade mindre än väntat första kvartalet berodde främst på att konsumtionen av energi föll. Detaljhandelsförsäljningen talar för att utvecklingen andra kvartalet blir starkare. De disponibla inkomsterna väntas öka kraftigt och hushållen ser enligt enkätuppgifter ljust på framtiden. Även om hushållens konsumtion ökar något mindre i år än tidigare beräknat kommer den troligen att vara en av de viktiga drivkrafterna för tillväxten i efterfrågan. Investeringsstillväxten blev starkare än väntat första kvartalet och företagsenkäter tyder på att investeringsviljan är god även i fortsättningen. Sammantaget är det därför rimligt att räkna med en fortsatt god tillväxt framöver och att resursutnyttjandet fortsätter att stiga. Det bidrar till att inflationen kommer att stiga.

Min slutsats är att vi måste justera upp vår prognos för reporäntan de närmaste åren. En reporänta på cirka 4 procent i slutet av året och ytterligare en eller ett par höjningar under de kommande åren kan enligt min bedömning behövas för att få inflationen nära 2 procent och samtidigt få en stabil utveckling av produktion och sysselsättning. Det är viktigt att betona att en revidering av vår räntebana inte innebär någon dramatik. Det är inte konstigare att vi reviderar vår prognos för reporäntan än att vi reviderar prognoserna för BNP, sysselsättning eller inflation när det kommer ny information som motiverar en ändrad bedömning. Den uppjustering av räntebanan jämfört med i februari som huvudscenariot innebär är inte anmärkningsvärt stor med tanke på den nya information som inkommit sedan februari. Det rör sig heller inte om någon stor justering om man jämför med hur marknadsförväntningarna om reporäntan, mätt med impliciträntor, brukar variera över tiden.

Osäkerheten om prognoserna är som vanligt stor. Huvudscenariot bygger på att den kraftiga dämpningen av produktivitetstillväxten första kvartalet främst är en tillfällig konjunktoreffekt och sammanhänger med den snabba ökningen av sysselsättningen. Skulle den bli varaktigt lägre och lönerna dessutom ökar i snabbare takt skulle det leda till ett högre kostnads- och inflationstryck med konsekvenser i form av en stramare penningpolitik. Men det finns naturligtvis också alternativa utvecklingsförlopp som skulle kunna leda till svagare inflationsimpulser, till exempel en svagare utveckling i omvärlden eller att det internationella konkurrenstrycket håller tillbaka inflationen mer än väntat. Det skulle istället tala för en flackare räntebana.

Vice riksbankschefen Barbro Wickman-Parak ställde sig bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och prognosen för räntebanan som finns i den penningpolitiska rapporten. Att höja reporäntan är ett naturligt steg att ta i den konjunkturfas vi befinner oss i. En lång period med hög tillväxt har ökat resursutnyttjandet. De olika mått på resursutnyttjandet som Riksbanken använder sig av visar att det steg ganska snabbt förra året och nu ligger något högre än normalt.

Statistiken den senaste tiden har ändå pekat åt lite olika håll. Utfallsdata tyder på en uppbromsning av tillväxten medan enkätdata pekar på en fortsatt styrka i konjunkturuppgången. Wickman-Paraks bedömning var att det, såsom gjorts i den penningpolitiska rapporten, är rimligt att anta att det som visat sig i statistiken är en tillfällig inbromsning och inte början på en mer bestående svacka i ekonomin. Med den relativt starka tillväxt som förväntas de två kommande åren, cirka 3 procent per år, ansträngs resurserna ytterligare och kostnadstrycket tilltar.

Wickman-Parak konstaterade att även om styrräntan höjts i flera steg sedan början av förra året så ligger den fortfarande på en förhållandevis låg nivå. Ett beslut idag att höja räntan till 3,5 procent ändrar inte på det. En neutral räntenivå, det vill säga en nivå som vare sig verkar kontraktivt eller expansivt, kan inte bestämmas med exakthet men Riksbankens beräkningar visar på att den kan ligga i intervallet 3,5-5 procent. Med dagens höjning hamnar styrräntan på den nedre gränsen för detta intervall.

Konjunkturutsikterna ser fortsatt starka ut för Sverige och hushållens konsumtion är en viktig drivkraft. Därtill verkar investeringarna ha hämtat ny styrka. Hushållens efterfrågan stimuleras av en ökad sysselsättning, stigande löner och sist men inte minst av skattesänkningar, redan genomförda och kommande. Hushållen har ett orubbat starkt förtroende för den egna ekonomin framöver vilket talar för en fortsatt stark konsumtionstillväxt.

Wickman-Parak betonade också att finanspolitiken påverkar såväl efterfrågan som utbudssidan i ekonomin. Å ena sidan innebär finanspolitiken stora skattesänkningar med omedelbara effekter på hushållens disponibla inkomster vilket stimulerar konsumtionen och ökar efterfrågan på arbetskraft. Skattesänkningarna och andra åtgärder syftar också till att öka utbudet av arbetskraft. På den punkten är det betydligt svårare att bedöma hur stora effekterna blir och när i tiden de blir mer påtagliga. Mycket talar för att de får större betydelse först på lite längre sikt. Hittills har arbetskraftsutbudet, även om det ökat, inte svarat upp mot styrkan i arbetskraftsefterfrågan.

Även om den totala arbetslösheten sjunkit snabbt det senaste året är nivån nu betydligt högre än under den förra konjunkturtoppen och antalet heltidsstuderande som söker jobb ligger på strax under 100 000 personer. Det finns alltså en reserv av arbetskraft som står nära arbetsmarknaden och som snabbt borde kunna sysselsättas. Men det är inte bara den aggregerade arbetskraftsreserven som har betydelse utan även dess sammansättning. Tillgänglig statistik pekar på att bristen på arbetskraft ökat även om omfattningen varierar beroende på vilken typ av statistik man tittar på. Konjunkturinstitutets barometrar visar att andelen företag som har brist på arbetskraft ökar även om nivåerna, bortsett från byggsektorn, inte är alarmerande. Men vad man däremot kan konstatera är att bristtalen ökat snabbt under en förhållandevis kort tidsperiod och risken är stor att de fortsätter uppåt. Anekdotiska uppgifter pekar också åt det hållet.

Wickman-Parak konstaterade att utfallen i löneförhandlingarna hamnat högre än väntat. Därtill kommer löneökningar utöver avtal som är svåra att bedöma storleken på. I den penningpolitiska rapporten antas löneglidningen uppgå till cirka en procent per år. Det finns en risk för att företagen i sitt sökande efter kvalificerad arbetskraft tvingas pressa upp ersättningarna mer än så. Alternativet är att ge avkall på kravet på kvalifikationer. I så fall kan det gå ut över produktivitetstillväxten som då dämpas mer än som prognostiseras i den penningpolitiska rapporten.

Inflationen är fortfarande låg även om den sedan något år är på väg upp enligt alla olika inflationsmått. Det finns ingen anledning att vara alarmistisk men penningpolitiken måste blicka ett par år framåt och har att hantera olika risker. Wickman-Paraks bedömning var att den fortsatta utvecklingen på arbetsmarknaden är en sådan.

Wickman-Parak fortsatte med att tala om riskerna med hushållens upplåning. Upplåningstakten har visserligen dämpats men någon avgörande skillnad i benägenheten att

dra på sig skulder har ännu inte inträffat; upplåningen växer fortfarande med tvåsiffriga tal. Huvudskälet att höja räntan idag är att få till stånd en balanserad utveckling för att minska risken att en kostnads-/inflationsspiral kommer igång. Men med en höjd ränta ökar också chanserna till en fortsatt gradvis dämpning av hushållens skuldsättning. Det i sin tur minskar risken för en mer abrupt anpassning längre fram med större avbräck i tillväxten som följd. Med den nyligen införda ordningen med egen räntebana har Riksbanken fått ett nytt signaleringsverktyg som ger värdefull information till potentiella låntagare om hur Riksbanken bedömer den fortsatta ränteutvecklingen utifrån dagens information.

Wickman-Parak ställde sig bakom såväl förslaget att höja räntan idag som den bana som styrräntan antar i den penningpolitiska rapporten. Givet att det inte blir några stora bakslag i konjunkturen är detta en rimlig avvägning av penningpolitiken, menade hon. Skulle den internationella utvecklingen utvecklas betydligt sämre än väntat och/eller den svenska ekonomin komma in i en betydligt svagare fas än väntat, ändras förutsättningarna.

Vice riksbankschefen Svante Öberg ställde sig också bakom förslaget att höja räntan med 0,25 procentenheter. Hans bedömning var också att den framtida räntebanan behöver revideras upp jämfört med den räntebana som redovisades i den penningpolitiska rapporten i februari. Arbetsmarknaden har utvecklats starkare, löneavtalen har resulterat i högre löneökningar och finanspolitiken har blivit mer expansiv än Riksbanken då räknade med.

Öberg instämde också i stora drag i bilden av den ekonomiska utvecklingen de närmaste åren som redovisas i den penningpolitiska rapporten. BNP-tillväxten fortsätter att ligga över den trendmässiga, arbetslösheten fortsätter att falla och inflationen fortsätter att stiga. Men hans bedömning var att inflationstrycket blir starkare de närmaste åren än enligt huvudscenariot.

Öbergs bedömning var därför att styrräntan troligen kommer att behöva höjas mer än enligt huvudscenariot. Han menade att hans bedömning låg närmare marknadens förväntningar och det överhettningsscenario som redovisas i kapitel 2 i den penningpolitiska rapporten än huvudscenariot. Öberg avsåg att senare under mötet utveckla skälen för sin bedömning.

Vice riksbankschefen Lars E.O. Svensson ställde sig bakom såväl förslaget att höja räntan med 0,25 procentenheter som räntebanan i den penningpolitiska rapportens huvudscenario och rapporten i övrigt. Huvudscenariots reporäntebana medför enligt hans mening att prognosen för inflationen och olika mått på resursutnyttjandet är rimliga och ser bra ut.

Svensson framförde också sin principiella syn på flexibel inflationsmålsstyrning. Denna innebär att Riksbanken syftar till att uppnå inflationsmålet och stabilisera såväl inflationen runt inflationsmålet som resursutnyttjandet. Riksbankens uppgift är då att välja en reporäntebana som är sådan att motsvarande prognos för inflationen och resursutnyttjandet "ser bra ut". Att "se bra ut" betyder i detta sammanhang att inflationen närmar sig inflationsmålet och resursutnyttjandet närmar sig det normala i lämplig takt.

Svensson menade att den penningpolitiska rapportens huvudscenario innehåller en reporäntebana som medför en inflationsprognos som ter sig rimlig i förhållande till inflationsmålet och närmar sig inflationsmålet i en lagom takt. De olika prognoserna på olika mått på resursutnyttjandet som redovisas i rapporten tyder på att denna reporäntebana också medför att utvecklingen av resursutnyttjandet verkar bli rimlig och närmar sig normalt

resursutnyttjande. Därför ansåg han att rapportens huvudscenario för räntebanan är rimligt och motsvarar en väl avvägd penningpolitik.

Svensson betonade att en analys av och prognos för resursutnyttjandet enligt hans mening är en väsentlig del av underlaget för direktionens penningpolitiska beslut. Samtidigt är en sådan analys och prognos mycket svår och osäker och därför en stor utmaning i det penningpolitiska arbetet. Han menade att särskilt viktig, och samtidigt särskilt svår, är analysen av och prognosen för så kallad potentiell output. Potentiell output behövs för att skatta och prognostisera outputgapet. Därför är det mycket angeläget att Riksbankens förmåga till analys av och prognos för resursutnyttjandet, inklusive potentiell output, utvecklas vidare.

Vice riksbankschefen Lars Nyberg ställde sig bakom beslutet att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och en räntebana som innebär ytterligare ett par höjningar under året.

Utvecklingen framöver är svårare att överblicka. Nyberg menade att svensk ekonomi på längre sikt riskerade att hamna i ett scenario som påminner om det så kallade överhettningsscenariot i den penningpolitiska rapporten. Han betonade att det nu är viktigast att fokusera på innevarande år. Nyberg konstaterade att bedömningen av läget på arbetsmarknaden nu är annorlunda än den som gjordes i den penningpolitiska rapport som publicerades i februari i år.

Det är möjligt att den senaste statistiken kommer att behöva revideras. Särskilt dämpningen av exporten och konsumtionen det första kvartalet i år är svårtolkad. På detta område finns det frågetecken. Exportdämpningen är svår att förstå mot bakgrund av att efterfrågan är fortsatt stark på de svenska exportmarknaderna. I ljuset av en fortsatt stark detaljhandelsförsäljning ter sig konsumtionsstatistiken gåtfull.

I övrigt ville Nyberg lyfta fram tre skäl till varför han ansåg att inflationstrycket ökat och varför en höjning av reporäntan och ränteprognosen är motiverad.

Nyberg pekade för det första på den redogörelse för arbetsmarknaden som görs i den penningpolitiska rapporten. Arbetsmarknaden kännetecknas av risk för ökad löneglidning, stigande bristtal och tecken på flaskhalsar. Den arbetskraftsinvandring som skett minskar i takt med att konjunkturen stärks i de länder där arbetskraften kommer ifrån.

Nyberg ville också lyfta fram utvecklingen på bostadsmarknaden. Den avmattning som kunde skönjas i höstas och vintras verkar ha upphört. Priserna på småhus stiger med 3 procent i kvartalstakt. Prisökningarna är särskilt markanta när det gäller bostadsrätter där priserna nu ökar med 20-25 procent i årstakt. Det finns tecken på att bostadsrättsmarknaden närmar sig en överhettningssituation. En ökning av bostadslånen med 10-12 procent i årstakt är inte heller långsiktigt hållbar. Till detta kan läggas att penningmängden växer med 15-16 procent i årstakt.

Slutligen berörde Nyberg inflationsförväntningarna. Nivån är i sig inget problem. Däremot är den tydligt uppåtgående riktningen problematisk. Han betonade vikten av att noga följa utvecklingen av inflationsförväntningarna.

Riksbankschefen Stefan Ingves ställde sig också bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och den räntebana som ingår som huvudscenario i den penningpolitiska rapporten.

Ingves inledde med att kommentera den internationella utvecklingen. Han konstaterade att långräntorna har stigit globalt, men utan att det skapat turbulens på de internationella finansiella marknaderna. Ränteuppgången hör delvis samman med tecken på en stigande global inflation. Det finns ett stort globalt likviditetsöverskott och riskerna för stigande inflationstryck i omvärlden har ökat. Hur detta påverkar svensk ekonomi och penningpolitik i dagsläget är dock inte entydigt.

Efterfrågan är god i Sverige. Exporten ökar, men importen växer snabbare. Sannolikt kommer överskottet i bytesbalansen att minska. Det mest avgörande för penningpolitikens utformning är att kostnadstrycket i Sverige har ökat mer än i den bedömning som gjordes i den penningpolitiska rapporten i februari. Läget på arbetsmarknaden fortsätter att stramas åt. Samtidigt har finanspolitiken blivit mer expansiv.

Ingves pekade på att de monetära förhållandena är fortsatt expansiva. Penningmängden och utlåningen växer snabbt. Den monetära och den reala ekonomin visar därmed båda tecken på en snabb tillväxt i efterfrågan. Resursutnyttjandet ligger över trend och pekar på stigande inflationstryck och behov av en höjd ränta.

Ingves påpekade att diskussionen om behovet att höja räntan påbörjades för ett och ett halvt år sedan. Svensk ekonomi befann sig då i ett mycket gynnsamt läge. Det som sker nu innebär inte någon kursändring, utan är ytterligare ett steg på vägen mot en mindre expansiv penningpolitik.

Tidpunkten för en räntehöjning kan alltid diskuteras. Men riktningen är tydlig. Av den penningpolitiska rapporten framgår det tydligt att vi snabbt skulle hamna över inflationsmålet om vi inte fortsatte att höja räntan. Tidigare räknade vi med att nå inflationsmålet på två års sikt. Det vi nu ser talar för att vi når inflationsmålet på ett års sikt. Jämfört med tidigare går det lite snabbare och riskerna kan därför sägas vara lite större.

Ingves hade inga invändningar mot de scenarier som presenteras i den penningpolitiska rapporten. Han ville dock göra en reflektion över dem. I höglönes scenariot leder högre löner till att det går sämre för svensk ekonomi och att lönerna av den anledningen faller tillbaka. Men det går också att tänka sig ett scenario där vi fastnar i ett läge med högre nominella löneökningar. Det vore en möjlig utveckling som inte skulle vara gynnsam för svensk ekonomi. Inflationen skulle stiga, reallönerna sjunka och räntorna bli högre.

Svante Öberg instämde i stora drag med den bild av utvecklingen som redovisas i den penningpolitiska rapporten. Han ville dock utveckla skälen för sin bedömning att inflationstrycket blir starkare de närmaste åren än enligt rapportens huvudscenario och att styrräntan därför troligen kommer att behöva höjas mer än enligt huvudscenariot.

Öberg konstaterade att den internationella utvecklingen är mycket stark. Tillväxten i världen dämpas visserligen något i år och nästa år, men ökningstakten i världens BNP ligger trots det på en nivå på närmare 5 procent per år. En tydlig avmattning i USA balanseras av en mer robust tillväxt i Europa och Japan. Tillväxtekonomierna i Asien och de tidigare centralplanerade ekonomierna i östra Europa bidrar i hög grad till den starka utvecklingen i världen. De växer mycket snabbt och svarar för en allt större del av världens samlade BNP.

Öberg konstaterade att inflationen trots den starka internationella tillväxten är låg och stabil. Inflationen i OECD-området ligger på den nivå på cirka 2 procent per år som etablerades under andra hälften av 1990-talet. Han menade samtidigt att en faktor som behöver



uppmärksammas mer framöver är råvaruprisernas utveckling. Priset på råolja har tredubblats på några år. Det ligger nu på en hög nivå och varierar kraftigt. Även priserna på ett antal metaller har ökat kraftigt. Men det gäller också vete, majs, sockerrör och andra grödor som kan användas för att framställa biobränslen och drivmedel. Dessa priser kan ha en mer direkt och större betydelse för matpriserna i världen och därmed för konsumentpriserna. Betydelsen kommer att bli större i fattigare länder, men den kan också komma att beröra rikare länder som Sverige.

Öberg instämde också i stora drag i bilden av den svenska ekonomiska utvecklingen de närmaste tre åren som den beskrivs i den penningpolitiska rapporten. Han menade att rapporten var ett bra underlag för det penningpolitiska mötet. Öberg tyckte ändå att det var viktigt att redovisa de skillnader i bedömningar som ledamöterna i direktionen har. Hans egen bedömning var att inflationstrycket blir starkare de närmaste åren än enligt huvudscenariot i rapporten.

Öberg menade att tillväxten troligen blir högre än i huvudscenariot. BNP-tillväxten 2007 är sannolikt underskattad. De senaste sju åren har statistiken över BNP-tillväxten första kvartalet i senare statistik reviderats upp med i genomsnitt 0,5 procentenheter och första kvartalet betyder mycket för den genomsnittliga tillväxten under året. Öberg ansåg också att prognoserna i vissa avseenden är väl försiktiga. Det gäller bland annat investeringarna. Kapacitetsutnyttjandet är högt och lönsamheten god. Men det som främst talar för en starkare tillväxt är att de krafter som påverkar ekonomins utveckling är ovanligt starka. Världsekonomins tillväxt är hög och stabil, finanspolitiken är expansiv och penningpolitiken har varit och är fortfarande expansiv. Räntan är fortfarande låg, kreditexpansionen stark och bostadspriserna har tagit ny fart uppåt.

Men prognoser på längre sikt än ett år är osäkra. Öberg menade även att om man utgår från den prognos för BNP-tillväxten som finns i huvudscenariot, så finns det skäl att räkna med att inflationstrycket blir starkare än i den penningpolitiska rapporten. Det beror på två saker.

För det första kommer förbättringen av arbetsmarknaden att fortsätta i snabbare takt än enligt huvudscenariot och därmed kommer produktiviteten att öka långsammare. Förbättringen av arbetsmarknaden har hittills i år gått snabbare än vad direktionen tidigare har räknat med. Arbetskraftsutbudet har ökat långsammare och arbetslösheten har fallit mer. Ökningen av sysselsättningen och minskningen av arbetslösheten kommer inte att vika av så snabbt som förutses i huvudscenariot. Både strukturella och cykliska faktorer talar för en långsammare ökningstakt för produktiviteten de närmaste åren. Produktiviteten ökade nästan inte alls första kvartalet i år och Riksbanken har därför reviderat ner prognosen för produktivitetsökningstakt i år påtagligt och reviderat upp arbetskraftskostnaden per producerad enhet. Det är rimligt att även åren framöver räkna med en lägre ökningstakt i produktiviteten än den långsiktiga när konjunkturen har kommit in i en mogen fas och går mot en avmattning.

För det andra menade Öberg att lönerna kommer att öka snabbare än enligt huvudscenariot. Ledamotens bedömning var att de blir 4,5-5 procent per år under de tre avtalsåren, på det sätt som de mäts i konjunkturlönestatistiken, inklusive löneökningar utöver avtalen.

Öbergs bedömning låg därmed närmare det överhettningsscenario som redovisas i kapitel 2 i den penningpolitiska rapporten. I detta scenario stiger lönerna mer än i huvudscenariot samtidigt som produktivitet utvecklingen blir svagare. Det resulterar i ett högre kostnadstryck och inflationen mätt med UND1X stiger till cirka 2,5 procent per år. Styrräntan höjs enligt scenariot till cirka 5 procent. Men om de förutsättningar som överhettningsscenario baserar sig på skulle realiseras, skulle det inte räcka med en höjning av styrräntan till cirka 5 procent eftersom inflationen då skulle ligga alltför mycket över inflationsmålet.

Öberg hade också två kommentarer när det gäller inflationen. För det första är det för närvarande bättre att fokusera på UND1X exklusive energi som är ett mer stabilt mått på den underliggande inflationen än UND1X inklusive energi. Det är näst intill omöjligt att göra en väl grundad prognos för oljepriset eftersom det är så beroende av agerandet inom OPEC och eventuella utbudsbegränsningar på grund av konflikter och naturkatastrofer. Även elpriserna varierar kraftigt beroende bland annat på variationer i utomhustemperaturen och vattentillströmningen i vattenmagasinen. Prognoserna i februari för UND1X exklusive energi har också varit bättre hittills i år än prognoserna för KPI och UND1X.

För det andra menade Öberg att riskerna nu ligger på uppåtsidan, det vill säga att inflationen troligen blir högre än enligt huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten. Inflationen är på väg uppåt. Inflationen enligt UND1X exklusive energi var 1,2 procent i maj. Den har ökat med ungefär en procentenhet sedan början av året. Inflationsförväntningarna är också på väg uppåt. På två års sikt ligger de nu enligt Prospera på mellan 2,1 och 2,7 procent för olika grupper. Prognoserna pekar på en fortsatt uppgång i inflationen. Inflationen mätt med UND1X exklusive energi stiger enligt huvudscenariot till drygt 2 procent om drygt ett år och ligger sedan över inflationsmålet återstoden av prognosperioden. Sammantaget var hans bedömning att inflationstrycket snarast blir starkare än enligt huvudscenariot de närmaste åren.

Irma Rosenberg höll med om behovet av att som underlag för de penningpolitiska besluten analysera olika typer av inflationsmått, till exempel olika varianter av UND1X. De direkta effekterna på inflationen av de kraftiga fluktuationer i energipriserna som skett de senaste åren är det till exempel inte lämpligt att försöka motverka med penningpolitik. Hon betonade dock att detta inte innebär att målet för penningpolitiken ändrats. Den penningpolitiska målvariabeln är fortfarande KPI. Svante Öberg instämde i Rosenbergs inlägg.

### § 3. Penningpolitiskt beslut

Ordföranden Stefan Ingves konstaterade att endast ett förslag förelåg: att höja reporäntan med 0,25 procentenhet till 3,5 procent.

Direktionen beslutade

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten den 20 juni kl. 9:30,

- att höja reporäntan till 3,5 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 27 juni 2007,
- att höja utlåningsräntan till 4,25 procent och inlåningsräntan till 2,75 procent med tillämpning från onsdagen den 27 juni 2007,
- att den 20 juni 2007 kl. 9:30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 29 2007, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras den 4 juli 2007 kl. 9:30.

Ledamoten Svante Öberg reserverade sig mot den penningpolitiska rapporten. Öberg menade att rapporten i och för sig är ett bra underlag för direktionens möte och han instämde i stora drag i dess bild av den ekonomiska utvecklingen de närmaste åren. Men Öbergs egen bedömning var att inflationstrycket blir starkare de närmaste åren än enligt huvudscenariot i rapporten och att styrräntan därför troligen kommer att behöva höjas mer än enligt huvudscenariot.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Stefan Ingves, Lars Nyberg, Irma Rosenberg, Lars E.O. Svensson, Barbro Wickman-Parak, Svante Öberg