



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 16

DATUM: 2004-08-19

MÖTESTID: 13:00

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

Kerstin Alm
Claes Berg
Jörgen Eklund
Mats Galvenius
Kurt Gustavsson (§ 1)
Kerstin Hallsten
Leif Jacobsson
Josef Svensson (§ 1)
Åsa Sydén
Arvid Wallgren
Ulrika Wienecke
Staffan Viotti
Anders Vredin
Helena Öström (§ 1)

§ 1. Den aktuella inflationsbedömningen

Det antecknades att Arvid Wallgren 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. andra kvartalet 2006.



1. Nyinkommen information om den ekonomiska utvecklingen

Utvecklingen på de finansiella marknaderna i Sverige och omvärlden har under de senaste veckorna bl.a. påverkats av förväntningar om det höga oljeprisets effekter på realekonomin. Oljeprisuppgången har bidragit till att både de långa räntorna och börskurserna har fallit sedan inflationsrapporten presenterades i maj. De finansiella marknaderna har även påverkats av statistik från USA, som bl.a. visat en svagare sysselsättningsutveckling än marknadsbedömarna väntat. Det har bidragit till att den amerikanska 10-åriga räntan fallit med ca 0,50 procentenheter under sommaren. Parallellt har dock den internationella inflationen stigit snabbare än vad marknaden väntat sig, inte minst i USA.

De svenska långräntorna har också fallit under sommaren. Skillnaden mellan räntan på den svenska och den tyska 10-åriga statsobligationen har minskat något och är för närvarande omkring 0,30 procentenheter. Den svenska kronan har utvecklats ungefär som förväntades i den senaste inflationsrapporten. Den svaga utvecklingen på Stockholmsbörsen under sommaren är enligt marknadsanalytiker en följd av den ökade osäkerheten på aktiemarknaden, bl.a. vad gäller oljeprisets effekter och styrkan i den amerikanska konjunkturen.

Vad gäller penningpolitiken har den amerikanska centralbanken höjt sin styrränta två gånger med sammanlagt 0,50 procentenheter till 1,50 procent sedan inflationsrapporten i maj. De finansiella marknaderna väntar sig en fortsatt åtstramning på totalt sett 0,75 procentenheter t.o.m. första kvartalet 2005. För euroområdet visar finansmarknadernas prissättning en förväntan om en höjning av ECB:s styrränta med knappt 0,50 procentenheter fram till nästa sommar. För svensk del väntar sig analytiker på finansmarknaden ingen förändring av reporäntan vid dagens penningpolitiska möte. Förväntningarna har justerats ned något under sommaren, vilket avspeglas såväl i prissättningen som i att färre marknadskommentatorer än tidigare tror på en höjning under fjärde kvartalet i år. Knappt hälften av de tillfrågade tror nu på en höjning före årsskiftet, medan övriga tror på en höjning av reporäntan under första kvartalet nästa år.

Den realekonomiska utvecklingen har varit starkare än vad som förutsattes i inflationsrapporten i maj i många länder, bl.a. i Öst- och Centraleuropa, Latinamerika och Asien men också i Norden, Storbritannien och euroområdet. Som en följd av detta har de genomsnittliga BNP-prognoserna för 2004 höjts för många länder under sommaren. USA är ett undantag eftersom tillväxten där under andra kvartalet kom in något svagare än väntat.

Den svenska tillväxten under andra kvartalet överträffade prognosen i den senaste inflationsrapporten. Det var främst nettoexporten som var ovanligt stark. Samtidigt var produktivitetsutvecklingen något bättre än väntat. Konjunkturinstitutets barometerdata visar att kapacitetsutnyttjandet i industrin har fortsatt att stiga medan bristtalen för arbetskraft är fortsatt låga. Sett till hela arbetsmarknaden har antalet varsel minskat något under den senaste månaden, men det har också antalet lediga platser. Inom konsultbranscherna har nyanställningarna tilltagit, och bristtalen har ökat i IT-branschen. Bristen på arbetskraft är dock fortfarande liten i jämförelse med slutet av 1990-talet. Företagen i Konjunkturinstitutets enkät uppger brist främst på maskin- och anläggningskapacitet. Överlag har utvecklingen av antalet sysselsatta varit i linje med bedömningen i den senaste inflationsrapporten, och det gäller även arbetslösheten. Antalet arbetade timmar har dock varit fler än förväntat genom att medelarbetstiden varit hög.



Den svenska prisutvecklingen har i stort sett varit i linje med prognosen i inflationsrapporten. Avvikelse från prognosbanan förklaras nästan helt av oväntat kraftiga svängningar i bensinpriset under sommaren.

2. Konjunktur- och inflationsutsikterna

2.1 Direktionsledamöternas diskussion kring den internationella konjunkturbilden

En ledamot inledde diskussionen med att hänvisa till inflationsrapporten i maj, där prognosen var att den internationella konjunkturen skulle fortsätta att förstärkas i år och under de kommande två åren. Vid det penningpolitiska mötet i slutet av juni var direktionens bedömning att det kunde finnas anledning att vara något mer optimistisk om den ekonomiska tillväxten i år. Den ekonomiska statistik som kommit in under sommaren bekräftar, enligt ledamoten, i stort denna bild och talar för att uppgången i omvärlden blir något starkare än vad som antogs i den senaste inflationsrapporten. Den nya informationen om euroländerna, bl.a. nationalräkenskapsdata för andra kvartalet, stödjer bilden av en fortsatt återhämtning i linje med bedömningen i inflationsrapporten. För USA har det visserligen kommit en del mindre positiva signaler på senare tid som talar för att tillväxtprognosen kan behöva justeras ned en aning, men det uppvägs av att tillväxtutsikterna i andra delar av världen, bl.a. Asien och Öst- och Centraleuropa, har förbättrats något.

Ledamoten ansåg vidare att det, mot bakgrund av att den globala tillväxten väntas bli något starkare, också är rimligt att räkna med att svenska exportmarknader växer i något snabbare takt under prognosperioden än vad bedömningarna tidigare utgått ifrån.

Samma ledamot noterade att bedömningen i den senaste inflationsrapporten var att den internationella inflationen skulle öka under året till följd av ett stigande globalt resursutnyttjande. De kraftigt stigande råvarupriserna talade också för det. Sedan i början av juni tycks den internationella prisuppgången ha blivit något starkare än väntat. Det sammanhänger till viss del med det oväntat höga oljepriset. En viss uppjustering av prognosen för det internationella pristrycket och oljepriset är därför motiverad. Fortfarande finns det dock, enligt ledamoten, skäl att anta att oljepriset faller tillbaka under de kommande åren, vilket också är vad prissättningen på terminsmarknaderna tyder på.

En annan ledamot instämde i stora drag i den bild som den föregående ledamoten presenterade och konstaterade vad gäller oljepriset att terminspriserna är högre än prognosen i inflationsrapporten och att många bedömare tror på en högre oljeprisbana framöver.

Vidare påpekade samma ledamot att tillväxten i USA har mattats något samtidigt som den inhemska efterfrågan ännu inte är tillräckligt stark i euroområdet, där konjunkturuppgången fortfarande är beroende av exporten. Undantaget är främst Frankrike, där den inhemska efterfrågan har utvecklats positivt under senare tid. Även i Japan tycks uppgången ha bromsat in något, och tillväxten är inte lika stark som i våras. Trots tecknen på en viss avmattning i USA fortsätter bytesbalansunderskottet att öka, vilket ledamoten ansåg vara oroväckande. Detta kan leda till en press nedåt på dollarn och förorsaka problem för de länder som exporterar till USA.

Ytterligare en ledamot höll i stora drag med om beskrivningen av den internationella konjunkturen och underströk att antagandena om oljepriset i den senaste inflationsrapporten är alltför optimistiska. Ledamoten noterade bl.a. att oljepriset låg över Riksbankens prognos redan i början av sommaren. Det som skiljer denna oljeprisuppgång från tidigare är, enligt ledamoten, att den i huvudsak är efterfrågerelaterad: ny statistik indikerar att efterfrågan är den högsta på 20-30 år, och International Energy Agency (IEA) har nyligen reviderat upp efterfrågan ytterligare för i år. Samtidigt är produktionskapaciteten ansträngd, vilket också bidragit till att driva upp priset. Detta medför att marknaden reagerar ovanligt kraftigt på nyheter om störningar i produktionen till följd av sabotage eller politisk oro. Ledamoten påpekade att den förväntat starkare tillväxten i omvärlden inte är förenlig med inflationsrapportens oljeprisbana och framhöll att oljeprisprognoserna framöver eventuellt borde baseras på marknadens terminspriser.

En ledamot instämde i huvudsak i den första ledamotens inledande presentation. Ledamoten betonade att tillväxtdämpningen i USA har varit den avgörande faktorn bakom den negativa utvecklingen på de finansiella marknaderna. Den amerikanska konjunkturens betydelse för finansmarknaderna hänger troligen samman med att det fortfarande är främst i USA som den inhemska efterfrågan uppvisar någon dragkraft. Ledamoten efterlyste en diskussion om risken för att den amerikanska uppgången bryts – eftersom det idag är den centrala frågan för världskonjunkturens fortsatta utveckling - och kommenterade själv några av de framträdande argumenten i den pågående debatten. Ledamoten tyckte inte att oljepriset borde utgöra något avgörande hot, även om det naturligtvis kunde tänkas bromsa tillväxten något. Eftersom prisökningen på olja till stor del förefaller vara efterfrågedriven borde en markant tillbakagång i konjunkturen leda till att även oljepriset faller tillbaka. Den lånebaserade uppgången i den inhemska efterfrågan i USA medför dock en tänkbar risk för återhämtningen, väl belyst av exempelvis ledande marknadsbedömare. Beträffande den ekonomiska politiken såg ledamoten en tydlig risk för att kostnaderna för kriget i Irak underskattas inför presidentvalet. Efterfrågan kan alltså väntas få mer stöd av finanspolitiken under det närmaste året än vad de flesta idag räknar med. På längre sikt är dock en stramare politik att vänta. Sammanfattningsvis förutsåg ledamoten en fortsatt relativt stark utveckling i USA, som dock kan komma att dämpas något till följd av det högre oljepriset.

Ledamoten bedömde vidare att oljepriset under det senaste året i hög grad påverkats av oro för produktionsstörningar och spekulativa inslag i prisbilden, även om det i botten låg en stark efterfrågeutveckling. Det är svårt att se varför oljepriset skulle ha gått upp så mycket som det gjort i sommar om det bara var ändrade bedömningar av efterfrågan som låg bakom utvecklingen. Det är ändå rimligt att Riksbanken gör en viss upprevidering av sin prognos för oljepriset framöver; i detta läge kan kanske terminspriserna tas som utgångspunkt för prognoserna.

Samma ledamot konstaterade att oljeprisuppgången förvisso bidrar till en viss dämpning av konjunkturen, men att det finns andra faktorer som motverkar detta och som motiverar att tillväxtutsikterna i omvärlden ändå revideras upp något. Det höga oljepriset tycks ännu inte ha spridit sig vidare i ekonomin, och terminspriserna indikerar att det kommer att falla tillbaka under prognosperioden. Effekterna på inflationen bör därmed, som det ser ut nu, kunna bli begränsade.

En annan ledamot höll också i stora drag med om den inledande bedömningen av den internationella konjunkturen, men framhöll att osäkerheten har ökat något sedan det



föregående penningpolitiska mötet i juni. Ledamoten konstaterade att de utbudsrestriktioner i form av exempelvis det säkerhetspolitiska läget i Irak och turerna kring det ryska bolaget Yukos som bidragit till oljeprisuppgången knappast kommer att försvinna inom den närmaste tiden. Det som, enligt ledamoten, skulle kunna medföra ett lägre oljepris framöver är en tydlig dämpning av den internationella konjunkturen som det finns en viss risk för, särskilt i USA.

Beträffande riskbilden ansåg samma ledamot att ett stort beroende av exporten och därmed av den amerikanska konjunkturen kan leda till en svagare tillväxt i Europa både 2005 och 2006. De risker som är förknippade med utvecklingen i USA är, i sin tur, det höga oljepriset, en åtstramning av den ekonomiska politiken, en fortsatt svag arbetsmarknad och högre långräntor, vilka skulle kunna medföra abrupta och kraftiga växelkursrörelser.

Ytterligare en ledamot såg uppgången i oljepriset som "boven i dramat", eftersom nästan ingen riktigt räknat med denna utveckling. För det första har efterfrågan på olja varit större än väntat, varav ca 30 procent av ökningen kan tillskrivas Kina. Det finns heller inget som tyder på en nära förestående avmattning i den kinesiska investeringsboomen, menade ledamoten. Därtill har osäkerheten om utbudet av olja ökat, och det syns ännu inga tecken på ökad stabilitet i de olika krishårdama världen över. Vidare kan man inte räkna med att nya oljekällor tillkommer under de närmaste åren. Antagandena i inflationsrapporten om oljeprisets utveckling bör därför revideras. Ledamoten var emellertid tveksam till om terminspriserna är bättre som prognosinstrument än de nuvarande oljeprisprognoserna.

Beträffande dämpningen av tillväxten i USA påpekade samma ledamot att Federal Reserve uppenbarligen anser att denna är oljerelaterad. Samtidigt avspeglar den senaste tidens flackning av avkastningskurvan på räntemarknaden både att tillväxten blivit lägre än väntat och en fortsatt osäkerhet om framtiden. Ledamoten ansåg emellertid inte att dessa faktorer är tillräckliga för att bryta uppgången och framhöll att huvudscenariot alltså är en fortsatt konjunkturuppgång, även om den dämpas något av det höga oljepriset.

En ledamot sammanfattade diskussionen kring den internationella konjunkturbilden. Sedan inflationsrapporten i maj och det penningpolitiska mötet i juni har ny information inkommit som talar för att såväl den globala tillväxten som svensk exportmarknadstillväxt revideras upp något. Det finns en viss tendens till avmattning i USA, men denna uppvägs av starkare tillväxtutsikter i bl.a. Norden, Asien och Öst- och Centraleuropa. Samtidigt har konjunkturen i euroområdet utvecklats ungefär som förväntat. Direktionen bedömer att de internationella priserna blir aningen högre jämfört med inflationsrapporten, vilket delvis kan tillskrivas oljan men även underliggande förklaringsfaktorer.

Samma ledamot konstaterade att direktionen i sin bedömning beaktat den uppgång i oljepriset som har ägt rum under den senaste månaden och nu räknar med att oljepriset inte kommer att falla tillbaka till lika låga nivåer som tidigare antagits under prognosperioden. Det högre oljepriset medför att efterfrågan väntas utvecklas något långsammare än vad som annars skulle ha varit fallet, men BNP-tillväxten bedöms ändå av andra skäl bli något starkare jämfört med prognosen i den senaste inflationsrapporten. Vad gäller effekterna på inflationen är bedömningen att oljeprisets utveckling i dagsläget inte motiverar någon större revidering av synen på den allmänna prisutvecklingen under de kommande åren. Avgörande är dock att oljeprisuppgången inte blir varaktig, sprider sig vidare i ekonomin eller leder till

högre inflationsförväntningar, vilket det ännu inte finns några tecken på. Det finns emellertid all anledning att noga följa utvecklingen framöver.

Avslutningsvis påpekade ledamoten att en något högre tillväxt i omvärlden utgjort en uppåtrisk i inflationsrapporten i maj. En sådan risk kvarstår. Nu synes den internationella riskbilden vara mer balanserad, särskilt med hänsyn till de ekonomiska effekterna av det höga oljepriset.

2.2 *Direktionsledamöternas diskussion kring den finansiella marknadsutvecklingen*

En ledamot inledde diskussionen med att notera att de internationella finansiella marknaderna under den senaste tiden har påverkats av den osäkerhet som uppstått om styrkan i konjunkturuppgången i USA och om effekterna av oljeprisuppgången på världskonjunkturen. De långa räntorna har fallit sedan i slutet av maj, liksom de internationella börskurserna. Kronan har också försvagats en aning i TCW-termer.

Samma ledamot konstaterade att de långa marknadsräntorna har blivit något lägre än väntat, men i övrigt har utvecklingen på de finansiella marknaderna i stora drag varit i linje med bedömningen i den senaste inflationsrapporten. Det finns idag inte skäl att ändra synen på de framtida finansiella förhållandena. Långräntorna kan väntas stiga när det globala resursutnyttjandet stiger samtidigt som kronan med hänsyn bl.a. till de fortsatt mycket stora handelsöverskotten bör komma att förstärkas.

En annan ledamot instämde i den bedömningen och poängterade att anpassningen på de finansiella marknaderna fungerar smidigt, trots stora förändringar i priserna.

Ytterligare en ledamot påpekade att riskaversionen uppenbarligen har ökat under sommaren. Detta återspeglas på börserna, som fortfarande förefaller ganska lågt värderad givet den konjunkturfase vi befinner oss i. En ledamot noterade att de höga vinsterna i näringslivet kontrasterar mot den senaste tidens svaga börsutveckling.

En annan ledamot frågade sig om kronan är rätt värderad och om den kommer att stärkas som förväntat. Den svaga inhemska investeringstillväxten är en förklaringsfaktor bakom den starka bytesbalansen. Riksbanken borde fördjupa sin analys av vilka faktorer som styr värderingen av kronan, ansåg ledamoten.

En ledamot sammanfattade diskussionen med att konstatera att ökad osäkerhet på de finansiella marknaderna om utvecklingen i USA, och i förlängningen världsekonomin i stort, har lett till att de långa räntorna blivit något lägre än väntat och också påverkat börskurserna. Ledamoten konstaterade att växelkursutvecklingen i stort sett varit i linje med den bedömning som gjordes i juni. Det finns inte skäl att nu påtagligt ändra synen på de finansiella förhållandena.

2.3 *Direktionsledamöternas diskussion kring den svenska konjunkturbilden*

En ledamot inledde diskussionen med att påminna om direktionens tidigare bedömning i juni, då man konstaterade att BNP-tillväxten i Sverige skulle tillta i år och bli relativt stark under de kommande två åren. Ledamoten menade att den nya information som inkommit, bl.a. nationalräkenskapsdata för andra kvartalet, gör att det finns anledning att tro på en ännu högre tillväxt i svensk ekonomi i år. Främst är det exporten som ökar oväntat mycket. Ett positivt tecken är att den uppgång i investeringarna, som Riksbanken och andra



bedömare länge har väntat på, tycks ha inletts. Samtidigt fortsätter hushållens konsumtion att växa stabilt, och annan ny statistik pekar också på en fortsatt stark konjunktur.

Vidare noterade ledamoten att arbetsmarknaden hittills har utvecklats svagt och att det ännu inte finns några tydliga tecken på en vändning, vilket heller inte var väntat i detta läge. Återhämtningen av konjunkturen talar dock för att en förbättring kommer att ske. Ledamoten såg ingen grund för någon större förändring av synen på arbetsmarknaden. Sysselsättningen har utvecklats i linje med den senaste bedömningen. Prognosen för arbetade timmar ser dock ut att behöva revideras upp något för i år.

Samma ledamot konstaterade att produktivitetstillväxten under första halvåret varit fortsatt hög. Bedömningen i maj var att ökningen i produktiviteten skulle bli lägre framöver allteftersom återhämtningen fortskrider. Enligt ledamoten står sig den bedömningen i grova drag. Resursutnyttjandet har ökat något, men bristen på arbetskraft är fortsatt på en mycket låg nivå. Eftersom det finns relativt gott om lediga resurser i ekonomin såg ledamoten inga problem med flaskhalsar under den närmaste framtiden.

En annan ledamot konstaterade att det stora bytesbalansöverskottet indikerar att den svenska konkurrenskraften är god för närvarande, då exportutvecklingen är mycket stark. Förr eller senare borde detta påverka både kronans värdering och den svenska investeringsvolymen. Den starka bytesbalansen är delvis ett uttryck för att en betydande del av investeringarna hamnar utomlands istället för i Sverige. Ledamoten menade att det är viktigt att denna trend bryts. Avslutningsvis framhöll ledamoten betydelsen av att noga följa utvecklingen av såväl huspriser som utlåningen till hushållen. Ränteläget är ovanligt lågt, och det är viktigt att Riksbanken har en välgrundad uppfattning om hur utvecklingen framöver kan komma att påverka den samlade efterfrågan via effekter från huspriser och förmögenheter.

En annan ledamot påpekade att bankernas utlåning till företag nu ökar, både med avseende på rörelse- och investeringskapital. Detta stödjer Riksbankens prognos att en uppgång i investeringarna är på väg.

En ledamot instämde i den första ledamotens bedömning av konjunkturläget och anslöt sig samtidigt till den andra ledamotens argument om vikten av att analysera hur huspriser och hushållens upplåning kan inverka på efterfrågan och inflationsutvecklingen.

En annan ledamot menade att den starka produktivitetstillväxten och en allt större benägenhet att investera utomlands talar för att återhämtningen på arbetsmarknaden blir långsam. Konjunkturuppgången kommer förvisso att leda till fler nya jobb, men strukturella hinder medför att sysselsättningstillväxten är otillräcklig. Ledamoten identifierade skatte- och socialförsäkringssystemen samt det låga nyföretagandet som hinder för att sysselsättningsutvecklingen ska kunna ta fart på allvar. Den tilltagande internationella konkurrensen ökar betydelsen av att Sverige blir mer attraktivt att investera och arbeta i.

Ytterligare en ledamot konstaterade att den svenska konjunkturen har stärkts något mer än väntat under första halvåret och att Riksbankens redan sedan tidigare förhållandevis optimistiska bedömning därmed kommer att behöva revideras upp för i år. Vidare menade ledamoten att det är viktigt att noga studera sysselsättningsutvecklingen framöver, även sektorsvis för att på så vis se om utvecklingen följer normala mönster och prognosen infrias. Utflyttning av arbetstillfällen utgör i sig inget problem utan är snarare ett normalt inslag i

strukturomvandlingen i en alltmer global ekonomi, enligt ledamoten. Det är istället arbetsmarknadens förmåga att hantera omställningarna som är avgörande. Resursutnyttjandet ser för närvarande ganska bra ut ur inflationssynpunkt, men ledamoten menade att det finns anledning att räkna med att de lediga resurserna tas i bruk i något snabbare takt framöver än vad som prognostiserades i inflationsrapporten.

En annan ledamot höll med om regelverkens betydelse för tillkomsten av nya arbetstillfällen, men framhöll att dessa förhållanden inte är några nya företeelser som uppstått i denna konjunkturcykel. Ökad tillväxt kommer i denna uppgång, precis som i tidigare, att leda till nya jobb.

En annan ledamot ansåg att regelverkens utformning och möjligheten att starta nya företag inte utgör några större problem för arbetsmarknadens funktionssätt. Istället framhöll ledamoten den sammanpressade lönestrukturen som ett viktigt hinder för skapandet av fler jobb i Sverige.

En ledamot sammanfattade diskussionen kring den svenska konjunkturbilden. Det finns anledning att räkna med en högre tillväxt i år och kanske också under de följande åren. De lediga resurserna kommer därmed att tas i bruk i något snabbare takt. Effekterna på kapacitetsutnyttjandet motverkas dock delvis av en starkare produktivitetstillväxt än väntat. I likhet med bedömningen i juni väntas arbetsmarknaden förstärkas gradvis under det kommande året.

2.4 Direktionsledamöternas diskussion kring inflationsutsikterna

En ledamot inledde diskussionen med att konstatera att inflationen fortfarande är låg; i juli uppgick inflationen till 0,7 respektive 1,1 procent enligt KPI och UND1X. Utfallen är i linje med prognosen i den senaste inflationsrapporten. Under det kommande året väntas inflationen vara relativt stabil för att sedan tillta gradvis till följd av ett stigande internationellt och inhemskt resursutnyttjande. Gynnsamma kostnadsförhållanden gör dock att inflationen förutses bli måttlig framöver.

Samma ledamot noterade att den starkare tillväxten talar för att inflationen framöver blir något högre än vad som låg i bedömningen i juni. Oljeprisets utveckling under den senaste månaden motiverar i dagsläget endast en mindre revidering av synen på inflationen under de kommande åren. Avgörande är dock att oljeprisuppgången inte blir mer varaktig, sprider sig vidare i ekonomin eller leder till högre inflationsförväntningar. Fortfarande ser UND1X-inflationen ut att bli i linje med målet på ett par års sikt.

Övriga direktionsledamöter instämde i stora drag i dessa bedömningar.

En ledamot sammanfattade diskussionen med att konstatera att synen på inflationsutvecklingen inte har ändrats i någon större utsträckning sedan det förra penningpolitiska mötet. Inflationen väntas bli marginellt högre under prognosperioden, dels till följd av det högre oljepriset, dels till följd av den starkare tillväxten. Gynnsamma kostnadsförhållanden gör dock att inflationen förutses bli måttlig framöver. Under de kommande åren bedöms inflationen tillta gradvis till följd av ett stigande internationellt och inhemskt resursutnyttjande. UND1X-inflationen väntas vara i linje med målet på två års sikt.



§ 2. Penningpolitisk diskussion

1. Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget¹

Beredningsgruppen menade att den konjunkturstatistik som inkommit under sommaren talar för att tillväxten i omvärlden blir något starkare än vad som förväntades i inflationsrapporten i maj, även om signalerna från USA den senaste tiden varit något mindre positiva. De internationella prisökningarna har också blivit något starkare än beräknat i maj. Oljeprisuppgången beror både på en stark efterfrågan och på störningar på utbudssidan. Även om det finns anledning att räkna med ett högre oljepris jämfört med prognosen i inflationsrapporten är det fortfarande, enligt beredningsgruppens medlemmar, mest sannolikt att oljepriset faller tillbaka igen under de kommande åren. Eftersom penningpolitiken fokuserar på inflationen på ett par års sikt behöver ett högt oljepris idag inte ha någon större penningpolitisk betydelse. Avgörande är dock att oljeprisuppgången inte blir varaktig. Osäkerheten om oljeprisutvecklingen och effekterna av den är fortfarande stor. Det finns därför, enligt beredningsgruppens mening, all anledning att noga följa utvecklingen framöver.

Beredningsgruppen konstaterade att nationalräkenskaperna för första halvåret talar för att tillväxten i den svenska ekonomin i år blir högre än väntat. Samtidigt är inflationen fortfarande låg och har utvecklats väl i linje med prognosen i inflationsrapporten i maj. Den starkare tillväxten talar dock för att inflationen blir något högre framöver. Fortfarande väntas ändå UND1X-inflationen, som för närvarande bäst bedöms spegla det underliggande konjunkturrelaterade inflationstrycket, vara i linje med målet i slutet av prognoshorisonten. Det rådde därför enighet bland gruppens medlemmar om att reporäntan i dagsläget bör lämnas oförändrad.

2. Direktionsledamöternas diskussion

Övriga ledamöter instämde i beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget.

§ 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. Ordföranden konstaterade att endast ett förslag förelåg: att bibehålla reporäntan oförändrad vid 2,0 procent.

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.

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



Direktionen beslutade

- att reporäntan hålls oförändrad på 2,0 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 25 augusti 2004,
- att utlåningsräntan hålls oförändrad på 2,75 procent och att inlåningsräntan hålls oförändrad på 1,25 procent med tillämpning från onsdagen den 25 augusti,
- att fredagen den 20 augusti kl. 09.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 49 2004 samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras torsdagen den 2 september 2004.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson

Irma Rosenberg