

SÄRSKILT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 13:2

DATUM: 2003-06-04

MÖTESTID: 13:00

NÄRVARANDE: Lars Heikensten, ordförande

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson

Irma Rosenberg

Johan Gernandt, fullmäktiges vice ordförande

Kerstin Alm

Malin Andersson (§ 1)

Jörgen Eklund

Kurt Gustavsson

Kerstin Hallsten

Björn Hasselgren

Per Håkansson

Hans Lindblad

Annika Svensson

Anders Vredin

§ 1. Den aktuella inflationsbedömningen

Det antecknades att Kurt Gustavsson och Annika Svensson skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättandet av dagens protokoll under §§ 1, 2 och 3.

Nyinkommen information

Sammanträdet inleddes med en redogörelse för den nya information som inkommit efter den 26 maj. BNP i USA ökade något mer under första kvartalet i år än vad preliminära utfall visat, vilket framförallt berodde på en starkare konsumtionsutveckling. I april uppvisade konsumtionen en stabil utveckling trots kriget i Irak och såväl konsumenternas som företagens optimism ökade något i maj. Ett nytt skattepaket är i princip färdigt i USA. Det innebär

sänkta skatter för hushåll, företag och på kapitalinkomster samt ökade överföringar till delstaterna. Skattepaketet bedöms få relativt små effekter på BNP. I euroområdet fortsatte arbetslösheten att öka något i april och företagens pessimism var större än i USA.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan 26 maj tyder på att osäkerheten har minskat något. Börsutvecklingen har varit positiv både i Sverige och i omvärlden. Det senare kan ha bidragit till att dollarns försvagning mot euron och kronan har stannat upp. Till detta kan även förväntningar om en räntesänkning från ECB ha bidragit. Den svenska kronan har försvagats något mot dollarn och stärkts något mot euron. Rörelserna har dock varit små och i TCW-termer har kronan varit under 126 den senaste veckan. Utländska långa räntor steg initialt till följd av positiv statistik i USA, men föll sedan tillbaka i takt med ökade förväntningar om räntesänkningar i både euroområdet och USA. Samtliga tillfrågade bedömare på de finansiella marknaderna väntar sig en sänkning av Riksbankens reporänta med 0,25 eller 0,50 räntepunkter och förväntningarna avspeglas också i marknadspriserna.

I Sverige föll inköpschefernas index i maj, vilket tyder på att industrikonjunkturen har bromsats upp något. Det var särskilt delindexet för industrins orderingång från utlandet som föll kraftigt. Import- och producentpriserna sjönk i april. Svenska Kommunalarbetareförbundet och dess motparter Kommunförbundet och Landstingsförbundet har slutit ett avtal som ger en löneökning i nivå motsvarande 3,95 procent för första avtalsåret och 2,45 procent för andra avtalsåret. Avtalet är inom ramen för den låglönesatsning som LO enades om i förra avtalsrörelsen och något lägre än vad som antas i inflationsrapporten. Slutligen tyder konjunkturstatistik för löner i privat och offentlig sektor för mars på att lönerna har utvecklats i linje med bedömningen i inflationsrapporten i juni.

Inflationsrapporten

Vice riksbankschef Irma Rosenberg framlade förslag till Inflationsrapport 2003:2, [protokollsbilaga A](#). Inflationsrapporten återger grundragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 22 och 28 maj.

Av inflationsrapporten framgår att den internationella konjunkturbilden gradvis har försämrats. Den förväntade återhämtningen har skjutits framåt i tiden och tillväxtprognoserna har successivt fått skrivas ned. Flera faktorer kan förklara detta. Bland annat har anpassningen av företagens och hushållens balansräkningar efter den brustna aktiebubblan blivit mer utdragen vilket dämpat konsumtion och investeringar. Därtill har säkerhetspolitisk oro, som kulminerade när kriget i Irak bröt ut, dämpat utvecklingen.

När den väpnade konflikten i Irak nu är avslutad riktas fokus åter mot den underliggande styrkan i den globala återhämtningen. Den statistik som inkommit visar fortfarande inte några tydliga tecken på en förstärkning av konjunkturen. Arbetsmarknaden både i USA och i Europa har försämrats mer än väntat, vilket bedöms få en dämpande effekt på konsumtionen. Hushållens inkomster i USA förefaller också öka långsammare än väntat och i Europa dämpas tillväxten av finanspolitiska åtstramningar. Detta talar för ett lägre internationellt resursutnyttjande och svagare världsmarknadstillväxt jämfört med tidigare bedömningar. Fortfarande väntas i inflationsrapportens huvudscenario en konjunkturuppgång i OECD-området, men jämfört med tidigare prognoser har återhämtningen skjutits något på framtiden. Ett måttligt resursutnyttjande i omvärlden medför att det internationella pristrycket

förblir förhållandevis lågt under prognosperioden. Oljepriset väntas falla tillbaka och kronans växelkurs stärkas under de kommande två åren. Sammantaget ger detta en fortsatt svag ökning av importpriserna.

En svagare internationell konjunktur bedöms medföra att svensk export utvecklas svagare och den väntade investeringsuppgången förskjuts framåt i tiden. Den grundläggande bilden är fortfarande att konjunkturen vänder uppåt, men uppgången blir långsammare än vad som antogs tidigare. Sammantaget innebär detta att resursutnyttjandet bedöms bli lägre i Sverige under hela prognosperioden.

Inflationen har blivit något lägre än väntat. Detta förklaras främst av att oljepriset fallit snabbare än vad som förutsades i prognosen i mars. I april var inflationen enligt KPI och UND1X 2,3 respektive 2,4 procent. Elpriserna har sjunkit i linje med Riksbankens bedömning, vilket bidrar till ett lägre inflationstryck. Den svagare konjunkturutvecklingen i Sverige och omvärlden medför ett lägre inflationstryck under i stort sett hela prognosperioden. Prognoserna i inflationsrapportens huvudscenariot pekar på att KPI-inflationen uppgår till 1,3 respektive 1,9 procent på ett och två års sikt. Motsvarande siffror för UND1X-inflationen är 1,1 respektive 1,6 procent. UND1X-inflationen rensat för effekterna av energipriserna väntas bli relativt stabil och hamna strax under 2 procent under större delen av prognosperioden.

Den internationella konjunkturutvecklingen utgör en nedåtrisk för inflationen under prognosperioden. Anpassningsproblemen i världsekonomin kan bli större än beräknat och en fortsatt försvagning av den amerikanska dollarn skulle kunna verka dämpande på inflationen i euroområdet och Sverige. De främsta riskerna för högre inflation består alltså i att elpriserna i konsumentledet inte faller tillbaka som väntat, att spridningseffekterna från höga elpriser blir större än beräknat samt att löneutfallen i den kommande avtalsrörelsen blir oväntat höga. Jämfört med den bedömning som gjordes i inflationsrapporten i mars har osäkerheten om kriget och dess följder för världsekonomin minskat. På grund av nedrevideringarna av tillväxtprognoserna för världsekonomin betraktas risken för en ännu sämre konjunkturutveckling än i huvudscenariot som mindre nu än den gjorde i mars. Riskerna förknippade med den inhemska kostnadsutvecklingen bedöms också ha blivit något mindre, vilket den senaste tidens utveckling av elpriserna och det lägre resursutnyttjandet talar för. Sammantaget bedöms sannolikheten för att inflationen på ett och två års sikt blir lägre än i huvudscenariot vara större än för att inflationen blir högre samtidigt som graden av osäkerhet har minskat något jämfört med i föregående inflationsrapport.

Beslut

Direktionen beslutade

- att fastställa inflationsrapporten enligt förslaget
- att den skulle offentliggöras den 5 juni kl. 09.30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

§ 2. Den penningpolitiska diskussionen

Inledningsvis redogjorde vice riksbankschef Irma Rosenberg för beredningsgruppens diskussion kring inflationsrapporten¹. Riksbanken har, liksom andra bedömare, successivt reviderat ned prognoserna för tillväxten och ytterligare en nedjustering har gjorts i denna inflationsrapport. Den väntade återhämtningen är svag och det finns få tecken på en tydlig vändning i den statistik som inkommit. Riksbankens prognos för inflationen har också justerats ned och innebär att inflationen tydligt understiger 2 procent på ett till två års sikt. Detta talar för en sänkning av reporäntan enligt den handlingsregel som Riksbanken tillämpar. Beredningsgruppens deltagare diskuterade vilket inflationsmått som är mest relevant för penningpolitiken just nu. I frågan om räntan skall sänkas eller inte blir dock slutsatsen densamma oberoende av vilket mått på inflationen man beaktar, då prognoserna för inflationen såväl inklusive som exklusive energipriserna ger ett klart utrymme för att sänka räntan. Gruppen var överens om att en sänkning av reporäntan med 0,50 procentenheter var motiverad, men meningarna var delade om det skulle ske i ett eller två steg. Beredningsgruppen förordade en sänkning med 0,50 procentenheter vid dagens penningpolitiska möte.

Samtliga ledamöter delade beredningsgruppens uppfattning att reporäntan bör sänkas mot bakgrund av den aktuella inflationsprognosen och ledamöterna var överens om en sänkning med 0,50 procentenheter.

En ledamot ansåg att frånvaron av tecken på en vändning av konjunkturen i Sverige och omvärlden är oroande. Ledamoten framhöll att det visserligen finns vissa tecken i USA som pekar åt rätt håll, men fler som pekar åt fel håll. I euroområdet, och då framförallt i Tyskland, ser det ännu sämre ut. I Sverige har utfallet av Kommunalarbetareförbundets avtal blivit bättre än väntat ur samhällsekonomisk synvinkel, vilket minskat inflationsrisken. Ledamoten såg ett tydligt utrymme för en lättare penningpolitik och biträdde således förslaget om en sänkning av reporäntan med 0,50 procentenheter.

En annan ledamot anslöt sig till den bedömning som gjordes i beredningsgruppen samt av föregående ledamot. Ledamoten ansåg att Riksbanken, liksom andra bedömare, konsekvent har underskattat styrkan i de underliggande faktorer som tynger den ekonomiska utvecklingen. Enligt ledamoten är det flera faktorer som samverkar till att tillväxten blir svag ytterligare en tid. Sparandeobalanserna i USA måste korrigeras, samtidigt finns det en brist på dynamik i de europeiska ekonomierna som medför att stimulansen från USA kanske inte räcker för att motverka dämpningen i euroområdet. Därtill menade ledamoten att inkomstutvecklingen i USA under lång tid har varit bäst för hushåll med höga inkomster och låg konsumtionsbenägenhet, vilket bidrar till att dämpa efterfrågan. Under en stor del av 1990-talet skymde börsbubblan de underliggande svagheterna i både amerikansk och europeisk ekonomi. Ledamoten menade också att det finns en risk för en ännu mer negativ utveckling än den som explicit diskuterades i inflationsrapporten. Deflation, snarare än inflation, skulle kunna bli problemet i Europa. Riksbanken borde med anledning av detta utveckla sin analys och sin beredskap ytterligare. Sammantaget ansåg ledamoten att den dämpade efterfrågan

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.

och de svaga impulserna till prisökningar innebär att det finns utrymme för att sänka reporäntan med 0,50 procentenheter.

En ledamot noterade den fortsatt svaga utvecklingen i Europa. Ledamoten betonade emellertid också att vissa signaler om att en botten är nådd kan skönjas i USA, bl.a. i företags och konsumenters förtroende. Skulle så vara fallet kommer det likväl att ta tid innan USA "sparar" igång Europa. Ledamoten förutsåg därför ett fortsatt svagt läge - något svagare än vid sammanträdet i april. Även för svensk industri ser det dystert ut, enligt ledamoten. Industriproduktionen visade tidigare på en återhämtning men den tycks ha stannat av. Ledamoten konstaterade också att en viktig uppåttrisk – Kommunalarbetareförbundets löner – måste omvärderas något efter avtalsutfallet. Strejken har, enligt ledamoten, i viss mån misslyckats och differentiering inom avtalet är ett nytt inslag. Ledamoten konstaterade vidare att avtalet ger lägre utfall under 2004 än många väntat sig och det bör rimligen vara normbildande för nästa års avtal. Avtalet innebär också en öppning för relativlöneförändringar. Därmed kan man, enligt ledamoten, se utgången av Kommunalarbetareförbundets strejk som positiv ur samhällsekonomisk synvinkel. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige är dessutom svag och varslen på arbetsmarknaden ökar. Dessutom pekade ledamoten på att kronförstärkningen innebär en monetär åtstramning. Sammantaget motiverar detta, enligt ledamoten, en räntesänkning.

En ledamot instämde i allt väsentligt i föregående ledamots analys. Ledamoten konstaterade att inflationsbedömningen ligger under målet och att det därmed finns skäl att sänka reporäntan. Ledamoten konstaterade också att världsekonomin totalt sett har rört sig sidledes under den senaste tiden men höll med föregående ledamot att det inkommit en del positiva siffror från USA efter Irakkriget. Därtill finns det andra delar av världen som visar på en relativt god utveckling såsom delar av Asien, kandidatländerna till EU och de forna Sovjetstaterna. I euroområdet och särskilt i Tyskland ser det emellertid svagt ut. Eftersom euroområdet utgör knappt hälften av Sveriges utrikeshandel är utvecklingen där viktig för den svenska ekonomin. Ledamoten konstaterade dock att det finns fördelar med att återhämtningen går långsamt. Anpassningen av balansräkningarna, som hunnit olika långt i olika delar av världen, kan då beräknas fortgå. De låga långräntorna, som de stora centralbankerna tycks bidra till att hålla nere genom sina uttalanden, underlättar också denna anpassning. Även ur en centralbanks perspektiv ansåg ledamoten att den långsamma återhämtningen är gynnsam, eftersom den leder till ett lägre pristryck. Enligt ledamoten behöver inte centralbanken i ett sånt läge dämpa utvecklingen med högre räntor och därmed riskera en långsammare balansräkningsanpassning. Ledamoten konstaterade också att på längre sikt inger de demografiska faktorerna för flera länder vissa bekymmer om arbetskraftsutbudet. I detta sammanhang ansåg ledamoten dock att man inte får glömma bort att ny teknik fortsätter att spridas över världen, vilket leder till högre produktivitet och därmed högre vinster för företagen, ett lägre inflationstryck och större köpkraft. Ledamoten biträdde beslutet om räntesänkning med 0,50 procentenheter och såg inget skäl att dela upp sänkningen.

En annan ledamot inledde med att påpeka att det är viktigt att klargöra vilket inflationsmått som står i fokus. Under senare tid har Riksbanken fäst avseende vid UND1X rensat för energipriser eftersom dessa har fluktuerat kraftigt till följd av tillfälliga utbudsstörningar. Ledamoten noterade att störningarna inte förväntas påverka inflationsutsikterna på två års sikt och därför bör intresset mot slutet av prognosperioden återigen fokuseras i huvudsak på UND1X. Ledamoten konstaterade dock att inflationsbedömningen enligt bägge måtten ger

ett tydligt utrymme för en sänkning av reporäntan. Möjligen skulle ett argument för att gå försiktigt fram med räntan kunna vara att konjunkturen trots allt väntas vända upp. I sådana lägen ansåg ledamoten att det kan finnas skäl att inte sänka räntan så mycket eftersom en åtstramning relativt snart kan behövas. Så är dock knappast läget i dag, konjunkturen är svag och det finns en nedåtrisk. Dessutom är utrymmet för expansiv finanspolitik litet. Till detta kommer att växelkursen stärkts och att den väntas bli ännu starkare. Slutligen har också uppåttricken för svensk inflation från inhemska faktorer minskat något till följd av avtalsutfallet på det kommunala området. Det ger ett riktmärke för nästa års förhandlingar på en annan nivå än vad Riksbanken hade föreställt sig. Sammantaget ansåg ledamoten att det finns utrymme att sänka reporäntan med 0,50 procentenheter. Det är idag inte möjligt att ta ställning till reporäntans utveckling framöver och det finns därför inte, enligt ledamoten, skäl att kommentera denna fråga.

En ledamot anknöt till en tidigare ledamots analys av Kommunalarbetareförbundets avtal och menade att det är förståeligt om avtalet skapar spänningar inom avtalskollektivet. Det innebär att vissa grupper får lägre avtalsmässiga höjningar än det uppsagda avtalet skulle ha givit. Ledamoten menade dock att avtalet från samhällsekonomisk utgångspunkt har fått en gynnsam utformning. Kommunalarbetareförbundet har uppnått större lönehöjningar för de grupper som det råder brist på och avtalet har fått en profil som gör att det troligen lättare kan accepteras av andra grupper på arbetsmarknaden. Ledamoten instämde också i föregående ledamots resonemang om inflationsmålet. Skälet till att direktionen lagt vikt vid inflationen exklusive energipriserna den senaste tiden är inte att energipriser principiellt saknar betydelse vid avvägningen av penningpolitiken. Skälet är istället att man vill bortse från effekterna av den kraftiga svängning i energipriserna som inleddes med höjningarna under vintern och som förutses fortsätta när energipriserna faller tillbaka igen. Ledamoten gjorde också följande förtydligande. Under de kommande två åren kommer det att vara viktigt att bevaka att energipriserna fortsätter att falla tillbaka så som Riksbanken förutsett och att inte andrahandseffekter blir större än förutsett. Därför innebär inte fokuseringen på UND1X exklusive energipriser i det kortare perspektivet att energipriserna saknar betydelse för penningpolitiken. Oavsett vilket mått som används finns det emellertid ett tydligt utrymme för en sänkning av reporäntan, sade ledamoten.

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 indirekta skatter, subventioner och räntekostnader för egnahem. Under senare tid har också hänsyn tagits till el- och oljeprisutvecklingen. Prisuppgången på dessa produkter har i allt väsentligt bedömts vara följden av tillfälliga utbudsstörningar och därmed är den inte relevant för penningpolitikens utformning. I dagsläget gör direktionen bedömningen att dessa tillfälliga faktorer fortfarande påverkar inflationen på ett års sikt, men att effekterna på två års sikt i en betydande utsträckning har klingat av. Därför är det på två års sikt inte motiverat att bortse från förändringar i energipriserna vid bedömningen av inflationen.

§ 3. Penningpolitiskt beslut²

Ordförande sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 2 och konstaterade att det förelåg ett förslag om att sänka reporäntan med 0,50 procentenheter.

Direktionen beslutade

- att reporäntan sänks med 0,50 procentenheter till 3,00 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 11 juni 2003,
- att utlåningsräntan sänks med 0,50 procentenheter till 3,75 procent och att inlåningsräntan sänks med 0,50 procentenheter till 2,25 procent med tillämpning från den 11 juni 2003,
- att den 5 juni kl. 09.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 38, protokollsbilaga B samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 18 juni 2003.

Denna paragraf förklaras omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Irma Rosenberg

Kristina Persson

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