



# SÄRSKILT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 17

DATUM: 2005-10-19

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  
Claes Berg  
Jörgen Eklund  
Victoria Ericsson  
Kerstin Hallsten  
Jyry Hokkanen  
Ann-Christine Högberg  
Per Jansson  
Pernilla Meyersson  
Annika Svensson  
Staffan Viotti

### § 1. Den aktuella inflationsbedömningen

Det antecknades att Victoria Ericsson och Annika Svensson 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 utvecklas i linje med de finansiella marknadernas förväntningar, så som de avspeglas i de s.k. implicita terminsräntorna. Detta är ett tekniskt beräkningsantagande och ska inte tolkas som ett ställningstagande till vilken räntebana Riksbanken anser mest önskvärd.

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

Avdelningen för penningpolitik redovisade den nya information som inkommit sedan direktionsmötet den 12 oktober.

I såväl USA som euroområdet steg inflationen kraftigt i september, vilket till stor del var en effekt av det höga oljepriset. Den underliggande inflationen steg måttligt. Uttalanden från både Federal Reserve och ECB har bidragit till ökade förväntningar om en stramare penningpolitik på längre sikt. Som en följd av detta och stigande inflationsförväntningar har de långa räntorna stigit i USA, euroområdet och Sverige den senaste veckan. Övrig statistik som inkommit från USA har varit svag, industriproduktionen föll med 1,3 procent i september jämfört med i augusti, detaljhandel ökade endast marginellt samtidigt som preliminär statistik från University of Michigan indikerar ett fortsatt fallande konsumentförtroende i oktober.

Börserna i USA, Tyskland och Sverige har sjunkit framförallt som en följd av stigande räntor och det fortsatt höga oljepriset. Statistik på kapitalflödet visade på ett stort inflöde till USA i augusti. Det är framförallt privata investerare som har köpt amerikanska företagsobligationer. Informationen om kapitalflödet har bidragit till att dollarn stärkts kraftigt den senaste tiden.

I Sverige steg KPI med 0,7 procent mellan augusti och september vilket gav en årstakt på 0,6 procent. Det underliggande inflationsmåttet UND1X steg med 0,7 procent, vilket gav en årstakt på 1,0 procent. Båda utfallen var i linje med prognosen i inflationsrapporten i oktober. Den underliggande importerade inflationen var något högre än prognosen, vilket framförallt berodde på att priserna på kläder och skor steg mer än väntat samt till viss del på det oväntat höga oljepriset. Detta balanserades dock av att den inhemska underliggande inflationen var något lägre än väntat.

Prissättningen på de finansiella marknaderna indikerar att de penningpolitiska förväntningarna i Sverige har dämpats marginellt på kort sikt, medan förväntningarna om en åtstramning har ökat på längre sikt i linje med den globala utvecklingen. Enligt prissättningen på de finansiella marknaderna förväntas reporäntan lämnas oförändrad idag.

Kronan har försvagats med 1,5 procent i TCW-termer den senaste veckan. Det beror delvis på att dollarn har stärkts. Kronan har dock försvagats även mot euron, vilket kan ha att göra med att marknadsaktörerna för närvarande tycks fokusera på ränteskillnaden som enligt de penningpolitiska förväntningarna förväntas öka.

## 2. Konjunktur- och inflationsutsikterna

Vice riksbankschef Irma Rosenberg framlade förslag till Inflationsrapport 2005:3, protokollsbilaga A. Inflationsrapporten återger huvuddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 4 och 12 oktober.

I inflationsrapporten konstateras att BNP-tillväxten i omvärlden var hög förra året. I inflationsrapporten i juni och vid det penningpolitiska mötet i augusti var bedömningen att den internationella tillväxten i år och under de kommande åren skulle bli god men avta något. Denna bild står sig i stort. Oljepriset har dock blivit högre än väntat och bedöms även bli högre framöver jämfört med vad som tidigare antagits. Detta väntas öka det internationella pristrycket och dämpa tillväxten något.

Avmattningen i den svenska ekonomin kring årsskiftet var tillfällig. Tillväxten i hushållens konsumtion har börjat öka och förväntas stärkas ytterligare de närmaste åren. Även den offentliga konsumtionen bedöms öka, framförallt under nästa år. Samtidigt fortsätter den

investeringsuppgång som inleddes under fjolåret även om den efter hand väntas gå in i en lugnare fas.

Jämfört med bedömningen i juni väntas BNP-tillväxten och resursutnyttjandet nu bli något högre i år och de kommande åren. I år påverkas prognosen av att utfallet för BNP första kvartalet har reviderats upp något. Därefter antas tillväxten bli starkare till stor del beroende på att den ekonomiska politiken är mer expansiv, med bl.a. en reporänta som är lägre än i juni. Budgetpropositionen som presenterades i september talar för att finanspolitiken under framförallt 2006 kommer att stimulera efterfrågan mer än vad Riksbanken antog i juni och augusti.

På arbetsmarknaden finns det tecken på att situationen håller på att förbättras, t.ex. ökade antalet arbetade timmar under andra kvartalet i år. En relativt stark utveckling av den inhemska efterfrågan framöver och de av regeringen nyligen aviserade åtgärderna gör att efterfrågan på arbetskraft bedöms öka.

Inflationen har stigit något på senare tid men är fortfarande låg. Bedömningen är liksom tidigare att inflationen kommer att öka framöver men i ganska måttlig takt. I början av prognosperioden väntas framförallt oljepriset driva upp prisökningstakten. Därefter väntas ett stigande resursutnyttjande i Sverige och i omvärlden tillsammans med att effekterna av ett antal prisdämpande faktorer avtar något, leda till att inflationen stiger. Det senare handlar bl.a. om det internationella pristrycket och tillväxten i produktiviteten. Jämfört med i juni har prognosen för inflationen reviderats upp något.

Riskerna för lägre inflation bedöms balanseras av riskerna för högre inflation. Fortfarande finns en osäkerhet om den internationella konjunkturutvecklingen kopplad till oljepriset, de globala obalanserna och de nedpressade långräntorna. Samtidigt riskerar det höga oljepriset att leda till ett högre inflationstryck. Det finns även en stor osäkerhet kring hur de faktorer som dämpat inflationen under senare tid kommer att utvecklas.

En ledamot konstaterade att de höga inflationsutfallen i USA och euroområdet, som inkommit sedan inflationsrapportens stoppdatum, i första hand är orsakade av det höga oljepriset. Inflationen exklusive energi har inte stigit, vilket talar för att oljeprisuppgången ännu inte fått några spridningseffekter. Att det kan uppkomma sådana spridningseffekter ligger delvis i det riskscenario som tecknas i inflationsrapporten, men några sådana har hittills inte noterats. I nuläget finns ingen anledning att ifrågasätta bedömningen i inflationsrapporten.

En annan ledamot ansåg att inflationssiffrorna i USA är mer oroande än föregående ledamot gav uttryck för. Ledamoten noterade att aktörerna på räntemarknaden redan prisat in en högre inflation och väntar sig en mer markerad ränteuppgång i USA. Denna utveckling kan utlösa en korrigering även på fastighetsmarknaden och påverka hushållens val mellan sparande och konsumtion. Ledamoten instämde dock i att förändringarna i bilden inte är så stora att det ger skäl till att förändra grunden för räntebeslutet.

En annan ledamot noterade att en högre inflation än väntat i USA även för med sig att styrräntan kan komma att nå en högre toppnivå än tidigare väntat. Ledamoten delade den tidigare ledamotens syn att detta kan få hushållen att öka sitt sparande - vilket ur en annan synvinkel är önskvärt, eftersom just sparandeobalansen är ett allvarligt problem. Men om

processen går snabbt kan detta komma att få större effekter på konjunkturutvecklingen än beräknat och därmed påverka riskbilden.

En ledamot noterade att inflationsutfallen också i euroområdet har kommit in högre och att räntemarknaden har tolkat ECB:s uttalanden och prisat in en ränteuppgång.

Direktionen gjorde sammantaget bedömningen att den nya informationen som inkommit sedan direktionens möte den 12 oktober 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 20 oktober kl. 08.00.

## § 2. Penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef Irma Rosenberg föredrog förslag till penningpolitiskt beslut och tydliggjorde samtidigt de nya antaganden som ligger till grund för prognosen.

Prognoserna i huvudscenariot i inflationsrapporten baseras nu för första gången på det tekniska antagandet att reporäntan utvecklas i linje med förväntningarna på de finansiella marknaderna som de kommer till uttryck i de implicita terminräntorna. Det innebär i denna rapport att reporäntan antas vara oförändrad fram till ungefär andra kvartalet nästa år, då den gradvis börjar höjas.

Det är viktigt att betona att det nya ränteantagandet är en teknisk beräkningsförutsättning på samma sätt som antagandet om konstant reporänta har varit det tidigare. Det ska alltså inte tolkas som ett ställningstagande till vilken reporäntebana som direktionen anser vara mest önskvärd. Det finns många olika räntebanor som skulle kunna leda till ungefär samma inflationsprognoser under den kommande tvåårsperioden. Precis som tidigare ska direktionen fatta beslut enbart om dagens reporänta. Att prognosen bygger på antagandet att reporäntan följer marknadens förväntningar betyder alltså inte att direktionen binder upp sig för några framtida styrräntebeslut.

Det är också viktigt att slå fast att det nya ränteantagandet inte innebär någon förändring i den penningpolitiska strategin. Ambitionen kommer fortfarande normalt att vara att inrikta penningpolitiken på att uppnå inflationsmålet inom två år. Ibland kan det enligt det förtydligande som publicerades 1999 finnas skäl att låta det ta längre tid. Denna typ av överväganden kan fortfarande vara motiverade från tid till annan av de skäl som redovisades i förtydligandet. En förändring är dock att den enkla handlingsregel med vilken strategin hittills har beskrivits inte längre är tillämplig. Enligt denna handlingsregel ska reporäntan normalt sänkas/höjas om inflationsprognosen, givet att reporäntan hålls konstant, understiger/överstiger målet om ett till två år. När antagandet att reporäntan hålls konstant inte längre ligger till grund för den prognos som görs, är denna enkla handlingsregel inte heller tillämplig eftersom den utgick just från detta antagande. Avgörande för penningpolitiken blir istället om en ränteutveckling i linje med de förväntningar som finns på marknaden bedöms leda till att inflationsmålet uppnås inom två år.

Tillväxten väntas bli god de kommande två åren och resursutnyttjandet öka. Inflationen är nu låg, och väntas stiga i ganska måttlig takt framöver. Om reporäntan utvecklas enligt marknadens förväntningar, vilket innebär oförändrad reporänta vid dagens möte, väntas inflationen mätt med UND1X, som för närvarande bedöms ge den bästa bilden av det underliggande konjunkturrelaterade inflationstrycket, bli 1,8 procent om två år. Det innebär att inflationen är nära målet. Detta talar för att marknadens förväntningar om penningpolitiken innebär en räntebana som vid detta tillfälle ger en rimlig utveckling av inflationen de närmaste åren. Det finns dock många banor för den framtida reporäntan som skulle kunna leda till ungefär samma inflationsprognoser. Om reporäntan istället antas vara konstant stiger inflationen något snabbare och väntas bli 2,1 procent om två år dvs. ungefär i linje med målet. Liksom tidigare finns det även anledning att beakta att hushållens upplåning och huspriserna fortsätter att stiga snabbt. Förslaget är att reporäntan ska lämnas oförändrad.

En ledamot ställde sig bakom förslaget om en oförändrad reporänta, men kände en viss oro över hållbarheten i konjunkturutvecklingen. Det finns redan vissa tecken på en inbromsning i USA som sannolikt hänger samman med en oro för att inflationen håller på att ta fart och med effekten av den amerikanska centralbankens räntehöjningar. Det har länge stått klart att det måste ske en inbromsning av den inhemska efterfrågan i USA för att de globala obalanserna ska kunna korrigeras. Risker är dock att justeringen av obalanserna kommer alltför abrupt och i kombination med en snabb nedgång av fastighetspriserna. Detta skulle kunna leda till en snabb inbromsning av konsumtionen. Skulle detta ske utan en uppgång i euroområdet kan det bli särskilt problematiskt för svensk ekonomi, eftersom en så stor del av exporten går dit. Mot bakgrund av att tecknen på en uppgång i Europa än så länge är få, samtidigt som tillväxten i Storbritannien har dämpats, föreligger osäkerhet om konjunkturutvecklingen. I detta läge skulle det kunna behövas mycket mer än bara en gemensam penningpolitik i Europa. Det är svårt att använda penningpolitiken för att stimulera ytterligare så länge det finns inflationstendenser. Stimulansen riskerar dessutom att komma för sent. En svagare utveckling i USA kan minska intresset i Kina att placera sitt sparande i amerikanska statspapper, vilket skulle kunna pressa upp de långa marknadsräntorna ytterligare. Detta skulle ske i en nedgång, samtidigt som effekterna av oljeprisökningarna fortsätter att spå på inflationen. Sammantaget, fortsatte ledamoten, finns en uppenbar risk för att den internationella konjunkturen viker av redan nästa år eller året därpå. Dilemmat är att det i så fall kommer att ske i ett läge där räntorna redan är låga i många länder, vilket begränsar penningpolitikens utrymme att motverka utvecklingen.

För Sveriges del ser det ekonomiska läget gynnsamt ut och förutsättningarna finns för en förhållandevis god konjunkturutveckling framöver, fortsatte ledamoten. Företagen uppvisar god lönsamhet, investeringarna håller på att ta fart och det finns tecken på att läget på arbetsmarknaden förbättras. Det är den internationella bilden och dess effekter på Sverige som är oroande. En möjlig internationell inbromsning de närmaste två åren skulle kunna medföra att tillväxten i Sverige inte når den nivå som vårt huvudscenario indikerar. Eftersom det kommer att dröja innan ett högre kapacitetsutnyttjande påverkar priserna, trots att sysselsättningen ökar, finns en risk att Sverige går in i en sämre konjunktur med en mycket låg styrränta i utgångsläget. Kronan kan mycket väl stärkas av det internationella scenariot, vilket ytterligare kan dämpa exporten och hålla tillbaka prisökningarna. Å andra sidan skulle risken för en svagare efterfrågan från utlandet kunna balanseras av en fortsatt uppgång av konsumtion och investeringar på hemmaplan, noterade ledamoten. Enligt ledamoten finns

det alltså nedåtrisker för konjunkturutvecklingen som skulle kunna medföra att eventuella räntehöjningar kan behöva skjutas framåt i tiden.

En ledamot menade att argumentet om att det skulle vara ett problem med en alltför låg ränta ofta förs fram. Men vilka slutsatser kan man egentligen dra av detta för penningpolitiken framöver? Mot bakgrund av det dystra scenario som den tidigare ledamoten målat upp är det rimligen bättre med en låg ränta i dagsläget eftersom det ökar förutsättningarna att få fart på ekonomin. Ledamoten delade inte uppfattningen att kronan skulle förstärkas i ett läge med en markant internationell inbromsning. Historiskt har kronan tenderat att försvagas i sådana lägen.

En ledamot framhöll att den låga räntan är en av anledningarna till att effekterna på svensk ekonomi från en eventuellt svagare internationell tillväxt balanseras. Den expansiva inhemska penningpolitiken fungerar som en motvikt till nedåtriskan internationellt. Angående kronan hävdade ledamoten att den kan förstärkas eftersom den allmänt anses vara svag i dagsläget och ställde frågan varför den inte skulle kunna stärkas i ett läge med vikande ekonomisk utveckling i både USA och euroområdet.

Ytterligare en ledamot ställde sig bakom förslaget att hålla reporäntan oförändrad. Ledamoten påpekade att det kan vara bekymmersamt om en ekonomi drabbas av en exogen chock via utrikeshandeln i ett läge med en extremt låg ränta. Det finns då mindre utrymme att parera störningar. Ledamoten sade sig dock vara mer optimistisk om den internationella konjunkturen än en annan ledamot. Vändningen som skett i Japan verkar vara mer stabil denna gång, vilket innebär att världens näst största ekonomi håller på att ta fart. Det har även funnits tecken på en vändning i Tyskland. Samtidigt sker det en viss uppbromsning i Kina, vilket är bra givet de överhettningstendenser som kunnat skönjas i vissa sektorer. Det tycks alltså som om utvecklingen går i en riktning som kan bidra till minskade obalanser mellan USA och Sydostasien.

Ledamoten instämde i bilden av en något ljusare svensk ekonomi. Den privata konsumtionen börjar ta fart, samtidigt som de disponibla inkomsterna och läget på arbetsmarknaden förbättras. Bostadsbyggandet är en viktig tillväxtmotor och de infrastruktursatsningar som beslutades i fjol ligger fast. Produktiviteten har varit hög, vilket har förbättrat Sveriges konkurrenskraft. Tillsammans med den svaga kronan och löneutvecklingen bidrar det till ett gynnsamt läge för exportindustrin, och kan innebära att exporten kommer att utvecklas bättre än väntat. De svenska relativlönerna är dock ett bekymmer. Lågproduktiva arbetsuppgifter utförs inte eftersom kostnaden är för hög. Detta innebär att kraven på utbildning ökar samtidigt som förutsättningar måste skapas för nya jobb i tjänstesektorn. En relativlöneanpassning i Sverige och förändrade lagar som reglerar arbetsmarknaden skulle underlätta utvecklingen. Att Sverige, som vissa förespråkar, skulle gå tillbaka till den politik som fördes under 1960- och 80-talen, dvs. en politik med stark efterfrågestimulans, är inget alternativ. Denna politik visade sig inte vara hållbar i längden och är inte heller förenlig med fria kapitalrörelser. Ledamoten uttryckte en oro för utvecklingen på arbetsmarknaden framöver och hävdade att det finns en risk att arbetslösheten fortsätter vara hög om inget görs åt lönestrukturen. Ledamoten ställde sig bakom bedömningen i inflationsrapporten att arbetslösheten kommer att minska, men menade att det krävs strukturella förbättringar i ekonomin för att en riktigt låg arbetslöshet ska bli möjlig.

En ledamot påpekade, mot bakgrund av en tidigare ledamots inlägg om att det redan finns tecken för en inbromsning i USA, att det är viktigt att notera att inkommande data nu är svårtolkade mot bakgrund av den senaste tidens orkaner. Därefter drog ledamoten sina penningpolitiska slutsatser av de två inflationsprognoser som redovisas, med konstant och med implicit reporäntebas. Under antagandet om konstant reporänta bedöms prognosen hamna något över målet, men det sker först i slutet av prognosperioden efter att inflationen har legat under målet ganska länge. Detta skulle kunna tala för en räntehöjning nu eller inom den närmaste tiden. Under antagandet om en reporänta i linje med de finansiella marknadernas förväntningar, så som de avspeglas i de s.k. implicita terminsräntorna, hamnar inflationsprognosen nära målet givet de successiva höjningar som denna räntebanan innebär. Således kan inflationsprognoserna under båda antagandena tolkas som att det inte är nödvändigt att höja reporäntan nu utan att det är möjligt att avvakta. För det talar också att inflationen med båda antagandena ligger väl under målet den närmaste tiden och att prognoser längre fram i tiden är mer osäkra. Därmed sade sig ledamoten förorda en oförändrad reporänta i dagsläget. Ledamoten påpekade dock att marknadens förväntningar inte går att exakt avläsa från de implicita terminsräntorna på grund av olika premier.

Vad gäller den osäkerhet som prognosen är förknippad med noterade ledamoten att produktivitetsökningen i Sverige flera gånger har överraskat positivt. I nuvarande prognos antas den underliggande produktivitetstillväxten vara något högre än vad som antogs i juni. Samtidigt bedöms konjunkturutvecklingen i likhet med tidigare leda till lägre produktivitetsökning framöver. Sammantaget innebär effekterna att enhetsarbetskostnaderna och inflationen sänks av detta mer gynnsamma antagande om produktivitetens utvecklingen. Antagandet är dock osäkert och det är viktigt att följa utvecklingen framöver. Därtill är effekterna av det fortsatt höga oljepriset en osäkerhetsfaktor. I allt fler länder har utvecklingen gett höga KPI-utfall. Att förväntningarna vridits mot att oljepriserna kommer att vara fortsatt höga de närmaste åren samtidigt som resursutnyttjandet i allt fler länder har ökat eller ökar, innebär att risken för andrahandseffekter har ökat. I en del länder börjar de redan komma. Även för Sverige ökar den risken i takt med att resursutnyttjandet stiger.

En ytterligare osäkerhetsfaktor är stigande bostadspriser och skuldsättning hos hushållen som det låga ränteläget och den rådande makrostabiliteten har bidragit till. I och med den utvecklingen ansåg ledamoten att det finns en risk att hushållen är invaggade i en falsk trygghet att det låga ränteläget är bestående och att de därför tar på sig för stor risk. Hur bostadsförmögenhet, hushållsupplåning och kapitalisering av reala tillgångar påverkar efterfrågan i uppgångsfaser är inte särskilt väl studerat på svenska data. Det är svårt att helt fånga detta i prognosmodeller. I Storbritannien invaggades centralbanken i säkerhet av att konsumtionen inte ökade i takt med upplåningen mot slutet av uppgångsfasen. Nu när bostadspriserna har stabiliserats eller faller i vissa regioner, följer dock konsumtionen med nedåt. Det tycks alltså som att sambandet är starkare på nedsidan, åtminstone i Storbritannien. Ledamoten ansåg att kredit- och förmögenhetsutvecklingen kan medföra att räntan behöver höjas tidigare än vad inflationsprognosen på ett par års sikt ger vid handen.

En annan ledamot anslöt sig till övriga ledamöters bedömning att reporäntan inte bör höjas nu. Det är dock klart att tidpunkten för en räntehöjning närmar sig om bilden står sig. Ledamoten påpekade att det är viktigt att fortsätta fundera på varför inflationen är så

mycket lägre i Sverige än i andra länder. Att de internationella priserna har utvecklats svagt räcker inte som förklaring, då dessa även påverkar andra länder. En förklaring är antagligen produktivitetstillväxten, men det är samtidigt ganska oklart varför den har överraskat som den gjort. En annan fråga är hur mycket av den låga inflationen som kan hänföras till en nivåanpassning av priserna i Sverige till de rådande i Europa.

Det är svårt att avgöra den relativa betydelsen av dessa olika faktorer och även att värdera hur de kan tänkas utvecklas när väl resursutnyttjandet ökar. Det är värt att understryka att det för två tre år sedan inte var någon som förutsåg dagens låga inflation. Kan det vara så att vi idag underskattar kraften i uppgången av inflationen om flera faktorer på en gång börjar verka i motsatt riktning? Detta är en av nyckelfrågorna för framtiden. Mot bakgrund av att räntan är mycket låg finns det inte anledning att vänta alltför länge med att inleda en normalisering av ränteläget när väl arbetsmarknaden vänt. För detta talar också husprisutvecklingen och hushållens skuldsituation.

En ledamot påpekade att den låga inflationen i Sverige i förhållande till andra länder av allt att döma beror på flera faktorer som verkar samtidigt; den ökade konkurrensen som bidragit till en press på bl.a. livsmedelspriserna, produktivitetstillväxten, dämpade internationella priser, den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden samt effektivitetshöjningar som en följd av informationsteknologin. Därtill kan det vara så att den svenska arbetsmarknaden fungerar bättre än den i euroområdet.

En ledamot höll med om detta, men hävdade att problemet är att osäkerheten är stor vad gäller hur länge dessa faktorer verkar dämpande på inflationen och vad effekterna blir när utvecklingen i ekonomin väl vänder. Det är därför viktigt att vara vaksam på hur de faktorer som dämpar inflationen utvecklas framöver.

En annan ledamot noterade att det idag inte är många människor som får tillsvidareanställning och att många är osäkra om utvecklingen på arbetsmarknaden. Vad gäller det scenario som en ledamot tidigare målat upp för den svenska inflationen ansåg ledamoten att en förstärkning av kronan i linje med prognosen kan bli en motverkande faktor som bidrar till att inflationen är låg ytterligare ett tag.

En ledamot påminde om inflationsrapportens överlag positiva huvudscenario, åtminstone jämfört med i våras, och påpekade att osäkerheten är mindre idag. I Japan är utvecklingen mer positiv än på många år, och det ser bra ut även i andra länder i Asien. Även om det går trögt i euroområdet finns också där visst ljus att skönja bl.a. för den tyska ekonomin. I Sverige har vi också sett bättre siffror och det finns tecken på att arbetsmarknaden kommer igång. Samtidigt ökar de svenska företagen sin upplåning och sina investeringar. Det förefaller som om svensk ekonomi är inne i ett förhållandevis normalt skede i konjunkturcykeln, där det så småningom kommer att behövas en åtstramning. Ledamoten delade således tidigare ledamöters syn på att ett läge närmar sig där en höjning av reporäntan sannolikt kommer att behövas. I rådande konjunkturuppgång är det dessutom fullt rimligt att förvänta sig fortsatt stigande bostadspriser och skuldsättning, vilket också kan tala för en höjning. Konjunkturuppgången har bidragit till att priserna stiger på många håll i landet, inte bara i storstäderna. En räntehöjning i ett läge när sysselsättning och inkomster ökar behöver emellertid inte leda till något snabbt efterfrågebortfall, vilket vi sett i Storbritannien och Australien. Räntehöjningarna i dessa länder pågick under en ganska lång period utan att den privata konsumtionen eller huspriserna föll drastiskt. Faran uppstår



snarare när konjunkturen vänder och inkomstutvecklingen planar ut. Då finns det alltid risk för en negativ spiral med fallande efterfrågan och huspriser. Det kan inte uteslutas att Storbritannien nu är på väg in i en sådan period. Ledamoten bedömde dock inte faran för svensk del som överhängande utan ansåg överlag att utvecklingen idag såg tämligen ljus ut.

Ledamoten såg ett fortsatt högt oljepris som en riskfaktor om det slår igenom på den privata konsumtionen i USA samtidigt som centralbanken måste höja räntan mer än tänkt. Det kan minska konsumtionen ytterligare samtidigt som sparandet ökar. En sådan utveckling kan gå förhållandevis lugnt till med den effekten att obalanserna minskar i världsekonomin. Men det finns också en risk för en abrupt utveckling och då kan de negativa effekterna bli stora. Det är dock inget som ligger i vårt huvudscenario, sade ledamoten, och det sannolika är en lugn utveckling.

En ledamot uttryckte också viss oro över det fortsatt höga oljepriset och dess effekter på tillväxten och inflationen, om oljeprisuppgången skulle sprida sig och leda till ökade lönekrav och prisökningar på andra områden. Men å andra sidan höll ledamoten med flera andra ledamöter om att det finns positiva tecken när det gäller tillväxten i världen, t.ex. i Japan och i stora delar av övriga Asien. Detta skulle tala för en mer hållbar konjunkturutveckling än på länge. Oljepriset är högt framförallt till följd av den höga efterfrågan i världen även om utbudstörningar bidragit, inte minst i USA, under hösten. Om tillväxten i världsekonomin mattas och därmed efterfrågan på olja minskar korrigeras oljepriset sannolikt snabbt nedåt.

En annan ledamot hävdade att om vi skulle få ett så dystert scenario som ibland framskymtat i diskussionen, med en snabb konjunkturavmattning till följd av stigande oljepriser och ett fall i den privata konsumtionen i USA, kommer kronan troligen att försvagas snarare än stärkas. Det bör främja den svenska exporten och på så vis motverka de negativa efterfrågeeffekterna för svensk del.

En ledamot avslutade diskussionen genom att konstatera att ingen av ledamöterna funnit skäl för en ränteförändring för närvarande. Varken prognosen enligt konstant reporänta eller implicita terminsräntor talar heller för detta just nu. Inflationen är låg idag och stiger endast gradvis under prognosperioden. Om utvecklingen fortsätter i enlighet med inflationsprognosen kommer reporäntan att behöva höjas framöver. Den räntebana som ges av de implicita terminsräntorna leder till en inflation i linje med målet. Det finns dock många räntebanor som leder till ungefär samma inflationsutfall under den kommande tvåårsperioden.

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

Ordföranden konstaterade 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 lämna reporäntan oförändrad på 1,5 procent.

Direktionen beslutade

---

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

- att reporäntan hålls oförändrad på 1,5 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 26 oktober 2005,
- att utlåningsräntan hålls oförändrad på 2,25 procent och att inlåningsräntan hålls oförändrad på 0,75 procent med tillämpning från onsdagen den 26 oktober 2005,
- att torsdagen den 20 oktober 2005 kl. 8.00 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 63 2005, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras måndagen den 31 oktober kl. 9.30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Lars Heikensten,

Eva Srejber,

Villy Bergström,

Lars Nyberg,

Kristina Persson,

Irma Rosenberg