



# SÄRSKILT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 3

DATUM: 2003-02-06  
MÖTESTID: 09:00

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

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

Jan Bergqvist, fullmäktiges ordförande (§ 1)  
Johan Gernandt, fullmäktiges vice ordförande

Kerstin Alm  
Claes Berg  
Jörgen Eklund  
Anders Eklöf (§ 1)  
Kerstin Hallsten  
Jyry Hokkanen  
Per Håkansson  
Leif Jacobsson  
Hans Lindblad  
Tomas Lundberg (§ 1)  
Pernilla Meyersson  
Eva Uddén Sonnegård  
Staffan Viotti  
Anders Vredin  
Martin Ådahl

### § 1. Penningpolitisk diskussion

Det antecknades att Eva Uddén-Sonnegård och Martin Ådahl 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 3,75 procent t.o.m. fjärde kvartalet 2004.

## 1. Den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna

Direktionen konstaterade att den ekonomiska utvecklingen fortsatt präglas av Irakkrisen, osäkerheten om styrkan i konjunkturutvecklingen i omvärlden och ett ökat sparande till följd av att hushållens och företagens balansräkningar anpassas efter fallet i aktiepriserna. På de finansiella marknaderna indikerar prissättningen en något svagare ekonomisk utveckling framöver än den som tecknades i inflationsrapporten i december 2002. Aktiepriserna har fortsatt nedåt och långräntorna har fallit både i Europa och USA jämfört med december förra året, främst beroende på osäkerheten om de ekonomiska effekterna av den säkerhetspolitiska utvecklingen. Riksbankens sänkning av reporäntan i december har bidragit till lägre svenska korträntor.

Enligt inflationsrapportens huvudscenario i december 2002 förväntades en måttlig världsmarknadstillväxt. De internationella exportpriserna bedömdes också utvecklas svagt. BNP-tillväxten i de 19 OECD-länder som är Sveriges främsta handelspartners bedömdes uppgå till 1,4 procent 2002, 2,2 procent 2003 och 2,7 procent 2004. Den sammanvägda KPI-inflationen i dessa länder beräknades i decemberrapporten bli 1,4 procent 2002, 1,6 procent 2003 och 1,7 procent 2004.

Utsikterna för euroområdet ser nu något svagare ut än väntat, medan den amerikanska ekonomin utvecklats i linje med den senaste prognosen. I euroområdet leder den ökade arbetslösheten och ett försämrat konsumentförtroende sannolikt till en något mer dämpad konsumtion än den som förväntades i decemberrapporten. Detaljhandeln har sedan decemberrapporten utvecklats svagare än väntat. Samtidigt har förutsättningarna för industrins utveckling framöver försämrats något jämfört med december 2002 till följd av ett högre oljepris och eurons fortsatta förstärkning. I expansiv riktning verkar ECB:s sänkning av refinansräntan i december.

I USA skapar en expansiv ekonomisk politik och en stark produktivitet utveckling relativt goda förutsättningar för en inhemskt driven återhämtning. Mot en mer påtaglig konjunkturuppgång talar dock oljeprishöjningarna och att sparandet kan öka till följd av anpassningen av företagens och hushållens balansräkningar. De amerikanska hushållens konsumtion dämpades något mot slutet av året och BNP-tillväxten för helåret uppgick till 2,4 procent. För den amerikanska industrin ger utvecklingen blandade signaler; industriproduktionen sjönk i december samtidigt som inköpschefsindex steg till följd av en ökad orderingång. Det senare talar för en förbättring framöver. Direktionen drog sammantaget slutsatsen att tillväxten i OECD-området väntas bli marginellt svagare jämfört med den bedömning som gjordes i december 2002.

I inflationsrapporten i december bedömdes tillväxten i svensk ekonomi bli måttlig och uppgå till 1,5 procent 2002, 2,1 procent 2003 och 2,3 procent 2004. Till grund för denna bedömning låg bl.a. en relativt långsam internationell återhämtning. Resursutnyttjandet i

Sverige bedömdes bli förhållandevis högt och produktivitetstillväxten till en början relativt stark för att sedan mattas något mot slutet av prognosperioden.

Bilden av en gradvis förbättrad konjunkturutveckling i Sverige, med ett i utgångsläget förhållandevis högt resursutnyttjande, har inte förändrats. Ännu finns dock inga klara tecken på en förstärkning av industrikonjunkturen, även om det finns vissa positiva tecken. Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer för januari tyder på att produktionsvolymen ökade något mer än företagen räknade med under fjärde kvartalet 2002. Orderingången från hemmamarknaden tycks ha ökat marginellt, medan den från exportmarknaden minskat något. Nulägesomdömena om orderstockar och färdigvarulager har förbättrats något jämfört med föregående kvartalsbarometer. Konfidensindikatorn för tillverkningsindustrin steg något i januari och ligger nu i stort sett på den historiska genomsnittliga nivån. Inköpschefsindex fortsatte att öka i januari och tyder på en viss förbättring av industrikonjunkturen. Företagen fortsätter dock att vara försiktiga i sina framtidsbedömningar och tycks räkna med endast en blygsam produktionsvolymökning och fortsatta neddragningar av arbetsstyrkan under första kvartalet i år.

Konjunkturbarometern tyder också på att företagens prissättning är återhållsam. På exportmarknaden har prissänkningar förekommit i högre utsträckning än prishöjningar och det är fortfarande en större andel företag som räknar med att sänka exportpriserna än som räknar med att kunna höja. På hemmamarknaden noteras en liten övervikt för andelen som planerar prishöjningar.

Under 2002 ökade hushållens reala disponibla inkomster med i storleksordningen 5 procent. Likväl visade de preliminära nationalräkenskaperna för de första tre kvartalen 2002 på en något svagare privat konsumtion än väntat. Konsumtionen beräknas nu ha ökat runt 1 procent förra året. Detta kan vara tecken på att hushållen uppfattat inkomstökningen som mer tillfällig och därför använt en stor del av inkomstökningen till sparande. Det kan också vara en effekt av minskningen i hushållens finansiella förmögenhet efter det fortsatta aktieprisfallet. Enkäten om hushållens inköpsplaner (HIP) visar att optimismen om den egna ekonomin tycks ha dämpats de senaste månaderna. Sannolikt har bl.a. höjda skattesatser i många kommuner och landsting, oron inför ett eventuellt Irakkrig samt höga energipriser bidragit till detta.

Nationalräkenskaperna har reviderats sedan inflationsrapporten i december förra året. En analys av dessa indikerar att produktivitetstillväxten varit högre och resursutnyttjandet något lägre än den bedömning som gjordes i december. Enligt de nya beräkningsmetoder som nu används i nationalräkenskaperna var tillväxten emellertid svagare under 2001 jämfört med tidigare publicerade uppgifter. Under de tre första kvartalen 2002 var tillväxten 1,9 procent jämfört med motsvarande period året innan. Utfallet tyder på att tillväxten för helåret 2002 därmed kan ha varit något högre än de 1,5 procent som var bedömningen i decemberrapporten. Samtidigt visar ny arbetsmarknadsstatistik att medelarbetstiden minskade något mer än väntat i fjol. Detta innebär att arbetsproduktiviteten i ekonomin som helhet också ökade mer än väntat 2002. Det finns i dagsläget inga tecken på att medelarbetstiden skulle börja öka. Samtidigt fortsätter overtidsuttaget att minska. Därmed kan antalet arbetade timmar sannolikt bli något lägre och produktivitetstillväxten något högre än vad som antogs i decemberrapporten även 2003.

Bristen på arbetskraft i tillverkningsindustrin ligger fortfarande på historiskt låga nivåer. I tjänstenärningar som uppdragsverksamhet och datakonsultverksamhet är kapacitetsutnyttjandet också lågt. Det finns tecken på att rekryteringsproblemen i den offentliga sektorn har minskat. Konjunkturlönestatistiken visar också på en lite lägre löneökningstakt i den offentliga sektorn än väntat, även om inte alla lokala förhandlingar i staten ännu är helt avslutade eller registrerade i statistiken.

Direktionens samlade bedömning var att den inhemska efterfrågan förväntas fortsätta att stiga något under prognosperioden. Tillväxten i den svenska ekonomin förväntas, i likhet med den internationella, vara aningen svagare än beräknat.

I den senaste inflationsrapporten bedömdes KPI-inflationen med beaktande av riskbilden uppgå till 2,2 procent i december 2003 och 2,1 procent i december 2004. Motsvarande prognos för UND1X-inflationen var 1,9 procent och 1,8 procent. I december 2002 uppgick inflationen mätt med KPI till 2,3 procent och med UND1X till 2,2 procent dvs. något över den bedömning som gjordes i inflationsrapporten, vilket i huvudsak beror på att energipriserna stigit.

Oljepriserna ligger i dag ca 5 USD/fat högre jämfört med den tidigare bedömningen. Prisuppgången beror bl.a. på att risken för krig i Irak ökat, strejk i Venezuela samt ett kallare väder än normalt på norra halvklotet. Lagren av olja och oljeprodukter i USA är för närvarande de lägsta på flera decennier. OPEC har ökat sina produktionskvoter för att kompensera det minskade utbudet från Venezuela. Produktionsökningen har ännu ej nått upp till den ökade kvoten samtidigt som det tar tid innan denna olja når fram till marknaden.

Vattenbrist i kraftmagasinen i spåren av den ovanligt torra sommaren och kallt väder medförde kraftigt stigande elpriser i december och januari. Terminspriserna på elbörsen för leverans under första kvartalet 2003 mer än fördubblades jämfört med den nivå som gällde i decemberrapporten. På senare tid har dock terminspriserna fallit tillbaka till ungefär samma nivå som gällde i början av december. Information från elbolagen visar att de planerar fortsatta höjningar av de s.k. tillsvidarepriserna. När vattenmagasinen åter börjar fyllas på och vädret bli varmare väntas elpriserna gradvis falla tillbaka.

Riskbilden domineras av den säkerhetspolitiska situationen i omvärlden. Själva osäkerheten kring konsekvenserna av ett eventuellt krig i Irak och möjligheterna att uppnå en stabilisering i regionen utgör en nedåtrisk, som kan medföra att investeringar och tillväxt utvecklas långsammare i hela OECD-området. Detta förstärker osäkerheten på de finansiella marknaderna. Dessa problem överskuggar i dagsläget de mer normala inflationsrisker som bör beaktas vid en bedömning av inflationstrycket under prognoshorisonten. Den uppåtrisk från ökat resursutnyttjande och stigande lönetryck som skissades i inflationsrapporten bedöms nu ha minskat något. Osäkerheten kring de spridningseffekter och kompensationskrav, som energiprishöjningarna, kan ge upphov till skulle kunna utgöra ytterligare en uppåtrisk.

Sammantaget gjorde direktionen bedömningen att inflationen ligger i linje med målet i slutet av 2004. Inflationen påverkas i dagsläget starkt av uppgången i energipriserna. Den medför att inflationen i genomsnitt bedöms ligga över målet 2003 och under målet 2004.

## 2. Direktionsledamöternas bedömning av det penningpolitiska läget

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

Vice riksbankschef Irma Rosenberg redogjorde för den penningpolitiska beredningsgruppens syn på inflationsutvecklingen och det penningpolitiska läget.

Beredningsgruppen konstaterade att den nya informationen och inkomna statistiken sedan december 2002 inte påverkat bedömningen i huvudscenariot i inflationsrapporten på något avgörande sätt. Det finns få tecken på att konjunkturen har tagit fart. Utvecklingen i USA ser ut att vara ungefär i linje med den föregående bedömningen medan läget i euroområdet är något svagare än väntat. Osäkerheten på grund av det säkerhetspolitiska läget har ökat, vilket skymmer de normala konjunkturmönstren och därför komplicerar bedömningen av inflationsutsikterna. Det är bl.a. svårt att bedöma hur hushållens och företagens beteenden kan komma att påverkas av olika säkerhetspolitiska förlopp. Flera riskscenarier förknippade med ett eventuellt krig i Irak diskuterades i beredningsgruppen liksom effekterna av energiprisuppgången från olje- och elpriser. Det rådde enighet om att denna prisuppgång är ett typexempel på en utbudsschock med tillfälliga effekter på inflationen som penningpolitiken inte behöver reagera på i dagsläget. Det finns dock en risk att uppgången i energipriserna kan leda till spridningseffekter. Denna risk måste emellertid anses begränsad i det dämpade konjunkturläget som råder.

I beredningsgruppen rådde också enighet om att rekommendera en oförändrad styrränta. Detta beror på att den nya informationen inte nämnvärt förändrat den svenska konjunkturbilden samtidigt som osäkerheten är fortsatt stor.

### 2.2. Direktionsledamöternas diskussion

Direktionen var enig om att i dagsläget betrakta effekterna på inflationen av energiprisuppgången som tillfälliga och att penningpolitiken för närvarande bör baseras på UND1X-inflationen.

Samtliga direktionsledamöter menade också att reporäntan bör lämnas oförändrad. Det rådde enighet om att den nya informationen inte ger anledning att omvärdera det penningpolitiska läget, samtidigt som det råder fortsatt stor osäkerhet till följd av risken för ett krig i Irak. Då direktionens medlemmar delade den grundsyn på ekonomin som presenterats kretsade diskussionen främst kring riskbilden. En ledamot menade dock att det mot bakgrund av det säkerhetspolitiska läget kan bli aktuellt att sänka reporäntan senare under året. En annan ledamot ansåg att valet stod mellan en oförändrad reporänta och en räntesänkning.

Tre ledamöter betonade särskilt nedåtriskerna för inflationsutsikterna. En av dessa ledamöter menade att det, vid sidan av den internationella inflationsuppgången till följd av stigande oljepriser, även fanns motsatta tendenser, dvs. indikationer på möjliga deflationsrisker i Tyskland och USA. Det är framförallt varupriserna som utvecklats mycket svagt. Ledamoten hade också en något mer pessimistisk bild av den internationella konjunkturutvecklingen än

---

<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.

den som presenterats. Effekterna av ett krig i Irak kan bli mer utdragna och mindre godartade än väntat. Därtill kan utvecklingen för privat konsumtion bli svagare än vad som bedömdes i beredningsgruppen.

En annan ledamot pekade på att osäkerhet om kriget i Irak starkt påverkar aktiemarknaderna och noterade att ett krig paradoxalt nog kan leda till en börsuppgång. Förklaringen är att osäkerheten kan minska vid ett krigsutbrott. Även de reala investeringarna hålls tillbaka av osäkerheten om kriget och dess förlopp. Ett kort krig kan därför betyda att investeringar som skjutits på framtiden realiserar, vilket kan få positiva effekter på efterfrågan. I USA kan denna effekt bli betydande. Detta kan ses som en uppåtrisk. Ledamoten betonade emellertid risken för snabba förändringar i konsumtion och sparande i Sverige framöver. Det kan finnas en nedåtrisk när allmänheten nu ser att deras pensioner värderas lägre och att deras finansiella sparande eroderats. Ledamoten påminde om utvecklingen i början av 90-talet, då nettosparandet snabbt vände från att vara negativt till att vara klart positivt.

En tredje ledamot menade att fortsatta vapeninspektioner i Irak kan leda till en förlängning av osäkerheten som är värre – ur ett rent konjunkturmässigt perspektiv – än om kriget kommer igång. Utfallet av ett krig kan å andra sidan också bli sämre än väntat. Ledamoten pekade därtill på blandade signaler från USA. Den långsiktiga utvecklingen i USA domineras av en hög produktivitetsutveckling och låg lönekostnadsutveckling. Detta innebär låga enhetsarbetskostnader, vilket borgar för en god vinstutveckling. På kort sikt har en stark nedgång av dollarn bidragit till att USA:s konkurrenskraft förbättrats. Trots detta väntas bytesbalansunderskottet på cirka 5 procent av BNP fortsätta att öka. Detta beror på att den initiala priseffekten av dollarförsvagningen påverkar bytesbalansen innan volymerna hinner anpassa sig. Budgetunderskottet väntas bli 2-3 procent av BNP i år – krigskostnader och föreslagna skattereduktioner ej inräknade. USA är samtidigt ett exempel på att penningpolitiken, i vissa situationer, har för svag effekt för att kunna bryta en konjunkturedgång. Två års räntesänkningar från 6,50 till 1,25 procents styrränta har ännu inte vänt utvecklingen, penningpolitiken verkar framförallt kunna påskynda en vändning när den väl inträffat. Vidare menade ledamoten att läget ser dystert ut för Tyskland med låg tillväxt och hög arbetslöshet, vilket påverkar svensk marknadstillväxt negativt. Därtill riskerar disponibelinkomsterna att utvecklas mycket svagare i Sverige i år, samtidigt som trenden på arbetsmarknaden kan vända ned och arbetslösheten börja öka. Privat konsumtion påverkas i så fall negativt.

Ytterligare en annan ledamot gjorde en något mer positiv bedömning av konjunkturläget. Tillväxten i världen har ökat 2002, trots den säkerhetspolitiska osäkerheten och en historiskt mycket stor anpassning i aktiepriserna och därmed även i förmögenheter och skulder. På de flesta håll i världen ligger tillväxttakten ännu något under den potentiella men väntas tillta och nå potentiell tillväxt under de närmaste åren. Anpassningen på de finansiella marknaderna har hittills skett under ordnade former även om det är osäkert om den ännu är avslutad. En ökad riskaversion har skapat en överreaktion med en överflyttning av placeringar från aktier till obligationer. De låga räntorna har i sin tur påverkat fastighetsmarknaderna i flera länder. Skuldanpassningen har nått olika långt i olika länder. Sparandeobalanser mellan länder kvarstår, vilket sannolikt kommer att kräva ytterligare växelkurs- och tillväxtanpassningar. Ledamoten delade beredningsgruppens bedömning av riskscenarierna.

Vad gäller Sverige menade ledamoten att resursutnyttjandet är högt, om än inte så ansträngt som 2000 och delar av 2001. Drivkrafterna och händelseförloppet i svensk ekonomi har inte ändrats av den reviderade statistiken. Det ekonomiska läget är balanserat med en tillväxt kring den potentiella. Om prognosen för 2003 infrias blir det tredje året i rad som inflationen ligger över målet. Förväntningar och låga bristtal talar för en inflation nära målet 2004, med importpriser som håller nere den samlade inflationstakten, medan de inhemska priserna fortsätter att öka i god takt.

Ledamoten lyfte i detta sammanhang några frågor kring prognosen: Vad sker med svensk inflation om importpriserna inte längre hålls ned av en starkare krona? Är den höga inhemska inflationen ett uttryck för att det sker en övervältring av kostnaderna på konsumentpriserna på marknader med bristande konkurrens i en situation där efterfrågeläget medger prishöjningar? Varför stiger lönerna så pass mycket vid höga totala arbetslöshetsnivåer? Finns det risk för kompensationskrav i den kommande avtalsrörelsen eftersom inflationen legat över 2 procent i snart tre års tid? Hur ska svensk prisnivå närma sig genomsnittet i EU, genom lägre svensk inflation eller genom en svagare krona?

En ledamot menade att det som talar för en högre inflationstakt – jämfört med inflationsrapporten i december – bara är el- och oljprishöjningarna. Dessa är en följd av utbudstörningar. Om energiprishöjningarna slår igenom på inflationen i perspektivet ett till två år beror framförallt på om de påverkar lönebildningen. Det vet vi inte förrän i höst eller ännu senare, när avtalsrörelsen kommit igång ordentligt. Först då går det att se om det uppstår kompensationskrav och andra spridningseffekter. Det finns samtidigt faktorer som talar för en något lägre inflationstakt än i decemberrapporten. I Europa har det inte skett några dramatiska förändringar men utvecklingen blir antagligen marginellt svagare än väntat. Det kommer i så fall att påverka Sverige. Samtidigt finns en nedåtrisk för konsumtionen i ljuset av bl.a. den svagare inkomstutvecklingen. De nya siffrorna i nationalräkenskaperna tyder också på att resursutnyttjandet kan vara något mindre ansträngt. Sammantaget talar detta för att inflationsutsikterna i dagsläget är balanserade. Det kan inte uteslutas att den information som kommer in under de närmaste månaderna kommer att tala för en svagare konjunktur. Samtidigt kommer osäkerheten om hur energiprishöjningarna påverkar inflationen i ett lite längre perspektiv att kvarstå.

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

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 1 och konstaterade att ett förslag förelåg om en oförändrad reporänta. Direktionen beslutade enhälligt efter omröstning att lämna reporäntan oförändrad på 3,75 procent samt att offentliggöra beslutet fredagen den 7 februari 2003 kl. 9.30 med motivering och lydelse enligt pressmeddelande nr. 10, protokollsbilaga. Direktionen beslutade även att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras torsdagen den 20 februari 2003.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

---

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



Kerstin Alm

Justeras:

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson

Irma Rosenberg