

Nr 18

**SÄRSKILT**  
**PROTOKOLL från direktionens sammanträde 2002-11-14**

Närvarande: Urban Bäckström, ordförande

Lars Heikensten  
Eva Srejber  
Villy Bergström  
Lars Nyberg  
Kristina Persson

–

Jan Bergqvist, fullmäktiges ordförande  
Johan Gernandt, fullmäktiges vice ordförande

–

Kerstin Alm  
Claes Berg  
Mårten Blix  
Anders Borg  
Hans Dellmo (§ 1)  
Jörgen Eklund  
Anders Eklöf (§ 1)  
Kerstin Hallsten (§ 1)  
Jyry Hokkanen (§ 1)  
Per Håkansson  
Jesper Johansson (§ 1)  
Hans Lindblad  
Tomas Lundberg  
Stefan Palmqvist  
Sara Tägtström (§ 1)  
Staffan Viotti

**§ 1. Penningpolitisk diskussion**

Det antecknades att Mårten Blix och Anders Borg skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättandet av dagens protokoll under paragraferna 1-2.

Diskussionerna utgick från de analyser och bedömningar som sammanställts av avdelningen för penningpolitik. Dessa analyser och bedömningar baserades på det tekniska antagandet att Riksbankens reporänta hålls oförändrad på 4,25 procent t.o.m. fjärde kvartalet 2004.

## 1. Direktionens bedömning av inflationsutsikterna

Direktionen konstaterade att det skett en viss stabilisering på de finansiella marknaderna även om det är för tidigt att bedöma om den blir mer permanent. Både de globala aktiemarknaderna och Stockholmsbörsen har stigit under den gångna månaden. En förklaring torde vara att aktiemarknaden hade prissatt risken för ännu svagare konjunkturutsikter och att delårsrapporterna skulle överraska negativt.

Den amerikanska centralbanken har sänkt sin styrränta med 0,5 procentenheter till 1,25 procent. ECB valde att hålla refinansräntan oförändrad vid sitt senaste möte. Utvecklingen på aktiemarknaden har bidragit till stigande långräntor, särskilt i USA, men även inom Europa. De svenska obligationsräntorna har i stort sett följt utvecklingen inom euroområdet. Den amerikanska dollarn har försvagats sedan inflationsrapporten.

I inflationsrapportens huvudscenariot i oktober förväntades en försiktig återhämtning av världsmarknadstillväxten under året och ett dämpat pristryck på internationellt handlade varor. BNP-tillväxten i de 19 OECD-länder som är Sveriges främsta handelspartners bedömdes uppgå till 1,5 procent i år, 2,4 procent 2003 och 2,8 procent 2004. Den sammanvägda KPI-inflationen i omvärlden beräknades i oktoberrapporten bli 1,4 procent i år, 1,6 procent 2003 och 1,8 procent 2004.

Information som tillkommit sedan dess tyder på att industrikonjunkturen är fortsatt svag såväl i USA som i Europa. Förtroendeindikatorer för hushåll och företag ger samma bild. Risk finns också för att det markanta börsfallet sedan början av 2000 får ett större genomslag i hushålls och företags beteende än vad som antogs i huvudscenariot. Ändå finns det skäl att hålla fast vid bedömningen att världskonjunkturen långsamt vänder uppåt under de kommande åren. I grunden baseras denna bedömning på att normala cykler för investeringar och lager får ett gradvist genomslag, även om återhämtningen denna gång tyngs av stora skulder hos hushåll och företag. I USA får konjunkturen stöd av en fortsatt god produktivitet utveckling, högre vinster och från den samlade ekonomiska politiken.

Det finns dock en del tecken på att utvecklingen i Europa kan komma att bli sämre än tidigare beräknat. I euroområdet uppvisar flera länder en mer dämpad utveckling än den som tecknades i föregående inflationsrapport. Den redan svaga utvecklingen i Tyskland förefaller ha försämrats ytterligare bl.a. till följd av uteblivna skattesänkningar, utgiftsnedskärningar och planerade skattehöjningar. Effekten av den samlade ekonomiska politiken, inklusive effekterna via växelkursen, kan inte heller väntas ge någon större stimulans till efterfrågeutvecklingen i euroområdet som helhet. Därtill verkar utvecklingen på de finansiella marknaderna och den säkerhetspolitiska oron återhållande även på den reala ekonomin i euroområdet.

Den mer dämpade efterfrågeutvecklingen medför att de internationella exportpriserna på bearbetade varor bedöms utvecklas svagare framöver än vad som

tidigare antagits. Oljepriset har fallit sedan föregående inflationsrapport efter en kraftig uppgång tidigare under året. Råvarupriserna väntas stiga, om än i långsammare tempo än vad som tidigare antagits. Kronan har stärkts något i handelsvägda termer (TCW) sedan föregående inflationsrapport och utgångspunkten är, liksom tidigare, att växelkursen kommer att stärkas ytterligare under prognosperioden. Sammantaget bedöms de svenska importpriserna i konsumentledet stiga något långsammare under prognosperioden än vad som tidigare förutsetts.

I inflationsrapporten i oktober bedömdes tillväxten i svensk ekonomi uppgå till 1,7 procent i år, 2,3 procent 2003 och 2,1 procent 2004. Till grund för denna bedömning låg bl.a. en internationell återhämtning, en i utgångsläget förhållandevis svag växelkurs, låga realräntor och en expansiv finanspolitik.

Trots en mer dämpad konjunktur i utlandet under innevarande år har efterfrågan i Sverige fortsatt att vara förhållandevis god. I huvudsak är det också den bild inkommande data givit. Dock finns tydliga tecken på en svagare industrikonjunktur; exporten har mattats av och industriproduktionen har varit mer dämpad än vad som antogs i förra inflationsrapporten. Till detta kommer risken för att den inhemska efterfrågan kan komma att påverkas mer än tidigare beräknat av börsfallet. Sedan förra inflationsrapporten har det därtill blivit tydligare att finanspolitiken kommer att bli mindre expansiv.

Sysselsättningen har hittills hållits upp relativt väl även om en del vikande tendenser kunnat noteras det senaste halvåret t.ex. inom industrin. Särskilt inom offentlig sektor är efterfrågan på arbetskraft stark. Sedan inflationsrapporten har Kommunal krävt omförhandlingar av lönerna för år 2003. Kommunals avtalsuppsägning och ett starkt efterfrågeläge för deras medlemmar gör att löner inom landsting och kommuner väntas öka något snabbare under 2003. Inom näringslivet bedöms dock den försvagade efterfrågan ha en dämpande effekt på löneutvecklingen. Även om Kommunals beslut inte föranlett motsvarande omförhandlingskrav inom andra avtalsområden är det oroande bl.a. med tanke vilka effekter det kan ha på lönerörelsen 2004. Redan före Kommunals beslut räknade Riksbanken med löneökningar under de närmaste åren som i ett långsiktigt perspektiv bedöms vara för höga.

I senaste inflationsrapporten bedömdes KPI-inflationen med beaktande av riskbilden uppgå till 2,0 procent i september 2003 och till 2,2 procent i september 2004. Motsvarande prognos för UNDIX-inflationen var 1,7 procent respektive 1,8 procent.

Det finns skäl att räkna med en något långsammare ekonomisk tillväxt. Resursutnyttjandet i den svenska ekonomin väntas därmed bli mindre ansträngt. Detta minskar det inhemska inflationstrycket under de kommande två åren.

## 2. Direktionsledamöternas bedömning av det penningpolitiska läget

### 2.1 Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget<sup>1</sup>

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten redogjorde för beredningsgruppens syn på inflationsutvecklingen och det penningpolitiska läget.

Det rådde enighet inom beredningsgruppen om att det är motiverat att föra penningpolitiken i en mer expansiv riktning. Gruppen ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter från 4,25 till 4,0 procent. Eftersom inflationsutsikterna på både ett och två års sikt ligger under Riksbankens mål för inflationen är det naturligt att justera reporäntan. Beredningsgruppen menade att det inte skett några dramatiska förskjutningar av den bedömning som presenterades i inflationsrapporten. Snarare kan det som skett beskrivas som att den ekonomiska statistik som presenterats bekräftat den tidigare bilden. Tecknen på en svagare konjunktur är tydligare. Till bilden hör att en majoritet av analytikerna inför dagens sammanträde väntade sig en sänkning med 0,25 procentenheter.

I samband med föregående sammanträde lyfte direktionen fram utvecklingen på de finansiella marknaderna och risken för att Kommunal skulle säga upp sina löneavtal, som två faktorer som kunde komma att påverka den framtida inflationsbedömningen. Gruppen noterade nu att fallen på aktiemarknaden vänts i en uppgång, men att det var för tidigt att avgöra om utvecklingen verkligen stabiliserats. Kraven på omförhandlingar är oroande, men andra avtalsområden har hittills inte valt att följa Kommunal och begära att avtalen skall sägas upp. Samtidigt ligger nästa avtalsperiod inom den horisont som normalt är styrande för penningpolitiken. Även när hänsyn togs till dessa faktorer bedömdes dock inflationsprognosen komma att hamna under 2-procentsmålet i det relevanta tidsperspektivet.

Gruppen menade att det fanns skäl som talade för att signaleringen om den framtida inriktningen på penningpolitiken bör vara öppen. Det finns inte skäl att nu binda sig för ytterligare sänkningar av styrräntorna även om flertalet i gruppen ansåg att det var troligt att nästa förändring skulle komma att bli en sänkning.

### 2.2 Direktionsledamöternas diskussion

Samtliga ledamöter var av uppfattningen att penningpolitiken bör baseras på UNDEX-inflationen. Samtliga direktionsledamöter delade också beredningsgruppens uppfattning att reporäntan bör sänkas med 0,25 procent från 4,25 till, 4,0 procent.

---

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

Direktionens medlemmar delade den grundsyn på ekonomin som presenterats och diskussionen kretsade därför främst kring hur riskbilden ska bedömas. En ledamot ifrågasatte om konjunkturen i Europa verkligen hade bottnat och pekade på effekterna av en starkare euro, stigande oljepriser och en finanspolitisk åtstramning. Dessutom var det långtifrån säkert att den amerikanska efterfrågan verkligen skulle ge den stimulans till Europa som prognoserna förutsätter. En allvarligare riskbild än den som presenterades i senaste inflationsrapporten kunde inte uteslutas, särskilt inte i ljuset av krigshotet i Mellanöstern. Ett utdraget krigsscenario skulle kunna leda till en allvarlig nedgång i världsekonomin. Ledamoten menade att läget för den amerikanska ekonomin, med ett stort bytesbalansunderskott, hög skuldsättning hos allmänheten och växande budgetunderskott, redan oavsett krigsrisk, utgjorde en allvarlig osäkerhetsfaktor, som skulle kunna leda till ett fortsatt dollarfall och högre räntor. Det fanns fortfarande en risk för att en aktieprisnedgång skulle kunna leda till sjunkande fastighetspriser och utlösa en recession. Ledamoten menade att det mot denna bakgrund finns skäl att signalera att ytterligare justeringar av reporäntan kunde komma att bli nödvändiga.

En annan ledamot bedömde också obalanserna i USA:s ekonomi som en risk. Det har förvisso varit en god tillväxt i år men utvecklingen på arbetsmarknaden är fortsatt svag. Samtidigt föreligger det starka expansiva laddningar i ekonomin. Både finans- och penningpolitiken har förts i en expansiv riktning. Produktivitetens utvecklingen är god och talar för att den potentiella tillväxten kan vara så hög som 3,5 procent. Ledamoten menade att den snabba ökningen av den potentiella tillväxten kan vara problematisk eftersom efterfrågeutvecklingen kommer att vara svag till följd av skuldsaneringen och svårigen utvecklas lika gynnsamt som ekonomins utbudssida. Ledamoten menade också att den minskning av skuldsättning, som skett genom att hushållen ökat sitt sparande, motsvaras av en ökad skuldsättning inom den offentliga sektorn.

Ytterligare en ledamot ansåg att utvecklingen i världsekonomin i allmänhet och i USA i synnerhet präglas av en stor nedjustering av kapitalvärden som pågått sedan 2001. Det handlar om att aktievärden smälter samman och att realkapital blir obsolet. Utvecklingen är tydlig i flera sektorer, t.ex. vissa industriföretag och försäkringsbolag. Det har varit svårt att anpassa utbud och efterfrågan under denna kraftiga nedjustering. Riksbanken kan ha underskattat hur mycket de lägre kapitalvärdena har dämpat efterfrågan. De framåtblickande indikatorer som nu publicerats kan vara ett uttryck för detta. Det kan vara svårt att rätt värdera denna risk för en svagare utveckling. Skulle nedjusteringen av kapitalvärdet övergå i tillgångsprisdeflation kommer det att krävas en mer tydlig omläggning av penningpolitiken, men ledamoten underströk att vi ännu inte befann oss vid den punkten. Därför är det rimligt att justera räntan i försiktiga steg och utvärdera utvecklingen. Ledamoten var av uppfattningen att riskerna för en lägre inflation som sammanhänger med en svagare internationell utveckling inte hade minskat.

En annan ledamot delade inte fullt ut de två första ledamöternas syn på världsekonomin och på läget i USA, utan ansåg att förutsättningarna för en fortsatt

sanering av företagens och hushållens balansräkningar var goda mot bakgrund av den omläggning av den ekonomiska politiken som genomförts. Låga räntor ger t.ex. förutsättningar för en fortsatt sanering, vilket stödjer en återhämtning. Utvecklingen får också stöd i ökade reallöner och stigande disponibla inkomster för hushållen. Förutsättningar för en fortsatt återhämtning finns. Hitintills har anpassningen till följd av det stora fallet i börskurserna skett i förhållandevis ordnade former. Ledamoten höll med den tidigare ledamot som lyft fram betydelsen av bytesbalansunderskottet i USA och menade att detta, om en växelkursanpassning sker abrupt, utgjorde en nedåtrisk. Hitintills har dock växelkursanpassningen varit lugn.

Ledamoten gjorde också reflektionen att det kanske uppstått en viss fartblindhet efter överhettningen eftersom tillväxten i flera länder varit hygglig hitintills och ändå framställts som dåliga tider. En annan reflektion var att de kostnadsreduktioner som förbättrat vinstutsikterna kan vara ett tecken på att konkurrensen förbättrats, vilket i grunden är positivt. Den ökade konkurrensen tvingar företagen att minska kostnaderna, vilket ökar produktiviteten och ger förutsättningar för högre reallöner.

En annan ledamot instämde i den tidigare ledamotens beskrivning av läget i USA. Ledamoten framhöll att om man föreställt sig för några kvartal sedan att börsen och dollarn skulle komma att falla så mycket som skett så hade man sannolikt också föreställt sig att konsekvenserna skulle bli mer dramatiska än vad som blivit fallet. Bubblan på aktiemarknaden har sakta och i relativt ordnad form tappat luft samtidigt som hushållens balansräkningar hittills anpassats under ordnade former. Det Riksbanken och andra bedömare har varit oroliga för är att den privata konsumtionen skulle komma att dämpas mera dramatiskt när hushållssparandet ökat. Ledamoten menade att risken för en kraftig nedgång av den inhemska efterfrågan i USA sannolikt minskat under de senaste kvartalen som en följd av den anpassning av den privata sektorns balansräkningar som skett. Ledamoten uttryckte en större oro för den tyska utvecklingen som föreföll väsentligt sämre än tidigare förutsett.

Ledamoten menade att redan prognosen i senaste inflationsrapporten hade kunnat motivera en räntesänkning och att den statistik som kommit sedan dess ytterligare stärker detta. I dagsläget tyder inte bara förväntningsvariabler, utan även reala variabler på en svagare utveckling av ekonomin. Ledamoten anslöt därför till dem som förordade en sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter.

Direktionen övergick därefter till att diskutera de riskerna som var förknippade med den inhemska utvecklingen. En ledamot gjorde bedömningen att Kommunals uppsägning inte utgjorde ett löneinflationsdrivande hot i år; riskerna för löneglidning under 2003 är begränsade. Däremot menade ledamoten att avtalsrörelsen 2004 kunde bli problematisk; det kan bli svårt att få till stånd de relativlöneförändringar som aviserats. Det finns en risk för kompensationskrav från andra delar av arbetsmarknaden. Detta kan dock motverkas av en dämpad efterfrågan från en åtstramande finanspolitik och en apprecierande krona. Där-

till minskar världsmarknadstillväxten och Sverige förlorar marknadsandelar vilket leder till en svagare exporttillväxt.

En annan ledamot konstaterade att den prognostiserade tillväxten för svensk del ligger nära den potentiella och inflationsprognosen rätt nära målet samtidigt som penningpolitiken inte är åtstramande i dagsläget. Dock kommer den samlade ekonomiska politiken att bli stramare under prognosperioden p.g.a. en stramare finanspolitik och kommunala skattechöjningar och en apprecierande krona. Ledamotens samlade bedömning var att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter. Vad gäller riskbilden menade ledamoten att den nu var balanserad. Ledamoten framhöll dock att det finns frågetecken bl.a. kring utvecklingen av arbetskraftsutbudet och arbetsmarknadens funktionssätt. Trots att den totala arbetslösheten ligger på drygt 6 procent ökar lönerna i ekonomin med 4 procent. Därtill finns det många obesatta platser, inte minst inom offentlig sektor. Dessutom sker detta i ett läge då arbetskraftskostnaderna ökar p.g.a. stigande pensionsavgifter och sjuklönekostnader. Ledamoten betonade att det finns en risk att situationen på arbetsmarknaden leder till arbetskraftsbrist och högre löneökningar.

En annan ledamot invände att nedåtriskerna till följd av en svag konjunkturutveckling dominerade. Den svaga utvecklingen i USA och i Europa visar möjligen att det inte finns några genvägar till tillväxt när det föreligger djupgående strukturella problem i ekonomin. I USA finns det stora och växande sparandeobalanser och i Europa en brist på dynamik och konkurrens. För att få en hållbar ekonomisk utveckling räcker det inte med räntejusteringar.

En ledamot konstaterade att även om det föreligger en viss oenighet om riskerna för en svagare utveckling så råder det enighet om att reporäntan bör sänkas med 0,25 procentenheter till 4,0 procent. Ledamoten noterade att det skulle finnas möjligheter för en mer utförlig värdering av läget i den kommande inflationsrapporten.

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

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 1 och konstaterade att ett förslag förelåg om att sänka reporäntan från 4,25 till 4,0 procent.

Direktionen beslutade enhälligt efter omröstning att sänka reporäntan till 4,0 procent och därmed att också sänka in- och utlåningsräntorna till 3,25 respektive 4,75 procent samt att offentliggöra beslutet fredagen den 15 november 2002 kl. 09.30 med motivering och lydelse enligt pressmeddelande nr 70, protokolls-bilaga.

---

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

Direktionen beslutade även att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras fredagen den 29 november 2002.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Urban Bäckström

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson