



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

SÄRSKILT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 8

DATUM: 2004-04-28

MÖTESTID: 13:00

■ NÄRVARANDE: Lars Heikensten, ordförande
Eva Srejber
Villy Bergström
Lars Nyberg
Kristina Persson
Irma Rosenberg

Kerstin Alm
Jörgen Eklund
Kerstin Hallsten
Björn Hasselgren
Jyry Hokkanen
Per Håkansson
Leif Jacobsson
Alexander Nilson
Ulrika Wienecke
Staffan Viotti
Anders Vredin
Helena Öström (§ 1)

§ 1. Den aktuella inflationsbedömningen

Det antecknades att Alexander Nilson och Ulrika Wienecke 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. första kvartalet 2006.

1. Nyinkommen information om den ekonomiska utvecklingen



Sedan inflationsrapporten publicerades den 1 april har långräntorna stigit, både i Sverige och utomlands. Samtidigt har dollarn förstärkts och börsuppgången fortsatt. Bakgrunden är signaler om en allt starkare och tydligare konjunkturuppgång. Till bilden hör också förväntningar om en mindre expansiv penningpolitik, framförallt i USA. I Sverige tror samtliga penningmarknadsaktörer, enligt en enkätundersökning, att reporäntan lämnas oförändrad vid dagens möte.

När det gäller den internationella utvecklingen har ingen information inkommit som tydligt avviker från prognoserna i inflationsrapporten.

Den viktigaste förändringen avseende den svenska konjunkturbilden är sänkningen av reporäntan med 0,5 procentenheter. Därtill har en något starkare internationell efterfrågan lett till att exporttillväxten ökat mer än väntat. Vårpropositionens förslag om ökade statsbidrag och sysselsättningsstöd till kommunerna innebär en viss ökning av konsumtion och investeringar i den offentliga sektorn. Vårpropositionen innehåller också förslag om så kallade ROT-avdrag för ombyggnad och reparation av hus och lägenheter som påverkar hushållens konsumtion.

Statistiken över arbetsmarknaden för första kvartalet visar att sysselsättningen i Sverige har utvecklats något svagare än förväntat och att efterfrågan på arbetskraft är relativt låg i näringslivet. Under de senaste veckorna har ett flertal löneavtal tecknats, som i stort sett följer det tidigare industriavtalet. Enligt den senaste inflationssiffran uppgick KPI-inflationen till -0,1 procent och UND1X-inflationen till 0,4 procent i mars månad jämfört med ett år tidigare. Utfallet var något högre än förväntat.

2. Konjunktur- och inflationsutsikterna

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

En ledamot inledde med att konstatera att utvecklingen i omvärlden i stora drag följt den som prognostiserades i inflationsrapporten. Utanför OECD-området har inkommande data generellt sett överträffat förväntningarna. De långa räntorna har stigit och dollarn har förstärkts, framförallt sedan den starka sysselsättningstillväxten i USA under mars månad noterades. Eftersom arbetsmarknaden hittills varit den felande länken i konjunkturuppgången har vändningen där fått genomslag i förväntningsbilden.

En annan ledamot betonade att den förändrade synen på arbetsmarknaden i USA tycks vara baserad på utfallet för en enda månad och att utvecklingen dessförinnan var svag.

Ledamoten ställde sig därutöver tveksam till de förklaringar bakom dollarförstärkningen som just anförts. Ledamoten menade att högre tillväxt i USA jämfört med omvärlden leder till ökat importöverskott, vilket i sin tur medför en ytterligare försämring av bytesbalansen. Eftersom detta i sig torde leda till en dollarförsvagning bör andra orsakssamband sökas.

En ledamot påpekade att marknadens aktörer verkar ha bytt fokus under de senaste månaderna. Det tycks nu vara förväntade räntedifferenser, snarare än tillväxtskillnader, som utgör tyngdpunkten i växelkursanalysen, i varje fall när det gäller dollar/euro. En annan ledamot påminde om ännu en viktig skillnad mellan USA och euroområdet, nämligen produktivitetsutvecklingen.



En ledamot höll med en tidigare ledamot om att det framförallt är den starka sysselsättningssiffran i USA som ligger bakom förändringen i prissättningen på finansmarknaderna. Federal Reserve har ju länge anförts den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden som ett av de viktigaste skälen till att hålla styrräntorna låga. Förväntningar om en mindre expansiv ekonomisk politik i USA framöver har följaktligen stärkts sedan sysselsättningsstatistiken publicerades. De nya amerikanska siffrorna har också påverkat synen på penningpolitiken i euroområdet, och sannolikheten för en ytterligare sänkning där har minskat. Nyinkommen information för euroområdet är mer tvetydig: positiv statistik som stöder den prognostiserade återhämtningen blandas med mer negativa signaler.

En ledamot instämde i att Federal Reserves agerande har varit betydelsefullt för de finansiella marknaderna. Det faktum att Fed nu tror på en stabil konjunkturuppgång gör att denna syn fått starkare fäste även bland marknadsaktörerna. Förstärkningen av dollarn bör ses i detta sammanhang. Ledamoten pekade också på att de finansiella marknaderna för närvarande uppenbarligen prissätter risk lägre än normalt, vilket kommer till synes bl.a. i ränteskillnaden mellan å ena sidan statsobligationer och å andra sidan s.k. skräpobligationer och obligationer utgivna av tillväxtländer. Rimligen är detta en effekt av de låga räntorna och den höga likviditeten i världsekonomin, som båda uppmuntrar till en jakt efter högre avkastning. Det finns en risk för oro på de finansiella marknaderna, inklusive aktiemarknaden, om återgången till normala riskpreferenser skulle bli alltför snabb. Ledamoten trodde emellertid inte att en sådan utveckling skulle vara tillräcklig för att bryta den nu starka uppgången i världsekonomin.

En annan ledamot framhöll att nyinkommen statistik till övervägande del har överraskat positivt, med undantag för de tre största euroländerna. Den starkare internationella konjunkturen torde dock spridas även till dessa länder inom en snar framtid. Som väntat har den ökade tillväxten resulterat i ett successivt stigande pristryck som nu kan observeras allt längre fram i produktionskedjan, även om det ännu inte finns någon anledning till större oro.

En ledamot framhöll att det bara vore bra om den inhemska efterfrågan tar fart i Europa innan en avmattning sker i USA och Asien. På så vis blir konjunkturutvecklingen i omvärlden mindre synkroniserad och uppgången därmed kanske längre. Vidare konstaterade ledamoten att inflationen är på väg upp från en låg nivå, framförallt i USA och Kina.

En annan ledamot uttryckte oro för att den svaga utvecklingen i euroområdet inte får tillräcklig stimulans från den ekonomiska politiken. En ytterligare appreciering av euron, som sannolikt är ofrånkomlig i samband med korrigeringen av USA:s stora bytesbalansunderskott, skulle kunna bryta den bräckliga återhämtningen.

En ledamot konstaterade, mot bakgrund av föregående ledamots resonemang, att räntorna, speciellt de långa, redan är historiskt låga i euroområdet. Särskilt gäller detta i de delar av euroområdet som först under det senaste decenniet, tack vare EMU-processen, drivits en stabilitetsorienterad politik, t.ex. Italien. Därefter undrade ledamoten hur vi bör se på den senaste tidens uppgång i energipriserna. Utvecklingen kan betraktas ur två perspektiv: å ena sidan leder den till högre inflation och å andra sidan reduceras hushållens köpkraft, särskilt i Europa, vilket kan ha en motsatt återhållande effekt på konjunkturen och inflationen.



Ledamoten hade inget givet svar på vilken av dessa båda mekanismer som väger tyngst, men menade att det är en viktig fråga att beakta framöver.

Ledamoten konstaterade därefter sammanfattningsvis att den internationella utvecklingen i huvudsak följt de banor som prognostiserades i inflationsrapporten. Övriga direktionsledamöter ställde sig bakom denna bedömning.

2.2 Direktionsledamöternas diskussion kring den svenska konjunkturbilden

En ledamot inledde med att konstatera att inkommande information rörande konjunkturen i Sverige också i stora drag följt den prognostiserade utvecklingen. Den viktigaste förändringen är antagligen sänkningen av reporäntan. Även den samlade effekten av de åtgärder som presenterades i vårbudgeten talar för en något starkare tillväxt. På arbetsmarknaden väntas utvecklingen trots detta bli något svagare än tidigare beräknat, i varje fall under innevarande år. När det gäller löneutvecklingen har ytterligare avtal slutits som i stort sett följer det tidigare industriavtalet.

En ledamot pekade på frågetecken när det gäller den inhemska efterfrågans utveckling, särskilt beträffande investeringar och lager. Samtidigt som varslen ligger kvar på en hög nivå och arbetsmarknaden är fortsatt svag har exporten dock blivit starkare än väntat, varför det sammantaget finns anledning att tro att inflationsrapportens prognos är rimlig.

En annan ledamot framhöll att det inte är speciellt mycket som överraskat i den senaste tidens utveckling utöver en stark exporttillväxt, vilken kan ha samband med en stärkt internationell investeringskonjunktur. Denna utveckling förefaller emellertid leda till att vi går från stora bytesbalansöverskott på fyra å fem procent av BNP till än större överskott på sex å sju procent. Det är förvånande att detta inte förefaller påverka växelkursens utveckling. Förr eller senare borde ett apprecieringstryck på kronan uppstå, ansåg ledamoten.

En ledamot pekade på det positiva i att de svenska exportörerna förefaller ha kunnat ställa om sin export till delvis nya exportländer. Vad gäller bytesbalansöverskottet konstaterade ledamoten att det kan vara så att Sverige behöver amortera ned utlandsskulden ytterligare som en anpassning inför de påfrestningar som den demografiska utvecklingen kommer att innebära.

En ledamot sa sig vara intresserad av en analys av bytesbalansutvecklingen kopplad till kapitalflöden. Från normativa utgångspunkter är det antagligen lämpligt att Sverige för närvarande har betydande bytesbalansöverskott med hänsyn exempelvis till demografiska faktorer på det sätt föregående ledamot sagt. Frågan är dock om det är detta som är den verkliga drivkraften. En mer oroande tolkningsmöjlighet är att överskotten och kapitalexporten hänger samman med brister i företagsklimat, skatter etc. som resulterat både i kapitalflykt och i utflyttning av finansavdelningar eller hela företag.

En annan ledamot delade denna oro, men menade att en möjlig tolkning av bytesbalansöverskottet och kapitalutflödet också kan vara att svenska aktörer har en mindre grad av preferens för inhemska placeringar än i många andra länder och att våra möjligheter att placera kapital i andra länder via pensionssystemet och via fondsparande har bidragit till detta.

En ledamot menade att vi i Sverige hade en extrem "home bias" under en lång regleringsperiod, vilket därefter givit upphov till en utdragen anpassning med kapitalutflöden. Vidare påpekade ledamoten att bytesbalansen inte tycks ha haft en stark koppling till växelkursutvecklingen, varken i Sverige eller i USA. I stället har växelkursrörelserna i första hand samvarierat med kapitalrörelser.

En ledamot konkluderade sammanfattningsvis att den nya information som inkommit tyder på att den svenska konjunkturen fortsätter att stärkas ungefär som förväntades i den senaste inflationsrapporten. Vissa justeringar är motiverade med hänsyn till reporäntesänkningen, regeringens vårproposition och den fortsatt starka exportutvecklingen. Sammantaget talar detta för en något högre tillväxt jämfört med inflationsrapporten. Arbetsmarknaden väntas trots detta utvecklas något svagare i år än tidigare beräknat. Övriga direktionsledamöter instämde i denna övergripande bedömning av den svenska konjunkturen.

2.3 Direktionsledamöternas diskussion kring inflationsutsikterna

En ledamot konstaterade att utfallet för inflationen i mars blev något högre än förväntat. Samtidigt har reporäntan sänkts, varför det är rimligt att räkna med lite högre inflationstakt än i den senaste inflationsrapporten.

En ledamot pekade på en risk för att oljepriset kan komma att följa en högre prisbana, vilket kan leda till ökad inflation. På utbudssidan kan störningar i den irakiska produktionen uppstå. Samtidigt väntas emellertid Ryssland öka sin produktion, och OPEC-länderna förefaller fortsätta producera över sina kvoter. Den viktigaste frågan är därmed hur starkt efterfrågan kommer att utvecklas. En uppjustering av prognosen för oljepriset i dollar förefaller rimlig, men kronans utveckling avgör i vilken utsträckning en sådan förändring kan komma att påverka priset i kronor. En annan ledamot påpekade dock att det ännu är för tidigt att dra några slutsatser om tänkbara konsekvenser av en fortsatt prisuppgång på energi.

En ledamot sammanfattade diskussionen. Som en följd av direktionens bedömning att den svenska tillväxten antagligen blir något starkare än beräknat i inflationsrapporten kan också inflationen väntas bli något högre. Det innebär att inflationen, även om den nu är låg, väntas ligga ungefär i linje med målet på två års sikt. Övriga ledamöter instämde i denna bedömning.

§ 2. Penningpolitisk diskussion

1. Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget¹

Vice riksbankschef Irma Rosenberg redogjorde för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget. Gruppen hade konstaterat att förutsättningarna för penningpolitiken

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.

inte hade förändrats i nämnvärd utsträckning sedan föregående möte utöver sänkningen av reporäntan. Enligt gruppens bedömning förväntas inflationstakten vara i linje med målet mot slutet av prognosperioden. Beredningsgruppen förordade därför att reporäntan lämnas oförändrad.

2. Direktionsledamöternas diskussion

En ledamot konstaterade att denne förordat en mindre sänkning förra gången i syfte att vänta och se, eftersom inget dramatiskt inträffat som då motiverade ett så stort steg. Inte heller inför denna gång har stora förändringar skett, varför det vore logiskt att nu anse att räntan borde höjas något. Ledamoten menade dock att skillnaden i synen på lämplig räntenivå inte är så stora och kunde därför stödja oförändrad ränta, även om risk finns för snabbare fastighetsprisstegringar och en fortsatt skulduppbyggnad. Detta kan i förlängningen leda till problem för den ekonomiska utvecklingen.

En annan ledamot instämde att även om reporäntan förmodligen kommit ned på en väl låg nivå med hänsyn till utvecklingen i ekonomin motiverar skillnaden inte en höjning nu. En tredje ledamot undrade hur denna uppfattning kunde förenas med prognosen i inflationsrapporten som visade på en inflationstakt klart under målet. Den förra ledamoten svarade att den uppåtgående konjunkturen talar för att inflationsprognosen kommer att hamna över målet bortom Riksbankens prognoshorisont. Mot bakgrund av historiska erfarenheter före faller det inte troligt att ökad produktivitet och konkurrens helt skulle kunna motverka ett stigande pristryck. En ytterligare aspekt är att förtroendet för centralbanker i allmänhet är större idag än i motsvarande situationer tidigare vilket kan resultera i en tidsfördröjning innan det uppbyggda inflationstrycket visar sig i konsumentpriserna. Under tiden fortsätter hushållen att öka sin skuldsättning och sina balansräkningar i rask takt. Det ökar konsumtionen idag men framöver, när hushållen kan vilja justera ned sin skuldsättning, kan det leda till lägre efterfrågan under den tid anpassningen pågår. Ännu ett skäl till försiktighet är att om den potentiella produktionstakten i Sverige skulle ha höjts innebär det också att jämviktsrealräntan har stigit. Ledamoten ansåg emellertid att det finns utrymme att vänta och se och menade att reporäntan bör lämnas oförändrad.

En ledamot påminde om att riskerna för bankerna kopplade till den ökade kreditgivningen inte bör överdrivas. Ledamoten refererade till vidare studier inom Riksbanken som analyserat hur ändrade förutsättningar framgent skulle kunna påverka hushållen som grupp. Dessa studier indikerar inte generella svårigheter för hushållen att hantera rimliga förändringar av räntenivån och arbetslösheten.

§ 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 konjunkturrelaterade inflationstrycket.

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



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 5 maj 2004,
- att utlåningsräntan hålls oförändrad på 2,75 procent och att inlåningsräntan hålls oförändrad på 1,25 procent med tillämpning från onsdagen den 5 maj,
- att torsdagen den 29 april 2004 kl. 09.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 24 2004, protokollsbilaga, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 12 maj 2004.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson

Irma Rosenberg