

Närvarande:

Urban Bäckström, ordförande

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Kerstin Hessius

Lars Nyberg

—

Sven Hulterström, fullmäktiges ordf.

Johan Gernandt, fullmäktiges vice ordf.

—

Kerstin Alm

Claes Berg

Hans Dillén (§ 1, 1.1-1.2)

Richard Gröttheim

Björn Hasselgren

Per Jansson (§ 1, 1.1-1.6)

Hans Lindberg

Hans Lindblad (§ 1, 1.1-1.6)

Christina Lindenius

Pernilla Meyersson (§ 1, 1.1-1.2)

Robert Sparve

Åsa Sydén

Joachim Wadefjord (§ 1, 1.1-1.2)

Michael Wallin

Per Walter (§ 1, 1.1-1.2)

Staffan Viotti

Göran Zettergren (§ 1, 1.2)

## § 1. Penningpolitisk diskussion och beslut

Det antecknades att Christina Lindenius och Hans Lindberg skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättandet av dagens protokoll.

Sammanträdet inleddes med diskussioner om de faktorer i den ekonomiska utvecklingen i Sverige och i omvärlden som är av betydelse för inflationsutsikterna och utformningen av penningpolitiken (avsnitt 1.1-1.6 nedan). För varje delområde föregicks diskussionen av föredragningar som hölls av medarbetare från Riksbankens ekonomiska avdelning samt penning- och valutapolitiska avdelningen. Föredragningarna baserades på det tekniska antagandet att Riksbanken reporänta hålls oförändrad på 3,40 procent t.o.m. år 2000.

Direktionens bedömning av inflationsutsikterna (avsnitt 2) och det penningpolitiska läget (avsnitt 3) tog sin utgångspunkt i en redovisning av de slutsatser som hade dragits i en motsvarande diskussion i den penningpolitiska beredningsgruppen.

## 1. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden

### 1.1 Internationell konjunktur och inflation

I den senaste inflationsrapporten som publicerades i december 1998 bedömdes BNP-tillväxten inom OECD-området bli omkring 1,5 procent 1999 och runt 2 procent 2000. Inflationen väntades uppgå till ungefär 1,5 procent i genomsnitt under de två åren.

Direktionen diskuterade ingående den internationella bilden och gjorde den sammantagna bedömningen att tillväxt och inflation i OECD-området sannolikt blir något lägre än vad Riksbanken räknade med i inflationsrapporten. Det noterades också att det finns tecken på en stabilisering i vissa delar av Asien. Tillväxtutsikterna för den kinesiska ekonomin har dock försämrats något.

Den amerikanska ekonomin visar tecken på fortsatt styrka, med en tillväxt under 1998 som varit snabbare än förväntat samtidigt som inflationen varit fortsatt låg. Det noterades att framför allt den privata konsumtionen fortsätter att utvecklas starkt. Direktionen menade att en viss avmattning i amerikansk ekonomi under de kommande två åren är sannolik. För detta talar att de amerikanska hushållens sparande redan är mycket lågt, vilket begränsar utrymmet för en fortsatt ökning av den privata konsumtionen. De lägre vinstförväntningarna inom näringslivet kan dessutom komma att hålla tillbaka investeringsutvecklingen. Mot bakgrund av den senaste tidens starka tillväxt, förefaller dock avmattningen komma att inträffa senare än vad som förväntades i samband med den senaste inflationsrapporten.

I euroområdet har den ekonomiska aktiviteten under senhösten och vintern mattats av märkbart, samtidigt som inflationstakten fallit ytterligare. Exportutvecklingen har varit svagare än väntat. Förtroendet i industrin har också försämrats, vilket bl.a. återspeglas i försämrad ordergång, lägre tillväxt i produktionen och fallande kapacitetsutnyttjande. Konsumentförtroendet, däremot, har fortsatt att stiga. Direktionens helhetsintryck var att tillväxten blir något svagare och inflationen något lägre än förväntat i euroområdet under 1999 och 2000. Två direktionsledamöter betonade dock betydelsen av det starka konsumentförtroendet för det fortsatta konjunkturförloppet och angav att deras bedömning av tillväxten för 2000 inte hade förändrats.

Den japanska ekonomin befinner sig alltjämt i recession och den ekonomiska utvecklingen är behäftad med fortsatt stor osäkerhet. Inga klara tecken på återhämtning kan skönjas. Priserna försätter att falla i alla led och det föreligger en viss oro för en deflationsspiral. Direktionen gjorde bedömningen att tillväxtutsikterna i Japan för 1999 och 2000 nu framstår som svagare än för några månader sedan.

Direktionen behandlade också riskerna i den internationella konjunkturbilden. Det noterades särskilt att krisen i Brasilien hittills fått tämligen begränsade reala och finansiella spridningseffekter, vilket skiljer situationen från utvecklingen i höstas efter devalveringen och betalningsinställelsen för delar av statsskulden i Ryssland och kollapsen för den amerikanska hedgefonden LTCM. Direktionen menade dock att det föreligger en risk för att de brasilianska problemen sprider sig till andra

latinamerikanska länder, vilket i sin förlängning skulle kunna ge upphov till reala och finansiella effekter i OECD-området. De potentiella spridningseffekterna bedömdes dock, jämfört med höstens utveckling, vara mer begränsade.

En annan riskkälla som identifierades var den amerikanska börsen. Direktionen var av åsikten att den amerikanska börsen är högt värderad och att en snabb korrigerings av börsvärdet dels skulle kunna leda till en snabb avmattning i amerikansk ekonomi med påverkan på övriga OECD-området, dels skulle kunna ge upphov till finansiella spridningseffekter.

Mot dessa två nedåtrisker ställdes också möjligheten att den amerikanska ekonomin klarar av balansgången och fortsätter att generera hög tillväxt med låg inflation, samtidigt som den europeiska konjunkturen utvecklas bättre än väntat med ett fortsatt starkt konsumentförtroende och draghjälp från USA.

## 1.2 Räntor, växelkurs, penningmängd och krediter

Direktionen diskuterade utvecklingen i räntor och växelkurs. Det konstaterades att kronan stärkts något snabbare än vad som förväntades i den senaste inflationsrapporten, men att utvecklingen i stort var i linje med den successiva förstärkning av kronan som bildade utgångspunkt för inflationsrapporten. Direktionen ansåg därför att det inte fanns någon anledning att ändra sin syn på den fortsatta utvecklingen av kronkursen. I sammanhanget noterades också att marknadsaktörernas förväntningar om den framtida utvecklingen av kronans effektiva växelkurs i stora drag överensstämmer med Riksbankens egen uppfattning.

Den snabba kronförstärkningen bedömdes bero på en kombination av flera faktorer. Den minskade internationella oron ansågs ha lett till en naturlig reversering av den kronförsvagning som uppkommit under hösten, en försvagning som inte bedömdes ha någon grund i den fundamentala ekonomiska utvecklingen i Sverige. Denna bild stärks av att t.ex. Kanadas och Australiens valutor utvecklats på ett snarlikt sätt som kronan under det senaste halvåret. En möjlig förklaring till detta är att dessa valutor, precis som den svenska kronan, varit starkt exponerade för den globala finansiella oron genom en förhållandevis stor utlandsskuld. Vidare bedömdes stärkta förväntningar om ett svenskt deltagande i EMU, och som ett led i detta, förväntningar om ett inträde i ERM, ha bidragit till att förstärka kronan. Inför starten av EMU fanns det också en del oro kring hur kronan skulle komma att påverkas. När väl unionen startade dämpades denna oro och kronkursen stärktes.

Sedan publiceringen av inflationsrapporten i december har reporäntan sänkts med 0,20 procentenheter till 3,40 procent. Direktionen noterade att de korta räntorna därefter fortsatt att falla, bl.a. mot bakgrund av att marknadsaktörerna förväntade en ytterligare nedjustering av reporäntan. Det konstaterades också att de långa räntorna fallit markant, i stort sett i linje med de europeiska långräntorna. Nedgången i de långa nominella räntorna motverkas av lägre inflationsförväntningar. En viss nedgång av de reala räntorna förefaller dock ha skett. Hur långvarig denna kan tänkas bli är en öppen fråga, speciellt som de långa nominella räntorna har vänt uppåt något under den senaste tiden.

Mot denna bakgrund diskuterades växelkursens och räntornas sammanvägda effekt på efterfrågan i ekonomin 1999 och 2000. Direktionen konstaterade att om antagandet om växelkursens framtida utveckling hålls oförändrat samtidigt som en nedjustering av det framtida realränteläget görs på grundval av den senaste tidens utveckling, framstår den sammanvägda effekten på efterfrågan som något mer expansiv än vad som förutsattes i inflationsrapporten.

Direktionen övergick till att diskutera den senaste tidens utveckling av penningmängd och krediter. Direktionen konstaterade att penningmängdstillväxten, mätt som M3, avtog under december 1998, men att det snäva penningmängdsmåttet M0 fortsätter att öka relativt starkt samtidigt som kreditexpansionen i hushållssektorn är förhållandevis snabb. Direktionen ansåg att detta stödde bilden av en stark utveckling för detaljhandeln och den privata konsumtionen samt ett lågt men svagt stigande inflationstryck, ungefär i linje med bedömningen i den senaste inflationsrapporten.

### 1.3 Efterfrågan och utbud

I inflationsrapportens huvudscenario från december 1998 bedömdes BNP öka med mellan 2 och 2,5 procent 1999 och omkring 2,5 procent 2000. Direktionen konstaterade att tillväxtutsikterna i svensk ekonomi för 1999 och 2000 fortfarande framstår som relativt goda. Den internationella avmattningen bedöms dock komma att dämpa den svenska tillväxten något. Företagens förväntningar och orderläget i industrin har förskjutits i negativ riktning. Det mesta tyder därför på att nettoexport och investeringar kommer att utvecklas något svagare än väntat.

Utvecklingen av lagersituationen är som alltid svårbedömd, samtidigt som lagerinvesteringarna är en betydelsefull komponent i bedömningen av tillväxtutsikterna. Lagerförändringar gav ett negativt bidrag till BNP-tillväxten mellan andra och tredje kvartalet 1998. I den senaste inflationsrapporten bedömdes det rimligt att räkna med negativa lagerbidrag till BNP-tillväxten under 1999 och 2000. Direktionen höll fast vid denna bedömning.

Den privata konsumtionen utvecklas starkt och ungefär i linje med Riksbankens tidigare bedömning. Övrig statistik visar att nybilsregistreringar och priser på småhus fortsätter att stiga. Dessutom ökar detaljhandels omsättning och hushållens förtroende för den egna ekonomin är fortsatt starkt. Under 1999 förväntas stigande reallöner, låga räntekostnader samt skattelättnader stimulera den privata konsumtionen. Den internationella avmattningen kan dock komma att försämra hushållens framtidsförväntningar något, med ökat sparande och minskad konsumtion som följd.

Sysselsättningen ökade mer än väntat 1998, trots en ökning av antalet varsel på senare tid. Direktionen konstaterade att de försämrade tillväxtutsikterna sannolikt innebär att sysselsättningen ökar långsammare än väntat.

Direktionen diskuterade också den framtida löneutvecklingen. Huvudscenariot i den senaste inflationsrapporten baserades på antagandet att inga avtal sägs upp.

Direktionen var av uppfattningen att detta fortfarande är ett rimligt antagande, trots att tillväxtutsikterna försämrats något. Löneutfallen under 1998 bedömdes ligga väl i linje med inflationsrapportens huvudscenario. Direktionen konstaterade emellertid att de mer dämpade tillväxtutsikterna under 1999 och 2000 sannolikt medför att lönerna, främst i den privata sektorn, kan komma att utvecklas något svagare jämfört med Riksbankens tidigare bedömning.

I inflationsrapporten från december 1998 gjordes bedömningen att en viss överkapacitet i den svenska ekonomin skulle komma att bestå även i slutet av 2000. Direktionen konstaterade att kapacitetsutnyttjandet i ekonomin sannolikt minskade mot slutet av 1998, till följd av en viss avmattning i BNP-tillväxten. Detta förhållande tillsammans med de något försämrade tillväxtutsikterna för svensk ekonomi framdeles, ledde direktionen till slutsatsen att skulle komma att finnas något mer ledig kapacitet mot slutet av 2000 än tidigare förutsett.

#### 1.4 Prisutveckling

Direktionen konstaterade att det omedelbara inflationstrycket i Sverige är fortsatt lågt och att den underliggande inflationen utvecklats något svagare än vad som förväntats i den senaste inflationsrapporten. I december 1998 var inflationen, mätt med KPI, 0,3 procentenheter lägre än i inflationsrapportens huvudscenario. Omkring 0,1 procentenheter av denna avvikelse kan förklaras av lägre räntekostnader och ungefär 0,1 procentenheter beror på lägre världsmarknadspriser på olja.

Den fortsatta diskussionen berörde producentprisutvecklingen och direktionen konstaterade att pristrycket från industrin som väntat är fortsatt dämpat, i synnerhet vad gäller insats- och energirelaterade varor. Däremot utvecklas importpriserna i producentledet, framför allt på konsumtionsvaror, starkt bl. a. antagligen till följd av en svagare krona under hösten 1998. De stigande priserna på konsumtionsvaror i producentledet har dock inte slagit igenom i konsumentledet och den starkare kronan kan komma att mildra ett framtida genomslag.

I inflationsrapporten från december bedömdes de internationella råvarupriserna stiga mot slutet av 1998 och i början av 1999. Direktionen noterade att råvarupriserna på världsmarknaden istället hittills har fortsatt att falla.

#### 1.5 Tillfälliga faktorer

I inflationsrapporten bedömdes att förändringar i indirekta skatter och subventioner samt lägre räntekostnader sammantaget skulle komma att hålla tillbaka konsumentprisutvecklingen med 0,5 procentenheter 1999 och 0,3 procentenheter 2000.

Inledningsvis konstaterade direktionen att inga nya beslut om indirekta skatter eller subventioner fattats, som kan tänkas påverka Riksbankens bedömning av konsumentprisutvecklingen. Det noterades också att de senaste månadernas ränteutveckling, med sjunkande korta och långa räntor, resulterat i sjunkande

räntekostnader för egna hem. Detta påverkade KPI med -0,1 procentenheter i december 1998. Direktionen drog slutsatsen att hushållens räntekostnader för egna hem sannolikt kommer att dämpa konsumentprisutvecklingen mer än vad som antogs i inflationsrapporten, både 1999 och 2000.

Direktionen bedömde att förändringar i indirekta skatter och subventioner samt lägre räntekostnader sammantaget kan komma att hålla tillbaka konsumentprisutvecklingen med mellan 0,5 och 1,0 procentenheter under såväl 1999 som 2000. Avslutningsvis framhölls att det finns anledning att försöka utveckla analysen för att avgöra om och i vilken utsträckning den svaga internationella prisutvecklingen på bl.a. råvaror, utgör en utbudsstörning med endast tillfälliga effekter på inflationen.

## 1.6 Inflationsförväntningar

Direktionen konstaterade att inflationsförväntningarna, såsom de kommer till uttryck i olika enkäter, har reviderats ned sedan tiden för föregående inflationsrapport. I januari 1999 var hushållens inflationsförväntningar för de närmaste 12 månaderna 0,8 procent enligt SCB:s undersökning om hushållens inköpsplaner. I oktobermätningen 1998, som innehöll de mest aktuella observationerna när inflationsrapporten publicerades i december, var förväntningarna 1,4 procent. En likartad bild ges av industri- och tjänsteföretagen enligt Konjunkturinstitutets barometerundersökning. Direktionen uppmärksammade att även de långsiktiga inflationsförväntningarna nu underskrider Riksbankens inflationsmål på 2 procent, enligt en undersökning utförd av Prospera i februari 1999. Så har tidigare inte varit fallet.

## 2. Direktionens bedömning av inflationsutsikterna

Direktionen noterade att tolv månaderstalet för KPI i inflationsrapportens huvudscenario bedömdes uppgå till 1,2 procent i december 1999 och 1,4 procent i december 2000. Motsvarande bedömning för den underliggande inflationen, mätt som UNDEX, var 1,7 respektive 1,8 procent.

Med utgångspunkt i de föredragningar som gjorts och den diskussion som ägt rum på sammanträdet gjorde direktionen följande bedömningar.

### 2.1 Huvudscenario för inflationsutvecklingen

- Inflationen mätt med KPI bedöms, vid en oförändrad reporänta på 3,40 procent, komma att underskrida Riksbankens inflationsmål på 2 procent på ett till två års sikt. Detta förklaras delvis av tillfälliga faktorer som inte bedöms ha någon varaktig inverkan på inflationen och som därför inte påverkar penningpolitikens uppläggning.

- Förändringar i indirekta skatter och subventioner samt lägre räntekostnader bedöms hålla tillbaka konsumentprisutvecklingen med mellan 0,5 och 1,0 procentenheter under såväl 1999 som 2000.

- Inflationen bedöms, även rensat för tillfälliga faktorer, komma att underskrida målet om 2 procent på ett till två års sikt.

## 2.2 Riskbedömning

I direktionens diskussion underströks att också riskbilden är av betydelse för penningpolitikens utformning. Direktionen noterade att nedåtriskerna i inflationsbedömningen från december varit större än uppåtriskerna och att detta hade varit kopplat till risken för en kraftigare och mer långvarig internationell konjunktunedgång. Nedåtriskerna bedöms fortfarande överväga något, mot bakgrund av risken för finansiella och realekonomiska spridningseffekter från den brasilianska krisen samt risken för ett fall i det amerikanska börsvärdet med återverkningar på real ekonomi och övriga finansiella marknader. Två direktionsmedlemmar betonade att den europeiska utvecklingen kan bli starkare än väntat, framför allt mot bakgrund av konsumenternas positiva framtidsbild.

## 3. Direktionens bedömning av det penningpolitiska läget

Diskussionen i den penningpolitiska beredningsgruppen hade, mot bakgrund av att det förväntade att inflationstrycket bedömdes bli något svagare än vad som förutsågs i inflationsrapporten från december 1998, lett fram till slutsatsen att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter och att denna förändring borde träda i kraft i samband med den repa som börjar löpa den 17 februari 1999. Det hade också konstaterats att en sänkning av reporäntan på 0,25 procentenheter inte skulle rymmas inom den s.k. räntekorridoren, med en inlåningsränta på 3,25 procent. En sänkning av reporäntan skulle därför också förutsätta en nedflyttning av räntekorridoren. Mot bakgrund av den föreslagna sänkningen av reporäntan och att en mer heltäckande bedömning av inflationsutsikterna görs i mars, hade beredningsgruppen förordat en sänkning av inlånings- och utlåningsräntorna med 50 punkter vardera till 2,75 respektive 4,25 procent fr.o.m. den 17 februari.

I direktionens diskussion ställde sig samtliga direktionsledamöter positiva till tanken att justera styrräntorna. Det framhölls att förändringar av räntekorridoren kan sända signaler om penningpolitikens framtida utformning och att detta måste vägas in i beslutet. Samtidigt noterades att korridoren tidigare ofta ändrats i steg om 0,5 procentenheter. Det konstaterades också att den bedömning av inflationsutsikterna som kommer att göras i samband med inflationsrapporten i mars bildar en naturlig utgångspunkt för penningpolitikens fortsatta uppläggning. Mot den bakgrunden ansåg direktionen att en sänkning av räntekorridoren med 0,5 procentenheter var lämplig.

Direktionen fortsatte med att diskutera om och med hur mycket reporäntan skulle sänkas. Två huvudalternativ identifierades; en sänkning med 0,20 procentenheter och en sänkning med 0,25 procentenheter. En direktionsledamot anförde dock att reporäntan inte borde sänkas i ett alltför litet steg. Direktionsledamoten menade att Riksbanken kunde avvakta tills inflationsutsikterna klarnat ytterligare och att en

sänkning av räntekorridoren kanske var tillräcklig tillsvidare. Reporäntan skulle i så fall kunna sänkas i ett större steg senare.

#### 4. Direktionens beslut

Ordföranden sammanfattade diskussionen och konstaterade att merparten av direktionsledamöterna var av uppfattningen att reporäntan skulle sänkas med 0,25 procentenheter och räntekorridoren med 0,50 procentenheter.

Ordföranden föreslog därefter att direktionen beslutar

- att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter och annonsera en fast repa med löptiden 1999-02-17 – 1999-02-24 till en reporänta på 3,15 procent samt en fast repa med löptiden 1999-02-24 – 1999-03-03 till en reporänta på 3,15 procent, samt

- att sänka utlåningsräntan med 0,5 procentenheter från 4,75 procent till 4,25 procent och inlåningsräntan med 0,5 procentenheter från 3,25 procent till 2,75 procent från och med den 17 februari 1999.

Direktionen beslutade i enlighet med förslaget.

Vid protokollet

Kerstin Alm

Justeras:

Urban Bäckström Lars Heikensten Eva Srejber

Villy Bergström Kerstin Hessius Lars Nyberg