

Nr 22:2

## SÄRSKILT

### PROTOKOLL från direktionens sammanträde 2001-12-04

Närvarande:

Urban Bäckström, ordförande

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson

-

Sven Hulterström, fullmäktiges ordförande

-

Kerstin Alm

Claes Berg

Anders Borg

Jörgen Eklund

Anders Eklöf (§ 1)

Kerstin Hallsten

Björn Hasselgren

Leif Jacobsson

Hans Lindblad

Christina Lindenius

Tomas Lundberg (§§ 2-3)

Pernilla Meyersson

Javiera Ragnartz (§ 1)

Robert Sparve

Staffan Viotti

Anders Vredin

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

Det antecknades att Anders Borg och Pernilla Meyersson skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättandet av dagens protokoll under §§ 1, 2 och 3.

Direktionen inledde sin diskussion baserad på den information som inkommit sedan direktionens senaste sammanträde den 29 november (avsnitt 1). Därefter fastställdes inflationsrapporten (avsnitt 2).

## 1. Ny information om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och i Sverige

### 1.1 Utveckling i omvärlden

Den statistik som inkommit efter sammanträdet den 29 november är, när det gäller utvecklingen i omvärlden, i linje med inflationsrapporten. BNP-statistiken för tredje kvartalet i USA reviderades ner något mer än väntat p.g.a. utvecklingen av lager och export. Det finns dock vissa tecken på att hushållens konsumtion under fjärde kvartalet blir något högre än i prognosen, bl.a. har detaljhandeln utvecklats starkt den senaste tiden, vilket till stor del – men inte enbart – kan hänföras till en ökad bilförsäljning. Inte heller den senaste statistiken för Europa ger skäl att revidera prognosen.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna har fortsatt präglats av en normalisering efter händelserna den 11 september. Den senaste tidens händelseförlopp, med bl.a. förnyad oro i Argentina och med ett energiföretags konkursansökan i USA, har inte påverkat de s.k. kreditspreadarna, dvs. ränteskillnaden mellan statsobligationer och andra räntebärande tillgångar. Detta kan ses som ett tecken på att aktörerna på de finansiella marknaderna gör bedömningen att risken för spridningseffekter till det övriga finansiella systemet är begränsad. Även börsutvecklingen har präglats av en normalisering efter terrordåden. Euron har stärkts marginellt den senaste tiden samtidigt som yenen försvagats. Kronan har varit oförändrad mot dollarn och euron.

Såväl prissättningen på räntemarknaden som olika enkätundersökningar visar att flertalet aktörer inte räknar med någon ränteförändring från Riksbanken vid dagens sammanträde.

### 1.2 Utvecklingen i Sverige

Inte heller den statistik rörande utvecklingen i Sverige som offentliggjorts den senaste tiden avviker påtagligt från den bild som presenteras i inflationsrapporten.

Hushållens inflationsförväntningar på tolv månaders sikt har, enligt SCB:s enkät för inköpsplanerna, minskat till ca 2,0 procent i november jämfört med 2,3 procent i oktober.

Industrins framtidstro har stabiliserats, enligt det s.k. inköpschefsindexet, ICI, steg från 44,1 i oktober till 45,6 i november. Trots ett något högre index visar undersökningen på en fortsatt mycket svag industrikonjunktur, vilket också tidigare framgått av statistiken för industrins produktion och orderingång.

Bilden när det gäller hushållens konsumtion är splittrad. Detaljhandelsförsäljningen i oktober sjönk, enligt Handelns Utredningsinstitut (HUI), jämfört med motsvarande månad förra året. Försäljningsminskningen var störst

inom sällanköpsvaruhandeln. Däremot visade hushållens inköpsplaner på en viss stabilisering under november. Förväntningarna om både den egna och landets ekonomi förbättrades något. Pessimismen om utvecklingen på arbetsmarknaden har dock fortsatt att öka något.

Löneutvecklingen i september var i linje med Riksbankens förväntningar. För hela ekonomin har lönerna ökat med i genomsnitt 3,6 procent under januari – september 2001.

## 2. Fastställande av Inflationsrapport 2001:4

Vice riksbankschef Lars Heikensten framlade förslag till Inflationsrapport 2001:4, protokollsbilaga A. Inflationsrapporten utgår från de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 22 och 29 november.

Direktionen beslutade att fastställa inflationsrapporten i enlighet med förslaget samt att den skulle offentliggöras den 5 december kl. 09.00.

### **Reservation**

Vice riksbankschef Kristina Persson reserverade sig mot beslutet att fastställa inflationsrapporten och anförde följande:

Den internationella konjunkturutvecklingen får ett fortsatt svagt förlopp under 2002, vilket bör föranleda något lägre export- och importpriser än de som skisseras i inflationsrapporten. Den svenska exporten får sannolikt också ett mer dämpat förlopp fram till slutet av 2002 jämfört med prognosen i inflationsrapporten. Flera indikatorer visar att efterfrågan i Sverige växer långsammare än den potentiella produktionskapaciteten, vilket innebär att resurser nu frigörs i snabb takt. Det försämrade arbetsmarknadsläget dämpar löneökningstakten och minskar risken för inflation.

Även i inflationsrapportens huvudscenario kan det komma att kvarstå lediga resurser under hela prognosperioden. Prisuppgången på vissa varor och tjänster under våren har betecknats som tillfällig av Riksbanken. Ingenting har hänt som ändrar denna bedömning. Till den del som vårens prisökningar kan hänföras till det höga kapacitetsutnyttjandet under 1999 och 2000 är det rimligt att tro att den snabba nedgång av resursutnyttjandet som nu sker får motsvarande prispressande effekt. De höga inflationsförväntningar som redovisades i vissa undersökningar den senaste tiden skall inte övertolkas. Mätningar av den här typen tycks i betydande utsträckning spegla den aktuella inflationen snarare än den framtida.

Dessa bedömningar avviker inte mer än marginellt från den analys som görs i inflationsrapporten. Jag har trots detta valt att reservera mig eftersom avvikelserna har betydelse för mitt penningpolitiska ställningstagande. Redan rapportens prognos för inflationen skulle dock vid rådande konjunkturläge kunna tas till intäkt för att sänka reporäntan.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

## **§ 2. Penningpolitisk diskussion**

Den penningpolitiska diskussionen inleddes med att direktionen redogjorde för sin bedömning av inflationsutsikterna (avsnitt 1). Direktionens bedömning av det penningpolitiska läget (avsnitt 2) föregicks av en redovisning av diskussionen i den penningpolitiska beredningsgruppen.<sup>1</sup>

### 1. Direktionens bedömning av inflationsutsikterna

Inledningsvis konstaterade direktionen att inflationen för närvarande uppgår till knappt tre procent. I takt med att effekterna av vårens prishöjningar på vissa varor och tjänster klingar av, samtidigt som importpriserna dämpas kommer inflationen under nästa år åter att utvecklas mer i linje med Riksbankens mål. Svagare efterfrågan och mer lediga resurser gör att den inhemska inflationen förblir dämpad även mot slutet av prognosperioden. Under 2003 leder dock stigande råvarupriser till att importpriserna åter ökar. Riskbilden bedöms vara balanserad. Den samlade bedömningen är att inflationen, mätt med både KPI och UNDIX, kommer att ligga på 2,0 procent i december 2002 och på 2,1 respektive 1,9 procent i december 2003.

Den internationella konjunkturavmattningen har blivit alltmer synkroniserad. Tillväxtutsikterna i omvärlden har reviderats ned något jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Den senaste tidens ekonomiska statistik bekräftar i huvudsak denna bild, även om det är svårt att värdera i vilken utsträckning detta beror på tillfälliga effekter av terrordåden i USA. Den kraftiga omläggningen av den ekonomiska politiken, framförallt i USA, men också i andra industriländer, tillsammans med en avklarad lageranpassning och gradvis ökad efterfrågan talar emellertid för en återhämtning under prognosperioden.

I euroområdet, till skillnad från i USA, bidrar växelkursen till att dämpa effekterna av konjunkturedgången. Även i Europa har penningpolitiken en expansiv effekt på efterfrågeutvecklingen, medan finanspolitiken inte förts i expansiv riktning i samma omfattning som i USA. Sammantaget bedöms tillväxten i OECD-området uppgå till 1,0 procent i år, 0,8 procent nästa år och 2,8 procent 2003.

Direktionen konstaterade att en något svagare aktivitetsnivå internationellt och lägre råvarupriser bidrar till en mer dämpad utveckling av de internationella exportpriserna. Den svenska kronan är fortsatt svag, men har utvecklats starkare än vad som antogs i föregående inflationsrapport bl.a. till

---

<sup>1</sup> Beredningsgruppen för penningpolitik består av tjänstemän inom Riksbanken och leds av en av de vice riksbankscheferna. Vid direktionens möte redogörs för huvud dragen i den diskussion som förts i beredningsgruppen. Den uppfattning som föredrogs och som kommer till uttryck i detta protokoll behöver inte nödvändigtvis delas av beredningsgruppens samtliga medlemmar, ej heller av ordföranden.

följd av en minskad internationell osäkerhet. Fundamentala skäl som bytesbalansöverskott och relativ tillväxt talar för en fortsatt förstärkning av kronan under prognosperioden. Den importerade inflationen blir dock något högre mot slutet av prognosperioden främst till följd av gradvis stigande oljepriser.

I huvudscenariot sker det en återhämtning i Sverige efter en inledande fas av något svagare tillväxt. Den expansiva ekonomiska politiken är en viktig bidragande orsak till detta. Skattesänkningar och ökade transfereringar medför en stark utveckling av hushållens disponibla inkomster. Dessutom väntas en stabilisering av hushållens förmögenheter. Realräntorna har också en expansiv effekt på den inhemska efterfrågan. Till detta kommer att en fortsatt svag krona bidrar till att exporten återhämtar sig under prognosperioden. Sammantaget framstår den ekonomiska politiken som expansiv både i förhållande till tidigare perioder i Sverige och i förhållande till andra länder. I rapportens huvudscenario är BNP nedreviderad och väntas öka med 1,2 procent i år, 1,8 procent 2002 och 2,4 procent 2003.

Trots avmattningen har sysselsättningsökningen i år varit stark. Den svagare tillväxten antas påverka sysselsättningen under nästa år och medför att den totala arbetslösheten stiger något. Den lägre samlade efterfrågan i ekonomin medför en nedrevidering av det totala resursutnyttjandet. I år och en stor del av nästa år bedöms tillväxten understiga den potentiella produktionen, vilket innebär att kapacitetsutnyttjandet minskar. Mot slutet av prognosperioden minskar de lediga resurserna åter och ekonomin närmar sig då fullt kapacitetsutnyttjande.

Prognosen för löneökningarna revideras ned marginellt jämfört med föregående inflationsrapport. Huruvida löneökningstakten är förenlig med en stabil och låg inflation beror bl.a. på produktivitetstillväxten i ekonomin. Den svaga produktivitetstillväxten i år bedöms vara tillfällig och väntas successivt återgå till en mer trendmässig nivå. Enhetsarbetskostnaderna bedöms öka med 3,3 procent i år och med 1,8 procent under såväl 2002 som 2003.

Det lägre resursutnyttjandet i år och nästa år väntas leda till att den inhemska genererade inflationen blir mer dämpad än vad som bedömdes i föregående inflationsrapport. Tillsammans med utvecklingen av den importerade inflationen medför detta att KPI-inflationen i huvudscenariot bedöms uppgå till 2,0 procent på ett års sikt och 2,1 procent på två års sikt. Motsvarande prognos för UN1X-inflationen är 2,0 procent och 1,9 procent (se tabell 1).

Sedan den förra inflationsrapporten har osäkerheten i riskbilden minskat men den bedöms fortfarande vara större än normalt. Det finns en risk att inflationen kan bli lägre än i huvudscenariot till följd av en svagare konjunkturutveckling såväl i omvärlden som i Sverige. Anpassningen av sparande och investeringar i USA kan bli mer utdragen. Exportåterhämtningen i Sverige kan också bli mer långsam och utvecklingen på arbetsmarknaden sämre. Det föreligger också en upptrisk som är kopplad till inflationsbil-

den i Sverige. Inflationen har överraskat uppåt under året, vilket väckt frågor bl.a. om utväxlingen mellan prisstegringsstakten och resursutnyttjandet i vid mening. Till detta kommer risker som sammanhänger med växelkursen och inflationsförväntningarna, som förstärks om den höga prisstegringsstakten biter sig fast. Liksom tidigare bedöms riskbilden vara balanserad. Inflationen med beaktande av riskbilden bedöms utvecklas i takt med inflationsmålet på två års sikt.

## 2. Direktionens bedömning av det penningpolitiska läget

### 2.1 Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget

Förste vice riksbankschefen Lars Heikensten redogjorde för beredningsgruppens diskussion kring inflationsrapporten. I stora drag höll gruppens medlemmar med om den bedömning som gjorts. Det framfördes dock några argument för att inflationen skulle kunna komma att bli lägre. Med en så god allmänekonomisk utveckling för Sverige som huvudscenariots kan kronan komma att bli starkare än förutsatt. När återhämtningen väl kommit igång kring mitten av 2002 torde också produktiviteten kunna utvecklas bättre, inte bara i linje med den trend som gällt under senare år. I motsatt riktning, för en högre inflation, talar bl.a. dynamiken i förloppet. Inflationen ligger nu i utgångsläget tydligt över målet. Frågan är hur snabbt den kommer ner till 2 procent och därunder och om det verkligen hinner ske innan konjunkturen åter vänder upp. Annorlunda uttryckt, kommer de som väntas ta ut lägre prisökningar under nästa år verkligen att göra detta om de ser framför sig tydliga tecken på en starkare konjunktur.

UNDIX har de senaste åren legat till grund för penningpolitikens utformning eftersom KPI påverkas av faktorer som inte bedömts få en varaktig effekt på inflationen. Beredningsgruppen fann inte någon anledning att föreslå en annan uppläggning av politiken i detta avseende. Det noterades att bedömningen av den framtida utvecklingen av oljepriserna vid detta prognostillfälle har en tydlig effekt på inflationsbanan. Det går i praktiken inte att skilja på om det är utbuds- eller efterfrågefaktorer som driver oljeprisutvecklingen.

Gruppen diskuterade därefter penningpolitiken. Det faktum att inflationen beräknas bli ungefär två procent i det tidsperspektiv som penningpolitiken främst är inriktat på talar för en oförändrad reporänta. Detta gäller särskilt som osäkerheten, även om den minskat något, fortfarande är relativt hög. Men också en sänkt reporänta skulle kunna motiveras. Resursutnyttjandet faller nu och det är möjligt att det i ekonomin finns lediga resurser under hela prognosperioden. I denna situation skulle man t.ex. kunna tillmäta riskerna för en svagare konjunktur och därmed tillväxt och sysselsättning en högre vikt när beslutet tas. Flertalet av gruppens medlemmar förordade dock en oförändrad reporänta.

En viktig aspekt i sammanhanget är att inflationen i utgångsläget är hög, ca. tre procent. Huvudscenariot bygger på att det ska ske en rejäl anpassning nedåt i prisökningstakten, som ännu bara påbörjats. Huvudscenariot bygger också på att kronan ska fortsätta stärkas. Till detta kommer att det finns en viss oro kring den framtida inflationen. I huvudsak synes ekonomins olika aktörer, att döma både av prissättningen på de finansiella marknaderna och av olika enkäter, räkna med en inflation i linje med målet. Men i vissa mätningar har den väntade inflationen gått upp och det finns också uttalanden från arbetsmarknadens parter som talar i samma riktning. I ljuset av en expansiv ekonomisk politik både i en historisk jämförelse och relativt andra länder talar dessa faktorer för att nu lämna reporäntan oförändrad.

Beredningsgruppen ansåg vidare att det inte fanns några skäl att nu signalera någon syn på den framtida penningpolitiken. De flesta var öppna för att det redan i februari skulle kunna ha inkommit information som skulle kunna leda till en annan slutsats än dagens om reporäntan. Ny information om inflationen i Sverige, i linje med den gjorda bedömningen skulle t.ex. både kunna minska osäkerheten om utvecklingen i den inhemska inflationen och risken för att inflationsförväntningarna kryper upp. På samma vis skulle ny information om konjunkturen kunna påverka kommande beslut.

## 2.2 Direktionsledamöternas diskussion

Alla direktionsledamöter, med ett undantag, delade beredningsgruppens uppfattning om att reporäntan bör lämnas oförändrad. Dessa ledamöter ansåg också att inriktningen av den framtida penningpolitiken borde kunna vara en öppen fråga. Samtliga direktionsmedlemmar delade beredningsgruppens uppfattning om att penningpolitiken bör baseras på en bedömning av UNDIX-inflationen.

Den i utgångsläget höga inflationen och en viss tendens till stigande inflationsförväntningar i kombination med en fortsatt svag krona och en expansiv ekonomisk politik ansågs tala för en oförändrad reporänta. Färdriktningen framöver ansågs kunna vara en helt öppen fråga.

En ledamot konstaterade att både en oförändrad reporänta och en sänkning vore möjligt. För en sänkning talade bl.a. situationen på arbetsmarknaden med stigande arbetslöshet och minskade bristtal. Mot detta står en hög inflation i utgångsläget, stigande inflationsförväntningar, som vi inte riktigt kan tolka, samt en expansiv ekonomisk politik och en svag krona. Om konsumentpriserna under de närmaste månaderna skulle bekräfta bilden av att inflationen åter närmar sig målet skulle osäkerheten reduceras. En nedjustering av räntan skulle då framstå som mer rimlig. Både penningpolitiken och finanspolitiken är för närvarande expansiva och det är svårt att säkert bedöma effekterna av detta. Dessutom är kronan fortsatt mycket svag. De låga realräntorna återspeglas bl.a. i utvecklingen för huspriserna och utlåningen till hushållen. Ytterligare ett skäl att avvakta med räntesänkningen, ansåg ledamoten, var att det finns tecken som tyder på att svensk

ekonomi nu närmar sig konjunktorens botten. Lageranpassningen tycks t.ex. gå mot sin avslutning i flera branscher.

En annan ledamot uttryckte oro för den fortsatt höga inflationen och att svensk ekonomi i början av året befann sig i ett läge med ett ansträngt resursutnyttjande, efter en längre tid av högre tillväxt än den potentiella. Att inflationen stiger i en sådan situation är inte förvånande. Inflationen tar normalt fart sent i konjunkturcykeln. Till detta kom en rad speciella faktorer såsom sjuka kor och stigande elpriser. Under året har tillväxten mattats och oljepriserna har fallit. Det som, enligt ledamotens uppfattning, skiljer Sverige från många andra länder är att inflationen inte kommit ned lika bestämt i takt med den lägre efterfrågan. Tvärtom verkar det som om lite för höga prisökningar spridit sig till flera varugrupper. Den underliggande inflationen ligger kring tre procent och den inhemska inflationen har varit envist hög. Enligt ledamoten finns en rad olika faktorer som skulle kunna förklara detta. Det kan vara frågan om tillfälliga faktorer som givit upphov till spridningseffekter. Företag i sektorer med svag konkurrens passar på att höja priserna. De högre svenska prisökningarna skulle också kunna vara en effekt av den svaga kronan eller att företagen försöker hålla upp vinstmarginalerna i ett läge med fallande produktivitet. Det skulle också kunna förklaras genom att resursutnyttjandet kanske är mer ansträngt än vad den preliminära statistiken visar. Om efterfrågan är svag borde motståndet mot att höja priserna vara högre. Kreditillväxten och penningmängdsökningen ger inte heller en bild av att aktiviteten i ekonomin skulle vara speciellt låg. Ledamoten uttryckte också oro inför stigande inflationsförväntningar.

Ledamoten varnade vidare för att övertolka den svaga statistik som publicerats för tredje kvartalet. Vi har ännu inte sett effekterna av den expansiva ekonomiska politiken, konstaterade ledamoten. Ledamoten påminde också om att räntan nyligen sänkts med en halv procentenhet och att detta får sin största effekt först under slutet av nästa år och en bit in på 2003, när tillväxten kan ha vänt.

En ledamot förordade en sänkning av reporäntan med 25 punkter med hänvisning, dels till en marginellt svagare inflationsprognos än den som skisseras i inflationsrapporten, dels till följd av att de lediga resurserna i ekonomin ökar och finns kvar under hela prognosperioden. Ledamoten konstaterade att vi hittills bara sett inledningen av avmattningen på den svenska arbetsmarknaden. De senaste tre månaderna har det skett en kraftig försvagning av sysselsättningen. Antalet varsel har, i november, inte varit så högt sedan 1993 och väntas stiga ytterligare de närmaste månaderna. Resurser frigörs nu i snabb takt och det försämrade arbetsmarknadsläget dämpar löneökningstakten och minskar pristrycket. Det är i stort sett bara kemisk industri (läkemedel) och detaljhandeln som ger positiva bidrag till sysselsättningsutvecklingen. Byggsektorn som tidigare utvecklats positivt viker nu också nedåt, 40 procent av företagen förväntar sig en avtagande aktivitet kommande år enligt Konjunkturinstitutets barometerundersökning.

Ledamoten betonade i synnerhet den svaga internationella utvecklingen. Riksbanken har underskattat effekterna av den samtidiga nedgången som



skett i EU, USA och Japan. Inkommande statistik, inte minst från de stora EU-länderna, tyder på att nedgången i Europa blir djupare än vad som tidigare har förutsetts. I jämförelse med USA är finanspolitiken inte heller särskilt stimulerande och kan inte heller förväntas bli det eftersom många länder fortfarande har stora budgetunderskott. En svagare europeisk utveckling fördröjer uppgången i Sverige. I USA finns det fortsatt en risk för en ännu svagare konjunktur än den som förutses i inflationsrapporten. Det är möjligt att konsumenterna, inte minst mot bakgrund av den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden, väljer att justera de stora sparandeobalanserna snabbare, vilket kan komma att förskjuta uppgången till sent under 2002. Ledamoten konstaterade vidare att den höga inflationen under 2001 i inflationsrapporterna betecknats som tillfällig och ingenting har hänt som ändrat den bedömningen. När det gällde de stigande inflationsförväntningarna framhöll ledamoten att dessa inte bör tolkas som en prognos för inflationen då de, vilket också påpekas i inflationsrapporten, främst speglar den höga aktuella inflationen. Ledamoten ansåg att det var nu som en något mer expansiv penningpolitik skulle göra störst nytta som stimulans till konjunktur- och sysselsättningsutvecklingen.

En annan ledamot instämde i att utvecklingen i Europa ser bekymmersam ut, särskilt i Tyskland. När det gällde den amerikanska utvecklingen ansåg ledamoten dock att det nu också fanns flera positiva inslag som talade för en mild nedgång och att det faktiskt också finns svaga tecken på en återhämtning. I bygg- och tjänstesektorerna tycks aktiviteten fortfarande vara relativt god. Även den starka produktivitsutvecklingen talar för en god tillväxt framöver. Samtidigt konstaterade ledamoten att det föreligger en stor risk när det gäller utvecklingen på arbetsmarknaden. Om arbetslösheten ökar än mer och slår igenom på konsumtionen kan det få betydande effekter. Ledamoten konstaterade vidare att den amerikanska penningpolitiken varit proaktiv då det nu officiellt tillkännagivits att recessionen i den amerikanska ekonomin började i mars i år. I genomsnitt har recessioner varat i ca 11 månader i USA. Om konjunkturen vänder först under tredje kvartalet nästa år innebär det därmed den längsta konjunkturedgången under efterkrigstiden. Det finns å andra sidan en del som talar för att konjunkturedgångar orsakade av överinvesteringar blir både längre och djupare än normalt. Ledamoten tyckte dock att det kändes som om ett stämningsslag inträffat, vilket också bekräftas av att en del råvarupriser stiger, aktiebörserna har återhämtat sig något från botten och räntorna har börjat stiga. Detta i kombination med den stora finans- och penningpolitiska stimulans som genomförs ger grund för optimism. När det gällde Japan konstaterade ledamoten att utvecklingen ser sämre och sämre ut medan en botten däremot tycks kunna skönjas i övriga Asien. En världsmarknadstillväxt på under tre procent ger svag draghjälp utifrån.

Ledamoten bedömde för svensk del att konjunkturedgången skulle kunna komma att betraktas som mild och att Sverige skulle kunna komma relativt oskadd ur lågkonjunkturen. Arbetsmarknaden tycks hålla emot bättre än väntat. Visserligen bedöms arbetslösheten bli hög i ett historiskt perspektiv, men inte om man jämför med början på 1990-talet. Löneutvecklingen är god och disponibelinkomsterna utvecklas starkt, vilket talar för en god kon-

sumtionsutveckling. Ledamoten höll med om att aktiviteten i byggsektorn ser svagare ut men ansåg att det var en hälsosam försvagning av en sektor som uppvisat vissa överhettningstendenser. Ledamoten pekade också på den expansiva ekonomiska politiken och på investeringar i infrastruktur och i den tredje generationens mobiltelefoni som nu kommer i ett gynnsamt läge.

Ledamoten konstaterade också att en tillväxt på i genomsnitt 1,8 procent per år under 2001-2003 inte är så dåligt sett i ett historiskt perspektiv. Vi bör kunna vänta ett par månader till nästa penningpolitiska sammanträde för att kunna göra en utvärdering om ekonomin är på rätt väg. Ledamoten betonade samtidigt att det finns risker. Om konsumtionen i USA viker ytterligare och det påverkar efterfrågan på svenska exportprodukter kan Riksbanken komma att behöva ändra räntan. Samtidigt ligger inflationen i Sverige ännu i överkant.

En annan ledamot ansåg att det framåt vintern och våren måste finnas en beredskap att både höja och sänka räntan beroende på hur konjunkturen utvecklas. Det är idag alldeles för tidigt att ha en välgrundad uppfattning om detta. Även om konjunkturen förstärks som väntat kan Riksbanken få skäl att ändra andra inslag i sin bedömning, t.ex. sin syn på inflationsbenägenheten eller kronan. Ledamoten manade också till försiktighet när det gäller tolkningen av outputgapens storlek, det handlar i allra högsta grad om osäkra skattningar. Den samlade bedömningen visar att det antagligen kommer att finnas lediga resurser under hela prognosperioden. Ledamoten underströk vidare att inflationen gått upp mer än väntat och ligger över målet, troligen till följd av tillfälliga faktorer, men detta vet vi inte med säkerhet. Ett tungt skäl för att avvakta med förändringar av reporäntan var att den ekonomiska politiken är expansiv sett i ett historiskt perspektiv och i jämförelse med de flesta andra länder. Det tar tid innan effekterna av politiken syns.

Ytterligare en annan ledamot konstaterade att inflationen i prognosen bedöms utvecklas i linje med målet och att det därför inte finns skäl att ändra räntan. Å andra sidan skulle man, att döma av konjunkturutvecklingen och med hänsyn till riskerna på nedåtsidan, kunna komma till slutsatsen att reporäntan bör sänkas. Vad är då motivet till att räntan idag inte bör sänkas? Det första skälet är att inflationen är hög och det är ett problem. Ledande fackföreningsföreträdare signalerar oro för att inflationen är högre än vad de räknat med. Det finns skäl att vara försiktig och först se att inflationen verkligen kommer ned. Det andra skälet är den fortsatt svaga kronan som utgör en riskfaktor för inflationen. Ytterligare ett skäl att vänta är den expansiva ekonomiska politiken med låga räntor och en stimulerande finanspolitik som ger en god disponibelinkomstökning. Ledamoten instämde i att en neutral hållning bör signaleras.

En ledamot påpekade att det var viktigt för inflationsmålets trovärdighet att Riksbanken agerar symmetriskt och att banken tidigare fått kritik för "bias" i penningpolitiken. Detta bör undvikas och det är viktigt att vi genom våra beslut markerar detta. Flera ledamöter hade synpunkter på detta resone-

mang. En ledamot höll med om att det var viktigt att Riksbanken förhöll sig symmetriskt till inflationsmålet och menade att så också varit fallet. När inflationen p.g.a. utbudschocker och andra tillfälliga effekter understeg målet under en period avstod Riksbanken från att sänka räntan. Den höga inflationen tidigare i år kunde ha motiverat kraftigare höjningar av räntan under sommaren om det inte varit så att Riksbanken gjort bedömningen att det var identifierbara utbudschocker som delvis orsakade prisuppgången. En annan ledamot invände att kritiken om att Riksbanken agerat asymmetrisk varit felaktig. Ledamoten menade att det var en stor samhällsekonomisk seger att trovärdighet för inflationsmålet etablerats under 1990-talet.

### **§ 3. Penningpolitiskt beslut**

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 2 och konstaterade att två förslag förelåg, ett förslag om att låta reporäntan vara oförändrad och ett förslag om att sänka reporäntan från 3,75 procent till 3.5 procent. Direktionen beslutade att lämna reporäntan oförändrad och därmed också in- och utlåningsräntorna samt att offentliggöra beslutet onsdagen den 5 december 2001 kl. 09.00 med motivering och lydelse enligt pressmeddelande nr 79 2001, protokollsbilaga B.

Vice riksbankschef Kristina Persson reserverade sig mot beslutet att lämna reporäntan oförändrad och anförde, med hänvisning till sin reservation mot beslutet att fastställa inflationsrapporten i § 1 ovan, att reporäntan bör sänkas med 25 punkter.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Urban Bäckström

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson