



# SÄRSKILT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 2

DATUM: 2005-01-27

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
- 
- Claes Berg  
Hans Dellmo  
Jörgen Eklund  
Victoria Ericsson  
Kerstin Hallsten  
Jyry Hokkanen  
Ann-Christine Högberg  
Pernilla Meyersson (§ 1)  
Staffan Viotti  
Anders Vredin

### § 1. Den aktuella inflationsbedömningen

Det antecknades att Hans Dellmo och Victoria Ericsson skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättande av dagens protokoll under § 1 och 2.

Diskussionen utgick från den nya statistik och de analyser som avdelningen för penningpolitik redovisade. Dessa analyser baserades på antagandet att reporäntan hålls oförändrad på 2,0 procent t.o.m. fjärde kvartalet 2006.

## 1. Nyinkommen information om den ekonomiska utvecklingen

Oljepriset har stigit till ca 46 dollar per fat. Den amerikanska dollarn har stärkts mot de flesta valutor de senaste veckorna efter en längre tids försvagning. Kronan har försvagats i TCW-termerna sedan den förra inflationsrapporten publicerades i december.

Sedan inflationsrapporten publicerades har den amerikanska centralbanken höjt sin styrränta med 0,25 procentenheter. De finansiella marknaderna väntar sig en fortsatt gradvis åtstramning under resten av året. De penningpolitiska förväntningarna i euroområdet är i stort sett desamma som vid det förra penningpolitiska mötet. Analytiker på finansmarknaden förväntar sig ingen förändring av den svenska reporäntan vid dagens penningpolitiska möte. De penningpolitiska förväntningarna, mätt med de implicita terminsräntorna, har justerats ned under senare tid. De svenska långräntorna har sjunkit något de senaste veckorna medan de långa räntorna i USA och euroområdet är på ungefär samma nivå som vid det senaste penningpolitiska mötet.

Ny statistik om den realekonomiska utvecklingen i omvärlden har gett blandade signaler. Såväl industriproduktionen som inköpschefsindex i euroområdet har fallit sedan inflationsrapporten publicerades. IFO-institutets decemberundersökning gav emellertid positiva signaler om den tyska ekonomin. Ny statistik från USA indikerar att konjunkturuppgången fortsätter. Antalet sysselsatta utanför jordbrukssektorn steg med 157 000 personer i december. De amerikanska hushållen har blivit mer optimistiska om det ekonomiska läget och Conference Boards ledande indikator för tillväxten har stigit sedan det förra penningpolitiska mötet.

Den svenska tillväxten för tredje kvartalet var något högre än prognosen i den senaste inflationsrapporten. Nettoexporten och investeringarna har utvecklats starkare än väntat. Arbetsmarknaden har däremot fortsatt att utvecklas svagt. Antalet sysselsatta minskade med 18 000 personer i december jämfört med månaden innan.

Såväl KPI- som UND1X-inflationen har blivit något lägre än prognosen i inflationsrapporten i december. Detta beror främst på att den importerade inflationen (exklusive oljeprodukter) blivit något lägre än förväntat.

## 2. Konjunktur- och inflationsutsikterna

### 2.1 *Direktionsledamöternas diskussion kring den internationella konjunkturbilden och den finansiella marknadsutvecklingen*

En ledamot inledde diskussionen med att hänvisa till inflationsrapporten i december, där prognosen var att den internationella konjunkturuppgången skulle fortgå under 2005 och 2006. Tillväxten i omvärlden reviderades ned något i förra inflationsrapporten främst till följd av svagare tillväxtutsikter i euroområdet. Det var en svagare tillväxt än väntat det tredje kvartalet men också en starkare euro och ett högre oljepris som föranledde denna revidering. Sedan föregående penningpolitiska möte har den nya statistiken för euroområdet givit en splittrad bild. Flera indikatorer tyder, enligt ledamoten, på att tillväxten fjärde kvartalet förra året var svag. Bilden är dock inte entydig. Tyska företags optimism steg i december enligt en undersökning av IFO. Ledamoten ansåg att en viss nedrevidering av BNP-tillväxten skulle kunna vara motiverad.

Ledamoten konstaterade att tillväxten i USA har varit fortsatt stark. Sysselsättningen har tagit fart under det gångna året. Även om tillväxttakten sannolikt kulminerat är det rimligt att tro på en fortsatt stark konjunkturuppgång. Ledamoten ansåg att utvecklingen av de amerikanska budget- och bytesbalansunderskotten liksom dollarkursen fortfarande utgör viktiga osäkerhetsfaktorer när det gäller den internationella utvecklingen. Bytesbalansunderskottet uppgår till ca 6 procent av BNP och har ännu inte minskat trots att dollarn har försvagats de senaste tre åren.

Ledamoten noterade att oljepriset varierat relativt kraftigt de senaste veckorna. Oljepriset var något lägre än väntat under december. Sedan dess har priset stigit tillbaka mot den prognostiserade banan i den senaste inflationsrapporten. Ledamoten ansåg därför att det inte finns några skäl i dagsläget att ändra prognosen för oljepriset. Avslutningsvis konstaterades att de internationella producentpriserna utvecklats ungefär som väntat den senaste tiden.

Ledamoten kommenterade därefter utvecklingen på de finansiella marknaderna. De långa räntorna har blivit något lägre än väntat de senaste veckorna. Det kan motivera en utfallsjustering som innebär att de långa räntorna blir något lägre under 2005 jämfört med prognosen i inflationsrapporten. Ledamoten ansåg däremot inte att det finns skäl att ändra prognosen på längre sikt. Ledamoten konstaterade att värdet på kronan i TCW-termer är ungefär i linje med prognosen i decemberrapporten.

En annan ledamot delade i allt väsentligt den första ledamotens bild. Ledamoten noterade att exportorderingången i USA ökat kraftigt och att denna normalt är en bra indikator på exportutvecklingen framöver. Detta talar för en fortsatt god utveckling i USA. Ledamoten delade även synen att en fortsatt stark euro skulle kunna föranleda en nedrevidering av tillväxten i euroområdet, men ansåg samtidigt att den svaga nettoexporten det tredje kvartalet förra året till största del sannolikt inte beror på den starkare euron. En anledning är att den svagare nettoexporten nästan helt kan hänföras till en försämrad nettoexport i Tyskland. Nettoexporten för de övriga länderna i euroområdet var i stort sett oförändrad. Den svaga nettoexporten i Tyskland är en följd av såväl kraftigt stigande import som fallande export. Uppgången i importen är dels en följd av ökningen i den inhemska efterfrågan under tredje kvartalet och dels ett resultat av att tysk industri etablerat sig i de närliggande nya EU-länderna. Detta skulle, enligt ledamoten, kunna innebära en relativt stabil uppgång av importen framöver. Ledamoten konstaterade också att nedgången i Tysklands export till stor del beror på en markant nedgång i exporten till Kina. Något liknande fall i exporten från övriga euroländer till Kina har inte skett. Detta skulle, enligt ledamoten, kunna tala för att tillfälliga faktorer snarare än den svagare euron låg bakom den svaga nettoexporten i euroområdet det tredje kvartalet.

Två andra ledamöter hade på basis av pessimistiska uttalanden från centrala tyska bedömare uppfattningen att utvecklingen i Tyskland för närvarande är svagare än beräknat.

En annan ledamot noterade att USA i än högre grad än tidigare framstår som motorn i världsekonomin och att de växande kostnaderna för oljan kanske hållit tillbaka, men inte brutit konjunkturuppgången, trots att landet är mer oljeberoende än de flesta andra industriländer. Ett kvarstående problem i världsekonomin är underskottet i privat och offentligt sparande i USA. Ledamoten ansåg att det senaste årets försvagning av dollarn ur denna synvinkel var välkommen eftersom den skapar förutsättningar för en minskning av

USA: s bytesbalansunderskott. Det har dock ännu inte syns några tecken på detta i statistiken. För en fortsatt anpassning är det centralt att även den kinesiska valutan tillåts stiga i värde mot dollarn. Ledamoten noterade i detta sammanhang att tillväxten i Kina är fortsatt hög. Dagens tillväxtnivåer förefaller inte långsiktigt hållbara även om tillgången på billig arbetskraft är stor. På sikt bör detta leda till ett tryck uppåt på både inflation och nominell växelkurs.

En annan ledamot anslöt sig till den bild som presenterats inledningsvis. Ledamoten såg dock en risk i att den fortsatt starka efterfrågan från Kina och andra tillväxtländer skulle kunna leda till höjda oljepriser. Utbudet av olja kommer sannolikt inte att kunna öka på kort sikt för att möta en ökad efterfrågan på olja. Relativt små oljereserver tillsammans med det faktum att det tar tid innan nya oljekällor kan öppnas talar för detta. Ledamoten såg även en risk för att den importerade inflationen exklusive oljeprodukter kan bli lägre än väntat framöver. Ledamoten gjorde bedömningen att USA: s regering inte är beredd att vidta tillräckligt kraftfulla åtgärder för att minska underskotten. Därmed är det fortsatt ett problem att USA agerar lok i världsekonomin och att andra länder inte förmår att ta över. Den höga tillväxten i Kina kan delvis uppväga den svaga utvecklingen i Europa och Japan, men inte i tillräcklig omfattning. Det är dessutom osäkert hur hållbar tillväxten i Kina är.

En annan ledamot konstaterade att de internationella producentpriserna stigit i relativt snabb takt det senaste året. Detta har sannolikt tillsammans med en svagare produktivitetsutveckling bidragit till den stigande inflationen i USA. Ledamoten noterade vidare att inflationen i euroområdet legat relativt stabil kring två procent en tid trots en svag tillväxt. Den svenska utvecklingen skiljer sig därmed påtagligt från den i omvärlden. I Sverige är tillväxten hög samtidigt som inflationen förblivit låg. Ledamoten framhöll att det inte är uppenbart varför den svenska bilden är så annorlunda och manade till en viss försiktighet i bedömningarna av inflationen de närmaste åren. I den senaste inflationsrapporten väntades de internationella producentpriserna öka i allt långsammare takt under prognosperioden. Det är inte en uppenbar slutsats eftersom resursutnyttjandet i världsekonomin samtidigt bedöms öka successivt.

Ledamoten hade i december ansett att det fanns en inte helt försumbar risk för att kronan skulle kunna stärkas påtagligt mer än vad som prognostiserades i huvudscenariot. Den snabba försvagningen av dollarn har emellertid nu bromsats upp samtidigt som kronan försvagats något de senaste veckorna. Det talar enligt ledamoten för att risken för en kraftig förstärkning av kronan den närmaste tiden har minskat något.

En annan ledamot ansåg att lite har hänt sedan det förra penningpolitiska mötet och delade därmed de övriga ledamöternas åsikt att bedömningen i den förra inflationsrapporten i allt väsentligt står sig. Ledamoten delade däremot inte en del analytikerns bedömning att dollarn inte kommer att försvagas framöver utan ansåg att det finns en betydande risk för en fortsatt försvagning. Ledamoten trodde inte heller på någon tydlig minskning av USA:s budgetunderskott. En anledning är att president Bush nyligen bett kongressen om mer pengar för att kunna finansiera de två krig USA är inblandat i. Detta innebär att sannolikheten för att budget- och bytesbalansunderskotten ska förbättras nämnvärt de närmaste åren är låg. För en mer markant korrigerings av bytesbalansunderskottet behövs, enligt ledamoten, troligen en ytterligare försvagning av dollarn speciellt med tanke på att ett flertal länder i praktiken har fast växelkurs mot dollarn.

Ledamoten konstaterade att OPEC:s mål om att oljepriset ska ligga i intervallet 22-28 dollar per fat inte verkar gälla längre eftersom OPEC har aviserat att produktionskvoterna kan komma att minska inom kort. Ett prisintervall på 35-45 dollar verkar, enligt ledamoten, vara det som eftersträvas. Det finns därmed en risk för att oljepriserna kan bli något högre än väntat. Ledamoten ansåg att en kinesisk tillväxt på 8-10 procent per år inte är långsiktigt hållbar. Det kan emellertid vara svårt att jämföra med andra länder som varit i motsvarande utvecklingsfas då Kina har en mycket stor tillgång på arbetskraft. De främsta hindren för en fortsatt mycket stark tillväxt i Kina är, enligt ledamoten, problem att hinna med administrationen av den stora mängden nyinvesteringar och utbyggnaden av infrastrukturen.

Ledamoten noterade att den årliga procentuella förändringen av produktiviteten i USA minskade markant mellan det andra och tredje kvartalet förra året. Å ena sidan är detta inte överraskande mot bakgrund av den mycket starka produktivitetsökningen det tredje kvartalet 2003. Tillväxttakten är dessutom fortfarande hög i ett historiskt perspektiv. Å andra sidan var kvartalsförändringen mellan andra och tredje kvartalet förra året relativt svag.

En ledamot konstaterade att ränteskillnaderna mellan statsobligationer och företagsobligationer av olika riskklass, mellan statsobligationer i industriländer och tillväxtekonomier, samt mellan trettioåriga- och tioåriga statsobligationer, fortsätter att minska från redan låga nivåer. Sannolikt beror inte detta på att riskaversionen etablerat sig på en permanent lägre nivå, utan det sammanhänger snarare med att den expansiva penningpolitiken med låga räntor gör att likviditet söker avkastning där den finns att få.

Den expansiva penningpolitiken efter aktiepriskraschen har inte haft samma fulla effekt på efterfrågan som i en vanlig konjunkturcykel, eftersom företag och hushåll inte minskat sitt sparande såsom vanligtvis är fallet vid låga räntor. Det beror i sin tur sannolikt på att företagen velat minska sina skulder och att åtminstone en del hushåll försiktighetsparat. Delvis har dock, trots balansräkningskonsolideringen, de låga räntorna påverkat efterfrågan såsom tänkt via ökade hushållskrediter och stigande huspriser. När räntorna framöver normaliseras går det inte att bortse från risken att kredittillväxten och huspriserna dämpas mer än vad som antas i huvudscenariot.

Ledamoten pekade även på en annan möjlig effekt av den expansiva penningpolitiken de senaste åren. Det finns en risk förknippad med att den inhemska inflationen pressas upp för högt för att kompensera den låga inflationen på varor och tjänster som är föremål för internationell handel. Det kan vara svårt att sedermera få ned den inhemska inflationen när den importerade inflationen väl stiger.

Ledamoten tillade avslutningsvis med anledning av diskussionen om dollarutvecklingen att dollarn inte bara försvagats mot euron det senaste året. Även flera asiatiska valutor, t.ex. den sydkoreanska wonen och den japanska yenen har, om än i väldigt olika grad, stärkts mot dollarn.

En annan ledamot delade i vissa avseenden den föregående ledamotens bild. Många företag har idag starka balansräkningar, höga vinster och god likviditet. Det är idag få företagare som hävdar att lägre räntor skulle få mer än marginella effekter på investeringarna. Samtidigt är det enligt ledamoten inte uppenbart att de låga realräntorna behöver vara ett problem för penningpolitiken. De stimulerar förstås konjunkturen. När väl en uppgång fått

fäste bör det finnas goda möjligheter att höja räntorna på vanligt vis. Riskerna hänger samman med eventuellt osunt höga värderingar på enskilda marknader. Förekommer sådant kan anpassningsprocessen förstås bli mer problematisk.

En annan ledamot påpekade att det också finns möjlighet att realräntorna inte stiger framöver trots en fortsatt konjunkturuppgång. Det skulle kunna medföra problem längre fram. Om konjunkturen skulle vända nedåt igen skulle ju realräntorna behöva falla från redan mycket låga nivåer. En annan ledamot ansåg att om konjunkturen viker så är vi i en helt annan situation än den idag. Självklart skulle det kunna bli problematiskt. Det är dock svårt, enligt ledamoten, att se hur penningpolitiken redan idag skulle kunna ta hänsyn till ett sådant möjligt scenario.

Den ledamot som tagit upp frågorna kring de finansiella obalanserna kunde för sin del se två scenarier; en räntenormalisering med såväl stigande sysselsättning som ökade inkomster och ett riskscenario med efterfrågebortfall till följd av överdrivna marknadsreaktioner på räntenormaliseringen.

En ledamot sammanfattade därefter diskussionen. Det tycks finnas enighet om att bedömningen i inflationsrapporten i allt väsentligt står sig. En marginell nedrevidering av tillväxten i euroområdet är rimlig medan det motsatta är fallet för tillväxten i USA. Det finns i dagsläget inte starka skäl för att ändra prognosen för oljepriset i någon betydande utsträckning. Ledamoten menade att endast en utfallsjustering på kort sikt är nödvändig för de långa räntorna. På lite längre sikt är en uppgång i linje med vad som tidigare prognostiserades det rimliga. Det finns heller inte skäl att ändra bedömningen av kronans kurs.

## 2.2 *Direktionsledamöternas diskussion kring den svenska konjunkturbilden*

En ledamot inledde diskussionen med att ge en överblick över det ekonomiska läget i Sverige. Tredje kvartalets nationalräkenskaper visar en något högre BNP-tillväxt än prognosen i decemberrapporten. Konjunkturen väntas fortsätta att utvecklas starkt även om tillväxten mattas av något 2005 och 2006. Hittills har tillväxten främst understötts av en stark exportkonjunktur men den inhemska efterfrågan antas bidra i allt högre grad framöver. Ett positivt tecken är att investeringarna åter tagit fart under 2004 efter att ha utvecklats svagt under några år.

Sysselsättningen har utvecklats något svagare än den bedömning som gjordes i december. Någon vändning på arbetsmarknaden har ännu inte skett, men en fortsatt förstärkning av konjunkturen väntas medföra att sysselsättningen ökar och arbetslösheten sjunker. Det finns samtidigt indikationer på att löneökningstakten i näringslivet blivit något lägre än väntat. Eftersom produktiviteten utvecklats något starkare än väntat har enhetsarbetskostnaderna blivit lite lägre än prognostiserat.

En annan ledamot kommenterade den svaga utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden. Det finns ännu inga tecken som tyder på en vändning på arbetsmarknaden, menade ledamoten. Möjligen syns en ljusning genom att antalet varsel har minskat.

Samma ledamot påpekade att det rekordstora svenska bytesbalansöverskottet borde leda till en viss förstärkning av kronan. Den snabba kronförstärkningen har hittills lett till prisförändringar på export- och importvaror i producentledet snarare än volymförändringar.

Effekten på volymen kan komma med eftersläpning. Vidare noterade ledamoten att tjänstexporten utvecklats starkt och påpekade att en stor del av uppgången beror på s.k. merchanting, som innebär att svenska företag lägger ut tillverkning i andra länder samtidigt som huvudkontoret är kvar i Sverige.

En annan ledamot instämde i bedömningen att kronan borde förstärkas om det stora bytesbalansöverskottet består. Samtidigt finns det en risk att företagen väljer att investera sina vinster i utlandet istället för i Sverige. Detta kan leda till en fortsatt svag utveckling på den svenska arbetsmarknaden. Merchanting kan innebära att arbetstillfällen skapas utomlands. Om investeringarna inte ökar i Sverige av strukturella skäl leder det till lägre tillväxt och svagare arbetsmarknad, fortsatte ledamoten. Då hjälper heller inte en räntesänkning för att investeringarna ska öka. Det är en utveckling som penningpolitiken inte kan påverka. Ledamoten konstaterade att det finns behov av en långsiktig, sysselsättningsskapande tillväxtpolitik i Sverige, något som ligger utanför penningpolitikens område.

En ytterligare ledamot framhöll att man när det gäller kronans utveckling på sikt bör ha i åtanke att Sverige haft överskott i bytesbalansen under en lång tid utan att växelkursen för den skull varit särskilt stark. Ledamoten konstaterade att senast tillväxten i Sverige var högre än i euroområdet stärktes kronan påtagligt mot euron. Till detta bidrog dock antagligen ett inflöde av kapital till investeringar i IT-sektorn och i storföretag som t.ex. Ericsson. Uppenbart är, hur som helst, att sambandet mellan en stark bytesbalans och kronans utveckling är mycket osäkert.

Ledamoten fortsatte med att konstatera att den senaste informationen om läget på den svenska arbetsmarknaden tyder på en något svagare utveckling jämfört med bedömningen i december. Men, påpekade ledamoten, varslen har minskat samtidigt som antalet nyanmällda lediga platser har ökat. Därmed borde sysselsättningen stiga framöver.

En annan ledamot instämde i att skillnaderna är stora jämfört med när Sverige senast hade högkonjunktur. Världen har de senaste tio till femton åren präglats av en allt mer ökad internationalisering där sparande i stor utsträckning rör sig över landgränserna. EU har sedan slutet på 1990-talet fått nya medlemsländer som snabbt håller på att integreras, vilket har medfört en ny arbetsfördelning och ökad handel mellan länderna. Det är väl så viktigt att följa den utvecklingen, som vad som händer i Kina och övriga Asien, eftersom Sverige ligger så nära Baltikum och Polen, framhöll ledamoten. Ledamoten noterade att en del av det svenska kapitalutflödet går till EU: s nya medlemsländer, medan vinsterna kommer tillbaka till Sverige via bl.a. merchanting.

Samma ledamot påpekade vidare att hela betalningsbalansen måste studeras för att fånga upp det som styr växelkursen, inte bara bytesbalansen. I övrigt instämde ledamoten i den inledande sammanfattningen av läget i svensk ekonomi.

En annan ledamot konstaterade att tillväxten förra året var kraftig, väsentligt över den långsiktigt potentiella, och påpekade att den enligt prognoserna förväntas bli så även nästa år. Investeringarna ökar, exportsektorn är stark och förtroendeindikatorerna stabila. I normala fall skulle det ha skett en uppgång i sysselsättningen i detta läge, påpekade ledamoten. Istället har produktiviteten fortsatt att vara högre än under de senaste konjunkturuppgångarna. USA, som ligger ett antal månader före Sverige i konjunkturcykeln, har också haft en produktivitetsutveckling över det normala. Men där kom först

investeringsökningen och därefter tog sysselsättningen fart. Ledamoten menade att den starka produktivitetens utvecklingen förskjutit den svenska konjunkturcykeln och framhöll att mycket talar för att det svenska förloppet kommer att följa det amerikanska. Den svenska sysselsättningen kan i så fall förväntas öka framöver.

En ledamot sammanfattade diskussionen. Den svenska konjunkturen kommer att fortsätta förstärkas framöver. Exporten har ökat starkt en tid, nu ökar också investeringarna. Ny statistik sedan december tyder dock på att sysselsättningen har utvecklats något svagare än som tidigare antagits, men det finns tecken på att en vändning är nära, t.ex. uppgången i antalet arbetade timmar men också en viss uppgång i nyanmälda lediga platser.

### 2.3 *Direktionsledamöternas diskussion kring inflationsutsikterna*

En ledamot inledde diskussionen med att konstatera att inflationen i december uppgick till 0,4 procent respektive 0,8 procent enligt KPI och UND1X, vilket är lägre än prognosen i december. Detta är en följd av att den importerade inflationen blivit lägre än väntat. Utvecklingen av den importerade inflationen motiverar enligt ledamoten att inflationsprognosen revideras ned något jämfört med den senaste bedömningen, framförallt på kort sikt. Eftersom konjunkturen väntas fortsätta utvecklas starkt menade ledamoten att det ändå är rimligt att räkna med att inflationen stiger efter hand. UND1X-inflationen bedöms då vara ungefär i linje med målet i slutet av prognosperioden.

En annan ledamot konstaterade att eftersom sysselsättningsökningen inte riktigt kommit igång än så dröjer även pristrycket från lönekostnadssidan. Ledamoten framhöll att frågan på litet längre sikt är hur länge produktiviteten kan fortsätta vara så hög och hur de totala lönekostnaderna kommer att utvecklas när den väl dämpas. Ledamoten noterade vidare att fluktuationerna i ökningstakten i de svenska arbetskraftskostnaderna inte varit helt oväsentliga. De tre senaste åren har ökningstakten varierat mellan knappt två och drygt fem procent. Ledamoten menade vidare att vad en kollega tidigare indikerat, en utveckling i Sverige liknande den i USA men med eftersläpning, kan driva upp enhetsarbetskostnaderna snabbare än väntat. Ledamoten fortsatte diskussionen genom att påminna om att de överraskande låga importpriserna i konsumentledet även kan vara en effekt av inhemska faktorer såsom kronförstärkningen och vinstmarginaleffekter av ökad konkurrens. Därmed bör man vara försiktig med att dra slutsatser. Ledamoten avslutade med att konstatera att inflationen på det stora hela utvecklats i linje med prognosen i den senaste inflationsrapporten.

En annan ledamot hade också bilden av att den svenska konjunkturen kommer att fortsätta förstärkas framöver. Den inhemska efterfrågan kommer att spela en allt starkare roll, investeringarna kommer att öka och kronan att förstärkas något, menade ledamoten. Detta kommer att vara förenat med låg inflation till följd av såväl låga importpriser som en svag arbetsmarknad, fortsatte ledamoten. För att inflationen ska öka måste det bli ett betydligt stramare läge på arbetsmarknaden. Risken är emellertid att de ökade investeringarna inte genererar nya arbeten i Sverige på grund av den globala konkurrensen och hög produktivitet. Ledamoten gjorde bedömningen att den internationella prisutvecklingen kan bli svagare än väntat på grund av de slopade importkvoterna på textilvaror. Importpriserna i konsumentledet har fortsatt att understiga våra prognoser och det finns en risk för att så blir fallet även framöver, framhöll ledamoten.



En ledamot instämde i att det finns en risk för en lägre inflation än i prognosen till följd av de slopade kvoterna för textilimporten. Ledamoten påpekade dock att det även finns tänkbara uppåtrisker för inflationen. En sådan är en svagare produktivitet utveckling än väntat, inte minst i USA, vilket skulle kunna leda till stigande priser globalt.

En ledamot sammanfattade diskussionen. Inflationen har utvecklats något svagare än prognosen i den senaste inflationsrapporten till följd av oväntat låga importpriser. Framöver är det rimligt att tro att den importerade inflationen, och därmed även UND1X-inflationen, stiger något långsammare än vad som då antogs. Detta beror bl.a. på avregleringarna och den allmänt ökade konkurrensen inom handelsområdet. Det finns dock inte skäl att göra mer än en marginell förändring av inflationsbedömningen denna gång.

## § 2. Penningpolitiskt diskussion

### 1. Penningpolitiskt förslag

Vice riksbankschef Irma Rosenberg redogjorde för sin syn på det penningpolitiska läget. Prognosen för tillväxten de närmaste åren i Sverige och omvärlden står sig i stora drag. Inflationen bedöms bli låg under en stor del av den kommande tvåårsperioden, men konjunkturen utvecklas relativt starkt och det gör att resursutnyttjandet väntas stiga både i Sverige och i omvärlden. Därför väntas inflationen tillta under loppet av 2006 och därefter. På ett par års sikt väntas inflationen mätt med UND1X därmed vara ungefär i linje med målet.

Inflationen har blivit lägre de senaste månaderna än bedömningen i inflationsrapporten i december till följd av en svagare prisutveckling på importerade varor än förutsett. Detta motiverar att inflationsprognosen justeras ned något på kort sikt jämfört med prognosen i december. En fråga är naturligtvis om det finns skäl att revidera ned inflationsprognosen även på längre sikt. Den svaga prisutvecklingen på importerade konsumtionsvaror beror till stor del på ökad global konkurrens, något som troligen kommer att påverka prisutvecklingen även de kommande åren. Samtidigt har priserna på råvaror och insatsvaror stigit snabbare till följd av stark efterfrågan på världsmarknaden och om konjunkturuppgången i omvärlden fortsätter som förväntat finns det skäl att tro att priserna på importerade varor successivt kommer att stiga något snabbare. En osäkerhetsfaktor när det gäller utvecklingen framöver är också upphävandet av importkvoterna för textilimporten och effekterna av detta på inflationen. Detta gör tillsammans att det är mycket svårt att bedöma hur länge det låga importpristrycket kommer att bestå. Så här långt finns det dock inte skäl att ändra importprisprognosen på längre sikt.

En annan fråga är hur man skall förhålla sig till att den låga inflationen nu till stor del beror på faktorer på ekonomins utbudssida som penningpolitiken inte direkt kan påverka. Att fullt ut försöka motverka den svaga prisutvecklingen på importerade varor genom att snabbt försöka driva upp prisstegringstakten på inhemskt producerade varor genom en ännu mer stimulerande penningpolitik, i ett läge när den inhemska efterfrågan redan är stark, skulle kunna innebära risker på sikt. Om prisimpulserna från omvärlden ökar snabbare än väntat igen skulle det kunna visa sig att det inhemska pristrycket har blivit alltför högt. Samtidigt bör man komma ihåg att resursutnyttjandet i svensk ekonomi för närvarande inte är särskilt

högt och att risken för en snabbt accelererande inhemsk inflation därmed bör vara begränsad.

Sammanfattningsvis väntas inflationen hamna under målet den närmaste tiden, men det avgörande för penningpolitiken är som vanligt hur den kommer att utvecklas på lite längre sikt. Efterfrågan bedöms bli fortsatt stark och bidra till att resursutnyttjandet stiger de närmaste åren. Inflationen bedöms därför på ett par års sikt vara i linje med målet. Mot denna bakgrund föreslog vice riksbankschef Irma Rosenberg att reporäntan bör hållas oförändrad för närvarande.

## 2. Direktionsledamöternas diskussion

En ledamot instämde i den föregående ledamotens bedömningar och konstaterade att det är ett dilemma att den låga inflationen nu till stor del beror på faktorer på ekonomins utbudssida som penningpolitiken inte direkt kan påverka. Enligt ledamoten skulle det om den inhemska inflationen ökade till följd av penningpolitiken, kunna bli svårt att åter dämpa de inhemska priserna när den importerade inflationen väl har normaliserats.

En annan ledamot påpekade att risken finns för en lägre inflation av orsaker som redan diskuterats. Det finns i dagsläget dock inget behov av att sänka reporäntan. Den kan eventuellt behöva vara kvar på nuvarande nivå under en längre tid.

En annan ledamot konstaterade att om målet är en ökning av de inhemska priserna innebär detta i praktiken att driva upp lönerna i tjänstesektorn. En sådan utveckling kan dock vara svår att vända om så skulle behövas, fortsatte ledamoten.

En annan ledamot instämde i att räntan bör hållas oförändrad och påpekade att även om inflationen ligger något under målet så är det viktigt i vilken riktning utvecklingen är på väg. Ledamoten påminde om att konjunkturuppgången beräknas fortsätta och att efterfrågan i den svenska ekonomin tydligt ökar. I frågan om räntorna och hushållens upplåning noterade ledamoten att allt färre hushåll tror på högre bostadspriser.

En ledamot konstaterade att de enkla regler som hittills styrt penningpolitiken fungerat väl. Genom att penningpolitiken fokuserats på en tidshorisont 1-2 år framåt i tiden och prognosen publicerats har politiken lett till en inflation i linje med målet under de senaste 10 åren och den har också blivit tydlig. Ledamoten instämde samtidigt i att det rent principiellt kan finnas risker förknippade med att driva upp den inhemska inflationen. Dessa risker ska dock inte överdrivas eftersom arbetsmarknadsläget är svagt och den inhemska inflationen är låg. Det pågår en kreditexpansion i Sverige samtidigt som huspriserna stiger. Huruvida detta är ett stort problem för penningpolitiken just nu är dock tveksamt. Icke desto mindre är det rimligt att tillmäta det en viss vikt när politiken utformas. Det centrala i nuvarande läge är kanske egentligen att efterfrågan stiger påtagligt snabbt och att detta naturligtvis driver upp resursutnyttjandet. Även om det idag inte finns skäl att räkna med att inflationen under de närmaste två åren överskrider inflationsmålet är det troligt att så sker relativt snart bortom den normala horisonten. Det är i ett sådant läge inte självklart motiverat att ändra ränteläget. Situationen skulle förstås vara helt annorlunda om efterfrågan skulle vika och det var detta som låg bakom en nedrevidering av inflationen. Under rådande förhållanden är det lämpligt att avvakta och lämna reporäntan oförändrad, avslutade ledamoten.

### § 3. Penningpolitiskt beslut<sup>1</sup>

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 2 och noterade att direktionens ledamöterna var överens om att UND1X-inflationen vid detta beslutstillfälle ger den bästa bilden av det underliggande inflationstrycket.

Ordföranden konstaterade att endast ett förslag förelåg: att bibehålla reporäntan oförändrad vid 2,0 procent.

Direktionen beslutade

- att reporäntan hålls oförändrad på 2,0 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 2 februari 2005,
- att utlåningsräntan hålls oförändrad på 2,75 procent och att inlåningsräntan hålls oförändrad på 1,25 procent med tillämpning från den 2 februari 2005,
- att fredagen den 28 januari 2005 kl. 09.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 7 2005, protokollsbilaga A, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras torsdagen den 10 februari 2005.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson

Irma Rosenberg

---

<sup>1</sup> Närvarande ledamöter som inte reserverar sig har deltagit i och instämt i det av direktionen fattade beslutet.