

Nr 20

SÄRSKILT

PROTOKOLL från direktionens sammanträde 2002-12-04

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

Malin Andersson (§ 1)

Claes Berg

Jörgen Eklund

Björn Hasselgren

Per Håkansson

Hans Lindblad

Tomas Lundberg

Sara Tägtström

Staffan Viotti

Anders Vredin

§ 1. Den aktuella inflationsbedömningen

Det antecknades att Jörgen Eklund och Sara Tägtström skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättande av dagens protokoll under §§ 1, 2 och 3.

Direktionen inledde sin diskussion utifrån den information som inkommit sedan direktionens senaste sammanträde den 28 november samt dess betydelse för inflationsutsikterna (avsnitt 1). Därefter fastställdes inflationsrapporten (avsnitt 2).

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

1.1 Utvecklingen på de finansiella marknaderna

På de finansiella marknaderna har utvecklingen sedan förra mötet präglats av en ökad vilja att ta risk. Det illustreras bl.a. av att volatiliteten i aktiekurserna minskat och att kreditspreadarna sjunkit. Uppgången på börsen sedan den 9 oktober har avstannat den senaste veckan. Utvecklingen på obligationsmarknaden har varit splittrad. Räntorna i USA och Storbritannien har gått upp medan de har fallit något i Sverige och Tyskland. Den svenska kronan har försvagats mot euron, men stärkts gentemot dollarn. Sammantaget har kronan i handelsvägda termer, TCW, varit oförändrad sedan inflationsrapportens stoppdatum. Inför dagens penningpolitiska sammanträde förväntade sig sju av elva marknadsaktörer att reporäntan skulle hållas oförändrad enligt nyhetsbyrå Reuters enkät.

1.2 Utvecklingen i omvärlden

Från USA har positiva siffror inkommit. Inköpschefsindex visar att industrikonjunkturen har förbättrats något. Reviderad BNP-statistik för tredje kvartalet visar en marginellt starkare utveckling än väntat. Förtroendet i hushållssektorn steg i november enligt University of Michigans mätningar av konsumtionstilltron och enligt Conference Boards Index.

Statistiken från euroområdet har varit något dystrare. Konsumentförtroendet föll tillbaka i november. IFO, som visar näringsklimatet i Europas största ekonomi Tyskland, sjönk något i november men nedgången var mindre än vad bedömare hade förväntat sig. Arbetslösheten i euroområdet steg till 8,4 procent i oktober. Nyinkommen preliminär statistik för det harmoniserade index för konsumentpriser, HIKP, visar att priserna i euroområdet steg med 2,2 procent i november jämfört med samma period föregående år.

1.3 Utvecklingen i Sverige

Enligt KI:s månadsbarometer för november har orderingången varit oförändrad de senaste månaderna och visar på fortsatt svagt orderläge. Inköpschefsindex, ICI, steg i november och ger en något mer positiv bild av industrikonjunkturen än KI:s barometer. Inköpschefsindex olika delindex ger dock en splittrad konjunkturbild. Delindex för orderingång har inte förbättrats medan delindex för produktionsplanerna har förskjutits något i positiv riktning.

De svenska hushållens syn på ekonomin var oförändrat relativt optimistisk enligt KI:s enkät rörande hushållens inköpsplaner för november. Fler hushåll tror också att arbetslösheten ska minska.

Löneutvecklingen i september var i linje med Riksbankens förväntningar. För hela ekonomin har lönerna ökat med i genomsnitt 3,7 procent under januari – september 2002 jämfört med motsvarande period föregående år. Kommunal har inkommit med ett avtalskrav för perioden 1 april 2003 – 31 mars 2004. Avtalskraven innehöll bl.a. låglönesatsningar och innebär 5,5 procent i lokalt påslag.

Direktionen konstaterade att den statistik som inkommit efter sammanträdet den 28 november var i linje med den bild som presenteras i inflationsrapporten.

2. Fastställande av Inflationsrapport 2002:4

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten framlade förslag till Inflationsrapport 2002:4, protokollsbilaga A. Inflationsrapporten utgår från de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 20 och 28 november.

Direktionen beslutade att fastställa inflationsrapporten enligt förslaget samt att den skulle offentliggöras den 5 december kl. 09.30.

Reservation

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

Jag delar i stora drag det huvudscenario som beskrivs i inflationsrapporten där Sveriges tillväxt framöver bedöms vara i linje med den långsiktiga tillväxttakten och inflationsutvecklingen nära Riksbankens mål. Jag ställer mig i stort sett även bakom riskbilden med en internationell nedåtrisk relaterad till en mer abrupt anpassning av det som återstår att justera i balansräkningar och bytesbalanser samt en inhemsk uppåtrisk kopplad till arbetsmarknaden och lönebildningen, men med något större vikt på den senare än majoriteten. Utöver dessa risker anför jag även en uppåtrisk till följd av högre tillväxt i utlandet i takt med att riskaptiten ökar samtidigt som den ekonomiska politiken i de flesta länder är expansiv och balansräkningsanpassningen i detta riskscenario väntas bli fortsatt ordnad. Därmed delar jag inte majoritetens syn att nedåtriskerna dominerar över uppåtriskerna. Min bedömning är att riskbilden är balanserad.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

§ 2. Penningpolitisk diskussion

Den penningpolitiska diskussionen utgick från bedömningen som redovisades i inflationsrapporten (avsnitt 1). Direktionens bedömning av penningpolitiken (avsnitt 2) föregicks av en redovisning av diskussionen i den penningpolitiska beredningsgruppen.¹

1. Direktionens bedömning av inflationsutsikterna

Det tidsperspektiv i vilken penningpolitiken normalt inriktas på bedöms inflationen något underskrida Riksbankens inflationsmål. Inflationen har utvecklats i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport. I oktober uppgick inflationen mätt med UNDI_X och KPI till 2,4 respektive 2,5 procent.

Den realekonomiska utvecklingen är fortsatt svag. Industrikonjunkturen har försämrats både i omvärlden och i Sverige. I USA bedöms – på ungefär samma sätt som tidigare i höst – förutsättningarna för en inhemskt driven återhämtning vara relativt goda men för euroområdet ser utsikterna något sämre ut. I flera länder i euroområdet har tillväxten varit svagare än väntat. Osäkerheten på de finansiella marknaderna har minskat något, även om det är för tidigt att dra slutsatsen att stabiliseringen blir bestående. BNP-prognosen för euroområdet revideras ned i år och nästa år. Tillväxten inom OECD-området som helhet bedöms bli 1,4 procent 2002, 2,2 procent 2003 samt 2,7 procent 2004.

Den svagare efterfrågeutvecklingen medför ett dämpat internationellt pristryck. Oljepriset har fallit sedan den förra inflationsrapporten publicerades i oktober och även om en viss uppgång har skett den senaste tiden bedöms oljepriset framöver utvecklas något svagare än i oktoberrapporten. Kronan väntas förstärkas under prognosperioden. Sammantaget kommer detta jämfört med föregående inflationsrapport att ha en viss dämpande effekt på prisutvecklingen på importerade produkter i Sverige.

En svagare industrikonjunktur hos flera av våra stora handelspartners gör att utsikterna för svensk ekonomi har försämrats. Exporten har mattats av, industriproduktionen har fortsatt att sjunka och orderingången är svag. Finanspolitiken väntas, i likhet med föregående inflationsrapport, bli mindre expansiv. Hushållens inkomster bedöms – efter flera år av snabb tillväxt – bara stiga måttligt och investeringarna hålls tillbaka av lägre efterfrågan. Trots detta bedöms den inhemska efterfrågan återhämta sig under prognosperioden. I Riksbankens huvudscenario väntas BNP växa med 1,5 procent 2002, 2,1 procent 2003 och 2,3 procent 2004, vilket är en något svagare än tidigare förväntat. Resursutnyttjandet bedöms bli förhållandevis högt under prognosperioden, men lägre än enligt föregående bedömning.

¹ 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 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.

Det något svagare efterfrågeläget i huvudscenariot medför att det under 2003 inte bedöms ske någon märkbar spridning till den privata sektorn av högre löner i kommuner och landsting till följd av Kommunals beslut att säga upp det tredje avtalsåret. Ökade kostnader för företagen till följd av höjda avtalade avsättningar till pensionsfonder medför dock att enhetsarbetskostnaderna i näringslivet nu bedöms bli högre 2003 jämfört med föregående inflationsrapport. Mot denna bakgrund har osäkerheten om utfallet av avtalsrörelsen 2004 ökat.

Riskbilden har betydelse för utformningen av penningpolitiken. Även om en viss stabilisering har skett utgör den internationella konjunkturutvecklingen fortfarande en nedåtrisk. Denna nedåtrisk uppvägs inte helt av den uppåtrisk för inflationen som är förknippad med det inhemska inflationstrycket och lönebildningen. Sammantaget bedöms det föreligga en viss nedåtrisk för inflationen på ett och två års sikt.

Den samlade bedömningen, med beaktande av riskbilden, är att UNDEX väntas uppgå till 1,9 procent på ett års sikt och 1,8 procent på två års sikt. Motsvarande siffror för KPI är 2,2 respektive 2,1 procent.

2. Direktionens bedömning av det penningpolitiska läget

2.1 Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten redogjorde för beredningsgruppens diskussion kring inflationsrapporten och konstaterade att det fanns olika uppfattningar i gruppen.

Det som talar för en sänkning är Riksbankens prognos i inflationsrapporten, där huvudscenariot och riskbilden ger en inflationsutveckling något under Riksbankens mål på 2 procent. Mot en sänkning talar det faktum att Riksbanken sänkte räntan vid förra sammanträdet och att inte mycket har hänt sedan dess. Att den nu framlagda prognosen motiverar ytterligare en sänkning med 0,25 procentenheter pekar på att räntan förra gången kunde ha sänkts med 0,50 procentenheter. Förväntningarna på marknaden är blandade med en majoritet som tror på att direktionen kommer lämna reporäntan oförändrad. Beredningsgruppen noterade också att ingen tydlig signalering hade skett före det penningpolitiska mötet om en sänkning.

2.2 Direktionsledamöternas diskussion

UNDEX har de senaste åren legat till grund för penningpolitikens utformning eftersom KPI påverkas av faktorer som inte bedömts för en varaktig effekt på inflationen eller inflationsprocessen. Direktionen fann ingen anledning ändra på uppläggningsen av politiken i detta avseende. Penningpolitiken baseras därför på en bedömning av UNDEX-inflationen.

Av direktionssammanträdet framgick till en början att tre ledamöter var av uppfattningen att reporäntan borde sänkas, men att det inte var något självklart beslut. Två andra ledamöter lutade dock mer åt att vänta med att sänka och istället låta reporäntan förbli oförändrad. Samtidigt underströk de att frågan inte var självklar. De två ledamöterna tog intryck av diskussionen och sade sig vid mötets slut acceptera att räntan kunde sänkas. Den sjätte ledamoten som gjorde en något annan bedömning av inflationsutsikterna ansåg utifrån den att reporäntan borde lämnas oförändrad.

Av de tre förstnämnda ledamöterna pekade en ledamot på att det står och väger. Å ena sidan talar inflationsprognosen för en sänkning av reporäntan, men å andra sidan är en sänkning inte förväntad av marknaden. Oavsett siffrorna kan man argumentera för oförändrad eller sänkt ränta, men givet prognosen är det svårt att i detta läge argumentera för att inte följa handlingsregeln. Styrkan sedan många år i penningpolitiken är att inflationsbedömningarna utgjort grunden för räntebesluten. Ledamoten påminde om situationen under försommaren. De flesta drog då slutsatsen att räntan skulle fortsätta att justeras upp, och det ganska rejält, i takt med att den internationella konjunkturen förbättrades. Prognosen i Riksbankens inflationsrapport i juni indikerade dock att inflationen väntades ligga i linje med målet under prognoshorisonten. Utifrån handlingsregeln var det därför naturligt att lämna reporäntan oförändrad. Ledamoten menade att en utebliven sänkning när såväl inflationen i huvudscenariot som i riskbilden underskrider Riksbankens mål öppnar upp för en diskussion om varför direktionen valde att frångå handlingsregeln. Givet inflationsbedömningen kände sig därför ledamoten böjd att sänka reporäntan. Ledamoten sade sig dock vara beredd att ändra ståndpunkt om starka skäl talade för ett annat beslut.

En annan av de tre ledamöterna framhöll att flera argument talade för en sänkning: Inflationsprognosen ligger under målet, den svenska reporäntan överstiger styrräntan i euroområdet omotiverat mycket och nästa penningpolitiska möte är inte förrän i februari. Ledamoten tillade dock att jämfört med tidigare under hösten är argumenten för en sänkning inte lika starka. Konjunkturen ser något bättre ut, men faran för en sämre utveckling är inte över. Uppgången blir sannolikt utdragen och riskerna kvarstår vilket gör att det kan uppstå skäl att sänka räntan ytterligare. Det säkerhetspolitiska läget utgör fortfarande en risk för en svagare konjunkturutveckling som kan komma att leda till fler sänkningar. Ledamoten ansåg dock att det för tillfället bör vara en neutral signalering rörande politikens inriktning framöver.

Den tredje ledamoten betonade att beslutet är svårt. Avgörande bör ändå vara vad prognosen talar för, dvs. en sänkning. Goda argument måste till om man ska avvika från handlingsregeln. Även andra aspekter talar denna gång för en sänkning. Om räntan sänks och konjunkturen sedan verkar bli starkare kommer det att uppstå en diskussion om att det är dags att höja räntan, men den lär komma oberoende av hur Riksbanken agerar idag. Avvaktar Riksbanken å andra sidan med att sänka och det kommer in sämre ekonomisk statistik uppkommer en diskussion om varför vi inte sänkte trots att vår regel talade för det. Denna

diskussion kan vara svårare att hantera. Ledamoten jämförde också den svenska styrräntan med euroområdet och konstaterade att det inte var svårt i våras att motivera varför den svenska skulle ligga högre än euroområdets. Idag är det dock inte lika lätt att motivera denna skillnad, menade ledamoten.

De två ledamöter som sade sig var tveksamma till en sänkning instämde i beredningsgruppens bedömning att inte mycket har hänt sedan föregående penningpolitiska sammanträde. En ledamot pekade emellertid på att industrikonjunkturen i USA och Sydostasien ser något starkare ut men att det såg sämre ut för Tyskland. I Sverige har utvecklingen inom industrin varit fortsatt svag samtidigt som den ekonomiska politiken blivit och väntas bli mindre expansiv på grund av mindre stimulerande finanspolitik, kommunala skatthöjningar och kronförstärkningen. Ledamoten konstaterade att Kommunals lönekrav på 5,5 procent för avtalsåret 2003 inte ger anledning till att förändra löneprognosen för landstingskommunal sektor annat än marginellt. Det här gör att räntebeslutet mer handlar om val av tidpunkt. Ledamoten framhöll att grundinställningen bör vara att avvakta med en sänkning i ljuset av att konjunkturen är på väg upp. Om ekonomin hade befunnit sig i en nedgångsfas skulle inflationsprognosen obetingat ha inneburit en sänkning, men när konjunktur vänder upp kan en avvaktande hållning motiveras.

Den andra ledamoten delade den föregående ledamotens uppfattning om att det faktum att konjunkturen är på väg uppåt talar för att lämna reporäntan oförändrad vid dagens sammanträde. Ledamoten framhöll att det inte är ovanligt att styrkan i konjunkturuppgången underskattas just i vändningsfasen. När konjunkturen väl vänder kan uppgången ske snabbt, vilket t.ex. inträffade i USA 1999. Därför föredrog ledamoten att avvakta trots att inflationen bedöms något underskrida målet.

Den sjätte ledamoten framhöll att tillväxten i omvärlden hade varit hygglig och menade att ledamöterna inte får bli allt för dystra. Penningpolitiken är redan expansiv om man ser till räntor och växelkurs. Tillväxten framöver väntas både i Sverige och i euroområdet vara i linje med vad som är långsiktigt hållbart utan att inflationen tar fart. Ledamoten pekade också på att man inte skulle vänta sig allt för hög tillväxttakt i ljuset av den potentiella tillväxtnivån i t.ex. euroområdet. Ledamoten ansåg sammantaget att räntan borde lämnas oförändrad.

En av ledamöterna som sade sig vilja vänta med en sänkning framhöll att handlingsregeln inte skulle tolkas alltför mekaniskt.

En annan ledamot kommenterade detta med att handlingsregeln är ett stöd som hjälpt direktionen många gånger. Ledamoten höll med om att den inte ska användas mekaniskt; det måste finnas en sammanhängande historia bakom som kan motivera varför man kommit till den slutsats man nu gjort. Det tycker jag att det finns denna gång, framhöll ledamoten. Vi är i stort sett i ett liknande läge som i förra rapporten där vi pekade på att konjunkturutsikterna i omvärlden, framför allt i euroområdet, har försämrats.

Ytterligare en ledamot instämde och menade att de som ville bortse från prognosen och inte sänka räntan, istället borde argumentera mot vad de ansåg vara fel i beslutsunderlaget och prognoserna.

En ledamot ställde frågan om det är en fördel att starta från en låg räntenivå när konjunkturen vänder.

En annan ledamot framhöll att nivån är det centrala för inflationsbedömningen. Ändå tycks diskussionen vad gäller räntehöjningar alltid föras oberoende av nivån i utgångsläget. När konjunkturen väl verkar vara på väg uppåt efterlyser många nära nog med automatik räntehöjningar. I den meningen spelar det inte så stor roll vilken nivå på räntan man startar ifrån.

En annan ledamot invände mot ett tidigare inlägg om ränteskillnaden gentemot ECB:s styrränta. Ledamoten menade att jämförelsen dels bör göras utifrån realräntan och inte den nominella räntan, dels att en positiv ränteskillnad kan motiveras utifrån att kronan alltså är svag, även om en förstärkning har skett, samt att Sverige har en mer expansiv finanspolitik än euroområdet. Vidare menade ledamoten att det inte bara gäller att analysera lämpliga förändringar av räntan utan att en samlad bedömning av vilken räntenivå som är lämplig för ekonomin bör göras, där även en avvägning mot finanspolitikens effekt bör ingå.

En av de två ledamöter som var av uppfattningen att man borde vänta med att sänka sade sig ha tagit intryck av diskussionen; eftersom inte avgörande skäl framkommit för att avvika från den nuvarande handlingsregeln kunde ledamoten ställa sig bakom en sänkning med 0,25 procentenheter. Om tillväxten visar sig bli starkare än väntat kan penningpolitiken läggas om i en mindre expansiv riktning framöver.

Ledamoten fick medhåll av den andra ledamoten som anslöt sig till denna uppfattning.

§ 3. Penningpolitiskt beslut²

Ordförande sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 2 och konstaterade att föreslag förelåg om att låta reporäntan vara oförändrad respektive sänka reporäntan med 0,25 procentenheter.

Direktionen beslutade att

- reporäntan sänks med 0,25 procentenheter till 3,75 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 11 december 2002,

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

- att utlåningsräntan sänks med 0,25 procentenheter till 4,50 procent och att inlåningsräntan sänks med 0,25 procentenheter till 3,00 procent med tillämpning från onsdagen den 11 december 2002,
- att den 5 december 2002 kl. 09.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt pressmeddelande nr 82, protokollsbilaga B samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras torsdagen den 19 december 2002.

Andre vice riksbankschef Eva Srejber reserverade sig mot beslutet att sänka reporäntan och anförde, med hänvisning till sin reservation mot beslutet att fastställa inflationsrapporten i § 1 ovan, att reporäntan borde vara oförändrad på 4,00 procent.

Denna paragraf förklaras omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Urban Bäckström

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson