

# SÄRSKILT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 11

DATUM: 2005-06-20

MÖTESTID: 13:00

NÄRVARANDE: Lars Heikensten, ordförande  
Eva Srejber  
Villy Bergström  
Lars Nyberg  
Kristina Persson  
Irma Rosenberg  
Jan Bergqvist, fullmäktiges ordförande  
Johan Gernandt, fullmäktiges vice ordförande  
Claes Berg  
Jörgen Eklund  
Victoria Ericsson  
Kerstin Hallsten  
Jyry Hokkanen (§1)  
Ann-Christine Högberg  
Per Jansson  
Pernilla Meyersson  
Bengt Pettersson  
Staffan Viotti  
Anders Vredin  
Arvid Wallgren (§1)

### **§ 1. Den aktuella inflationsbedömningen**

Det antecknades att Bengt Pettersson och Victoria Ericsson 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 andra kvartalet 2007. Det har i analysen även gjorts prognoser för inflation och BNP-tillväxt under antagandet att reporäntan utvecklas enligt implicita terminsräntor.

## 1. Nyinkommen information om den ekonomiska utvecklingen

Avdelningen för penningpolitik redovisade den nya information som inkommit sedan direktionsmötet den 14 juni.

I euroområdet steg industriproduktionen med 0,6 procent i april jämfört med månaden före, vilket var en högre tillväxt än marknaden hade förväntat sig. Inflationen uppgick till 1,9 procent i maj.

Statistiken för den amerikanska konjunkturen ger blandade signaler. Industriproduktionen steg i maj med 0,4 procent jämfört med månaden före, medan detaljhandelsförsäljningen sjönk med 0,5 procent. Både KPI-inflationen och kärninflationen, som är rensad för energi- och livsmedelspriser, sjönk i maj. KPI-inflationen uppgick till 2,8 procent och kärninflationen till 2,2 procent. Den finansiella statistiken visar att nettokapitalflödena till USA minskade något i april. Det amerikanska bytesbalansunderskottet för det första kvartalet var något större än vad marknaden hade förväntat sig.

Långa räntor har stigit den senaste veckan både i USA, euroområdet och Sverige. Avkastningskurvan i Sverige har sjunkit för korta löptider medan den har stigit för långa löptider.

Oljepriset har stigit den senaste tiden och terminskontrakten har de senaste dagarna indikerat ett oljepris på närmare 60 dollar per fat i genomsnitt det närmaste året. Förklaringar till den senaste oljeprisuppgången är dels oväntat låga lager av destillat och en ökad efterfrågan på bensin i USA, dels politisk oro i det oljeproducerande landet Nigeria.

Börserna har stigit den senaste veckan både i USA, Tyskland och Sverige.

Prissättningen på terminsmarknaden indikerar förväntningar om en sänkning av reporäntan i sommar med uppemot 50 punkter i Sverige. Bland svenska analytiker väntar sig ca en tredjedel en räntesänkning med 0,5 procentenheter vid dagens möte. Merparten av de återstående analytikerna räknar med en sänkning med 0,25 procentenheter vid dagens möte och ytterligare 0,25 procentenheter vid mötet i augusti.

## 2. Direktionsledamöternas diskussion kring konjunktur- och inflationsutsikterna

Vice riksbankschef Irma Rosenberg framlade förslag till Inflationsrapport 2005:2, protokollsbilaga A. Inflationsrapporten återger huvuddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 2 juni och 14 juni.

Enligt inflationsrapporten är tillväxten i världsekonomin överlag fortsatt god. Det mesta tyder på att de svaghetstecken som noterades i början av året i USA var tillfälliga och tillväxten i Asien är fortsatt hög. I euroområdet har tillväxten emellertid dämpats mer än väntat. Sammantaget innebär detta att prognosen för tillväxten på de svenska exportmarknaderna har reviderats ned för i år och även något nästa år jämfört med den bedömning som gjordes i mars.

Även i Sverige har konjunkturen dämpats. Under det första kvartalet blev BNP-tillväxten betydligt lägre än vad Riksbanken och andra bedömare beräknat. Inbromsningen var bred och omfattade såväl exporten som privat och offentlig konsumtion. Även arbetsmarknaden

var fortsatt svag. Det mesta talar trots detta för att tillväxten i Sverige blir förhållandevis god framöver. Det låga ränteläget har bidragit till att hushållens upplåning och bostadspriserna fortsatt att stiga snabbt. Investeringar och byggande växer starkt. Exporten stimuleras av att världsmarknaden växer i god takt och av en lågt värderad krona. Sammantaget innebär den starkt expansiva ekonomiska politiken en stimulans av efterfrågan.

Bedömningen i huvudscenariot är därför att det första kvartalets låga tillväxt i Sverige framför allt är en tillfällig uppbromsning. Den svaga utvecklingen hittills i år föranleder dock att BNP-prognosen revideras ned kraftigt för i år och även något för nästa år. Mot bakgrund av detta förväntas resursutnyttjandet bli lägre under prognosperioden jämfört med bedömningen i mars. Det gör att det inhemska kostnadstrycket ökar mindre än tidigare väntat. Samtidigt är den importerade inflationen låg beroende bl.a. på hög konkurrens på världsmarknaden. Resursutnyttjandet och inflationen ökar visserligen efter hand men inflationen förväntas ändå understiga 2 procent under de närmaste två åren.

Trots att inflationen revideras ned relativt kraftigt gör Riksbanken bedömningen att riskerna för en lägre inflation är något större än riskerna för en högre inflation. Riskerna sammanhänger främst med osäkerheten om konjunkturutvecklingen, internationellt såväl som i Sverige. Det finns precis som tidigare även andra risker i inflationsbedömningen kopplade till bytesbalansunderskottet i USA, effekterna av det höga oljepriset, takten i den långsiktiga produktivitetstillväxten och effekterna av olika strukturella förändringar såsom ökad konkurrens.

Direktionen gjorde bedömningen att den nya informationen som inkommit sedan direktionens möte den 14 juni inte ger anledning till en förändrad syn på inflationsutvecklingen jämfört med den som redovisats i inflationsrapporten.

Direktionen beslutade

- att fastställa inflationsrapporten enligt förslaget samt
- att offentliggöra inflationsrapporten den 21 juni kl. 09.30.

## § 2. Penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef Irma Rosenberg föredrog förslag till penningpolitiskt beslut. I samband med det förra penningpolitiska mötet i april konstaterade Riksbanken att osäkerheten om styrkan i den svenska konjunkturutvecklingen hade ökat. Den information som inkommit sedan dess tyder på en tydligt svagare utveckling än väntat och BNP-prognosen har därför reviderats ned ganska kraftigt i år och något även nästa år. Det gör att resursutnyttjandet inte stiger utan snarare faller i år och kommer att vara betydligt lägre under prognosperioden än enligt tidigare bedömning. Därmed förändras även inflationsbilden och inflationstrycket förväntas bli lägre än tidigare beräknat.

Även om inflationen hittills i år blivit något högre än väntat och gradvis stiger beräknas den nu bli påtagligt lägre än 2-procentmålet under de närmaste åren. Det talar - enligt den handlingsregel som penningpolitiken normalt följer - för att reporäntan bör sänkas. Samtidigt har hushållens upplåning och bostadspriserna fortsatt att öka i snabb takt. Det finns fortfarande anledning att känna en viss oro för att denna utveckling kan slå tillbaka i betydligt svagare tillväxt i hushållens efterfrågan längre fram exempelvis när räntorna stiger,

även om uppbromsningen av konjunkturen torde dämpa prisstegringstakten på bostadsmarknaden. Inflation under målet och svagare efterfrågan under prognoshorisonten väger nu tyngre än skuldproblematiken och slutsatsen är därför att det finns skäl för en mer expansiv penningpolitik.

Frågan är då hur mycket räntan skall sänkas. Den prognos som gjorts baserad på antagandet att reporäntan följer marknadens förväntningar, enligt ett femton dagars genomsnitt av de implicita terminräntorna per den första juni, tyder på att det behövs en lägre räntebana än denna för att återföra inflationen till målet i ett rimligt tidsperspektiv. Förslaget är att reporäntan sänks med 0,5 procentenheter.

Det är osäkert hur stor effekt en räntesänkning i dagsläget får på efterfrågan. Hushållen ökar redan sin upplåning i snabb takt, men väljer trots det att öka sin konsumtion ganska försiktigt. Företagens investeringar ökar redan kraftigt och tillgången på egenfinansiering är god. Det är också osäkert vilka effekterna kan bli på arbetsmarknaden. Det beror på om företagen kan fortsätta öka produktionen utan att öka antalet medarbetare. Det är något som penningpolitiken inte kan påverka. Övervägande skäl talar dock för att en sänkning får viss effekt både på efterfrågan och på sysselsättningen.

Övriga ledamöter instämde i de slutsatser, inklusive förslaget att sänka reporäntan med 50 räntepunkter, som presenterats.

En ledamot underströk att även om det är osäkert exakt vilka effekterna blir av en räntesänkning så är den huvudsakliga frågeställningen för penningpolitiken att inflationsmålet ska nås.

En annan ledamot påpekade att det länge funnits starka argument emot en räntesänkning, men att läget förändrats nu när prognosen för BNP-tillväxten för innevarande år reviderats ned med en tredjedel. Både den privata och offentliga konsumtionen och industriproduktionen utvecklas svagt. Därmed minskar också rimligen sannolikheten för att en fortsatt snabb upplåning bland hushållen leder till excesser. De spekulationer som funnits om att det preliminära utfallet av BNP-statistiken är för lågt beräknat och att revideringar uppåt sannolikt sker, ändrar inte bilden av en försvagad konjunktur. Den kronförsvagning som skett till följd av att räntan väntats bli lägre kommer troligen att stimulera export- och industrisektorn, vilket snarast är positivt just nu. Samtidigt är stora växelkursvängningar inte önskvärda. Även i början av året var kronan av allt att döma undervärderad i ett längre perspektiv och handelsöverskottet är betydande. En ytterligare försvagning är därför knappast önskvärd.

En ledamot menade att konjunkturbilden i dagsläget är speciell för att inte säga unik. Den globala tillväxten är fortsatt god med USA och Asien som främsta drivkrafter. I Sverige är företagen väl konsoliderade och investeringarna ökar. Hushållens reala inkomster stiger och börsen går upp. Detta borde normalt vara ett läge då det är dags att strama åt penningpolitiken. Ändå finns det nu mycket som talar för en räntesänkning. Det är, menade ledamoten, i första hand två faktorer; tillväxten i Europa har åter överraskat på nedåtsidan, vilket påverkar svensk export. Men framförallt ökar inte hushållens efterfrågan som den brukar göra i detta konjunkturläge och som den gjort för länder som ligger före Sverige i konjunkturcykeln, t.ex. USA. När prognosen för tillväxten för 2005 reviderats ned från omkring 3 till omkring 2 procent är det naturligtvis en stor och i sig oroande förändring. Detta talar för en sänkning av reporäntan i linje med förslaget.

Signalerna från de finansiella marknaderna är också tvetydiga. De långa räntorna i världen har inte stigit som förväntat, vilket förvånat prognosmakarna. Ledamoten påpekade att detta skulle kunna spegla en annan konjunkturbild än den vi ser i de globala tillväxtsiffrorna. Om efterfrågan i världen dämpas snabbare än väntat är detta en uppenbar nedåtrisk både för tillväxt och för inflation.

Om räntan sänks med 50 punkter, vilket är rimligt och i linje med handlingsregeln, kan emellertid detta ytterligare stimulera både hushållens upplåning och priserna på bostadsmarknaden. Det finns anledning att fråga sig vad som händer när räntorna så småningom åter börjar stiga. Den genomsnittliga bindningstiden för hushållens bostadslån har fallit i omkring ett år. Hushållen är alltså idag mer känsliga för ränteförändringar än för ett år sedan.

När det gäller skuldsättningen är den knappast något problem för hushållen som helhet, och inte heller för bankerna, men det är uppenbart att allt fler enskilda hushåll kan få betalningsproblem vid en framtida räntehöjning. När det gäller huspriserna har de historiskt varierat ganska kraftigt i Sverige i reala termer, även i avsaknad av spekulativa bubblor. En framtida räntehöjning kan minska efterfrågan samtidigt som utbudet av bostäder växer till följd av att bostadsbyggandet ökar. Det gäller framför allt i storstäderna. Det går inte att bortse från risken att bostadspriserna kan falla ganska märkbart i vissa regioner.

En annan ledamot höll med om mycket av det som sagts, men betonade att den globala ekonomin exklusive euroområdet fortfarande utvecklas starkt. Dessutom är det höga oljepriset i huvudsak en effekt av en hög efterfrågan och faller därmed om efterfrågan gör det. FED:s tolkning av "soft patch" i USA tycks vara rimlig. Tecknen på försvagning under våren var antagligen tillfälliga. Vad gäller konjunkturen i Sverige så är mycket av dämpningen en effekt av att den offentliga konsumtionen utvecklas svagt och den är inte speciellt konjunkturrelaterad. Den offentliga konsumtionen sjönk med 1,2 procent det första kvartalet jämfört med samma period året innan. Det finns sammantaget goda skäl att tro på den bild som presenteras i inflationsrapporten, med en tillfällig uppbromsning av tillväxten första kvartalet och en återgång till god tillväxt de kommande åren.

Ledamoten menade att det finns anledning att känna en viss oro för hushållens upplåning och bostadspriserna på några års sikt. Fenomenet med snabbt stigande bostadspriser finns även i andra länder, även om de dämpats i en del av länderna som ligger längre fram i konjunkturcykeln, t.ex. Australien och Storbritannien. Bostadspriser och upplåning kan sannolikt inte fortsätta att öka i samma snabba takt hur länge som helst. Om en korrigering sker är frågan om det kommer att handla om en mindre justering som skett i Nederländerna, med en stabilisering av priser och utlåning, eller om det sker i form av ett tydligt fall i bostadspriserna, vilket skulle ge större effekter på efterfrågan och inflationen. Även den stabilisering som skett i Nederländerna har gett negativa effekter på efterfrågan genom en kraftig dämpning av den privata konsumtionen. Ett ytterligare problem är att en framtida korrigering kan komma att ske i en lågräntemiljö vilket innebär att utrymmet för att ytterligare stimulera med penningpolitiken, om så skulle krävas med hänsyn till inflationsmålet, inte kommer att vara stort. Riksbankens uppgift är att uppnå ett fast penningvärde inte bara på 1-2 års sikt, utan även framledes. Att sänka räntan nu innebär en risk för att bostadspriser och hushållsskulder ytterligare drivs upp, vilket när korrigeringen sker i framtiden, kan ge en kraftig efterfråge- och inflationsdämpning. Detta talar för

försiktighet. Mot detta står de argument som andra ledamöter framfört. Sammantaget är förslaget att sänka räntan med 50 punkter rimligt.

En annan ledamot framhöll att det inte bara var den offentliga konsumtionen som utvecklades svagt under första kvartalet utan även exporten och den privata konsumtionen. Den tillfälliga försvagningen av den svenska konjunkturen kanske snarare ska beskrivas som början till en mjuk inbromsning, fortsatte ledamoten. Ledamoten menade att det skett en dämpning av tillväxttakten i världen bl.a. till följd av det höga oljepriset och på grund av att den starkt stimulerande ekonomiska politiken i USA upphört. I Kina finns också indikationer på att tillväxten saktar in, exempelvis har tillväxttakten i investeringarna halverats jämfört med motsvarande period i följ, importtillväxten har minskat och det kinesiska bytesbalansöverskottet har ökat. Sammantaget leder en fortsatt svag konjunkturutveckling i Europa och den samtidiga inbromsningen i USA och Kina, till att efterfrågan i världsekonomin dämpas.

Ledamoten noterade vidare att det nu finns vissa tecken som tyder på en förbättring på den svenska arbetsmarknaden, men att dessa i sig inte är tillräckliga för att uppväga den internationella nedgången. Det är bekymmersamt, fortsatte ledamoten, att en så stor andel personer i arbetsför ålder står utanför arbetskraften. Det får till följd att betydande offentliga medel går till transfereringar som i stället skulle ha behövts till tillväxthöjande investeringar i infrastruktur, forskning och utveckling, marknadsföring av Sverige och utbildning. De totala investeringarna har kommit igång, men är fortfarande lägre i Sverige än i andra länder vilket bl.a. tar sig i uttryck i ett rekordhøgt bytesbalansöverskott. Den undervärderade kronan innebär att den svenska köpkraften är svagare än vad den annars skulle kunna vara.

Samma ledamot konstaterade att det finns en risk för att den mjuka inbromsningen i Sverige är förenad med en underskattning av inflationen, bl.a. på grund av att effekterna av de specifika faktorerna på ekonomins utbudssida är svårbedömda. Å andra sidan finns risker för den internationella konjunkturen som är förknippade med obalanserna i världsekonomin och fastighetsprisbubblor på olika håll i USA och Europa.

En annan ledamot invände mot den föregående ledamotens något negativa bild av det internationella konjunkturläget och påpekade att det varit en tillfällig inbromsning i USA, att den japanska ekonomin har tagit fart och att tillväxten överlag är god internationellt.

En ledamot konstaterade att beslutet inte är självklart. Vid de penningpolitiska sammanträdena i mars och april var det riktigt att inte ytterligare stimulera tillväxten genom att sänka räntan, eftersom prognosen då innebar en tillväxt över den potentiella. Samtidigt innebar kreditexpansion och husprisutvecklingen tydliga risker för efterfrågan och sysselsättningen på sikt. Det senare åskådliggörs, som en annan ledamot varit inne på tidigare, inte minst av vad som hänt i Nederländerna efter stabiliseringen av bostadspriserna där för några år sedan. Ny information har nu inkommit, bl.a. nationalräkenskaperna för det första kvartalet. Även om vissa bedömare uttrycker tveksamhet till siffrorna har Riksbanken inte tillräckliga argument för att idag utgå från en annan bild än den som ges av Statistiska centralbyråns beräkningar.

Det förefaller naturligt, fortsatte ledamoten, att mot bakgrund av konjunkturförsvagningen och nedrevideringen av inflationsprognosen, sänka reporäntan med 0,50 procentenheter. En räntesänkning av denna storleksordning går att motivera väl med den prognos som

publiceras i inflationsrapporten baserad på oförändrad reporänta. Samma bild ger de bedömningar som gjorts med hjälp av marknadsräntor.

Ledamoten instämde i vad som sagts inledningsvis; att det är osäkert hur starka effekterna av en räntesänkning blir. Den privata konsumtionen har hittills utvecklats svagt, trots att hushållens upplåning ökar kraftigt. Produktivitetstillväxten är fortsatt stark och även om efterfrågan ökar framöver kanske inte sysselsättningen stiger så mycket som väntat.

Det tidigare angivna skälet mot en sänkning - att tillväxten troligen blir högre än den potentiella - är inte längre lika relevant. Tillväxten blir svagare i år och även om den stiger igen nästa år, leder dämpningen till ett lägre resursutnyttjande under hela prognosperioden jämfört med bedömningen i mars. Däremot är husprisutvecklingen och kreditexpansionen i samhället något som fortfarande förtjänar stor uppmärksamhet och motiverar en viss försiktighet.

Ledamoten underströk att penningpolitiken endast har ett medel och en ränta att tillgå. I det här läget med snabb kreditexpansion skulle man som direktionsledamot gärna velat ha tillgång till flera räntor, med det går förstås inte. Hur huspriser och upplåning utvecklas framöver beror bl.a. på hur hushållen, bankerna och berörda myndigheter agerar. Därutöver kan skattepolitiken och befintliga regelverk påverka kreditexpansionen. Ansvaret för detta ligger emellertid utanför penningpolitikens område. Sammantaget överväger skälen för en sänkning av reporäntan med 50 punkter.

En annan ledamot menade att det är ett problem om en räntesänkning leder till att hushållen bara väljer att spara mer, utan att öka sin konsumtion. Frågan är också varför sparandet ökar så kraftigt i Sverige. Den realinkomstökning som kommit hushållen till del går till ett ökat sparande snarare än till ökad konsumtion. Osäkerhet om den framtida utvecklingen på arbetsmarknaden och pensioner kanske kan vara en förklaring. De svenska hushållen både lånar och sparar. De amerikanska lånar och konsumerar.

En ledamot noterade att det, när räntorna faller, är billigare att lägga om lånen till lägre ränta i USA jämfört med Europa. Det har stimulerat den amerikanska konsumtionen under de senaste åren.

En ytterligare ledamot instämde i att det är en svårighet för penningpolitiken att hushållen redan ökar upplåningen i snabb takt, samtidigt som de till skillnad mot vad som tidigare gällt i sådana lägen, är försiktiga att konsumera. Penningpolitiken kan inte påverka hur hushållen väljer att fördela ökad upplåning mellan sparande och konsumtion. Därför är det osäkert hur stor effekten av räntesänkningen blir på konsumtionen.

En annan ledamot påpekade att räntesänkningen sannolikt kommer att bidra till ett minskat sparande.

En annan ledamot påpekade att den privata konsumtionen kommer att öka om sysselsättningen tar fart. Ledamoten noterade vidare att sparandet är mycket lågt i USA. Att hålla räntan så låg som det går utan att riskera inflationsmålet, är penningpolitikens uppgift. Det måste ske en vändning på arbetsmarknaden för att ekonomin ska kunna växa i snabbare takt, men det är något som ligger utanför penningpolitikens område.

En ledamot underströk att penningpolitikens enda redskap, reporäntan, är grovt. På några års sikt kan vi påverka efterfrågan och inflationen. Men företrädare för Riksbanken bör undvika att vara alltför normativa och uttrycka önskemål om att hushåll och företag bör göra det ena eller andra. Hushållen måste själva bedöma hur mycket de vill spara eller konsumera. Med problem på arbetsmarknaden och lägre framtida pensioner kan skälen för enskilda hushåll att spara vara mycket goda.

Ledamoten underströk att det är viktigt att i detta sammanhang också vara någorlunda tydlig om vad som kan tänkas ske med räntorna framöver bl.a. med hänsyn till växelkursutvecklingen. Givet den information som finns tillgänglig i dag innebär en sänkning med 0,50 procentenheter att penningpolitiken är väl avvägd och att reporäntan inte bör sänkas ytterligare. Det finns fortfarande goda skäl att inte enbart fokusera på inflationsprognosen utan att även beakta kreditexpansionen och husprisernas utveckling. När man blickar framåt är det också värt att påminna om – vilket också gjorts av ett par ledamöter tidigare – att den bild som presenteras i huvudscenariot innebär en högre tillväxttakt redan under andra halvåret.

En annan ledamot instämde med vad föregående ledamot sagt och konstaterade avslutningsvis att prognosen i inflationsrapporten innebär en tillfällig uppbromsning i konjunkturen i Sverige i år och att tillväxten åter blir relativt god framöver. Om detta scenario står sig kommer det av allt att döma inte att bli aktuellt att sänka räntan ytterligare.

### **§ 3. Penningpolitiskt beslut (1)**

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 sänka reporäntan till 1,5 procent.

Direktionen beslutade

- att sänka reporäntan till 1,5 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 22 juni 2005,
- att utlåningsräntan sänks till 2,25 procent och att inlåningsräntan sänks till 0,75 procent med tillämpning från onsdagen den 22 juni 2005,
- att tisdagen den 21 juni 2005 kl. 09.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 44 2005, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen den 5 juli 2005.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:  
Ann-Christine Högberg



Justeras:

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson

Irma Rosenberg

Fotnot:

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