



SÄRSKILT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 6

DATUM: 2003-03-17
MÖTESTID: 13:00

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

Kerstin Alm
Claes Berg
Jörgen Eklund
Anders Eklöf (§ 1)
Kerstin Hallsten
Björn Hasselgren
Per Håkansson
Leif Jacobsson
Hans Lindblad
Annika Svensson
Sara Tägtström
Staffan Viotti
Anders Vredin

§ 1. Den aktuella inflationsbedömningen

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

Nyinkommen information

Sammanträdet inleddes med en redogörelse för den nya information som inkommit utöver inflationsrapporten, som lades fast den 12 mars. Den amerikanska sysselsättningen föll i

februari jämfört med månaden innan. Även detaljhandelsförsäljningen i USA var svag under inledningen av året, medan bostadsinvesteringarna ökade i januari.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna präglas av osäkerheten om konflikten i Irak. Det tar sig bl.a. uttryck i fortsatt hög riskaversion bland placerare och hög volatilitet framförallt på de internationella obligationsmarknaderna. Långa obligationsräntor och aktiekurser har stigit under de allra senaste dagarna till följd av förväntningar om att det kan bli ett kortvarigt krigsförlopp och att den säkerhetspolitiska oron därmed snabbare skingras. På valutamarknaden har detta resulterat i en generell förstärkning av den amerikanska dollarn och därmed en viss försvagning av kronan mot dollarn. Sammantaget har kronan i TCW-termen varit i stort sett oförändrad den senaste veckan. Samtliga tillfrågade bedömare på de finansiella marknaderna uppger att de förväntar sig en sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter och förväntningarna avspeglas också i marknadspriserna.

Inflationen i Sverige steg i februari och ökningen i UND1X uppgick till 3,3 procent. Detta berodde i huvudsak på höjda energipriser. Ökningstakten i UND1X exklusive energi uppgick till 1,9 procent i februari. Den senaste veckans inkomna statistik har i stort varit i linje med den bild som tecknas i inflationsrapporten. Inflationsutfallet förändrar inte bedömningen i inflationsrapporten att energiprisuppgången i allt väsentligt bedöms medföra endast tillfälliga effekter på prisnivån och att inflationen väntas falla tillbaka under våren i takt med att el- och oljepriserna sjunker.

Inflationsrapporten

Vice riksbankschef Irma Rosenberg framlade förslag till Inflationsrapport 2003:1, som också utgör Riksbankens redogörelse till riksdagens finansutskott, *protokollsbilaga A*. Inflationsrapporten utgår från de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 6 och 12 mars.

Av inflationsrapporten framgår att den ekonomiska tillväxten i både Sverige och omvärlden återhämtade sig något under fjolåret. En fortsatt stor osäkerhet förknippad med fallande aktiepriser och risk för krig i Irak har dock medfört att de internationella konjunkturutsikterna försämrats något sedan i december. Utvecklingen i de stora euroländerna har varit överraskande svag och utsikterna för en tydlig återhämtning framstår nu som dystrare. Den bild med en gradvis återhämtning som Riksbanken tecknade i december - och i samband med det penningpolitiska beslutet i februari - består i stort, men uppgången väntas bli långsammare. Det medför att resursutnyttjandet förblir relativt måttligt under prognosperioden, vilket bidrar till att den internationella prisutvecklingen bedöms bli dämpad.

Den lägre internationella efterfrågan medför att svensk export utvecklas något svagare än i Riksbankens tidigare bedömningar. Det finns inga tydliga tecken på en uppgång i industrikonjunkturen. Under innevarande år bedöms hushållens köpkraft dämpas av höjda kommunal- och landstingsskatter, högre energipriser och stigande arbetslöshet. Detta tillsammans med en fortsatt oro kring Irak-konflikten antas medföra en något mer dämpad konsumtionstillväxt. De svenska nationalräkenskaperna har reviderats och en analys av dessa och andra konjunkturindikatorer tyder på att det finns mer lediga resurser än tidigare väntat. Sammantaget innebär detta att resursutnyttjandet bedöms bli något mindre ansträngt också i Sverige under prognosperioden.

Prognoserna i inflationsrapportens huvudscenario pekar på en ökningstakt i KPI om ett år (mars 2004) med 1,0 procent och av UND1X med 0,8 procent. Motsvarande siffror på två års sikt (mars 2005) är 1,9 procent respektive 1,7 procent. Den genomsnittliga inflationen fram t.o.m. mars 2004 väntas bli 2,0 procent enligt både KPI och UND1X. Genomsnittet fr.o.m. april 2004 t.o.m. mars 2005 väntas bli 1,7 procent för KPI och 1,4 procent för UND1X.

Vad gäller riskbilden kan det inte uteslutas att de högre energipriserna får mer kvardröjande effekter på inflationen. Vidare finns det en risk att utfallet av avtalsrörelsen som inleds under hösten blir högre än i inflationsrapportens huvudscenario. De främsta nedåtriskerna för svensk inflation hänger samman med osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden. Det finns en risk att utvecklingen i euroområdet blir svagare än väntat. Betydelsefullt är också att den säkerhetspolitiska situationen skapar osäkerhet och inrymmer hot mot världsekonomin som är svåra att uppskatta men som bör beaktas i det beslutsunderlag som vägleder penningpolitiken.

Beslut

Direktionen beslutade

- att fastställa inflationsrapporten enligt förslaget
- att överlämna rapporten till riksdagens finansutskott samt
- att den skulle offentliggöras den 18 mars kl. 09.00.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

§ 2. Den penningpolitiska diskussionen

Inledningsvis redogjorde vice riksbankschef Irma Rosenberg för beredningsgruppens diskussion kring inflationsrapporten¹. Hon konstaterade att det fanns olika uppfattningar om penningpolitiken i dagsläget, men att flertalet deltagare i diskussionen förordade en sänkt repo-ränta. Riksbankens prognos i inflationsrapporten pekar på en inflationsutveckling som tydligt understiger två procent på ett till två års sikt. Detta beror främst på att energipriserna väntas falla tillbaka från sina nuvarande höga nivåer. Sådana tillfälliga förändringar i inflationen behöver inte påverka penningpolitiken. Utöver detta bedömdes resursutnyttjandet i Sverige och i omvärlden inte vara lika ansträngt som tidigare. Den samlade bedömning som i rapporten görs av inflationen bedömdes ge utrymme för en sänkning av reporäntan. En viktig omständighet är också att den oro och osäkerhet som präglar världsekonomin riskerar att leda till en sämre utveckling på kort sikt än i huvudscenariot.

Direktionen konstaterade att penningpolitiken i allmänhet under senare år har baserats på prognoser för inflationen mätt med UND1X. Detta index har valts för att det är mindre känsligt än KPI för tillfälliga effekter på inflationen sammanhängande med förändringar i

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. De uppfattningar som föredrogs och som kommer till uttryck i detta protokoll behöver inte nödvändigtvis delas av beredningsgruppens samtliga medlemmar.

indirekta skatter, subventioner och räntekostnader för egnahem. I dagsläget bör hänsyn därutöver tas till el- och oljeprisutvecklingen. Prisuppgången på dessa produkter bedöms i allt väsentligt vara följden av tillfälliga utbudsstörningar och därmed inte relevant för penningpolitikens utformning, i linje med Riksbankens förtydligande från 1999.

Samtliga ledamöter delade beredningsgruppens uppfattning att reporäntan skulle sänkas med 0,25 procentenheter mot bakgrund av den aktuella inflationsprognosen och den samlade riskbilden. En av ledamöterna menade emellertid att det även fanns argument för att lämna räntan oförändrad, medan en annan ledamot inte uteslöt att man skulle kunna sänka med mer än 0,25 procentenheter och att fortsatta sänkningar kan bli nödvändiga framöver. Två ledamöter var tveksamma till räntesänkningen men betonade att den snabbt kan tas tillbaka. Två andra ledamöter bedömde att penningpolitikens inriktning framöver är en öppen fråga och att osäkerheten i dagsläget är mycket stor. Diskussionen på mötet kom till stor del att kretsa kring riskbilden.

En ledamot förklarade sig stå bakom bilden i inflationsrapporten men ville nyansera riskbilden något. Ledamoten pekade på den stora osäkerheten i Europa, särskilt i Tyskland, och menade att det kanske målas en för ljus bild i inflationsrapporten givet den senaste tidens utveckling. Ledamoten såg även en risk för en sämre utveckling bortom prognoshorisonten. Samtidigt såg ledamoten risker för en starkare internationell konjunkturutveckling och framhöll att det i USA skett en tydlig anpassning av företagens obalanser både på tillgångs- och skuldsidan. Det har tagit sig uttryck i bl.a. en förbättring av företagets likviditet och skulder i förhållande till det egna kapitalet. Det här innebär i sin tur att konjunkturen och aktiepriserna kan stiga snabbt när det väl vänder. Men det kan också finnas delar av den amerikanska ekonomin vars negativa utveckling har dolts bakom den osäkerhet som präglar marknaderna i dagsläget. Det skulle kunna vara förklaringen till den något mer dämpade återhämtning som vi har sett den senaste tiden. Ledamoten gjorde en avvägning mellan uppåt- och nedåtriskerna från den internationella konjunkturen och landade i slutsatsen att nedåtfaktorerna i dagsläget är väsentliga. Detta tillsammans med att det finns lediga resurser i svensk ekonomi ansågs motivera en räntesänkning.

En annan ledamot såg större risker för en ännu svagare världsekonomi. Ledamoten lutade snarare åt en sammantagen nedåtrisk för svensk inflation än den balanserade riskbild som finns i inflationsrapporten, men accepterade svårigheterna att uppskatta effekterna av ett allvarligt krigsscenario. Ledamoten hade en mer pessimistisk syn på Irak-konfliktens förlopp. Utöver krigsrisk och oro för terrorhandlingar finns det flera andra faktorer som håller tillbaka en konjunkturuppgång. Korrigeringen av balansräkningarna för företag och hushåll pågår alltjämt, bytesbalans- och budgetunderskotten i USA är stora och såväl företagen som konsumenterna har blivit mer pessimistiska om framtiden. Bytesbalansunderskotten medför att dollarn kan tänkas fortsätta nedåt. Eftersom varken Kinas eller Japans valutor kommer att tillåtas bli starkare i relation till dollarn blir det framförallt Europa som kommer att få bära anpassningen, vilket inte kommer att bidra till dess tillväxt. Ledamoten framhöll också att den säkerhetspolitiska oron uppstod i ett läge med en redan försvagad världsekonomi och varnade för att den mycket väl kan kvarstå och förvärras även om Irak-konflikten skulle få en snabb upplösning.

En ledamot argumenterade mot den föregående ledamotens beskrivning av den underliggande konjunkturutvecklingen i USA och pekade istället på den något mer positiva bild som beskrivs i inflationsrapportens huvudscenario med stigande vinster och fortsatt hög

produktiviteten. Ledamoten ansåg i likhet med den första talaren att anpassningen av balansräkningarna har kommit en bra bit. Den något svagare utvecklingen efter årsskiftet kan enligt ledamoten delvis tillskrivas säsongsmässiga förhållanden. Ledamoten uteslöt dock inte att det finns risk för en svagare ekonomisk utveckling i USA, som är mer oljeberoende än Europa och där de stigande oljepriserna inte dämpas av en starkare valuta. Sammanfattningsvis menade ledamoten att USA var bättre rustat för tillväxt än Europa. Beträffande det pågående reformarbetet i Tyskland ansåg ledamoten att det möjligen kan ha en effekt på den potentiella tillväxten på lite längre sikt, men efterlyste mer diskussion om efterfrågesidan. En ljusglimt i världsekonomin är Sydostasien och Kina som uppvisar starka tillväxttakter och vars betydelse för världshandeln ökar och kanske underskattas. Angående konflikten i Irak sade denna ledamot att det finns potential för en avsevärt bättre utveckling på aktie- och räntemarknaderna när väl osäkerheten minskar. Marknaden har tidigare reagerat snabbt och positivt på nyheter som indikerar en minskad osäkerhet.

Samma ledamot betonade att det i Sverige finns risk för fortsatt höga elpriser och spridningseffekter från dessa. Den största risken från energiprisuppgången ansåg ledamoten vara kopplad till lönebildningen. Ledamoten befarade också kompensationskrav, inte bara med anledning av Kommunals avtalsuppsägning, utan också till följd av att lönerna för tjänstemän har ökat snabbare än för arbetare trots lägre avtal. Ledamoten befarade att dessa spänningar kan försvåra en samordning mellan LO-förbunden i den avtalsrörelse som drar igång i höst. Det kan dessutom bli svårt för arbetsmarknadens parter att sluta nominella löneavtal på icke-inflationsdrivande nivåer, som enligt Medlingsinstitutet är ca 1,5 procent på förbunds nivå, med tanke på att inflationen nu en tid varit högre än målet. Ledamoten förde fram fastighetsmarknaden som ytterligare en källa till oro mot bakgrund av en hög skuldbörda i vissa regioner och en låg låneränta i utgångsläget. En räntesänkning skulle i det läget kunna ge ytterligare press uppåt på fastighetspriserna. Ledamoten biträdde med stor tvekan förslaget om en räntesänkning och framhöll att direktionen bör vara beredd att snabbt ta tillbaka sänkningen.

En annan ledamot instämde i att grunden för en fortsatt konjunkturuppgång finns men underströk att den osäkerhet som är förknippad med utvecklingen i Irak gör det svårt att tolka inkommande ekonomisk statistik. Ledamoten frågade sig huruvida det är krigsoro eller mer underliggande faktorer såsom fortsatta balansräkningsanpassningar och strukturella problem i Europa som ligger bakom att världsekonomin efter årsskiftet har rört sig sidledes. Oavsett vilken förklaring som är korrekt kommer det att visa sig inom en snar framtid. Om aktörerna avvaktar för att se utgången av Irak-konflikten kan återhämtningen återigen ta fart när väl osäkerheten försvinner och effekterna av den expansiva ekonomiska politiken får fullt genomslag. Är det istället fundamentala faktorer som ligger bakom avmattningen kommer även det att stå klart när väl krigsoron skingrats och den ekonomiska statistiken blir mer lättolkad.

Samma ledamot konstaterade att avgörande för utvecklingen av den svenska inflationen framöver är om det lägre resursutnyttjandet förmår hålla tillbaka spridningseffekterna från stigande energipriser eller om inflationen biter sig fast på en hög nivå, efter att inflationen i två års tid har överstigit två procent och att medborgarna nu ser att det även blir ett tredje år med inflation över målet. Inflationsförväntningarna på längre sikt överstiger enligt enkäter två procent och ledamoten var orolig för att aktörerna i ekonomin ska ställa in sig på högre prisökningar. Detta i kombination med fortsatt stigande tjänste- och administrativa priser är

en oroskälla inför höstens avtalsförhandlingar. Till detta kommer att penningpolitiken redan är expansiv med mycket låga realräntor. Osäkerhet om den framtida utformningen av finanspolitiken framfördes som ytterligare en komplicerande faktor för inflationsbedömningen. Det är oklart om utgiftstaken klaras genom besparingar eller på annat sätt med andra effekter på efterfrågan. Denna ledamot biträdde en räntesänkning i dagsläget men var överens med föregående ledamot om att direktionen måste vara beredd att ta tillbaka sänkningen för att undvika en alltför stor penningpolitisk stimulans om återhämtningen tar fart framöver. Ledamoten påminde också om att konjunkturen bottnade 2001 och att tillväxten, trots terrorhot och balansräkningsanpassningar, varit förvånansvärt stark 2002. Ledamoten kommenterade en tidigare ledamots oro för bytesbalansunderskott i USA med att en obalans i en region även implicerar obalanser, dvs. överskott, i andra delar av världen. En kombination av växelkursanpassningar och tillväxtförändringar behövs för att underlätta anpassningen.

En ledamot ansåg att läget är svårbedömt och höll med den tidigare ledamoten att det är svårt att veta om den statistik som inkommit under senare tid speglar krigsoro eller om mer fundamentala och underliggande krafter bromsar återhämtningen. Efter en eventuell lösning av konflikten i Irak kan vi antagligen vänta oss att aktiekurser och långa räntor stiger. Ledamoten poängterade dock vikten av att vi inte heller övertolkar dessa rörelser på aktie- och räntemarknaderna. Det är fullt möjligt att nästa steg i penningpolitiken blir en höjning, även om inget kan sägas om detta idag. Men innan en eventuell räntehöjning genomförs i framtiden bör även information rörande den reala ekonomin ha kommit in som tyder på att återhämtningen verkligen har tagit fart. Ledamoten hade svårt att se vilken information som skulle kunna komma den allra närmaste tiden som visar att en tydlig stabilisering av världsekonomin har skett. Ledamoten ansåg att nedåtrisker, kopplade till den säkerhetspolitiska osäkerheten, dominerar bilden de allra närmaste månaderna även om riskbilden för inflationen är balanserad på ett till två års sikt. Huvudskälet för att sänka räntan var enligt ledamoten att den samlade inflationsbedömningen på ett till två års sikt ger utrymme för detta.

En annan ledamot instämde i stort med föregående talare och poängterade att även de internationella nedåtriskerna på kort sikt motiverar en räntesänkning. Ledamoten befarade också att den utdragna osäkerheten ökat risken för en betydligt sämre konjunkturutveckling och höll med en tidigare ledamot om att den säkerhetspolitiska osäkerheten inte var begränsad till Irak.

Två ledamöter såg risker för en starkare internationell konjunktur och framhöll att det är ett genuint svårt läge för penningpolitiken även om de beslöt sig för att stödja en sänkning av reporäntan. En av dessa ledamöter framhöll att ett stämningsslag kan komma snabbt som lyfter konsumtion och investeringar, vilket också en annan ledamot instämde i.

En ledamot återkopplade till den tidigare diskussionen om huruvida elpriserna kommer att falla. Ledamoten uttryckte oro för att vissa elföretag gör anspråk på samma avkastning på det egna kapitalet som övriga företag inom industrisektorn. Ledamoten invände mot detta resonemang eftersom elföretagen tar en lägre risk än industriföretag i genomsnitt i och med att de möter en mer stabil efterfrågan. Ledamoten tonade också ned betydelsen av hushållens skuldbörda. Om skulderna sätts i relation till hushållens förmögenhet ser det mindre problematiskt ut.

En ledamot framhöll i polemik med den ledamot som såg en risk för löneinflation, att efterfrågeläget och en försämrad arbetsmarknad sannolikt skulle få en dämpande effekt på löneökningstakten.

Två andra ledamöter delade uppfattningen att det inte hade tillkommit några nya uppåtrisker från lönebildningen sedan i december, med undantag för energiprisuppgången. Tvärtom har löneutfallen blivit något lägre och efterfrågeläget något svagare. Först till hösten när avtalsrörelsen börjar dra igång kommer ny information som kan påverka denna bedömning påtagligt.

§ 3. Penningpolitiskt beslut²

Ordförande sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 2 och konstaterade att det förelåg ett förslag om att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter.

Direktionen beslutade

- att reporäntan sänks med 0,25 procentenheter till 3,50 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 19 mars 2003,
- att utlåningsräntan sänks med 0,25 procentenheter till 4,25 procent och att inlåningsräntan sänks med 0,25 procentenheter till 2,75 procent med tillämpning från den 19 mars 2003,
- att den 18 mars 2003 kl. 09.00 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 19, *protokollsbilaga B* samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras fredagen den 28 mars 2003.

Denna paragraf förklaras omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson

Irma Rosenberg

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