



# SÄRSKILT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 8

DATUM: 2005-04-28

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  
Jan Bergqvist  
Johan Gernandt  
Claes Berg  
Jörgen Eklund  
Kerstin Hallsten  
Karolina Holmberg (§1)  
Ann-Christine Högberg  
Bengt Pettersson  
Anders Vredin  
Arvid Wallgren (§1)  
Martin Ådahl

### § 1. Den aktuella inflationsbedömningen

Det antecknades att Bengt Pettersson och Martin Ådahl 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 i huvudsak på antagandet att reporäntan hålls oförändrad på 2,0 procent till och med första kvartalet 2007. Det har i analysen även gjorts prognoser för inflation och BNP-tillväxt under antagandet att reporäntan utvecklas enligt de implicita terminräntorna.

#### 1. Nyinkommen information om den ekonomiska utvecklingen

I Tyskland fortsätter den inhemska efterfrågan att utvecklas svagt och framtidsförväntningarna inom tillverkningsindustrin har enligt IFO-indikatorn fortsatt att dämpas. De sex ledande tyska prognosinstituten har nyligen sänkt sin gemensamma prognos för BNP-tillväxten för 2005 från 1,5 procent (bedömningen i oktober) till 0,7 procent. Även i Frankrike och Italien har indikatorer på industriaktiviteten sjunkit. Den franska och tyska arbetslösheten ligger också kvar på höga nivåer. I Storbritannien är tillväxten dock fortsatt gynnsam och sysselsättningen ökar. Den senaste informationen om konjunkturen i USA är något splittrad. Ett antal konjunkturindikatorer tyder på dämpning, bl.a. detaljhandelsförsäljningen och bostadsbyggandet, men utan att ange någon tydlig inriktning på den långsiktiga utvecklingen. Oljepriset har samtidigt varit oväntat högt. Börsutvecklingen har försvagats och långa räntor har fortsatt att sjunka både i euroområdet och i USA. Övriga delar av världsekonomin synes fortsätta att utvecklas väl. Detta gäller bl.a. stora delar av Asien.

Ökningstakten i den svenska varuexporten och industriproduktionen förefaller ha dämpats. Tillväxten i industrins orderingång stagnerade och industriföretagens framtidsförväntningar justerades ned i mars enligt Konjunkturinstitutets månadsbarometer. Den förväntade förbättringen av sysselsättning och arbetslöshet har hittills uteblivit och situationen på arbetsmarknaden har enligt SCB:s arbetskraftsundersökning förändrats mycket lite första kvartalet jämfört med kvartalet innan. Däremot fortsätter hushållens konsumtionsefterfrågan att utvecklas gynnsamt. Detaljhandelsförsäljningen ökar starkt. Dessutom är utvecklingen inom byggsektorn och stora delar av tjänstesektorn fortsatt gynnsam.

Inflationen, mätt som KPI och UND1X är fortsatt låg och uppgick i mars till 0,1 procent respektive 0,5 procent, vilket är marginellt högre än prognosen i mars. Det stigande oljepriset i mars bidrog till inflationen.

Även i Sverige har börskurserna fallit och långa räntor sjunkit. Prissättningen på terminsmarknaden har förändrats sedan inflationsrapporten. Tidpunkten för en räntehöjning har senarelagts och det finns även vissa tecken på förväntningar om att Riksbanken skulle kunna komma att sänka reporäntan något framöver.

## 2. Konjunktur- och inflationsutsikterna

### 2.1 *Direktionsledamöternas diskussion kring den finansiella marknadsutvecklingen och den internationella konjunkturbilden*

En ledamot inledde diskussionen med att hänvisa till inflationsrapporten i mars, där bedömningen var att den globala BNP-tillväxten skulle fortsätta att utvecklas gynnsamt om än i lugnare takt. Trots ett successivt stigande resursutnyttjande väntades det internationella pristrycket förbli måttligt framöver. I stora drag består denna bild av den globala konjunkturen. Ny statistik i form av såväl barometerdata som BNP-indikatorer tyder dock på att tillväxten i euroområdet blir något svagare än väntat. Den senaste informationen om USA är splittrad och bidrar till att öka osäkerheten om styrkan i den internationella tillväxten. Utvecklingen i övriga regioner i världsekonomin synes vara väl i linje med vad som tidigare förväntats, t.ex. i Storbritannien, de nordiska länderna, Asien och Latinamerika. Oljepriset har samtidigt varit oväntat högt, vilket troligen bidragit till att efterfrågan på vissa håll är och även kan fortsätta bli något svagare än väntat. Sammantaget talar detta för en något

långsammare global konjunkturuppgång än vad som förväntades vid det förra penningpolitiska mötet i mars. Därmed kan också efterfrågan på svensk export växa något långsammare än väntat.

En annan ledamot pekade på att den globala tillväxten blir allt mer ojämnt fördelad. Utvecklingen i Tyskland, Italien och Japan är på sparlåga, medan högtillväxtregioner fortsätter att utvecklas starkt. Detta innebär att de globala obalanserna riskerar att bestå. Det höga oljepriset har säkerligen haft en dämpande inverkan på både företagen och hushållen. I och med att oljeprisuppgången i huvudsak är efterfrågedriven kommer dock oljepriset att anpassa sig om den globala tillväxten försvagas. Ledamoten noterade också vissa tecken på en avmattning på den för Sverige viktiga brittiska marknaden, med bland annat dämpade huspriser.

En ledamot betonade att BNP globalt fortfarande växer över trend, men höll med om att det finns ojämnheter i den globala utvecklingen. Utvecklingen i Tyskland är ett bekymmer då hemmamarknaden där fortsätter att vara svag och den enda drivkraften utgörs av den externa efterfrågan och exporten. Varken penning- eller finanspolitiken kan bidra mycket till att förbättra situationen i Tyskland och många av de utbudsstimulerande åtgärder som vidtagits – t.ex. inskränkningar i arbetslöshetsförsäkringen - har kortsiktigt minskat konsumentförtroendet. Vad gäller de globala obalanserna och de s.k. dubbla underskotten i USA så kan man konstatera att finansieringen av dessa ännu inte utgör något problem. De privata kapitalflödena till USA är fortsatt starka och USA är fortfarande dragloket i världsekonomin.

En annan ledamot betonade att tillväxten i världen fortfarande var hög, men instämde i att den blivit än mer ojämnt fördelad, samt att utvecklingen känns mer osäker än tidigare. Oljepriset har legat kvar på en hög nivå väsentligt längre än Riksbanken och andra prognosmakare har förväntat. Konjunkturutvecklingen i Europa fortsätter att överraska på nedåtsidan. Just nu ser vi något som förefaller vara en "soft patch" i USA. Frågan är om vi också ser en tillfällig paus i den globala tillväxten eller en bestående nedväxling.

En ledamot noterade att flera av de faktorer som normalt leder till en god konjunkturutveckling var på plats, t.ex. är företagens balansräkningar starka och vinstutvecklingen god. Ändå finns en oro för den ekonomiska utvecklingen. Frågan är om de faktorer som just nu diskuteras är av den arten att de kan väntas bryta den starka konjunkturutvecklingen. De höga oljepriserna kan potentiellt dämpa tillväxten särskilt om de består en längre tid, men som en tidigare ledamot varit inne på är de i stor utsträckning drivna av en stark efterfrågan, vilket minskar risken för att de skall bryta uppgången. Att utvecklingen i euroområdet stora ekonomier varit så svag har naturligtvis hållit tillbaka den globala uppgången, och ser ut att fortsätta göra det, men har i varje fall inte hittills varit något avgörande hinder för en relativt god samlad global konjunkturutveckling. Den största risken för att den globala uppgången bryts är istället antagligen en avmattning i de regioner som idag växer snabbt. Det mönster i indikatorerna som vi ser i USA idag, svagare detaljhandel och huspriser samtidigt som industri och arbetsmarknad är i det närmaste oberörda, är nästan identiskt med fjolårets tillfälliga inbromsning i den amerikanska ekonomin. Det talar för att försvagningen blir kortvarig även denna gång. Riskerna för den amerikanska utvecklingen är främst kopplade till stigande inflation, hög skuldsättning bland hushållen och budgetunderskottet.

En annan ledamot menade att risker relaterade till det amerikanska bytesbalansunderskottet främst låg i en snabb anpassning av långa räntor och dollarkursen, vilket skulle skapa problem för tillväxten i Europa.

En tredje ledamot lyfte fram de risker för världsekonomin som följer av att flera asiatiska länder, inte minst Kina, har en fast växelkurs mot dollarn. Detta ställer större krav på andra anpassningsmekanismer än om dessa länders växelkursregimer varit mer flexibla. Ju mer obalanserna byggs upp, desto svårare blir anpassningsproblemen. Om de kinesiska myndigheterna skulle besluta om en ändring i växelkursregimen finns även med detta scenario risker förknippade med stora kast i internationella räntor och växelkurser.

En ledamot summerade diskussionen om den internationella utvecklingen med att den globala konjunkturen fortfarande är gynnsam, men att konjunkturuppgången troligtvis blir något långsammare än vad som förväntades vid det förra penningpolitiska mötet. Ny statistik tyder på att tillväxten i euroområdet blir lite svagare än väntat. Osäkerheten om tillväxten i USA har också ökat något den senaste tiden och frågan är om nedgången i indikatorerna är tillfällig eller inte. Riskbilden är liksom tidigare främst förknippad med det höga oljepriset och de obalanser som byggs upp i världsekonomin.

## 2.2 *Direktionsledamöternas diskussion kring den svenska konjunkturbilden*

En ledamot inledde med att konstatera att bedömningen i inflationsrapporten i mars var att konjunkturen också i Sverige skulle gå in i en lugnare fas, men att tillväxten ändå bedömdes bli relativt stark de kommande två åren. Nettoexporten bedömdes ge ett lägre bidrag till tillväxten än i fjol, men i gengäld väntades den inhemska efterfrågan växa starkare. Nyinkommen statistik tyder på att exporten och industriproduktionen ökat mindre än prognostiserat. Däremot ser utvecklingen inom byggsektorn och stora delar av tjänstesektorn ut att vara fortsatt gynnsam. Samtidigt tyder de senaste indikatorerna på att den inhemska efterfrågan ökar i linje med vad som prognostiserades i mars. En god utveckling av realinkomster och ett lågt ränteläge bidrar till att hushållens konsumtion utvecklas gynnsamt. Sysselsättningen har dock under första kvartalet utvecklats något svagare än väntat vilket medför att osäkerheten om styrkan i den svenska konjunkturuppgången tilltagit. Sammantaget ger utvecklingen anledning till en marginell nedrevidering av BNP-prognosen i år och nästa år.

En ledamot påpekade att förutsättningen för att exportefterfrågan ska kunna avlösas av konsumtion och investeringar är att arbetsmarknaden förbättras. En viss uppbromsning av tillväxten tycks ha inträffat. Frågan är om detta är tillfälligt eller om uppgången avbryts. Det betyder att riskerna förskjutits något sedan föregående beslutstillfälle och nu är på nedåtsidan, utan kompenserande uppåtrisk.

En annan ledamot instämde i oron för att vändningen inte ska komma på arbetsmarknaden och för att konsumtionen därmed inte tar fart. Med det starka beroende som den svenska tillväxten har haft av exporten finns en risk för att utvecklingen hinner vända neråt innan vare sig inflation eller räntor börjat stiga. Utvecklingen på arbetsmarknaden kan vara svagare än sysselsättningen och arbetslöshetsstatistiken ger sken av. Antalet arbetade timmar minskar enligt SCB:s arbetskraftsundersökning och antalet sysselsatta i arbetsmarknadspolitiska åtgärder ökar. Att utvecklingen i delar av tjänstesektorn inte är starkare än den är kan vara en indikation på att det finns hinder för omvandlingen av ökade inkomster och vinster till efterfrågan på tjänster. Det stora bytesbalansöverskottet kan delvis

ses som ett uttryck för en alltför svag inhemsk efterfrågan och att både konsumtionsuppgången och investeringarna hade kunnat vara starkare. Förväntningarna är att den inhemska efterfrågan skall stiga i snabbare takt samtidigt som nettoexporten avtar, men detta förutsätter antagligen en förbättring av läget på arbetsmarknaden.

En annan ledamot påpekade att alla indikatorer på arbetsmarknaden inte utvecklats sämre än väntat utan att vissa snarare speglar en starkare underliggande utveckling. Bemanningföretagen går mycket bra, liksom IT-konsulter, och antalet tillfälligt anställda fortsätter att öka snabbt. Ledamoten betonade också att den låga inflationen innebär ett positivt bidrag till konsumtionsutrymmet. Hushållens realinkomster ökar nu snabbt och mer än väntat. En tredje ledamot noterade därtill att olika sysselsättningsindikatorer påverkas av tillfälliga effekter såsom nedläggningar inom försvaret och ett minskat antal ferieplatser inom vård och omsorg.

Ytterligare en ledamot påminde om att vi i denna konjunkturfas skall vänta oss en fallande produktivitetstillväxt och stigande sysselsättning. Att vi inte ser någon effekt på sysselsättningen är naturligtvis oroande, men utvecklingen har kommit med fördröjd verkan i den amerikanska ekonomin som ligger före den svenska i konjunkturcykeln. De svenska hushållen tycks ha fortsatt stark tro på framtiden. De lånar allt mer, vilket avspeglas inte bara i fortsatt stigande huspriser, utan sannolikt också i den utveckling vi ser i detaljhandeln. Det är svårt att förena denna bild med uppfattningen att konsumtionen skulle bromsas upp.

En ledamot konstaterade sammanfattningsvis att en del indikatorer tyder på en marginellt svagare tillväxt i Sverige än väntat även om konjunkturbilden inte försämrats i någon högre grad. Ledamoten påpekade att finanspolitiken är expansiv, realinkomstutvecklingen god, ränteläget lågt och att utlåningen växer – faktorer som alla pekar på en starkare konsumtion. Byggsektorn utvecklas därtill starkt. Skillnaden mot tidigare konjunkturuppgångar är dock att arbetsmarknaden är svagare. Om arbetsmarknaden fortsätter att utvecklas svagt kan hushållens framtidstro påverkas och därmed kan konsumtionsefterfrågan dämpas. Sammantaget är slutsatsen att det finns risk för en något sämre tillväxt än beräknat i den senaste inflationsrapporten.

### *2.3 Direktionsledamöternas diskussion kring inflationsutsikterna*

En ledamot konstaterade att inflationen i mars blev marginellt högre än vad som förväntades i inflationsrapporten. KPI steg med 0,1 procent jämfört med mars året innan och UND1X steg med 0,5 procent. De främsta skälen till att prisökningstakten är fortsatt låg är alltjämt en stark produktivitetstillväxt och en svag utveckling av importpriserna. Oljepriset ligger kvar på en högre nivå än väntat, vilket bidrar till att inflationsprognosen på ett års sikt har reviderats upp något. UND1X-inflationen förväntas, liksom tidigare, ligga i linje med målet på två års sikt.

Övriga ledamöter delade denna bedömning.

En ledamot betonade att även om det globala pristrycket i konsumentledet i allmänhet förblir lågt har producentpriserna börjat stiga och inflationen dra sig uppåt på en del håll. Bland industriländerna är det främst i USA som det finns begynnande tecken på att företagens möjligheter att föra över stigande kostnader till konsumenterna har ökat och oron för stigande inflation vuxit. I Sverige är KPI-inflationen låg men utlåning och flera tillgångspriser har fortsatt att stiga.

En annan ledamot betonade att prognosen 2 procents inflation på två års sikt är betingad av att det sker en vändning uppåt på arbetsmarknaden. Om detta inte sker finns det risk för en lägre inflation än den förväntade. Ledamoten var dock ännu inte beredd att ompröva den grundsyn på inflationsutsikterna som funnits i direktionen.

I ljuset av de svårigheter alla bedömare haft att prognostisera inflationen de senaste åren betonade en ledamot vikten av försiktighet. Hittills har vi i diskussionen mest berört risker på nedåtsidan, men det finns även risker på uppåtsidan. Det har under de senaste tio åren funnits flera perioder med stora förväntningar om minskad inflation till följd av förhållanden liknande dagens, med bl.a. ett lågt globalt pristryck. Det gällde t.ex. 1998-99. På tvärs med vad många då trodde steg inflationen. Tecken på stigande inflation finns idag internationellt och börjar slå igenom i konsumentledet, främst i USA.

Ledamoten summerade diskussionen med att inflationen sannolikt blir lite högre än väntat på kort sikt till följd av det höga oljepriset. Det finns dock inte skäl att ändra den tidigare bedömningen att inflationen på två års sikt blir i linje med målet.

## § 2. Penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef Irma Rosenberg föredrog förslag till penningpolitiskt beslut. Beslutssituationen för penningpolitiken var ganska likartad den som rådde vid det föregående mötet. Tillväxten förväntas alltjämt bli god, om än lite lägre än vad som förväntades i mars. Efterfrågan fortsätter dock att förstärkas och hushållen reagerar på den expansiva penningpolitiken genom att öka sin upplåning kraftigt. Företagen har god likviditet och kan i stor utsträckning investera utan att behöva låna. Att inflationen är låg beror till stor del på specifika faktorer, som i sig verkar stimulerande på efterfrågan. I slutet av prognosperioden förväntas inflationen ligga i linje med målet. Rosenberg förordade därför att reporäntan lämnas oförändrad.

I detta läge när indikatorerna ger en något splittrad bild av konjunkturen ökar osäkerheten i prognoserna och det kan vara svårt att avgöra om en försvagning av tillväxten är tillfällig eller inte. Rosenberg ansåg att det i nuläget inte finns grund för att ompröva hela konjunkturbilden, men betonade att det är viktigt att vara uppmärksam på om utvecklingen skulle ta en annan vändning än den förväntade. Inte minst gäller detta utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden med hänsyn till den betydelse den har för efterfrågan. Om konjunkturen inte fortsätter upp och resursutnyttjandet därför inte fortsätter stiga kan det få betydelse för bedömningen av den framtida inflationen. Argumenten för att stimulera ekonomin ytterligare med penningpolitiken kan då behöva tillmätas större vikt.

En ledamot var öppen för att ompröva synen om ny information skulle peka på en påtaglig försämring av konjunkturen, men menade att det inkommit för lite nya data och förordade därför att reporäntan bör hållas oförändrad. En annan ledamot höll med, men menade att utvecklingen gav anledning till ökad vaksamhet.

En ledamot menade att risken för att en alltför snabb ökning i hushållens upplåning ska leda till bakslag i efterfrågan längre fram måste vägas mot att efterfrågan under prognosperioden inte blir tillräckligt stark. Om uppgången i efterfrågan och konjunkturen skulle mattas av mer än väntat, kan en större räntesänkning behövas för att stabilisera såväl den realekonomiska utvecklingen som inflationen.

En ledamot pekade på ett penningpolitiskt dilemma. Inflationsutvecklingen hålls delvis nere av tillfälliga effekter såsom skärpt konkurrens i livsmedelsektorn och slopade tekokvoter, delvis av produktivitetökningar. Detta har lett till ett lågt ränteläge. Avkastningskurvan avspeglar dessutom förväntningar om långvarigt låga räntor. Penningpolitiken har förblivit expansiv långt in i konjunkturuppgången. Detta ger hushållen incitament till ökad upplåning vilket leder till stigande tillgångspriser, inte minst huspriser. Det ger i sig ingen anledning att höja nu, men om räntorna förblir låga så länge som avkastningskurvan indikerar väcks frågor kring anpassningsprocessen när ränteläget väl börjar normaliseras igen. Det finns andra ekonomisk-politiska åtgärder än räntan som kan minska riskerna för överdriven skuldsättning och orimliga huspriser.

En ledamot betonade att det faktum att direktionen stått enig bakom den senaste tidens penningpolitiska beslut inte bör uppfattas som att det saknas nyanser i bedömningarna eller att dessa alltid varit självklara. Det finns enighet om att en försvagning noterats i vissa indikatorer och att detta bör leda till ökad vaksamhet. Samtidigt har växelkursen försvagats och de långa räntorna varit fortsatt låga under den senaste tiden, vilket inneburit en icke försumbar stimulans av ekonomin. Även om konjunkturuppgången bromsats upp något och arbetsmarknadsläget är fortsatt svagt är grundläggande faktorer på plats för en fortsatt god tillväxt. Inflationen bedöms såsom tidigare stiga och bli ungefär i linje med målet på två års sikt.

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

Ordföranden 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 2,0 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 4 maj 2005,
- att utlåningsräntan hålls oförändrad på 2,75 procent och att inlåningsräntan hålls oförändrad på 1,25 procent med tillämpning från onsdagen den 4 maj 2005,
- att fredagen den 29 april 2005 kl. 9.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 29 2005, protokollsbilaga, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen den 17 maj 2005.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Lars Heikensten, Eva Srejber, Villy Bergström, Lars Nyberg, Kristina Persson, Irma Rosenberg

---

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