



# SÄRSKILT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 9

DATUM: 2003-04-24

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  
Johan Gernandt, fullmäktiges vice ordförande
- Kerstin Alm  
Claes Berg  
Robert Boije (§ 1)  
Jörgen Eklund  
Anders Eklöf (§ 1)  
Victoria Ericsson  
Kurt Gustavsson (§ 1)  
Kerstin Hallsten  
Björn Hasselgren  
Per Håkansson  
Leif Jacobsson  
Jesper Johansson (§ 1)  
Hans Lindblad  
Tomas Lundberg  
Sara Tägtström (§ 1)  
Eva Uddén Sonnegård  
Staffan Viotti  
Anders Vredin  
Fredrik Östbom (§ 1)

### § 1. Penningpolitisk diskussion

Det antecknades att Jörgen Eklund och Victoria Ericsson skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättandet av dagens protokoll under paragraferna 1-2.

Sammanträdet inleddes med en diskussion om faktorer i den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden som för närvarande är av störst betydelse för inflationsutsikterna och utformningen av penningpolitiken (avsnitt 1).

Diskussionerna under varje delområde 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 3,50 procent under prognosperioden. Avslutningsvis summerade direktionsledamöterna sin syn på inflationsutsikterna (avsnitt 2) och redovisade sina slutsatser om det penningpolitiska läget (avsnitt 3).

## 1. Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och Sverige

### 1.1. Utvecklingen i omvärlden

Direktionen noterade att den väpnade konflikten i Irak som inleddes den 20 mars verkar vara över. I den föregående inflationsrapporten som presenterades den 18 mars var en av utgångspunkterna i bedömningen av inflationsbilden att krigsförloppet skulle bli kortvarigt. Direktionen konstaterade utifrån detta att sannolikheten för en utveckling i linje med huvudscenariot därmed stärkts.

Enligt inflationsrapportens huvudscenario väntades efterfrågan i omvärlden gradvis återhämta sig under 2003. Tillväxten inom OECD-området bedömdes bli 2,0 procent 2003, 2,7 procent 2004 samt 2,6 procent 2005. Detta tillsammans med lediga resurser i utgångsläget, medförde att resursutnyttjandet väntades förbli relativt måttligt under prognosperioden och att den internationella prisutvecklingen bedömdes bli dämpad.

Direktionen noterade att den information som inkommit sedan föregående sammanträde tyder på att tillväxten kan bli något svagare än i inflationsrapportens huvudscenario. Informationen kan dock ha präglats av Irakkriget. Flera undersökningar av t.ex. förtroendet bland hushåll och företag har gjorts samtidigt som kriget pågick vilket kan ha påverkat resultatet. Direktionsledamöterna var mot denna bakgrund eniga i uppfattningen att man kanske inte bör dra alltför långtgående slutsatser av den senaste informationen.

Inkommen statistik tyder på att de amerikanska hushållens konsumtion under första kvartalet i år har utvecklats i enlighet med vad som antogs i rapporten. Däremot indikerar en sammantaget svagare sysselsättningstillväxt under årets första tre månader samt en sämre utveckling av hushållens disponibla inkomster att konsumtionen framöver kan bli något sämre än väntat. Sammantaget innebär detta att tillväxten i USA kan komma att utvecklas något svagare framöver än vad som antogs i inflationsrapportens huvudscenario.

I inflationsrapporten prognostiserades en återhämtning av konjunkturen i euroområdet. De faktorer som ansågs tala för en konjunkturuppgång kvarstår. Produktiviteten har börjat stiga, vilket väntas stimulera vinster och investeringar och så småningom även sysselsättning och konsumtion. En successivt lägre inflation väntas stödja denna utveckling. Stabila löneökningar och en stabilisering på arbetsmarknaden mot slutet av 2003, väntas bidra till förbättrade disponibla inkomster för hushållen. Återhämtningen väntades dock bli något långsammare än vad som antogs i december.

Sedan förra inflationsrapporten har såväl hushållens som företagens förtroende i euroområdet dämpats något. Utvecklingen på arbetsmarknaden har varit svag, vilket troligtvis också har påverkat förtroendet hos hushållen i negativ riktning. På kort sikt kan detta få en negativ effekt på hushållens konsumtion. Till detta kommer något sämre internationella förutsättningar som också kan påverka tillväxtprognosen i euroområdet.

Stora budgetproblem i flera länder i EU innebär att besparingar kommer att krävas inom ramen för EDF-processen (Excessive Deficit Procedure). Detta kan påverka efterfrågan negativt.

Exporten och industrikonjunkturen i Asien bedöms fortsätta att förstärkas. De senaste månadernas utbredning av och oro för SARS (Severe Acute Respiratory Syndrome) kan dock komma att hämma utvecklingen.

Oljepriserna har sedan förra sammanträdet fallit med ca 20 procent, vilket är mer än vad som förväntades i inflationsrapporten.

Direktionens samlade bedömning var att den information som inkommit sedan föregående sammanträde gör att det finns skäl att vänta sig en något svagare världsmarknadstillväxt i år än vad som prognostiserades i Riksbankens senaste inflationsrapport. Samtidigt konstaterades att de konjunkturindikatorer som hittills finns tillgängliga har sammanställts medan Irak-kriget pågått och därför är svåra att tolka. Huruvida tendenserna till en svagare utveckling kommer att kvarstå kan därmed vara svårt att avgöra.

### 1.2. *De finansiella marknaderna*

I inflationsrapporten konstaterades att prissättningen på de finansiella marknaderna avspeglade förväntningar om att den säkerhetspolitiska situationen skulle leda till fortsatt högt oljepris och ett avvaktande investeringsklimat. Kriget fick dock inte så allvarliga konsekvenser som indikerades i marknadsprissättningen. Exempelvis säkrades irakiska oljekällor i ett tidigt skede. Olika riskmått tyder också på att osäkerheten sammantaget fallit tillbaka något, men är på en fortsatt hög nivå.

En ledamot konstaterade att den "våta filt" som legat över världskonjunkturen och hämmat utvecklingen nu i stort är borta i och med att kriget verkar vara över. Några tydliga reaktioner på att denna börda lyfts bort går dock inte att riktigt finna på finansmarknaderna menade ledamoten. De har istället fortsatt att präglas av osäkerhet kring framtiden. Det talar, enligt ledamoten, för att vi står inför mer fundamentala problem bland världens ledande ekonomier.

En annan ledamot instämde och pekade på att dollarn fortsatt att falla trots en gynnsam utveckling för USA i kriget. Det skulle enligt ledamoten kunna tyda på att dollarutvecklingen kan förklaras av andra mer grundläggande problem i amerikansk ekonomi än osäkerhet om krigsutvecklingen.

En ledamot framhöll att det är mycket som påverkar en valuta, t.ex. förväntade tillväxt- och ränteskillnader. Ledamoten pekade på att investerarna fortfarande bedömer USA som ett land med en större tillväxtpotential än t.ex. Europa och Japan, vilket är positivt för dollarn. I nuläget med den rådande osäkerheten om börsutvecklingen ges dock större vikt till placeringar i ränteinstrument och därmed är ränteskillnader viktigare för valutakurserna än för ett par år sedan. Dessa två motverkande krafter samt att anpassningen av växelkurserna

har pågått ett bra tag talar för att risken för en abrupt justering minskat. Det medför att riskerna för att tillströmningen av kapital ska minska som kan täcka de amerikanska underskotten framstår som begränsad.

En annan ledamot motsatte sig denna beskrivning och menade istället att allt fler gör portföljinvesteringar idag till skillnad från tidigare då kapitalflödet till stor del bestod av direktinvesteringar. Konsekvenserna av detta är att kapitalet är mer lättflyktigt, det är lättare att sälja av portföljinvesteringar om utsikterna skulle rubbas.

Ledamoten pekade på tillväxtskillnaderna mellan euroområdet och Storbritannien/USA och framhöll att de kan förklara över- och underskotten i bytesbalanserna i respektive region. Att komma tillrätta med dessa är en delikat fråga. Underskotten kan justeras genom ett krisscenario där den amerikanska ekonomin hamnar i recession och dollarn faller. Det kan också ske under mer ordnade former genom att dollarn fortsätter att försvagas samtidigt som produktiviteten är fortsatt gynnsam och tillväxten i omvärlden kommer igång. Det är det sistnämnda som vi nu ser. Den ökning av underskotten som vi sett den senaste tiden kan enligt ledamoten delvis förklaras av att dollarförsvagningen inledningsvis lett till att importpriserna stiger samtidigt som importvolymen är oförändrad. Effekten blir att handelsnettot försämras vilket spär på bytesbalansunderskottet innan importvolymen sjunker och exporten tar fart.

### 1.3. Efterfrågan och utbud

I inflationsrapporten i mars bedömdes svensk ekonomi växa med 1,7 procent 2003 och 2,4 procent 2004 och 2005. Utfallsdata över utrikeshandeln och industriproduktionen sedan inflationsrapporten är i stort sett i linje med prognosen. Förväntningsindikatorerna, t.ex. ICI och HIP, har dock förskjutits i negativ riktning sedan Irakkriget inleddes.

Konjunkturinstitutets månadsbarometer, som gjordes före Irakkrigets utbrott, redovisade optimistiska förväntningar hos företagen. Även hushållens syn på den egna ekonomin var något mer optimistiska än i föregående mätning. Signalerna om den framtida inhemska konjunkturutvecklingen kan således sägas vara blandade.

Regeringen har presenterat sin ekonomiska vårproposition för 2003. I budgeten föreslås åtgärder som motsvarar besparingar på drygt 8 miljarder kronor 2003 och ytterligare 6 miljarder kronor 2004 för att utgiftstaket inte ska överskridas. De besparingar som föreslås är ungefär i samma storleksordning som i inflationsrapporten.

I budgeten aviseras också att kommuner och landsting kommer att tillföras pengar 2004. En något högre offentlig konsumtion nästa år är därför trolig. Eftersom den offentliga sektorn är mer sysselsättningsintensiv än den privata kan också antalet arbetade timmar i hela ekonomin komma att öka något 2004.

Investeringarna i näringslivet ökade mindre än väntat mot slutet av 2002, vilket tyder på att investeringarna i denna sektor kan komma att utvecklas svagare än tidigare antagits. Samtidigt redovisade NR-statistiken högre offentliga investeringar än väntat. Eftersom den offentliga sektorns finansiella situation bedöms vara ansträngd de närmaste åren, förväntas inte denna sektor kunna bidra med några större investeringar i år.

En ledamot konstaterade att den svagare återhämtning som nu förutses i Sverige till största delen beror på en prognostiserad senareläggning av investeringsuppgången i näringslivet. Investeringar är svåra att förutsäga, vilket gör bedömningen av tillväxten extra osäker.

Sammantaget gjorde direktionen bedömningen att en fortsatt återhämtning av den svenska ekonomin fortfarande är mest trolig. En något svagare exportmarknadstillväxt i år och den svaga investeringsutvecklingen i slutet av förra året talar emellertid för att konjunkturåterhämtningen blir något långsammare jämfört med vad som antogs i föregående inflationsrapport, trots Riksbankens räntesänkning i mars. Till detta bidrar att finanspolitiken givits en något stramare inriktning. Tillväxten i svensk ekonomi bedöms därmed bli något lägre under 2003, vilket innebär att resursutnyttjandet under prognosperioden också väntas bli lägre.

En ledamot varnade för inflationsriskerna mot bakgrund av Kommunals lönekrav. Samtidigt framhöll ledamoten att risken för relativlöneförskjutningar som smittar av sig på andra grupper på arbetsmarknaden skulle kunna ha varit större om kraven från Kommunalarbetareförbundet hade rests i samband med att avtalsrörelsen kommit igång på allvar.

En annan ledamot motsatte sig dock uppfattningen att arbetsmarknaden för närvarande skulle utgöra en inflationsrisk. Ledamoten pekade på den försvagning som skett på arbetsmarknaden det senaste halvåret och menade att den riskerar att tillta under resten av året.

## 2. Direktionens bedömning av inflationsutsikterna

I inflationsrapportens huvudscenari i mars bedömdes KPI-inflationen uppgå till 1,0 procent i mars 2004 och till 2,0 procent i mars 2005. Motsvarande prognos för UND1X-inflationen var 0,8 respektive 1,8 procent.

I inflationsrapporten i mars framhölls att den säkerhetspolitiska situationen skapade osäkerhet och inrymde hot mot världsekonomin som var svåra att uppskatta och som medförde såväl uppåt- som nedåtrisker för inflationen. Den riskbild som i övrigt tecknades i inflationsrapporten var balanserad. Den främsta nedåtriskan för svensk inflation bedömdes vara osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden, alldeles oavsett krisen i Irak.

Direktionen konstaterade att den osäkerhet som härrörde från Irakkrisen nu har minskat något eftersom den väpnade konflikten förefaller vara avslutad. Detta har också medfört en minskad risk för högre oljepriser. Samtidigt konstaterades att en uppåtrisk för inflationen från större spridningseffekter av höga elpriser och från löneförhandlingarna fortfarande kvarstår. Fortsatt höga elpriser kan riskera att bidra till högre lönekrav då stora delar av arbetsmarknaden omförhandlar lönerna i höst. Sammantaget gjordes bedömningen att inflationen kommer att överstiga inflationsmålet under 2003 och understiga målet under 2004. Jämfört med prognosen i inflationsrapporten väntas inflationen bli marginellt lägre på ett till två års sikt. Detta gäller även inflationen rensad för energipriseffekterna, som dock väntas utvecklas i linje med inflationsmålet.

### 2.1. Direktionsledamöternas diskussion

Tre direktionsledamöter menade att riskbilden är balanserad. En direktionsledamot konstaterade att en nedåtrisk för inflationen minskat genom att Irakkriget avslutats, samtidigt som detta också inneburit att uppåtriskan förknippad med högt oljepris försvunnit.

En annan direktionsledamot instämde i detta och ansåg att risken därför är fortsatt balanserad samtidigt som osäkerheten i bedömningen minskat. Ledamoten påpekade vidare att balansräkningsanpassningarna nått olika långt i USA och Europa, men att det hittills varit ett ordnat förlopp. Enligt studier gjorda vid IMF dämpas tillväxten i genomsnitt ca 2,5 år efter ett kraftigt aktieprisfall. Detta innebär, menade ledamoten, att vi ur den aspekten kan ha det värsta bakom oss. Samtidigt pekade ledamoten på att det finns specifika problem i vissa länder: De tyska bankerna har problem med lönsamheten, vilket kan leda till lägre tillväxt i Tyskland, fastighetsprisutvecklingen i Storbritannien utgör en risk och sjukdomen SARS som spridits i en del asiatiska länder och i Kanada kan dämpa efterfrågan i dessa länder. Ledamoten påpekade emellertid att hotet från SARS kanske bidrar till att folk ändrar inriktning på sin konsumtion varför den samlade effekten på efterfrågan är oklar. Ledamoten hade mot denna bakgrund samma syn på framtiden som tidigare och ansåg det rimligt att tro på en fortsatt återhämtning p.g.a. de cykliska faktorerna och den expansiva ekonomiska politiken.

Tre andra ledamöter menade att risken för en svagare konjunkturutveckling blivit större och att därmed nedåtrisken för inflationen också ökat. En av dessa ledamöter påpekade att eftersom Irakkriget inte blev så dramatiskt som många hade väntat sig borde det vid det här laget ha blivit en kraftigare uppgång på börserna p.g.a. detta. Ett snabbt krig väntades ge en snabb och kraftig uppåtreaktion på marknaden. Att denna reaktion uteblivit kan, ansåg ledamoten, bero på att den underliggande utvecklingen är förhållandevis svag bl.a. som följd av att anpassningen av sparandet i kölvattnet av börsfallet fortfarande pågår. Ledamoten var därför mindre optimistisk om utvecklingen ett år framåt i tiden än tidigare. Dessutom påpekade ledamoten att inflationsutsikterna nu ser något svagare ut trots att reporäntan sänkts, vilket avspeglar en kraftigare underliggande försvagning.

En ledamot menade att sedan den "våta filt" som verkade dämpande under Irakkrisen ryckts undan, framstår de andra bromsande faktorerna – som sparandeobalanser i USA och strukturproblem i Japan och Europa – ännu tydligare. Dessutom har nu ytterligare en tyngande faktor framträtt i form av SARS-smittan. Därmed riskerar den enda hittillsvarande tillväxtmaskinen – Kina och Sydostasien – att också bromsas upp och efterfrågan i världsekonomin att försvagas ytterligare. De senaste arbetslöshetssiffrorna i USA är överraskande höga och arbetslösheten ligger nu nära en nivå som brukar förknippas med recession i USA. Utöver detta finns en uppenbar risk för fastighetskris i både USA och Storbritannien. Priserna har börjat sjunka och om räntorna skulle börja stiga till följd av hög offentlig upplåning och behovet av kapitalinflöde från utlandet skulle detta kunna utlösa en kris. I Storbritannien liknar läget på fastighetsmarknaden idag det som rådde strax före den fastighetskris som bröt ut 1988. Ledamoten ifrågasatte mot denna bakgrund om riskbilden verkligen kunde betraktas som balanserad.

En ledamot påpekade att en särskild risk för fastighetsmarknaden just nu är att räntorna redan är mycket låga. Det innebär att möjligheten att med penningpolitik motverka effekterna på ekonomin av ett kraftigt prisfall på fastighetsmarknaden är starkt begränsad.

En annan ledamot påpekade att avdelningen för penningpolitik särskilt analyserat hushållens skuldsättning i USA och fastighetsprisutvecklingen och dragit slutsatsen att det inte finns några tecken på en fastighetsprisbubbla. Det var också bedömningen i inflationsrapportens huvudscenario. Samtidigt, tillade ledamoten, kan naturligtvis oväntade förlopp inträffa även

om hoten inte ter sig överhängande i USA i nuläget. En kraftig nedgång är en del av riskbilden, påpekade ledamoten.

En ledamot framhöll att det inkommit ny statistik den allra senaste tiden som visar att antalet sålda hus under det första kvartalet fallit med 21 procent jämfört med motsvarande period förra året i Storbritannien.

Ytterligare en ledamot påpekade att det i en fördjupning i IMF:s senaste rapport finns en studie om fastighetspriserna som tyder på att utvecklingen under senare år har i många länder resulterat i en prisnivå som inte är oproblematiske. Fastighetsprisfall tenderar dessutom att inträffa parallellt i flera länder alternativt sprida sig mellan länder.

En ledamot påpekade att enligt samma IMF-studie har spridningseffekten i efterkrigstidens fastighetspriskrascher kommit av penningpolitiska åtstramningar för att dämpa inflationen. Ledamoten konstaterade att en spridning via räntekanalerna därför förefaller mindre trolig i dagens situation eftersom inflationen är låg och det därför inte finns behov av att höja räntan.

En annan ledamot höll med om detta och menade att det inte är konstigt att kriser sprider sig vid aktieprisbubblor eftersom ledande bolag handlas på flera börser, men att det är mindre troligt med en spridning via penningpolitiken.

En ledamot konstaterade att även om fastighetspriserna sjunker behöver det inte innebära att det är en fastighetskris. En viss nedgång i lugn takt utgör i sig ingen risk för kris. Ledamoten menade att prissättningen på fastigheter i USA inte utgör någon oro idag, men påpekade samtidigt att om arbetslösheten kraftigt ökar i USA skulle utvecklingen kunna bli farlig. Ledamoten höll också med den ledamot som påpekat att när osäkerheten minskade borde detta ha givit en rejäl skjuts uppåt på de finansiella marknaderna och att underliggande konjunkturfaktorer sannolikt är förklaringen till att reaktionen uteblivit. Mot denna bakgrund och mot bakgrund av att mer negativ information inkommit om utvecklingen i omvärlden såväl som i Sverige, ansåg ledamoten att nedåtrisen för inflationen nu överväger uppåtrisen.

### **3. Direktionsledamöternas bedömning av det penningpolitiska läget**

#### *3.1. Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget<sup>1</sup>*

Vice riksbankchef Irma Rosenberg redogjorde för den penningpolitiska beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget. Beredningsgruppen konstaterade att konjunkturen ser ut att bli något svagare än vad som prognostiserades i inflationsrapporten i mars, samtidigt som den grundläggande bilden av en gradvis ökande ekonomisk tillväxt under prognosperioden inte förändrats. Beredningsgruppen noterade att olika konjunkturindikatorer tyder på att optimismen hos hushåll och företag dämpats ytterligare. Men även om osäkerheten förknippad med Irakkrisen har minskat kvarstår problemen med hur olika konjunkturindikatorer ska tolkas, eftersom uppgifterna är insamlade under den

---

<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.

osäkra perioden. Beredningsgruppen konstaterade att om handlingsregeln strikt skulle följas så skulle räntan sänkas, eftersom inflationsutsikterna mätt både med KPI och med UND1X på ett till två års sikt något understiger inflationsmålet. Rensat för energipriseffekter, vilka bedöms vara tillfälliga, väntas dock inflationen vara i linje med målet. Mot denna bakgrund samt med hänsyn till räntesänkningen i mars och att information ännu inte finns tillgänglig som samlats in efter krigsslutet, rekommenderade majoriteten i beredningsgruppen att reporäntan i dagsläget skulle lämnas oförändrad.

### 3.2. *Direktionsledamöternas diskussion*

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 till skillnad från KPI är okänsligt för tillfälliga effekter på inflationen av förändringar i indirekta skatter, subventioner och räntekostnader för egnahem. Hänsyn bör, liksom direktionen gjorde vid förra räntebeslutet, 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.

Fyra ledamöter delade beredningsgruppens bedömning att avvakta med förändringar av penningpolitiken.

En av dessa ledamöter påpekade att det är fel signal att sänka räntan under en pågående strejk. Ledamoten framhöll emellertid att det är bekymmersamt att nästa sammanträde inte infaller förrän den 4 juni - lite väl långt framåt i tiden. Ledamoten menade vidare att UND1X-inflationen exklusive energipriser är den intressantaste variabeln att studera i dagsläget. Inflationsutsikterna mätt på detta sätt är i linje med inflationsmålet och ledamoten menade att eventuella ränteförändringar får vänta till sammanträdet i juni.

En annan av de fyra ledamöterna konstaterade att det finns flera skäl som talar för en räntesänkning. Ett skäl är att tankeramen talar för detta. Ett annat att outputgapet nu bedöms vara större och efterfrågan förutses bli lägre i år än som tidigare antagits, framförallt på grund av lägre investeringar. Konsumtionen kommer även att påverkas av den finanspolitiska åtstramningen och de kommunala skattehöjningarna. Eventuellt, påpekade ledamoten vidare, kan de steg som tas i finansplanen i riktning mot bättre incitament för att arbeta ge marginellt högre potentiell tillväxt framöver, men det kommer att ta tid. Ett ytterligare skäl till att sänka räntan är att oljepriserna har sjunkit, vilket minskar risken för persistens i inflationen. Men, fortsatte ledamoten, det finns också ett antal skäl som talar emot en räntesänkning. Dels att den inkommande statistiken är svårtolkad och dels att det större outputgapet till stor del beror på lägre efterfrågan till följd av lägre investeringar. Eftersom investeringar är en svårbedömd variabel och investeringsprognosen ofta slår fel ansåg ledamoten att det inte är rimligt att grunda en ränteförändring enbart på denna variabel. Ledamoten påpekade vidare att elpriserna kanske inte kommer ned som förutsetts vilket ökar risken för spridningseffekter. Inflationen har hittills varit lite högre än väntat samtidigt som inflationsförväntningarna fortfarande är högre än målet. En tolkning av kronan svaghet och den höga långräntedifferensen gentemot euroområdet kan vara att det kan finnas inflationsförväntningar i marknaden. Inflationsförväntningarna kan bidra till att risken för persistens i inflationen består. Ledamoten höll också med det som tidigare påpekats att det vore konstigt att ändra räntan mitt i en strejk för högre löner, under en konflikt vars utfall ännu är okänt. Ett annat skäl som talar mot en räntesänkning fortsatte



ledamoten, är att marknaden skulle överraskas av detta och det är inte bra om det inträffar för ofta. Sammantaget förordade ledamoten en oförändrad ränta.

En tredje ledamot konstaterade att svagare statistik inkommit och att återhämtningen därför kan komma att behöva skjutas ytterligare lite framåt i tiden. Samtidigt påpekade ledamoten, har inte inflationen gått ned lika snabbt som Riksbanken antog i mars. Ledamoten delade beredningsgruppens syn att det är svårt att utvärdera statistiken från det första kvartalet i år och att det sammantaget finns skäl att avvakta med räntesänkningar. Ledamoten konstaterade emellertid att det kan behövas ytterligare räntesänkningar framöver. En stor roll spelar de kommande månadernas inkommande konjunkturdata.

Två ledamöter ifrågasatte beredningsgruppens uppfattning att lämna reporäntan oförändrad. En av ledamöterna påpekade att handlingsregeln talar för en räntesänkning och detta trots att räntan sänktes med 0,25 procentenheter vid förra mötet. Ledamoten konstaterade att regeringen i vårpropositionen börjat angripa problemen med arbetsutbudet och sjuktalen, vilket är positivt och kan ge Riksbanken möjlighet att föra en något mindre restriktiv penningpolitik. Ledamoten höll med den ledamot som ifrågasatt att riskbilden är balanserad och som ansåg att nedåtrisen från den internationella utvecklingen överväger för den svenska inflationen. Ledamoten påpekade vidare att Kommunals strejk visserligen innebär en uppåtrisk för inflationen, men menade att den bör hanteras om det så småningom visar sig behövas och inte i något preventivt syfte. Ledamoten föreslog mot denna bakgrund en räntesänkning med 0,25 procentenheter.

En annan av de två ledamöterna påpekade att även om Kommunal får igenom kraven så påverkas inte inflationen, förutsatt att det inte blir spridningseffekter i kommande avtalsrörelse. En svagare svensk arbetsmarknad tillsammans med ett lägre resursutnyttjande minskar risken för detta. Ledamoten delade uppfattningen att räntan bör sänkas med 0,25 procentenheter. Ledamoten påpekade att inflationsprognosen i huvudscenariot ligger under målet under hela prognosperioden, även om hänsyn tas till energipriserna. Därför, ansåg ledamoten, vore det inte ett symmetriskt handlande att lämna räntan oförändrad. Investeringarna, som nu bedöms bli mycket svagare än tidigare beräkningar behöver den stimulansen, påpekade ledamoten. Om huvudscenariots antagande om en gradvis uppgång med början under innevarande år håller är det nu som en räntesänkning bör vidtas, i synnerhet som nästa penningpolitiska möte inte är förrän i juni.

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

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 1 och konstaterade att två förslag förelåg: att lämna reporäntan oförändrad eller att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter. Omröstning genomfördes och utföll med fyra röster för oförändrade styrräntor och två röster för att sänka räntan med 0,25 procentenheter.

Direktionen beslutade att lämna reporäntan oförändrad och därmed också in- och utlåningsräntorna, att detta beslut tillämpas från den 30 april, samt att den 25 april kl. 09.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt pressmeddelande nr 28 2003, protokollsbilaga.

---

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

Vice riksbankscheferna Kristina Persson och Lars Nyberg reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad. De menade att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter och anförde bl.a. som skäl att Riksbankens normala handlingsregel talade för detta. De konstaterade vidare att efterfrågan såväl i omvärlden som i Sverige väntas bli något lägre i år och nästa år. Resursutnyttjandet under hela prognosperioden förväntas därför bli något lägre än i föregående inflationsrapport, och detta trots att reporäntan sänktes i mars. Inflationen på ett till två års sikt bedöms bli något lägre än i inflationsrapporten och underskrida målet mätt med KPI och UND1X. Även om inflationen rensad för energipriserna väntas ligga nära inflationsmålet på ett till två års sikt finns det skäl att idag sänka reporäntan: En räntesänkning nu kan bidra till att förstärka investeringsutvecklingen under prognosperioden. Genom att sänka reporäntan skulle både efterfrågan och den potentiella tillväxten stimuleras utan att inflationsmålet hotas. De internationella nedåtriskerna för inflationen kan dessutom antas vara något större än de inhemska uppåtriskerna.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Lars Heikensten

Eva Srejber

Irma Rosenberg

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson