

## Nr 10

### SÄRSKILT

### PROTOKOLL från direktionens sammanträde 2002-06-05

Närvarande: Urban Bäckström, ordförande

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson

–

Sven Hultström, fullmäktiges ordförande

–

Kerstin Alm

Claes Berg

Anders Borg

Jörgen Eklund

Kerstin Hallsten

Hans Lindblad

Tomas Lundberg

Pernilla Meyersson

Carl Fredrik Pettersson (§ 1)

Robert Sparve

Åsa Sydén

Staffan Viotti

Anders Vredin

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

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

Direktionen inledde sin diskussion utifrån den information som inkommit sedan direktionens senaste sammanträde den 30 maj samt dess betydelse för inflationsutsikterna (avsnitt 1). Därefter fastställdes inflationsrapporten (avsnitt 2).

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

I både USA och euroområdet har inköpschefsindex publicerats som visar att industrikonjunkturen nu återhämtar sig. Uppgången är över hela linjen något starkare än väntat. Det preliminära utfallet för BNP under första kvartalet i euroområdet bekräftar den relativt svaga utvecklingen av den inhemska efterfrågan som skisseras i inflationsrapportens huvudscenari. Vidare pekar s.k. flash estimate på att inflationen i euroområdet har gått ned från 2,4 till 2,0 procent i maj.

De svenska hushållens syn på den egna ekonomin var oförändrat optimistiska i maj enligt KI:s enkät om hushållens inköpsplaner. Bedömningen av den svenska ekonomin var något mindre optimistisk. Synen på arbetslösheten har förskjutits i negativ riktning. Inflationsförväntningarna på ett års sikt var oförändrade på 2,5 procent. Inköpschefsindex, ICI, steg med drygt två enheter till 59,0. Indextalen är historiskt sett höga och inköpschefsindex förefaller ge en något mer positiv bild av industrikonjunkturen än KI:s barometer.

Löneutfall för mars visar att lönerna hittills i år har ökat med i genomsnitt 3,9 procent, jämfört med samma period i fjol. Det är 0,8 procentenheter högre än motsvarande period förra året.

På de finansiella marknaderna har det varit fortsatt oroligt den senaste veckan med fallande aktiepriser, en viss räntenedgång samt ytterligare fall i dollarn mot både euron och kronan. Inför dagens penningpolitiska sammanträde förväntade sig 12 av 13 marknadsaktörer att reporäntan skulle hållas oförändrad, enligt Reuters enkät.

Direktionen gjorde bedömningen att den nya informationen i stort var i linje med den bild som presenterades i inflationsrapporten.

## 2 Fastställande av Inflationsrapport 2002:2

Vice riksbankschef Lars Heikensten framlade förslag till Inflationsrapport 2002:2, protokollsbilaga A. Inflationsrapporten utgår från de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 22 och 30 maj.

Direktionen beslutade att fastställa inflationsrapporten enligt förslaget samt att den skulle offentliggöras den 6 juni kl. 09.00.

### **Reservation**

Andre vice riksbankschef Eva Srejber reserverade sig mot beslutet att fastställa inflationsrapporten och anförde följande:

Efter vad som förefaller ha varit en grund och kortvarig nedgång är världsekonomin nu inne i en återhämtningsfas. Osäkerheten kring styrkan i den pågående återhämtningen är dock fortsatt stor. Risker för ett betydande fall i aktiviteten i en s.k. double dip har minskat sedan förra inflationsrapporten. Det är framför allt fyra områden som kan bidra till en något högre

aktivitet i omvärlden än vad som tecknas i inflationsrapportens huvudscenario. För det första är vinstutvecklingen i USA mer positiv än vad som tidigare förväntats, vilket kan bidra till en snabbare vändning i investeringarna. För det andra är det rimligt att uppgången i industrikonjunkturen och världsekonomin blir synkroniserad. Förra årets nedgång i industrikonjunkturen i omvärlden förstärktes av att efterfrågan dämpades i flera länder samtidigt och av nedgången i IT- och telekommunikationssektorn efter den kraftiga överoptimismen. Länkarna mellan olika delar av världsekonomin var starkare än vad som tidigare antagits. Det är möjligt att även uppgången i den globala industrikonjunkturen och i världshandeln blir samfällad och starkare än vad som antagits. För det tredje förefaller anpassningen inom IT- och telekomsektorn efter alltför omfattande investeringar nu vara på väg att slutföras samtidigt som de tekniska landvinningarna kan förväntas bidra till produktivtetsökningar även framöver. För det fjärde är den ekonomiska politiken i de flesta länder fortfarande mycket expansiv. Mot denna bakgrund blir BNP-tillväxten i omvärlden, världsmarknadstillväxten och de internationella exportpriserna sannolikt något högre än vad som antas i huvudscenariot i inflationsrapporten.

Sveriges ekonomi är också inne i en återhämtningsfas. Det sker från ett läge med redan högt resursutnyttjande och där inflation och inflationsförväntningar ligger över målet. Den något högre aktiviteten i omvärlden bidrar till en något högre tillväxt och högre importpriser i Sverige. Därtill kommer att bedömningen av arbetskraftsutbudet och lönebildningen i inflationsrapporten kan visa sig vara väl optimistisk. Sammantaget menar jag därför att inflationen i Sverige vid oförändrad ränta och utifrån givna institutionella ramar blir ett par tiondelar högre än i inflationsrapportens huvudscenario.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

## **§ 2. Penningpolitisk diskussion**

Den penningpolitiska diskussionen utgick från bedömningen som redovisades i inflationsrapporten (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

I inflationsrapporten görs bedömningen att inflationen kommer att vara i linje med inflationsmålet på både ett och två års sikt. Inflationen har fallit tillbaka i enlighet med den bedömning som gjordes i föregående inflationsrapport och uppgick i april till 2,8 procent, mätt med UNDIX. Inflationshöjande effekter av olika utbudsstörningar har klingat av och denna process väntas fortsätta ytterligare en tid. I takt med att konjunkturen förbättras är det dock troligt att inflationen gradvis åter ökar något.

<sup>1</sup> Beredningsgruppen för penningpolitik består av tjänstemän inom Riksbanken och leds av en av de vice riksbankscheferna. Vid direktionens möte redogörs för huvuddragen 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.

Inflationsrapportens huvudscenari o innebär att konjunkturuppgången i omvärlden nu har blivit allt mer tydlig och att den amerikanska tillväxten blir något starkare än väntat i år. Detta bedöms bidra till en återhämtning i Europa även om tillväxten där är återhållsam till följd av en svag konsumtionsutveckling. Samtidigt har oljepriserna stigit sedan föregående inflationsrapport som en följd av dels förbättrade tillväxtutsikter, dels en ökad osäkerhet kring den säkerhetspolitiska utvecklingen i Mellanöstern. Oljepriserna antas emellertid falla tillbaka från dagens höga nivåer. Både växelkursen och oljan har en återhållande effekt på inflationen under slutet av prognosperioden, som kan antas klinga av bortom prognoshorisonten. Det bidrar till att inflationen kan antas stiga ytterligare i ett lite längre tidsperspektiv.

Inga större förändringar av tillväxtutsikterna för svensk ekonomi har gjorts. Industrikonjunkturen är på väg att förbättras. Det mesta talar fortfarande för en försiktig konjunkturuppgång under 2002 och för en god tillväxt 2003 och 2004. Hushållens konsumtion tycks vara på väg att återhämta sig och gynnas av en god inkomstutveckling, förhållandevis låga realräntor samt stigande fastighetspriser. Højningarna av reporäntan och en mindre expansiv finanspolitik väntas dock leda till en något svagare investerings- och konsumtionsutveckling i förhållande till föregående inflationsrapport. Därtill verkar den oroliga utvecklingen på börserna dämpande. Detta innebär att den inhemska efterfrågetillväxten bedöms bli marginellt lägre under 2003 och 2004 och därmed även resursutnyttjandet, jämfört med inflationsrapporten i mars.

Riskbilden är också av betydelse för utformningen av penningpolitiken. Den dominerande uppåtrisen bedöms liksom i föregående inflationsrapport härröra från inflationstrycket i vid mening och med lönebildningen i den svenska ekonomin. De senaste årens stigande priser och löner kan vara ett tecken på att det underliggande inhemska inflationstrycket underskattats. Detta kan bero på att lönebildningen fungerar sämre än väntat samt att resursutnyttjandet är mer ansträngt än vad som antas i huvudscenariot. Den snabbt stigande sjukfrånvaron och den demografiska utvecklingen i kombination med eventuella arbetstidsförkortningar utgör också en riskfaktor som kan komma att dämpa produktionsförmågan. Sektorspecifika problem inom industrin gör det också svårt att bedöma produktivitetstillväxten.

Den samlade bedömningen är att KPI bedöms uppgå till 2,1 procent på ett års sikt och 2,4 procent på två års sikt. Motsvarande prognos för UNDI-X-inflationen är 2,0 procent och 2,1 procent.

Riksbanken har sedan 1999 valt att i samband med varje penningpolitiskt sammanträde klargöra vilket mått på inflationen som väglett penningpolitiken. Penningpolitiken utformas denna gång med utgångspunkt från bedömningen av inflationen mätt med UNDI-X. Detta har varit normalt under senare år.

## 2.1 Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget

Första vice riksbankschef Lars Heikensten redogjorde för beredningsgruppens diskussion kring inflationsrapporten. Beredningsgruppen instämde i den samlade bedömningen av inflationsutsikterna på 1-2 års sikt som presenteras i rapporten. Den nya information som inkommit hade inte förändrat prognosen eller riskbilden på något avgörande sätt. Det mesta talar för att konjunkturen nu vänder upp, som Riksbanken räknat med, men att efterfrågeutvecklingen blir något svagare. Samtidigt fanns en faktor i den senaste tidens utveckling som det kan finnas skäl att särskilt lyfta fram. Det kraftiga dollarfallet kan vara en indikation på att en förändring i marknadens värdering av den amerikanska ekonomin är på väg. Dollarförsvagningen tycks fortgå samtidigt som ny statistik visar på en starkare konjunkturuppgång i USA. Det förefaller finnas en oro på marknaderna som kan signalera en större omsvängning och som kan vara en del i ett delvis annorlunda förlopp. Detta är dock ännu mest hypotetiskt.

I beredningsgruppen fanns enighet om att ytterligare åtstramningar av styrräntorna kan bli nödvändiga om den bild som skisseras i inflationsrapporten materialiseras. Det är troligt att prognosen för inflationen på två års sikt månad för månad kommer att avvika allt mer från inflationsmålet. Detta är mer tydligt för den inhemska inflationen, om man beaktar att inflationen de närmaste två åren kommer att hållas ned av den väntade kronförstärkningen och det fallande oljepriset. Samtidigt är inflationen idag i linje med målet två år framåt i tiden. Riksbanken har också, som första centralbank bland industriländerna, höjt räntan, med sammantaget 0,5 procentenheter. Detta skapar utrymme för att nu avvakta med ytterligare åtgärder. Redan i juli skulle dock en höjning antagligen kunna vara motiverad.

## 2.2 Direktionsledamöternas diskussion

Alla utom en ledamot delade beredningsgruppens uppfattning om att reporäntan bör lämnas oförändrad. Ledamoten med en avvikande uppfattning ansåg istället att reporäntan borde höjas med 0,25 procentenheter.

Ledamoten anförde som motiv till detta att det är bättre att vara ute i god tid med mindre höjningar för att dämpa tillväxten under återhämtningen än att vänta och eventuellt tvingas strama åt penningpolitiken när konjunkturen åter vänder ned. Ledamoten framhöll också att konjunkturen i Sverige redan är på väg upp samtidigt som resursutnyttjandet i utgångsläget är ansträngt och inflationen redan idag överstiger inflationsmålet. Ledamoten menade också att inflationsförväntningarna är viktiga i detta läge eftersom hushållens och företagens tro om inflationsutvecklingen framöver kan påverka hur inflationen utvecklas. Ledamoten noterade att inflationsförväntningarna, enligt flera olika mått, ligger över 2 procent och framhöll att centralbankens agerande är viktigt för utvecklingen av förväntningarna.

Flera ledamöter förklarade sig vara öppna för en höjning redan idag. En av ledamöterna framhöll att signaleringen hade varit sådan att det inte fanns några förväntningar på marknaden om en höjning av reporäntan. Detta anförde ledamoten som ett skäl för att avvakta. En annan ledamot menade att

ett skäl för att vänta är att det gör det möjligt att få in ytterligare information som bekräftar Riksbankens bedömning. Ledamoten konstaterade att konjunktursignalerna gick i riktning mot en tydlig uppgång, som skulle kunna bli snabbare. De orosmoln som stod att finna var framför allt sprungna ur oron på finansmarknaderna. Ledamoten konstaterade att flera andra centralbanker valt att avvakta. En förklaring, enligt ledamoten, kan vara att de inte känner sig tillräckligt trygga med återhämtningen och istället väljer att vänta och se. Ledamoten påpekade också att internationella valutafonden (IMF) rekommenderat en sådan hållning. Det fanns mot denna bakgrund skäl att efter de två genomförda höjningarna nu avvakta i varje fall en månad.

Ytterligare en ledamot anslöt sig till uppfattningen att inflationsrapporten i sig kan motivera en höjning, men att man också kunde vila på hanen. Ledamoten framhöll att konjunkturen kan förbättras snabbare än vad som ligger i bedömningen. Det är inte ovanligt att styrkan i konjunkturuppgången underskattas just i vändningsfasen. Utvecklingen inom industrin och hushållens optimistiska framtidstro kan peka i denna riktning. Oron på börserna kan dock motivera att låta ytterligare någon tid gå innan nästa höjning av reporäntan.

Uppfattningen att en räntehöjning skulle kunna genomföras idag delades inte av alla. Två ledamöter ansåg inte att dagens inflationsrapport innehöll tillräckliga skäl för en höjning.

Samtliga ledamöter var av uppfattningen att ytterligare åtstramningar kan komma att bli aktuella förutsatt att bilden av en fortsatt konjunkturåterhämtning med ett stramare resursutnyttjande som följd fortsätter att bekräftas. Den exakta tidpunkten rådde det däremot delade meningar om. När nästa räntehöjning genomförs beror på den samlade bedömningen av inflationsutsikterna på 1-2 års sikt. Tre av de direktionsledamöter som ställde sig bakom dagens beslut var av uppfattningen att det kan finnas anledning att agera redan vid nästa sammanträde med direktionen.

En annan ledamot hävdade att det var svårt att motivera en höjning redan vid nästa sammanträde om man inte förutser en mer markerad förändring av prisstegringstakten precis bortom tvåårshorisonten. Skulle så vara fallet skulle det vara ett argument för att lämna räntan oförändrad idag och sedan höja i juli.

En ledamot betonade att när effekterna av kronförstärkningen ebbar ut kommer inflationen att stiga snabbare över målet. Ledamoten som tidigare rest vissa frågetecken kring utvecklingen precis bortom tvåårshorisonten delade denna oro för en stigande underliggande inhemsk prisstegringstakt och konsekvenserna av att en avtagande kronförstärkning i det lite längre perspektivet bidrar till att importpriserna inte längre kan antas dämpa UNDEX-inflationen lika påtagligt.

En ledamot ställde frågan vad Riksbanken har att vinna eller förlora på att vänta. Enligt ledamoten lär Riksbanken inte vinna ytterligare kunskap på att vänta någon månad om konjunkturen tuffar på. Justerat för inflationen är den reala reporäntan fortfarande låg. Riksbanken har enbart tagit tillbaka den försäkringssänkning som genomfördes förra hösten i spåren av terrorattacker-

na i USA den 11 september. Till den låga realräntan kommer stimulanserna från en undervärderad krona och en expansiv finanspolitik. Vi har idag en sammantaget expansiv politik i ett läge där resursutnyttjandet förväntas stiga framöver från ett redan högt utgångsläge och utifrån ett läge där den aktuella inflationen dessutom redan är hög. Det föreligger idag en annan situation jämfört med uppgångarna under 1990-talet. Då fanns det gott om lediga resurser, idag är marginalerna små.

En annan ledamot nyanserade något bedömningen att den ekonomiska politiken är expansiv. Ledamoten menade att det är svårt att avgöra den relevanta realräntan. Idag är den nog låg men kanske inte så låg som ledamoten ovan vill göra gällande. När det gäller finanspolitiken så är det klart att den varit mycket expansiv under senare år men det är mer osäkert hur pass expansiv den blir nästa år.

En ledamoten lyfte fram löneutvecklingen i Sverige och menade att den ligger för högt i förhållande till vad som kan anses vara förenligt med inflationsmålet.

En annan ledamot menade att det inte fanns någon anledning att signalera när en höjning kan komma att ske. Ledamoten hävdade att konjunkturen fortfarande är osäkert; uppgången går långsamt, det kommer att dröja innan efterfrågan tar fart. Det är framför allt IKT-sektorn som inte utvecklas stabilt, vilket kan försena en uppgång. Samtidigt såg ledamoten inflationsrisker på sikt – kring 2003 och 2004 – p.g.a. av bl. a. arbetskraftsbrist i Sverige. Detta skulle kunna motivera en höjning i höst. Tudelningen i svensk ekonomi verkar ha en konjunkturutjämnande effekt. Aktiviteterna i tjänstesektorn som tidigare har utvecklats starkt dämpas nu, samtidigt som åtminstone delar av industrin återhämtar sig. Sammantaget innebär denna konjunkturbild att inflationstakten i Sverige går ned. Ledamoten framhöll också att ett kraftigt dollarras kunde påverka andra tillgångspriser och påpekade att börsfallet 1987 skedde i spåren av en svagare dollar. Sammantaget hade ledamoten svårt att se vad som skulle kunna ge Riksbanken anledning att höja räntan redan vid nästa sammanträde.

Flera ledamöter framhöll att de inte delade uppfattningen om att en dollarförsvagning skulle var negativt för världsekonomin. En ledamot hävdade istället att ett dollarfall under kontrollerade former var välkommet eftersom det kunde bidra till minskade obalanser i den amerikanska ekonomin. Denna bedömning fick stöd av en annan ledamot som passade på att framhålla att skulle något dramatiskt inträffa får Riksbanken ta hänsyn till det då; ungefär som i höstas i samband med terrorattacken i USA.

Flera ledamöter uttryckte oro för den svaga börsen och menade att den kan utgöra skäl till att gå försiktigt fram med penningpolitiken. En ledamot menade dock att det fanns anledning att noga följa vinstsiffrorna på den amerikanska börsen. Om dessa kommer ut starkare än väntat kan det leda till en snabbt stigande optimism, givet de positiva konjunktursignalerna vi ser.

En ledamot hade svårt att förstå varför börsen gick så svagt i förhållande till den reala utvecklingen. Ledamoten påpekade att börsutvecklingen i USA kan bero på faktorer som är specifika för USA, bl.a. osäkerhet om vissa företags

redovisningsprinciper, som kanske inte påverkar Europa i samma utsträckning.

En annan ledamot menade däremot att nedgången på börsen är en anpassning efter den bubbla som hade blåsts upp under slutet av 1990-talet på många börser runt om i världen. Nedgången har gjort att det sammantagna hotet mot världsekonomin nu istället minskat. Riskerna hade, fortsatte ledamoten, varit större om den expansiva politiken bidragit till att förvärpa obalanserna genom att skjuta den nödvändiga anpassningen framåt i tiden.

En ledamot konstaterade att euroområdet inte använt den tidigare högkonjunkturen till att konsolidera de offentliga finanserna. Arbetslösheten har nu börjat stiga och ligger kring 8 procent. Det innebär att Sverige inte kan räkna med någon snabb draghjälp från Europa.

Ledamoten kommenterade också de argument som framförts av en tidigare ledamot. Vinstutvecklingen i USA har vänt men från låga nivåer. Det vi sett har varit den största vinstnedgången på över 40 år. Det måste gå många kvartal för att vi ska nå tillbaka till tidigare nivåer. När det gäller konjunkturbedgången som varit synkroniserad behöver det inte betyda att uppgången blir synkroniserad. Uppgången kan komma att bromsas av dollarfallet.

Den tidigare ledamoten hävdade dock att man kan se en tydlig vändning om man ser till vinstutvecklingen enligt de bredare vinstmått, som innefattar flera företag. På senare tid syns också en ökning i bruttomarginalerna, vinstuppgången sker också från nivåer som för dessa bredare mått inte varit ovanligt låga. När det gäller IKT-sektorn trodde ledamoten på en snabbare vändning pga. av korta avskrivningstider. Avslutningsvis, när det gäller en synkroniserad uppgång framhöll ledamoten att man även måste se till andra länkar än bara handelslänkar så som finansiella länkar.

Flera ledamöter återkom till konstaterandet att andra centralbanker valt att avvakta med höjningar.

### **§ 3. Penningpolitiskt beslut<sup>2</sup>**

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 2 och konstaterade att ett förslag förelåg om att hålla reporäntan oförändrad och ett att höja med 0,25 procentenheter. Direktionen beslutade efter omröstning att hålla reporäntan oförändrad på 4,25 procent samt att offentliggöra beslutet torsdagen den 6 juni 2002 kl. 9.00 med motivering och lydelse enligt pressmeddelande nr 36, protokollsbilaga B. Direktionen beslutade även att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 19 juni 2002.

Vice riksbankschef Eva Srejber reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och anförde att reporäntan borde höjas med 0,25

---

<sup>2</sup> Närvarande direktionsledamöter som inte reserverat sig har deltagit i och instämt i det av direktionen fattade beslutet.



procentenheter med hänvisning till den motivering som lämnats för hennes reservation mot beslutet enligt § 1.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Urban Bäckström

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson