



SÄRSKILT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 22

DATUM: 2004-10-13
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: Lars Heikensten, ordförande
Eva Srejber
Villy Bergström
Lars Nyberg
Kristina Persson
Irma Rosenberg
—
Kerstin Alm
Claes Berg
Jörgen Eklund
Mithra Ericson
Mats Galvenius
Kurt Gustavsson
Kerstin Hallsten
Per Håkansson
Jyry Hokkanen
Leif Jacobsson
Pernilla Meyersson (§1)
Arvid Wallgren
Anders Vredin

§ 1. Den aktuella inflationsbedömningen

Det antecknades att Kurt Gustafsson och Arvid Wallgren skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättande av dagens protokoll under § 1 och 2.

Diskussionen utgick från den nya statistik och de analyser som avdelningen för penningpolitik redovisade. Dessa analyser baserades på antagandet att reporäntan hålls oförändrad på 2,0 procent t.o.m. tredje kvartalet 2006.

1. Nyinkommen information om den ekonomiska utvecklingen

Avdelningen för penningpolitik redovisade den nya information som inkommit sedan stoppdatum för inflationsrapporten den 4 oktober.

Sedan stoppdatum har oljepriset stigit med ytterligare 4-5 dollar per fat. Även priserna på upp till 2-åriga terminer för råolja har stigit med ungefär lika mycket. Några faktorer som påverkat den senaste tidens prisuppgång på olja är en strejk bland nigerianska oljearbetare, hot om konflikt på de norska oljefälten samt nya bedömningar av tidsåtgången för att återställa produktionskapaciteten i Mexikanska golfen efter höstens orkaner. Sedan årets början har oljepriset stigit med omkring 60 procent.

Det är främst ny amerikansk arbetsmarknadsstatistik, samt i någon mån relativt svag europeisk statistik, som har påverkat prissättningen på de finansiella marknaderna sedan den 4 oktober. I USA tillkom 96 000 nya arbeten i september jämfört med månaden innan. Marknadens aktörer hade räknat med en ökning på ca 150 000. I Tyskland och Frankrike utvecklades industriproduktionen svagare jämfört med marknadens förväntningar.

I Storbritannien blev KPI-utfallet för september lägre än allmänt väntat. Vidare har den europeiska centralbanken beslutat att hålla refi-räntan oförändrad. ECB nämner i motiveringen till beslutet att det råder osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen till följd av oljeprisutvecklingen.

Den tioåriga amerikanska räntan sjönk med omkring 10 räntepunkter efter publiceringen av arbetsmarknadsstatistiken för september. Även de europeiska räntorna har sjunkit med ungefär lika mycket. De penningpolitiska förväntningarna i USA och euroområdet har skiftat något i riktning mot senare eller mindre räntehöjningar. Även de svenska långa räntorna har sjunkit något sedan stoppdatum. Kronans TCW-vägda växelkurs har stärkts något.

Sedan början av oktober har det också publicerats en del inhemsk statistik. Industrins orderingång och industriproduktionen har dämpats något under sommarmånaderna juni-augusti jämfört med närmast föregående tremånadersperiod. SCB:s aktivitetsindex för augusti föll tillbaka marginellt från månaden före. Arbetsmarknadsstyrelsens verksamhetsstatistik för september ger en något splittrad bild med färre varsel, men också färre lediga platser än månaden innan. Omfattningen av de arbetsmarknadspolitiska åtgärderna har ökat kraftigt. Småhuspriserna steg med 3 procent mellan andra och tredje kvartalet. Det innebär en viss dämpning jämfört med förändringen mellan första och andra kvartalet. Konsumentpriserna steg i september med 0,7 procent från månaden innan och med 0,6 procent från motsvarande månad i fjol. Samtidigt steg den underliggande inflationen (UND1X) med 0,8 procent från månaden innan och med 1,0 procent jämfört med september i fjol.

2. Direktionsledamöternas diskussion kring konjunktur- och inflationsutsikterna

Vice riksbankschef Irma Rosenberg framlade förslag till Inflationsrapport 2004:3, [protokollsbilaga A](#). Inflationsrapporten återger huvuddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 29 september och den 7 oktober.

Under sommaren har Riksbankens bedömning av den ekonomiska tillväxten i omvärlden och den svenska exportmarknadstillväxten gradvis blivit något mer optimistisk. Visserligen

dämpar det höga oljepriset uppgången i viss mån i till exempel USA och euroområdet men det uppvägs av att tillväxten i andra länder väntas bli starkare jämfört med i maj.

Oljepriset har blivit betydligt högre än väntat i föregående inflationsrapport. I likhet med tidigare väntas det falla tillbaka något, men bedömningen är att priset på olja under de kommande åren blir högre än vad som låg i prognosen i maj.

Bedömningen av BNP-tillväxten i Sverige har successivt reviderats upp vid de olika penningpolitiska mötena sedan i maj. Ny statistik visar på en oväntat stark export hittills i år, vilket sammanhänger med en hög internationell tillväxt. Exporten bedöms därför växa starkare i år och även nästa år. De aviserade förslagen i regeringens budgetproposition medför att finanspolitikens inriktning blir mer expansiv framöver. Det väntas ge en högre inhemsk efterfrågan under 2005 och 2006. Riksbankens bedömning är nu att tillväxten i år blir 3,6 procent och under de kommande två åren 3,2 procent per år.

Sysselsättningen och arbetslösheten har i stort sett utvecklats i linje med bedömningen i maj trots den starkare BNP-tillväxten. Företagen har ökat produktionen utan att utöka arbetsstyrkan. Det speglar bland annat att tillväxten i produktiviteten återigen blivit starkare än väntat. En viss upprevidering av prognosen för produktiviteten har därför gjorts i år och under de kommande två åren.

Inflationen är för närvarande låg. Under nästa år väntas inflationen tillta till följd av ett stigande internationellt och inhemskt kostnadstryck och kapacitetsutnyttjande. Jämfört med bedömningen i maj har prognosen för inflationen reviderats upp något vilket sammanhänger med att oljepriset och BNP-tillväxten har justerats upp. Dessa inflationsimpulser motverkas dock till viss del av att det är relativt gott om lediga resurser i utgångsläget och att produktiviteten bedöms bli högre.

Riskerna för inflationen bedöms denna gång vara balanserade runt huvudscenariot. Det finns en risk för att oljepriset blir högre och att effekterna på inflationen av det höga oljepriset blir större än vad som antas i huvudscenariot. Det finns också risker för lägre inflation och svagare konjunktur. Dessa risker är bland annat knutna till stora underskott i den federala budgeten och bytesbalansen i USA och till stora överskott i bytesbalanserna i Asien. Samtidigt råder alltså osäkerhet om tillväxten i produktiviteten i den svenska ekonomin.

Med beaktande av riskbilden väntas KPI-inflationen uppgå till 1,6 procent på ett års sikt och 2,5 procent på två års sikt. Motsvarande bedömning för UND1X-inflationen är 1,4 procent respektive 2,0 procent.

En ledamot konstaterade att de indikationer om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden som kommit efter att inflationsrapporten färdigställdes närmast pekar i något negativ riktning. Ändå står sig bedömningen i inflationsrapporten. Snarare handlar det om nyanser i riskbedömningen.

En annan ledamot noterade att bedömningen av utvecklingen i den underliggande inflationen reviderats endast marginellt trots att bedömningen av tillväxten och oljepriserna ändrats påtagligt sedan föregående penningpolitiska möte.

Den första ledamoten hänvisade till flera olika förklaringar till detta. Produktiviteten har hittills i år blivit starkare än väntat och en viss uppjustering har gjorts av prognosen även för

kommande år. Resursutnyttjandet är också lågt i utgångsläget. Trots att oljepriserna hittills i år blivit betydligt högre än väntat och tillväxten starkare har såväl sysselsättningen som inflationen utvecklats i linje med majprognosen.

En annan ledamot menade att det inte hänt så mycket sedan inflationsrapporten färdigställdes att det borde föranleda någon ändring av inflationsbedömningen.

Ytterligare en ledamot konstaterade att de enda förändringar som skett efter stoppdatum är tecken på en marginellt svagare internationell utveckling. Det kommer också att dröja innan det byggs upp ett inflationstryck i den svenska ekonomin. Trots att tillväxten varit hög en tid uppgår den totala arbetslösheten fortfarande till ungefär 7,5 procent. Ledamoten såg inga skäl till att inte ställa sig bakom rapporten.

En ledamot sammanfattade diskussionen och konstaterade att en del information inkommit som talade för en aning svagare real utveckling. Andra ledamöter hade noterat en osäkerhet kring produktiviteten. Alla direktionsledamöter stod icke desto mindre bakom bedömningen i rapporten.

Direktionen gjorde sammantaget bedömningen att den nya information som inkommit sedan stoppdatum för inflationsrapporten den 4 oktober inte motiverade någon förändring i synen på den framtida inflationen.

Direktionen beslutade

- att fastställa inflationsrapporten enligt förslaget samt
- att offentliggöra inflationsrapporten den 14 oktober 2004 kl. 08.00.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

§ 2. Penningpolitisk diskussion

1. Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget¹

Vice riksbankschef Irma Rosenberg redogjorde för beredningsgruppens syn på den penningpolitiska läget. Beredningsgruppen konstaterade att inflationen i dagsläget påverkas av några faktorer som motverkar varandra. Hög tillväxt och stigande resursutnyttjande kommer att bidra till att inflationen stiger framöver. Men produktivitetstillväxten är god och det håller ner den inhemska inflationen samtidigt som den importerade inflationen trots oljeprisstegringen är låg. Jämfört med i maj har inflationsprognosen justerats upp. Eftersom det finns relativt gott om lediga resurser i utgångsläget och kostnadsförhållandena är gynnsamma bedöms dock inflationen fortfarande vara i linje med målet på ett par års sikt. Mot den bakgrunden var gruppens uppfattning att reporäntan bör lämnas oförändrad. Om konjunkturen fortsätter att förstärkas finns det emellertid anledning att tro på ett gradvis

¹ Den penningpolitiska beredningsgruppen består av tjänstemän inom Riksbanken och leds av vice riksbankschef Irma Rosenberg. Vid direktionens sammanträde redogörs för huvuddragen i den diskussion som förts i beredningsgruppen. De uppfattningar som föredrogs och som kommer till uttryck i detta protokoll behöver inte nödvändigtvis delas av beredningsgruppens samtliga medlemmar.

stigande inflationstryck. Det talar för att reporäntan så småningom kommer att behöva höjas.

Vad gäller effekterna av de stigande oljepriserna är bedömningen att de höjer inflationen endast i begränsad omfattning och att de ger ganska små effekter på realekonomin. Om oljepriserna fortsätter uppåt så kan utvecklingen emellertid komma att skapa mer påtagliga avvagningsproblem för penningpolitiken framöver.

2. Direktionsledamöternas diskussion

Direktionens ledamöter instämde i stort i beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget.

En ledamot argumenterade för att det inte behövdes någon förändring av reporäntan vid detta möte. Visserligen är tillväxten stark, men sysselsättningen har inte ökat i motsvarande utsträckning samtidigt som produktiviteten utvecklats något bättre. Ekonomin befinner sig därför sannolikt något längre från kapacitetstaket än vad Riksbanken tidigare trott. Ekonomin närmar sig emellertid den punkt då den starka tillväxten bör synas i såväl sysselsättningsciffrorna som i kapacitetsutnyttjandet och därmed ge ett tryck uppåt på priserna. Dessutom kan oljepriserna, som inte fallit tillbaka på det sätt Riksbanken tidigare förväntat, komma att slå igenom på inflationen.

Bland osäkerhetsfaktorerna ville ledamoten peka på de spänningar som byggs upp av att ett antal asiatiska ekonomier till stor del finansierar det amerikanska sparandeunderskottet genom att köpa amerikanska statspapper. I längden är inte detta hållbart utan måste leda till en anpassning av dollarkursen, samt förhoppningsvis också ett ökat amerikanskt sparande. För närvarande tyder dock ingenting på att denna anpassning måste bli så abrupt att den skulle bryta det positiva konjunkturförloppet. Ledamoten noterade också att det nu finns tecken på att prisutvecklingen på småhus i Sverige håller på att plana ut, vilket är positivt eftersom det minskar risken för ett prisfall under oordnade former.

En annan ledamot påpekade att det är viktigt att inte ändra ränteläget för sent. Det skulle kunna leda till en mindre smidig ränteanpassning framöver. Med den höga tillväxten och det höga oljepriset följer sannolikt ett ökat pristryck. Därför skulle, å ena sidan, en höjning i och för sig kunna ske redan nu. Å andra sidan är kostnadstrycket lågt och det finns därför utrymme för att avvakta.

Konjunkturuppgången kommer att ge effekt på inflationen så småningom, ansåg även nästa ledamot. Men tre skäl talar för att det kan bli ett svagare inflationstryck än vad som varit vanligt i tidigare uppgångsfaser. För det första har produktivitetens utvecklingen varit stark, och det verkar som om den trendmässiga produktivitetens utvecklingen stigit något. Det är sannolikt en effekt av den pågående IT-revolutionen som spridit sig till allt fler sektorer av ekonomin, och allt djupare i respektive sektor. För det andra leder globaliseringen till ökad internationell arbetsdelning och ökad konkurrens. Dynamiken i den ekonomiska utvecklingen ökar, och kostnaderna sjunker. Slutligen blir den svenska arbetsmarknaden allt mer flexibel, vilket tar sig uttryck bl a i större variation i timuttag per anställd och fler projektanställningar. Ledamoten ansåg att det mot denna bakgrund inte är någon brådskande med att genomföra räntehöjningar. Det finns också en tydlig riskbild i form av de stora och växande bytesbalans- och budgetunderskotten i USA, som förr eller senare måste rättas till.

Underskotten får rimligen större politisk uppmärksamhet efter det amerikanska presidentvalet i november. Om inga åtgärder vidtas nu kan underskotten leda till dramatiska effekter senare.

Samma ledamot menade dock att det för Sveriges del vore önskvärt med en mindre expansiv finanspolitik i det rådande konjunkturläget. Den privata tjänstesektorn har potential för ökad sysselsättning. Därför borde i första hand hinder undanröjas för att stimulera en sådan utveckling istället för att stimulera sysselsättningen i den offentliga sektorn.

Nästa ledamot höll med om de slutsatser som hade presenterats av den penningpolitiska beredningsgruppen, men påpekade två saker. För det första, med oförändrad reporänta är penningpolitiken mer expansiv nu än den var i våras. Anledningen är att riksbanken reviderat upp produktivitetstillväxten över prognoshorizonten, vilket är liktydigt med att den potentiella tillväxten uppfattas vara en aning högre än vad som tidigare bedömts. Detta kan tolkas som att det enbart tar ännu lite längre tid innan resursutnyttjandet blir stramt. Det är dock bara halva historien. Högre potentiell tillväxt betyder i sin tur att den neutrala långsiktiga styrräntan ligger något högre än tidigare. Det betyder att för att hålla samma grad av expansion i penningpolitiken som i våras så skulle reporäntan behöva höjas något. Att bibehålla oförändrad reporänta är från detta perspektiv således liktydigt med en mer expansiv penningpolitik, ansåg ledamoten. Därtill kommer finanspolitiken att bli mer expansiv framöver än vad som bedömdes i förra inflationsrapporten.

För det andra, menade samma ledamot, har riksbanken hållit en låg nominell och real styrränta i Sverige för att hålla uppe efterfrågan under konjunktursvackan för att inte inflationen skulle bli onödigt låg. Efterfrågan i ekonomin har dämpats av företagens problem efter IT-nyan och aktieprisbubblan, som ledde till ett behov av att sänka kostnaderna och stärka balansräkningarna. Låga räntor har underlättat företagens skuldsanering samt gjort det billigare att låna för hushållen, vilket syns i ökningstakten i deras upplåning och skuldsättningens nivå. Billigare lån ökar efterfrågan på bostäder och varaktiga konsumtionsvaror, och att hålla uppe konsumtionen var också avsikten med räntepolitiken i det läge svensk ekonomi befunnit sig. Ett trögrörligt utbud av bostäder gör att priserna på bostäder stiger när efterfrågan stiger, något som i sin tur gör att hushållens konsumtion kan öka ytterligare genom förmögenhetseffekten och den så kallade panteffekten som innebär att hushållen kan höja belåningen på sin bostad när den stiger i värde. Denna transmission av räntepolitiken är förvisso inget Sverige är ensamt om. Exakt hur den verkar och vilka effekterna blir beror på institutionella skillnader och i några länder har det lett till tydligt övervärderade småhuspriser. I Sverige är det dock mindre tydligt.

Företagen är nu, enligt ledamoten, som kollektivt i ett bättre läge med starkare balansräkningar. Vissa uppgifter tyder på att börsbolagen som grupp är mer eller mindre skuldfria. Investeringarna har kommit igång sedan en tid. Det betyder att tidpunkten närmar sig för att inleda en normalisering av styrräntan eftersom det inte längre finns samma behov som tidigare av att hålla uppe hushållsefterfrågan. Det är möjligt att hushållen reagerar likadant på räntehöjningar som på räntesänkningar, men det finns en risk att de reagerar asymmetriskt. Med andra ord kan rörelser i bostadspriser och hushållens anpassning av skuldbördan gå snabbare när räntan höjs än när den sänks. I så fall kan det ge oönskade svängningar i realekonomin. Risken för asymmetri kan öka när räntorna varit mycket låga länge och bostadspriserna och hushållslånen stigit över en tänkt jämviktsnivå. Således talar

faran av att räntorna hålls mycket låga under lång tid för att det finns skäl att inte vänta för länge med att inleda återgången mot mer normala räntenivåer, avslutade ledamoten.

En annan ledamot konstaterade att det första resonemanget primärt var av långsiktig karaktär. I den aktuella inflationsbedömningen bör de aspekter som är relevanta rörande t ex produktivitetsutvecklingen vara beaktade. Ledamoten konstaterade vidare att den empiriska kunskapen om asymmetriska reaktionsmönster i Sverige är begränsad.

När det gäller hushållens reaktioner kommenterade en ledamot att i USA är det höginkomsttagarna, de hushåll med de 20 procent högsta inkomsterna, som har minskat sitt sparande kraftigt. Fyra femtedelar av hushållen har i stort sett upprätthållit sin sparkvot. Det vore intressant att veta hur motsvarande siffror ser ut för Sverige. Dagens diskussion är aningen pessimistisk mot bakgrund av att den samlade tillväxten i världen enligt IMF inte har varit så stark på 30 år, ansåg ledamoten. Den enda substantiella besvikelsen är att det kanske blir något svagare tillväxt i USA än vad som förväntades i våras. Om ett tilltagande resursutnyttjande inte följer under sådana omständigheter så är det unikt. Förr eller senare kommer inflationstrycket att stiga, allt annat är osannolikt.

Det finns inga uppgifter om vad hushållens upplåning används till, konstaterade nästa ledamot. Dock har utlåningen ökat i takt med bostadspriserna. Samtidigt har de senaste åren kännetecknats av en strukturell förändring på bostadsmarknaden i så måtto att hyresrätter har gjorts om till bostadsrätter, något som också bidragit till att höja hushållens upplåning. Mot den bakgrunden är det rimligt att tro att den ökade upplåningen i stor utsträckning har gått till bostäder.

När det gäller inflationstryck från konjunkturen ansåg samma ledamot att investeringsuppgången bara har börjat och att ekonomin således inte är så långt inne i investeringscykeln. Arbetsgivarna har inte heller några svårigheter att fylla behoven av arbetskraft. Det är rimligt att tro att efterfrågan på arbetskraft kommer att stiga framöver, men det kommer inte att leda till inflationsimpulser den närmaste framtiden eftersom resursutnyttjandet på arbetsmarknaden i dagsläget är så pass lågt.

En ledamot sammanfattade diskussionen. Svensk och internationell ekonomi är mitt uppe i en konjunkturuppgång. Det vore märkligt om inte denna – om den fortsätter - skulle leda till ökad sysselsättning och ett stigande inflationstryck så småningom. Det leder i sin tur till slutsatsen att styrräntan kommer att behöva höjas, vilket också är vad många väntar sig. När det skall ske är svårare att avgöra. Det finns tecken på att konkurrensen generellt sett är hårdare i svensk ekonomi idag än tidigare. Produktivitetsutvecklingen är också fortsatt god och har bidragit till att hittills hålla tillbaka inflationstrycket. Därtill kommer att den importerade inflationen har varit låg, även när hänsyn tas till oljepriset.

Sammanfattningsvis finns det alltså idag få argument för att ändra reporäntan; inflationen är i linje med målet. Exakt när en höjning kan bli aktuell beror som vanligt på hur direktionen värderar inflationsbilden framöver.

§ 3. Penningpolitiskt beslut²

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 2 och noterade att direktionsledamöterna var överens om att UND1X-inflationen vid detta beslutstillfälle ger den bästa bilden av det underliggande inflationstrycket. Ordföranden konstaterade att endast ett förslag förelåg: att bibehålla reporäntan oförändrad vid 2,0 procent.

Direktionen beslutade

- att *reporäntan* hålls oförändrad på 2,00 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 20 oktober 2004,
- att *utlåningsräntan* hålls oförändrad på 2,75 procent och att *inlåningsräntan* hålls oförändrad på 1,25 procent med tillämpning från onsdagen den 20 oktober 2004 samt
- att torsdagen den 14 oktober 2004 kl. 08.00 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 57 2004.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson

Irma Rosenberg

² Närvarande ledamöter som inte reserverar sig har deltagit i och instämt i det av direktionen fattade beslutet.