



# SÄRSKILT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 22

DATUM: 2003-10-15  
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  
Mårten Blix (§ 1)  
Jörgen Eklund  
Kerstin Hallsten  
Björn Hasselgren  
Jyry Hokkanen (§ 1)  
Per Håkansson  
Leif Jacobsson (§ 1)  
Javiera Ragnartz (§ 1)  
Arvid Wallgren  
Ulrika Wienecke  
Staffan Viotti  
Anders Vredin

### § 1. Den aktuella inflationsbedömningen

Det antecknades att Arvid Wallgren och Ulrika Wienecke skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättandet av dagens protokoll under §§ 1, 2 och 3.

## 1. Nyinkommen information om den ekonomiska utvecklingen

Avdelningen för penningpolitik redovisade den nya information som inkommit sedan stoppdatum för inflationsrapporten den 6 oktober. I fokus stod bilaterala växelkurser, makroekonomisk statistik samt börsutvecklingen och företagsrapporter för tredje kvartalet 2003.

På de finansiella marknaderna har de långa räntorna stigit, bl.a. till följd av positiv makroekonomisk statistik (särskilt amerikanska arbetsmarknadssiffror) och en fortsatt börsuppgång i både USA och Sverige. Hittills har endast en mindre del av börsföretagen i USA och Sverige presenterat kvartalsrapporter för tredje kvartalet, men bland dessa har en majoritet redovisat bättre resultat än väntat. Samtidigt har de stora valutorna präglats av hög volatilitet. En viss förstärkning av dollarn har ägt rum, bl.a. till följd av positiva konjunktursignaler. På marknaden tycks dock råda en allmän uppfattning att detta endast är en rekyll och att försvagningen kommer att fortsätta under resten av året. Rörelserna i den svenska kronan har varit ganska små. På marknaden finns förväntningar om en fortsatt förstärkning framöver men i något långsammare takt. Samtliga tillfrågade bedömare tror att Riksbanken kommer att lämna reporäntan oförändrad, vilket även avspeglas i marknadspriserna.

Nyinkommen internationell statistik har varit i linje med bedömningarna i inflationsrapporten. Industriproduktionen har utvecklats svagt i de tre största euroländerna i augusti. I Tyskland steg dock orderingången i tillverkningsindustrin (månad-på-månad, säsongrensat). De reviderade BNP-siffrorna för andra kvartalet i euroområdet var totalt sett i linje med de preliminära siffrorna. Lägre nettoexport och lagerbidrag uppvägdes av en något starkare inhemsk efterfrågan jämfört med tidigare rapportering. I USA minskade underskottet i handelsbalansen tydligt i augusti, mätt i löpande priser. Samtidigt visade reviderad statistik att underskottet i juli var mindre än vad som tidigare angivits. I Sverige minskade såväl industriproduktionen som orderingången till den svenska industrin (dagkorrigerat och säsongrensat) något mellan juli och augusti.

KPI steg med 0,7 procent mellan augusti och september, vilket gav en årstakt på 1,7 procent. Motsvarande siffror för UND1X var 0,8 respektive 2,2 procent. Såväl KPI som UND1X blev därmed 0,2 procentenheter högre än enligt bedömningen i inflationsrapporten. Prognosavvikelsen berodde huvudsakligen på högre priser på frukt och grönsaker, dyrare oljeprodukter och högre klädpriser än väntat.

## 2. Inflationsrapport 2003:3

Vice riksbankschef Irma Rosenberg framlade förslag till Inflationsrapport 2003:3, som också utgör Riksbankens redogörelse till riksdagens finansutskott, protokollsbilaga A.

Inflationsrapporten återger grundragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 2 och 8 oktober.

### Beslut

Direktionen beslutade

- att fastställa inflationsrapporten enligt förslaget
- att överlämna rapporten till riksdagens finansutskott samt

- att den skulle offentliggöras den 16 oktober kl. 8.00.

Vice riksbankscheferna Villy Bergström och Kristina Persson reserverade sig mot beslutet att fastställa inflationsrapporten.

Villy Bergström anförde följande:

Inflationsrapporten underskattar något riskerna för en svagare real utveckling i Sverige och en lägre inflation än i huvudscenariot. Sysselsättningen har varit särskilt svag i industrin samtidigt som den förstärkta kronkursen nu hotar att försvaga konjunkturen i basindustrierna och delar av verkstadsindustrin. Samtidigt har kommuner och landsting en pressad ekonomi och kan tvingas avskeda och samtidigt höja skatterna. Risk finns att en ökad arbetslöshet dämpar hushållens konsumtion och ytterligare förskjuter investeringsuppgången.

Den svagare utvecklingen på arbetsmarknaden minskar, enligt min bedömning, risken för att lönerörelsen ska hota inflationsmålet. Dollarförsvagningen gentemot kronan dämpar genomslaget av prisuppgången i oljepriset och andra råvarupriser samtidigt som elpriserna inte längre ser ut att stiga såsom förra vintern, eftersom vattenmagasinen fylls på bättre. Sammantaget innebär detta att jag ser en nedåtrisk för inflationen under prognosperioden. Enligt min bedömning hamnar därför inflationsprognosen marginellt lägre än i inflationsrapporten, men fortfarande på målet.

Kristina Persson anförde följande:

Jag delar i allt väsentligt bedömningarna i inflationsrapporten, med undantag för riskbilden. Den bild som tecknas i inflationsrapporten av en uppåtrisk för inflationen i Sverige stämmer inte med min uppfattning. Jag bedömer att de högre energipriserna under det närmaste året kommer att vägas upp av den svaga arbetsmarknaden, medan den omvända situationen råder mot slutet av prognosperioden. Arbetsmarknaden kommer att fortsätta vara svag ett tag till. Offentlig sektor brottas med finansieringsproblem, och det kommer att dröja ännu en tid innan företagen börjar nyanställa. Jag förordar därmed en balanserad riskbild med avseende på den svenska konjunkturen och inflationsutsikterna. Tillsammans med en viss nedåtrisk för den internationella utvecklingen talar detta för en sammantaget svagt negativ riskbild.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

## § 2. Penningpolitisk diskussion

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

Vice riksbankschef Irma Rosenberg redogjorde för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget. I gruppen rådde uppfattningen att reporäntan bör lämnas oförändrad. Under senare tid har konjunkturen varit svårbedömd och utvecklingen långt ifrån entydig, ansåg beredningsgruppen. I junirapporten konstaterade Riksbanken att

---

<sup>1</sup> Den penningpolitiska beredningsgruppen består av tjänstemän inom Riksbanken och leds av vice riksbankschef Irma Rosenberg. 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.

konjunkturen såg svagare ut än tidigare. Sedan sommaren har flera positiva tecken tillkommit, men bilden är fortfarande oklar. Beredningsgruppen framhöll att det för närvarande inte är möjligt att säga vad som blir nästa steg: det kan lika gärna bli en höjning som en sänkning av reporäntan. Med den bedömning som görs i inflationsrapporten hamnar inflationen, exklusive energipriser, mycket nära målet på två års sikt. Detta utgör skäl till att hålla reporäntan oförändrad.

## 2. Direktionsledamöternas diskussion

En direktionsledamot menade att inflationsrapporten ger underlag för beslut om såväl oförändrad reporänta som en räntesänkning. Trots att ledamoten hade viss kritik mot inflationsrapportens riskbild och således reserverade sig mot inflationsrapporten, förordade ledamoten inte en sänkning av reporäntan. Ett argument mot sänkt ränta är den information som har förmedlats i tal och offentliga kommentarer av flera direktionsledamöter under senare tid. Dessa har varit neutrala till sin karaktär och förväntningarna är därför inställda på oförändrad reporänta.

En annan ledamot höll med om att signalerna inför mötet varit neutrala, men menade samtidigt att ny information tillkommit. I linje med Riksbankens ambition att tillämpa handlingsregeln symmetriskt borde reporäntan nu sänkas med 0,25 procentenheter, givet ledamotens något lägre prognos för inflationen på ett till två års sikt. Ledamoten framhöll vikten av att direktionen blir lika aktiv med räntesänkningar, när det är påkallat, som med räntehöjningar. Det är bättre att ge en extra stimulans till uppgången i detta skede än att vänta till längre fram i konjunkturcykeln. Inflationstakten ligger kvar på samma nivå trots sommarens räntesänkningar, och arbetsmarknaden är fortsatt svag. Konjunkturen leder knappast till någon uppgång i inflationen förrän mot slutet av prognosperioden, menade ledamoten, och upprepade kravet på räntesänkning.

En ledamot instämde i att två beslut var möjliga i dagsläget och framhöll att riskbilden är tämligen svårbedömd. I USA tycks konjunkturuppgången ha blivit mer solid sedan sommaren. Detta gäller inte minst sysselsättningen, vilket minskar risken för att konjunkturen skulle stärkas utan att arbetslösheten minskar (*jobless recovery*). Det finns dock fortfarande en risk för att den privata konsumtionen dämpas innan investeringarna tar fart, men denna risk blir allt mindre med tiden. Samtidigt leder de positiva konjunktursignalerna till att sannolikheten minskar för att dollarn kommer att falla framöver. Ledamoten framhöll också att uppgången väntas fortsätta även bortom prognoshorisonten. Argumenten för att sänka räntan nu måste ställas i relation till denna långsiktiga bild. Erfarenheterna visar att när uppgången väl tar fart går det ofta snabbare än vad ekonomiska bedömare räknar med. Ledamoten förordade därmed att reporäntan hålls konstant.

En annan ledamot höll i stora drag med föregående ledamot och menade att riskbilden är avgörande i dagsläget. Det finns en risk för att återhämtningen i euroområdet kan bli långsammare än vad som nu prognostiseras till följd av euroförstärkningen, men den senaste tidens positiva signaler från USA medför att sannolikheten för detta har minskat. Istället såg ledamoten en risk för att styrkan i återhämtningen underskattas, bl.a. eftersom internationell statistik, med undantag för euroområdet, till övervägande del har överraskat i positiv riktning. Ledamoten påpekade också att bedömningen av sysselsättningsutvecklingen i USA beror på vilken typ av sysselsättningsmätning man förlitar sig på. Undersökningar på hushållsnivå visar att sysselsättningen har stigit något hittills i år,

medan undersökningar baserade på företagsenkäter pekar på motsatsen. Detta beror antagligen bl.a. på att företagsenkäterna har svårt att fånga upp nyetablerade företag. Följaktligen är skillnaden mellan de två undersökningsansatserna störst när konjunkturen vänder. En underskattad sysselsättningsutveckling kan bidra till att förklara varför den privata konsumtionen i USA utvecklats så pass starkt som den har gjort, menade ledamoten. Att sysselsättningen stigit något enligt de hushållsbaserade sysselsättningsundersökningarna ger också anledning till minskad oro för att den privata konsumtionen ska vika framöver.

Beträffande den kommande svenska avtalsrörelsen delade ledamoten visserligen synen att efterfrågetrycket på arbetskraft är lågt. Ny statistik från SCB visar t.ex. att vakansgraderna har minskat. Men ledamoten delade inte den optimistiska syn på löneutvecklingen som två andra direktionsledamöter givit uttryck för och påminde om 1995 års lönerörelse. Trots låg efterfrågan på arbetskraft finns det en risk för att löneökningarna kan bli högre än vad som prognostiseras i inflationsrapporten. Ledamoten ansåg sammanfattningsvis att reporäntan bör lämnas oförändrad eftersom återhämtningen förutses pågå från ett läge då ett visst mått av lediga resurser finns men successivt tas i bruk framöver, varför inflationstrycket är måttligt.

En direktionsledamot ställde sig, mot bakgrund av det resonemang som förs i inflationsrapporten beträffande energipriserna, frågande till om förändringen i energiskatter är att jämställa med momsförändringar. Energiskatterna är ju inne i en trendmässig höjning som successivt kommer att höja relativpriset på energi. Ledamoten poängterade i det sammanhanget att Riksbankens mål är KPI.

En annan ledamot betonade att man inte bör fokusera på ett enda inflationsmått, även om målet är formulerat i termer av KPI. Direktionen bör fokusera på det inflationsmått som bäst fångar den underliggande, efterfrågebestämda inflationen i det aktuella läget. För närvarande utgör sannolikt UND1X exklusive energipriser det penningpolitiskt mest intressanta inflationsmåtten. Det som gör att prognosen för UND1X ligger under målet i slutet av perioden är i första hand den anpassning som sker av elpriserna efter uppgången under det senaste året. Bedömningen att elprisuppgången hittills i huvudsak varit tillfällig, och att detsamma gäller den kommande nedgången, utesluter inte att det parallellt finns mer strukturella skäl för att elpriserna stiger. Det är ett inslag i prisutvecklingen som det skulle kunna finnas skäl att beakta. Sannolikt är dock en liten del av de prisrörelser vi ser just nu orsakade av strukturella faktorer.

Vidare önskade ledamoten försvara den riskbild för lönebildningen och energipriserna som tecknas i inflationsrapporten. De i huvudscenariot prognostiserade löneökningarna är låga i ett historiskt perspektiv. Denna bedömning kan mycket väl visa sig vara något för optimistisk även om arbetsmarknaden är svag. När det gäller energipriserna handlar risken i första hand inte om fortsatt höga priser utan om den prisuppgång vi sett sprider sig vidare i ekonomin och påverkar inflationsförväntningarna.

En ledamot invände mot uttalandet att inflationsrapportens antaganden om löneökningarna är låga. I år är prognosen 3,6 procent, nästa år 3,7 procent och 2005 3,9 procent, konstaterade ledamoten.

En annan ledamot framhöll att det i dagsläget är naturligt att basera penningpolitiken på prognosen för inflationen exklusive energipriser, eftersom dessa har svängt kraftigt under senare tid och effekterna kan betraktas som tillfälliga. Mått med detta inflationsmått ligger

inflationssprognosen mycket väl i linje med målet. Ledamoten menade att ett rimligt sätt att motivera ett räntebeslut är att överväga om det finns skäl att omvärdera den bedömning som gjordes vid det senaste penningpolitiska mötet. Det som har hänt sedan dess talar för att reporäntan inte bör ändras. Nyinkommen statistik ligger väl i linje med tidigare antaganden. För hushållen ser utvecklingen fortsatt ganska god ut: den privata konsumtionen har hållits uppe väl och utlåningen till bostäder och konsumtion ökar. Vad beträffar investeringarna menade ledamoten att de kan förväntas öka när konjunkturuppgången får genomslag i ökad produktion och försäljning för företagen. En räntesänkning i dagsläget skulle troligen inte påverka investeringarna på kort sikt.

En ledamot kommenterade ett tidigare inlägg av en annan ledamot i frågan huruvida direktionen agerat symmetriskt beträffande prognosavvikelser från målet. Ledamoten menade att direktionen har gjort det och refererade till direktionens agerande år 2000 då Riksbanken inte höjde räntan trots att prognoserna låg något över målet. Ledamoten sade vidare att s.k. tillfälliga effekter, som på senare tid ofta diskuterats i inflationsrapporterna, bör behandlas symmetriskt så länge de inte ger upphov till spridningseffekter. Ledamoten påpekade också att inflationen har varit något högre än arbetsmarknadens parter räknade med när de senast slöt avtal. Vilka effekter detta kommer att ha på de kommande avtalen återstår att se, avslutade ledamoten.

En ledamot konstaterade att den underliggande inflationen är svag och hamnar under målet både nästa år och 2005. Den långsamma tillväxten i euroområdet och dollardeprecieringen leder till att importprisökningarna blir låga samtidigt som den svenska arbetsmarknaden inte återhämtar sig förrän mot slutet av prognosperioden. Konjunkturuppgången tycks ha inletts, men framtida rekyler kan inte uteslutas. Även på de finansiella marknaderna är situationen osäker. Dessutom trodde ledamoten att dollarförsvagningen och kronförstärkningen kommer att fortsätta. Ledamotens slutsats var att det dröjer innan konjunkturuppgången stabiliserar sig och att svensk ekonomi kommer att ha ledig kapacitet under hela prognosperioden. Detta gör det riskfritt att sänka reporäntan i dagsläget.

En ledamot framhöll att den ökande arbetslösheten inte i första hand beror på minskad sysselsättning utan på att antalet deltagare i arbetsmarknadspolitiska program har minskat. Ledamoten menade att ekonomin troligen inte är så långt från fullt resursutnyttjande och att bristsituationer kan komma att uppstå på delar av arbetsmarknaden redan inom ett år. Detta kan i sin tur leda till att löneglidningen påverkas.

Beträffande det penningpolitiska beslutet konstaterade ledamoten att det inte var någon självklar situation. Ledamoten ansåg dock att det var klokast att lämna reporäntan oförändrad i detta läge. Om den förväntade konjunkturuppgången inte realiserar, utan precis som i våras skjuts framåt i tiden, kan det tala för en sänkning framöver. Detta är en av de frågor direktionen får ta ställning till vid kommande penningpolitiska sammanträde.

### § 3. Penningpolitiskt beslut

Ordförande sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 2 och konstaterade att två förslag förelåg: att lämna reporäntan oförändrad vid 2,75 procent och att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter.

Direktionen beslutade efter omröstning

- att reporäntan hålls oförändrad på 2,75 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 22 oktober 2003,
- att utlåningsräntan hålls oförändrad på 3,50 procent och att inlåningsräntan hålls oförändrad på 2,00 procent med tillämpning från onsdagen den 22 oktober 2003,
- att torsdagen den 16 oktober 2003 kl. 08.00 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 60 2003, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 29 oktober 2003.

Vice riksbankschef Kristina Persson reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad. Hon menade att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter, bl.a. med hänvisning till att svensk ekonomi kommer att ha ledig kapacitet under hela prognosperioden. Vidare väntas dollarförsvagningen och kronförstärkningen leda till lägre importprisökningar framöver, och den underliggande inflationen hamnar under Riksbankens mål både 2004 och 2005. Visserligen tycks återhämtningen ha inletts men arbetsmarknaden är fortsatt svag. Det kommer att dröja ytterligare en tid innan företagen börjar nyanställa och konjunkturuppgången stabiliserar sig. Eftersom risken för att inflationen ska överträffa målet just nu får anses som mycket liten bör den förväntade återhämtningen ges stimulans i form av en räntesänkning.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson

Irma Rosenberg