



SÄRSKILT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 17

DATUM: 2003-07-03

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
-
- Johan Gernandt, fullmäktiges vice ordförande
-
- Kerstin Alm
Claes Berg
Hans Dellmo
Jörgen Eklund
Kerstin Hallsten
Jan Hansen (§1)
Björn Hasselgren
Leif Jacobsson
Per Jansson
Stefan Laséen (§1)
Petra Lennartsdotter
Åsa Sydén
Anders Vredin
Christina Wejshammar
Martin Ådahl

§ 1. Penningpolitisk diskussion

Det antecknades att Petra Lennartsdotter 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 3,00 procent t.o.m. andra kvartalet 2005.

1. Den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna

Direktionen konstaterade att konjunkturutvecklingen i omvärlden och Sverige i huvudsak stämmer överens med den bild som tecknades i inflationsrapporten i juni. Den internationella och svenska konjunkturbilden har under det senaste året gradvis försämrats och den väntade återhämtningen därmed skjutits framåt i tiden.

Även utvecklingen på de finansiella marknaderna har i stort överensstämmt med bedömningen i inflationsrapporten. Aktiepriserna på Stockholmsbörsen och samtliga större börser har stigit sedan inflationsrapporten. De svenska såväl som de internationella långa räntorna har präglats av osäkerheten om konjunkturåterhämtningen men är idag något högre än vid tidpunkten för den föregående inflationsrapporten. Kronans kurs mot euron är ungefär i nivå med kursen i början av juni medan dollarn har stärkts något både mot kronan och euron.

I inflationsrapporten bedömdes återhämtningen i världsekonomin ha fördröjts något, bl.a. till följd av den tidigare finansiella och säkerhetspolitiska oron. Konjunkturen bedömdes dock komma att förstärkas under slutet av innevarande år, understödd av en expansiv penningpolitik och minskad osäkerhet.

Det internationella konjunkturläget präglas av en fortsatt svag industrisektor och sysselsättningsutveckling. Ett flertal centralbanker har sedan föregående inflationsrapport sänkt sina styrräntor. ECB har sänkt referäntan med 0,5 procentenheter till 2 procent och den amerikanska centralbanken sin styrränta med 0,25 procentenheter till 1 procent. Detta var väntat och föranleder inte några revideringar av de internationella tillväxtutsikterna.

I USA har ett nytt skattepaket antagits, med skattelättnader för hushåll och företag, sänkt skatt på kapitalinkomster samt ökade transfereringar till delstaterna. Detta väntas ge positiva effekter på framförallt hushållens konsumtion under slutet av innevarande år och 2004. Trots paketets omfattning väntas effekterna på BNP bli relativt små, bl.a. till följd av att hushållen väntas spara en stor del av skattesänkningarna och långräntorna antas stiga. Ändå ger skattepaketet skäl att räkna med en något starkare tillväxt i USA både under 2003 och 2004 i förhållande till junirapportens prognos. I euroområdet har återhämtningen fördröjts ytterligare. Såväl nationalräkenskaperna för första kvartalet som olika förtroendeindikatorer bland hushåll och företag talar för detta. Kombinationen av den starkare amerikanska och svagare europeiska utvecklingen gör att direktionens bedömning av världsmarknadstillväxten och de internationella exportpriserna inte har ändrats sedan inflationsrapporten.

I inflationsrapporten bedömdes BNP i Sverige öka med 1,2 procent i år samt med 2,4 procent både 2004 och 2005. Prognosen grundade sig bl.a. på den svaga internationella utvecklingen och en fördröjd investeringsuppgång. Resursutnyttjandet väntades också förbli förhållandevis lågt under hela prognosperioden.

Den viktigaste förändringen sedan inflationsrapporten är att Riksbanken har sänkt styrräntan med 0,5 procentenheter. Därutöver har nationalräkenskaperna för första kvartalet påverkat prognosen för efterfråge- och utbudsförhållandena i svensk ekonomi. BNP-tillväxten för första kvartalet i år blev oväntat hög och uppgick enligt nationalräkenskaperna till 2,2 procent. Till stor del beror detta på att offentlig konsumtion och lagerinvesteringar utvecklats något starkare, och import av tjänster något svagare än tidigare beräknat. Samtidigt tyder barometerdata på en fortsatt svag industrikonjunktur. Hushållen förefaller dock ha blivit mer optimistiska om framtiden på senare tid. Sammantaget väntas BNP och resursutnyttjandet under de kommande åren bli marginellt högre än vad som antogs i inflationsrapporten.

I inflationsrapporten tecknades en bild av en mer dämpad löneutveckling under innevarande år jämfört med 2002. Det fortsatt försämrade arbetsmarknadsläget med en uppgång i antalet varsel och en minskning av antalet lediga platser samt löneutfallet för mars ger stöd för denna bedömning. Sedan inflationsrapporten har Kommunalarbetareförbundet och dess motparter, Kommunförbundet och Landstingsförbundet, tecknat ett nytt, tvåårigt löneavtal. Avtalet var något lägre än väntat, men samtidigt utgår bedömningen av löneökningstakten denna gång från ett något högre resursutnyttjande, vilket verkar i motsatt riktning.

I den senaste inflationsrapporten förväntades priserna enligt KPI och UND1X öka 2,1 respektive 2,3 procent i maj, mätt som tolv månaderstal. Inflationen har den senaste tiden dock varit något lägre än väntat, i maj 1,9 respektive 2,0 procent enligt KPI och UND1X i maj. Detta sammanhänger bl.a. med oväntat låga frukt- och grönsakspriser och med att den importerade inflationen blivit lägre än vad som beräknades tidigare. Råoljepriset har dock stigit mer än förväntat och antas ligga kvar på en högre nivå även under de närmaste månaderna. Effekten av detta på den allmänna prisnivån motverkas delvis av en något starkare krona under 2003 och långsiktigt är bedömningen av råoljepriset oförändrad. Sammantaget kan det finnas skäl att räkna med en något lägre importerad inflation under det närmaste året.

Jämfört med bedömningen i inflationsrapporten i juni väntas inflationen mätt med KPI och UND1X i slutet av prognosperioden bli marginellt högre till följd av den något starkare efterfrågeutvecklingen. Elpriserna, som haft stor inverkan på inflationstakten under våren, bedöms precis som tidigare falla gradvis under sommaren och ha en återhållande effekt på inflationen det närmaste året.

Direktionen menade, i likhet med bedömningen i inflationsrapporten, att det fortfarande finns en sammantagen nedåtrisk från den internationella konjunkturen medan de främsta riskerna för högre inflation alltså sammanhänger med utvecklingen av elpriserna och lönekostnaderna.

Sammanfattningsvis konstaterade direktionen att den internationella konjunkturbilden i stort sett är oförändrad sedan inflationsrapporten. I Sverige bidrar räntesänkningen i juni till något bättre realekonomiska utsikter. Resursutnyttjandet väntas därmed bli något högre under de kommande åren, liksom inflationen på två års sikt. Fortfarande bedöms det dock finnas lediga resurser under prognosperioden. UND1X-inflationen väntas hamna under målet på både ett och två års sikt. Detta gäller också när energipriserna exkluderats.

1.1 Direktionsledamöternas diskussion

Samtliga ledamöter framhävde i diskussionen att mycket lite ny information kommit in sedan inflationsrapporten och att den främsta skillnaden var Riksbankens egen sänkning av reporäntan med 0,5 procentenheter.

En ledamot sade att det viktigaste som inträffat, förutom den svenska reporäntesänkningen, var en allmänt mer negativ syn på den internationella konjunkturen bland många bedömare. Detta hade också präglat flera andra centralbankers agerande. I synnerhet hade framtidsutsikterna i euroområdet blivit mörkare, inte bara i Tyskland utan även andra stora euroekonomier som Frankrike.

En annan ledamot menade att en ytterligare förskjutning skett i den globala tillväxten, med en svagare utveckling i euroområdet och något starkare utveckling i USA och andra delar av världen. Ledamoten noterade samtidigt att de finansiella marknaderna fortsatt att normaliseras, med högre aktiepriser och fallande kreditspreadar, det senare särskilt för företag och länder som bedöms som relativt mindre kreditvärdiga. De finansiella marknadernas förbättring skulle kunna vara en indikation om realekonomins utveckling framöver. Större upplåning sker nu till de låga räntenivåerna, särskilt bland relativt sett mindre kreditvärdiga företag. Företagen har kommit allt längre i saneringen av balansräkningarna, som inte längre utgör samma hinder för sysselsättning och investeringar.

Ytterligare en ledamot pekade på några ljuspunkter i en annars svag konjunktur: Det finns vissa tecken på en återhämtning i Japan, konsumtionen fortsätter att öka snabbt i USA och de finansiella marknaderna tycks ha hämtat sig något. En uppgång kan vara på väg i USA, frågan är dock om den kan bli uthållig utan draghjälp från Europa. Ledamoten var pessimistisk till takten och styrkan i en europeisk konjunkturuppgång och därmed till utsikterna för en återhämtning i världsekonomin i stort. Det skulle kräva kraftfulla policyåtgärder och en kontracyklisk politik i de stora europeiska ekonomierna, vilket i nuläget inte verkar troligt. Så länge investeringarna dröjer och arbetsmarknaden fortsätter att försvagas är utsikterna mycket osäkra. Hotet om alltför långsamma prisökningar, t o m recession, finns därför kvar och är större än att inflationen ska komma att stiga. Dollarförsvagningen kan ta ny fart och utgör en risk för Europas återhämtning.

En annan ledamot frågade sig varför inflationen under våren överskattats i tidigare prognoser. En ofta nämnd förklaring till felbedömningen är att elpriserna det senaste halvåret fallit tillbaka snabbare än många trodde. Ledamoten menade dock att elpriset

inte räcker som förklaring och frågade sig om utväxlingen mellan tillväxt och inflation möjligen kan ha missbedömts något. Det är viktigt att löpande följa och utvärdera hur inflationen utfaller. En bred och överraskande upp- eller nedgång i priserna kan, även om den inte är så stor, vara en indikation på att inflationstrycket inte bedöms på ett korrekt vis. Annorlunda kan det vara om orsaken till felbedömningen har att göra med enbart en eller ett par varu- eller tjänstegrupper. Än mindre betydelsefulla som indikatorer på efterfrågeläget är normalt sett förändringar i de administrativa priserna. På det här området vore det önskvärt med en fördjupad analys vid nästa sammanträde, särskilt om inflationen också framöver överraskar något nedåt.

Flera ledamöter kommenterade den diskussion om produktivitets- och BNP-siffrorna som aktualiserats på senare tid, bl.a. i en debattartikel i Dagens Nyheter. Utgångspunkten i artikeln var att den svenska BNP-tillväxten överskattats markant under några av de senaste åren främst därför att prisfallen i IT och telekom överskattats.

En ledamot påpekade att BNP inte bara beräknas från produktionssidan, den delen av beräkningarna som kritiserats, utan även från efterfråge- och inkomstsidan. Hade beräkningarna varit så grovt felaktiga som påståtts hade diskrepansen mellan dessa båda beräkningssätt blivit så stor att siffrorna borde ha reviderats långt tidigare.

En annan ledamot instämde i detta men framhöll samtidigt att felaktiga bedömningar från produktionssidan kan ha påverkat resultatet, om än antagligen inte alls så mycket som antydde i debattartikeln. En fördjupad diskussion och ökad öppenhet är önskvärd när det gäller dessa frågor.

En tredje ledamot menade att detta inte är någon ny fråga utan att diskussionen pågått länge om problemen med hur man korrekt skall mäta pris och volym i nationalräkenskaperna. Det är inte självklart att mätmetoden är mer rättvisande i andra europeiska länder. Deflatorerna för produktionen av telekommunikationsutrustning i Sverige och andra europeiska länder skiljer sig troligen åt, eftersom den typ av telekomutrustning som produceras varierar från land till land. Att Sverige i själva verket skulle ha haft en lika svag utveckling som Tyskland de senaste åren motsägs av en rad andra indikatorer som t.ex. arbetslöshet, sysselsättning och offentliga finanser.

En ledamot lyfte frågan om Kommunals löneavtal, som blev klart i samband med att föregående prognos presenterades. Ledamoten delade den grundläggande uppfattningen att en uppreviderad tillväxt innebär en starkare löneutveckling. Ledamoten poängterade dock att Kommunals avtal hade kommit in på en lägre nivå, särskilt för nästa år, än vad många hade förväntat sig. Det minskar risken för höga kompensationskrav och skulle kunna få ett visst inflytande på nivån i höstens löneavtal, som därmed inte skulle behöva bli lika hög.

Ytterligare en annan ledamot tog upp riskbilden och framförallt företagens och hushållens finansiella ställning i Sverige, Europa och USA. De finansiella obalanserna för företagen ser ut att rättas till medan obalanserna för hushållen snarast förstärks.

Trots att hushållens sparande har ökat så ökar även deras skuldsättning i relation till disponibelinkomsten, vilket skapar risker.

Ledamoten frågade sig om det finns ett inslag av "money illusion" i hushållens agerande: Hushållens vilja att skuldsätta sig bör i teorin styras av realräntan, som inte förändrats särskilt mycket, och inte av de nominella räntorna, som fallit kraftigt. Intrycket är dock att hushållen i praktiken tycks vara beredda att öka sin upplåning när fallande nominella räntor innebär att den nominella räntebördan i det närmaste är oförändrad, trots att skuldbeloppet ökat högst väsentligt. För hushåll som lånar till rörlig ränta kan detta få betydelse när räntorna åter stiger. En ränteuppgång kommer kanske att avspeglar positiva faktorer som lägre arbetslöshet och högre tillväxt. Men höjs räntan från en låg nivå, när hushållens skulder är stora, så blir effekten mer dramatisk för hushållens räntebörda än om samma ränteökning skett från en högre räntenivå och en lägre skuldsättning.

Enligt ledamoten driver den expansiva amerikanska penningpolitiken på hushållens skuldsättning i USA och det syns inte någon tydlig nedgång i den höga skuldsättningen i euroområdet heller, trots konjunktursvackan. När Federal Reserve i USA framhåller att styrräntan kommer att förbli låg under en lång tid förstärker detta hushållens lånebetende. Detta har inte så stor betydelse för penningpolitiken i nuläget, men kan få det i framtiden om skuldstocken i förhållande till inkomsten fortsätter att växa. Ledamoten poängterade dock att finansiella kriser historiskt sett alltid varit resultatet av för hög upplåning i företag, inte hushåll.

En annan ledamot påpekade att den penningpolitiska slutsatsen av detta resonemang inte är självklar. Vill det sig väl kan konsekvenserna inskränka sig till att penningpolitiken får större effekt och räntan inte behöver höjas fullt lika mycket när konjunkturen väl vänder upp. Givetvis är det dock viktigt att följa denna utveckling noga. Om obalanser byggs upp bör Riksbanken tydligt kommunicera sin oro.

En tredje ledamot sade att situationen är olika för företag och för hushåll. Penningpolitiken har i nuläget större effekt på hushållens efterfrågan då räntelättnader påverkar konsumtionen medan företagen fortsätter att konsolidera sina svaga balansräkningar och avvaktar med investeringar.

En fjärde ledamot menade att penningpolitiken hade effekt på *både* hushåll och företag. För företagen hade de låga räntorna inneburit att balansräkningsanpassningen kommit så pass långt att det fanns förutsättningar för ökade investeringar.

En ledamot pekade på att det hela tiden hänvisats till nya, tillfälliga faktorer som förklaring till att återhämtningen i världsekonomin skjutits på framtiden men att det i grunden handlat om ett för efterkrigstiden ovanligt konjunkturförlopp. Tidigare har högkonjunkturer brutits av en inflations- och ränteuppgång men denna gång bröts konjunkturen av slutet på överoptimismen i investeringskonjunkturen och på börserna. Penningpolitiken ensam räcker inte för att vända denna typ av förväntningsstyrd nedgång utan det krävs andra understödande faktorer för att vända pessimismen bland de ekonomiska aktörerna.

Andra ledamöter påminde om att konjunktursvackan också skiljer sig från andra nedgångar genom att den varit både mer utdragen och mildare än de föregående, bland annat tack vare den expansiva ekonomiska politiken.

En ledamot inflikade att vi möjligen inte sett slutet på lågkonjunkturen och att vi mycket väl kan ha flera år med mer dämpad tillväxt framöver. En ovanligt lång högkonjunktur, som på 90-talet, kan följas av en lång lågkonjunktur.

En annan ledamot påpekade att lågkonjunkturen i USA blivit mildare än tidigare nedgångar därför att hushållen nu, till skillnad mot vad som brukar vara fallet, har hållit uppe sin efterfrågan. En sämre utveckling framöver hotar dock om den expansiva ekonomiska politiken inte räcker till för att hushållen ska fortsätta att konsumera tills investeringarna tar fart igen. Den djupa nedgången i euroområdet ökar risken för detta ytterligare.

2. Direktionsledamöternas bedömning av det penningpolitiska läget

2.1 Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget¹

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

Beredningsgruppen konstaterade att den senaste tidens utveckling stärkt den bedömning som presenterades i den förra inflationsrapporten. På två års sikt väntas inflationen dock bli aningen högre än vad som bedömdes i inflationsrapporten i juni men väntas fortfarande ligga marginellt under målet. Detta gäller både inklusive och exklusive energipriserna. Justerat för riskerna väntas inflationen ligga något under målet på två års sikt.

Ledamöterna i beredningsgruppen var överens om att det med utgångspunkt från inflationsbedömningen fanns ett utrymme att sänka reporäntan. Uppfattningarna skilde sig dock något åt om man borde sänka redan nu eller om man, med hänsyn till reporäntesänkningen med 0,5 procentenheter i juni, borde gå något långsammare fram och avvakta ytterligare information. Beredningsgruppen stannade dock för att rekommendera en ytterligare sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter.

2.2 Direktionsledamöternas diskussion

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 av beredningsgruppen. Den uppfattning som föredrogs och som kommer till uttryck i detta protokoll behöver inte nödvändigtvis delas av beredningsgruppens samtliga medlemmar.

Samtliga ledamöter pekade på att inflationen ligger under målet på ett till två års sikt enligt prognosen, vilket enligt Riksbankens handlingsregel anger att reporäntan i normalfallet bör sänkas. Skälen att följa handlingsregeln i innevarande situation övervägde skälen att vänta, enligt ledamöterna, som dock skilde sig något åt i synen på balansen mellan dessa skäl.

Flera ledamöter framhävde särskilt att ny statistik inte givit några tydliga tecken på en uppgång och att det därför ännu inte fanns några direkta inflationsshot.

En ledamot menade att räntan kunde ha sänkts ytterligare 0,25 procentenheter vid det föregående penningpolitiska mötet i juni. Att så inte skedde ska ses mot bakgrund av den förhållandevis kraftiga omsvängning i synen på inflationen som då hade inträffat sedan mötet dessförinnan i april. Ledamoten nämnde olika faktorer som omvärderats under våren: Uppgången i den internationella konjunkturen har skjutits på framtiden, framförallt i euroområdet. I Sverige har inflationen fallit snabbare än väntat. Kommunals låga avtal har minskat risken för löneinflation. Den sänkning som genomfördes i juni var också förhållandevis kraftig. I dagsläget är det svårt att se några skäl till att vänta med att sänka reporäntan. Visserligen räknar Riksbanken och flertalet andra bedömare med en internationell konjunkturvändning under det närmaste året. Men några tydliga tecken på en sådan vändning syns ännu inte. Trots detta ville ledamoten lyfta några skäl till fortsatt vaksamhet mot inflationsrisker: Snabba räntesänkningar har skett i omvärlden där även finanspolitiken är tämligen expansiv. Även om uppgången skjutits fram så borde den tids nog komma igång, och det är inte helt uteslutet att det då blir en ganska kraftig omsvängning.

En annan ledamot instämde i att styrräntan kan sänkas eftersom inflationsprognosen är strax under målet under prognosperioden, vilket möjliggör både att uppfylla lagens krav på att upprätthålla ett fast penningvärde och att stödja det allmänna ekonomiska läget. Ledamoten nämnde dock även faktorer som talade i en annan riktning. En kort tid har förflutit sedan den senaste ränteförändringen och inkomsten statistik har inte förändrat bilden. Tillväxten i Sverige är hygglig med ett vare sig särskilt högt eller lågt tryck på de lediga resurserna. Scenariot framöver är inte heller särskilt negativt med ett resursutnyttjande, och därmed pristryck, som förutses öka framöver.

En tredje ledamot höll med om att det fanns utrymme för en sänkning av styrräntan men också om att vissa faktorer talade mot detta. För det första kan det finnas anledning att vänta in tecken på effekterna av Riksbankens styrräntesänkning i juni innan reporäntan justeras ned ytterligare. Dessutom kan en räntesänkning bidra till att hushållens balansräkningar försämras på ett sätt som bidrar till problem när räntorna vänder uppåt.

En ledamot sammanfattade avvägningen mellan att sänka reporäntan nu, alternativt att invänta ny information. Fortfarande gäller i huvudsak samma bedömning av utvecklingen i omvärlden som i inflationsrapporten i juni. Efterfrågan i den svenska ekonomin och därmed även inflationstrycket väntas dock bli något starkare till följd av sänkningen av reporäntan i juni. Prognosen ger dock utrymme att sänka räntan

ytterligare något. Visserligen har en kraftig sänkning just skett, men den information som kommit in pekar inte på en vändning i konjunkturen utan på marginalen snarare på en försämring. Sammantaget talar detta för att nu sänka räntan med 0,25 procentenheter. Efter en sådan sänkning finns i dagsläget inget behov att signalera hur penningpolitiken skall avvägas framöver. Det kommer att bero på den nya information som inkommer om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige och vilka effekter denna kan få för de svenska inflationsutsikterna.

§ 2. Penningpolitiskt beslut

Ordförande sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 1 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 2,75 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 9 juli 2003,
- att *utlåningsräntan* sänks med 0,25 procentenheter till 3,50 procent och att *inlåningsräntan* sänks med 0,25 procentenheter till 2,00 procent med tillämpning från onsdagen den 9 juli 2003,
- att den 4 juli 2003 kl. 09.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 47, protokollsbilaga, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras torsdagen den 17 juli 2003.

Denna paragraf förklaras omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson

Irma Rosenberg