

Nr 17:2 (2)

## SÄRSKILT

### PROTOKOLL från direktionens sammanträde 1999-08-12

Närvarande: Urban Bäckström, ordförande  
Lars Heikensten  
Eva Srejber  
Villy Bergström  
Kerstin Hessius  
Lars Nyberg

—  
Sven Hulterström, fullmäktiges ordf.

—  
Kerstin Alm  
Claes Berg  
Mårten Blix (§ 1 punkt 1)  
Hans Dillén (§ 1 punkt 1)  
Kurt Gustavsson (§ 1 punkt 1)  
Björn Hasselgren  
Olle Holmgren (§ 1 punkt 1)  
Per Jansson (§ 1 punkt 1)  
Hans Lindberg  
Christina Lindenius  
Birgitta Lundin Östblom  
Robert Sparve  
Per Walter (§ 1 punkt 1)  
Staffan Viotti

#### **§ 1. Penningpolitisk diskussion**

Det antecknades att Christina Lindenius och Hans Lindberg skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättandet av dagens protokoll under §§ 1 och 2.

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 ned-

an). För varje delområde föregicks diskussionerna av föredragningar som hölls av medarbetare från Riksbankens ekonomiska avdelning samt penning- och valutapolitiska avdelning. Föredragningarna baserades på det tekniska antagandet att Riksbankens reporänta hålls oförändrad på 2,90 procent t.o.m. juni 2001. Därefter diskuterade direktionen sin bedömning av inflationsutsikterna (avsnitt 2) och drog på basis av denna sina slutsatser om det penningpolitiska läget (avsnitt 3).

## 1. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden

### 1.1 Internationell konjunktur och inflation

I inflationsrapporten, som publicerades den 3 juni, bedömdes BNP-tillväxten i OECD-området uppgå till omkring 2 procent per år 1999-2001. Den genomsnittliga inflationen i OECD väntades bli 1,4 procent 1999, 1,6 procent 2000 och stiga till 1,9 procent 2001 till följd av en återhämtning i Europa och Asien.

Direktionen var av uppfattningen att det, jämfört med när inflationsrapporten publicerades, nu finns skäl att se framför sig en högre global tillväxt. Konjunkturutvecklingen i OECD-området har varit gynnsam under sommaren. Utfallsstatistik de senaste månaderna och flera indikatorer pekar på fortsatt god tillväxt i USA samt en starkare konjunktur i euroområdet och en försiktig vändning i Japan. Prisutvecklingen fortsätter dock att vara återhållsam. Trots att olje- och råvarupriser stigit är det faktiska inflationsutfallet i många länder lägre än förväntat i inflationsrapporten. Direktionen konstaterade att det är av central betydelse att försöka bedöma hur inflationen kommer att utvecklas i den allt starkare och alltmer synkroniserade konjunkturfas som världsekonomin befinner sig i.

Tillväxten i den amerikanska ekonomin förefaller bli starkare under 1999 än vad som förväntades i inflationsrapporten. BNP-tillväxten under andra kvartalet var visserligen svagare än under årets tre första månader. Samtidigt pekar dock de s.k. ledande indikatorerna på en fortsatt stabil tillväxt under den närmaste tiden och konsumentförtroendet är högt, även om det sjunkit något i spåren av den senaste tidens ränteuppgång. De mer positiva globala tillväxtutsikterna kan också förväntas leda till att den amerikanska exporten utvecklas starkare. Det föreligger dock fortsatt en risk för en snabb korrigerings på den högt värderade amerikanska börsen. Direktionen konstaterade dock i detta sammanhang att det finns ett finanspolitisk utrymme i USA att motverka effekterna av ett mer dramatiskt börsfall. Vad gäller pristrycket i amerikansk ekonomi noterade direktionen att arbetsmarknadsläget förefaller bli allt stramare och att detta bidragit till ökade lönekostnader. Samtidigt pekar dock konsumentpristutvecklingen på en fortsatt ganska svag prisutveckling.

Konjunktoren i euroområdet förstärks gradvis. Jämfört med vad som förväntades i inflationsrapporten, förefaller nu euroområdet kunna komma att växa något starkare under 2000 och 2001. Aktiviteten är fortfarande låg i främst Italien och Tyskland, men det finns flera indikationer på förbätt-

ringar också där. Företagen förefaller, enligt enkätundersökningar, se något mer positivt på framtiden och förväntar ökad produktion och export till följd av en svagare valuta och en återhämtning i den globala efterfrågan. Den privata konsumtionen i euroområdet fortsätter att stiga och konsumentförtroendet är högt, även om det minskat något under senaste tid. Inflationen, mätt som HIKP, har fallit något under de senaste månaderna från redan relativt låga nivåer. Trots lägre inflationsutfall än väntat bedöms dock inflationsutsikterna, till följd av den ökade aktiviteten i euroområdet, vara i stort sett oförändrade jämfört med i inflationsrapporten.

Utvecklingen i den japanska ekonomin är fortfarande något svårbedömd. Efter det första kvartalets mycket starka BNP-tillväxt kommer blandade signaler. Samtidigt som industriproduktionen visar tecken på en viss återhämtning och förtroendet förbättras, utvecklas konsumtionen svagt och arbetslösheten har stigit till nya rekordnivåer. Mot bakgrund av den starka tillväxten under första kvartalet, bedöms tillväxten för helåret 1999 nu bli starkare än tidigare förväntat. Osäkerheten är dock fortfarande stor om ekonomins utveckling på längre sikt.

## 1.2 De finansiella marknaderna

Direktionen noterade att sedan inflationsrapporten publicerades har korta och framför allt långa räntor stigit i omvärlden. Detta har skett mot bakgrund av en allt starkare global konjunktur samt förväntningar om ett något ökat inflationstryck och en stramare penningpolitik i vissa länder. Många marknadsaktörer förväntar sig i nuläget en snar ytterligare höjning av den amerikanska styrräntan. Ränteuppgången har varit särskilt markant i euroområdet, framför allt som en följd av allt tydligare tecken på en förbättring av den europeiska konjunkturen.

Direktionen uppmärksammade att de svenska räntorna följt den europeiska ränteutvecklingen under sommaren, men att långräntedifferensen mot Tyskland under den senaste tiden stigit till omkring 0,75 procentenheter från att tidigare pendlat i intervallet 0,5-0,6 procentenheter. Direktionen diskuterade i detta sammanhang den senaste tidens ökade oro på räntemarknaderna i Sverige och omvärlden. Direktionen var av uppfattningen att den stigande räntedifferensen mellan Sverige och Tyskland sammanhängde med den allmänna ränteoron och knappast kan tolkas som ett uttryck för ett minskat förtroende för penningpolitikens inriktning mot prisstabilitet.

Direktionen uppehöll sig också vid en diskussion om den snabba ökningen i de s.k. swapspreadarna som uppkommit i Sverige under den senaste tidens ränteoro. Ökningen i dessa "spreadar" förefaller ha initierats av en motsvarande utveckling i USA, där ett flertal faktorer sannolikt har bidragit. Direktionen noterade bl.a. att det i USA förefaller föreligga en tillfälligt ökad kreditefterfrågan från företag p.g.a. millennieskiftet. Vidare ger förväntningar om stigande räntor och ökad osäkerhet på räntemarknaden ett motiv att via ränteswappar omvandla kort upplåning till fast ränta.

Dessutom kan det inte uteslutas att det i spåren av den finansiella oron under hösten 1998, nu finns färre riskvilliga aktörer och att detta bidrar till en minskad likviditet på swapmarknaderna under orostider. Jämfört med utvecklingen under den finansiella oron hösten 1998, förefaller dock ökningen i "swapspreddar" idag inte vara ett uttryck för oro kopplad till ökad kreditrisk i allmänhet.

Direktionen noterade att kronan förstärktes mot euron under början av sommaren, framför allt till följd av starkare konjunktursignaler i Sverige än i euroområdet och den därefter handlats i ett intervall kring 8,70-8,80 kronor per euro. Den allmänna försvagningen av dollarn under senare delen av sommaren uppmärksammades också. I förhållande till dollarn har kronan stärkts med närmare 5 procent sedan inflationsrapporten publicerades den 3 juni. I effektiva termer har kronan under samma period stärkts med närmare 2,5 procent. Kronans effektiva kurs ligger därmed i linje med den nivå som förväntades i inflationsrapporten. Direktionen konstaterade avslutningsvis att den senaste tidens ränteoro och stigande långräntedifferens mot Tyskland inte sammanfallit med en försvagning av kronan, ett mönster som tidigare under 1990-talet varit vanligt.

### 1.3 Efterfrågan och utbud

I inflationsrapporten bedömdes den svenska ekonomin växa med 2,5 procent 1999 samt med 3 procent både 2000 och 2001. Direktionen noterade att BNP-tillväxten under årets första sex månader, enligt de preliminära nationalräkenskaperna, uppgick till 3,7 procent och att ekonomin därmed vuxit snabbare än väntat hittills i år. Den starka BNP-utvecklingen under första halvåret medför att tillväxten för helåret 1999 kommer att uppgå till 3 procent även om ekonomin inte skulle växa alls under resten av året. Sysselsättningen har också utvecklats starkt och ökade med mer än 100 000 personer under första halvåret 1999. Den svenska exporten har också ökat mer än väntat. De förbättrade internationella konjunktursiktterna, inhemsk orderstatistik och barometerdata stödjer bilden av en starkare svensk industrikonjunktur. Detaljhandeln, bilförsäljningen samt penning- och kreditaggregatens utveckling visar i sin tur att hushållens konsumtion fortsätter att växa starkt.

Mot denna bakgrund drog direktionen slutsatsen att BNP-tillväxten för 1999 kommer att bli starkare än tidigare förväntat och uppgå till ca 3,5 procent. Det finns också orsak att revidera upp tillväxtbedömningen för 2000 och 2001, även om utsikterna för dessa båda år är mer osäkra. Den senaste tidens snabba uppgång i marknadsräntorna såväl i Sverige som i omvärlden kan, om den blir bestående, komma att utgöra en dämpande faktor.

Direktionen uppehöll sig också vid en diskussion om produktivitetens utvecklingen. Det konstaterades att den svaga ökningen i arbetsproduktiviteten hittills i år bl.a. måste ses mot bakgrund av den stora sysselsättningsökningen inom tjänstesektorn. Dessutom är nationalräkenskaperna

för andra kvartalet 1999 preliminära och det är därför för tidigt att dra definitiva slutsatser. Direktionen betonade vikten av att närmare analysera produktivitetens utvecklingen framöver.

Den senaste tiden har svensk ekonomi vuxit kraftigare än vad som bedöms vara ekonomins potentiella tillväxttakt. Direktionen drog dock slutsatsen att det fortfarande finns lediga resurser i ekonomin. De förbättrade konjunkturutsikterna talar för att dessa resurser kommer att tas i anspråk snabbare än väntat under de kommande två åren. I detta sammanhang noterades att Riksbankens ekonometriska skattningar pekar mot ett förhållandevis litet produktionsgap i nuläget. Barometerdata och bristtal på arbetsmarknaden talar emellertid för att det finns mer lediga resurser i ekonomin än vad de ekonometriska skattningarna indikerar. Det finns t.ex. ännu inga tecken på en utbredd bristsituation på arbetsmarknaden även om brist finns för vissa yrken på vissa orter. "Matchningen" mellan arbetssökande och arbetsgivare förefaller hittills gå förhållandevis smidigt och bristen på yrkesarbetare inom industrin har bara ökat svagt från en låg nivå.

#### 1.4 Prisutveckling

Direktionen noterade att KPI-inflationen uppgick till 0,1 procent i juli 1999, vilket var 0,1 procentenheter högre än i inflationsrapportens huvudscenario. Denna avvikelse förklaras av att räntekostnaderna för egna hem minskade något mindre än beräknat p.g.a. uppgången i marknadsräntorna under sommaren. Den underliggande inflationen mätt som UNDI<sub>X</sub> uppgick till 1,2 procent i juli 1999, vilket var en knapp tiondel procentenhet högre än i inflationsrapportens huvudscenario. Den inhemska underliggande inflationen mätt med UNDI<sub>NHX</sub> var, å andra sidan, 1,3 procent i juli och därmed 0,2 procentenheter lägre än vad som antogs i huvudscenariot. Den oväntat starka BNP-tillväxten hittills i år har därmed ännu inte fått något genomslag på den underliggande inflationen. Direktionen konstaterade sammanfattningsvis att konsumentpriserna under perioden maj-juli i stora drag utvecklats i linje med inflationsrapportens huvudscenario.

I producentledet är pristrycket stigande, men fortfarande totalt sett lågt. Oljepriset har stigit till drygt 19 dollar per fat under sommaren, men övriga importpriser har utvecklats svagt och i linje med Riksbankens bedömning. I inflationsrapportens huvudscenario väntades oljepriset uppgå till 14,5 dollar per fat i slutet av 1999 och till 16,5 dollar på två års sikt. I juli 1999 bidrog stigande bensinpriser till att KPI steg med 0,05 procentenheter mer än väntat. Om världsmarknadspriset på olja stabiliseras på rådande nivå kan detta, via stigande bensinpriser, innebära att KPI och UNDI<sub>X</sub> blir 0,2-0,3 procent högre under 1999 än i inflationsrapportens huvudscenario. Direktionen noterade att konsumentprisutvecklingen, å andra sidan, kan komma att bli svagare än väntat 2000 och 2001 om oljeprisuppgången, som kom tidigare och var kraftigare än väntat i inflationsrapporten, följs av oförändrade eller sjunkande oljepriser under de kommande åren.

### 1.5 Preiseffekter av avregleringar, politiska beslut samt räntekostnader m.m.

Direktionen ansåg att det inte fanns någon anledning att revidera den bedömning som gjordes i inflationsrapporten av priseffekterna från Agenda 2000 samt avregleringarna på de svenska tele- och elmarknaderna.

I inflationsrapporten från juni bedömdes förändringar i indirekta skatter och subventioner samt lägre räntekostnader sammantaget hålla tillbaka konsumentprisutvecklingen med 0,8 procentenheter på ett års sikt och 0,3 procentenheter på två års sikt.

Direktionen konstaterade att det inte hade tillkommit några nya förslag till förändringar av indirekta skatter och subventioner sedan inflationsrapporten publicerades. Statslåneräntorna har dock stigit betydligt. Ränteskillnaden mellan stats- och bostadsobligationer har samtidigt ökat vilket lett till att de räntor som hushållen möter stigit ännu mer. Effekterna på hushållens räntekostnader, och därmed de direkta effekterna på KPI, är dock ännu inte så stora eftersom det framför allt är de längre räntorna som har stigit. Redan i slutet av 1999 kan dock effekterna bli betydande för att sedan uppgå till i storleksordningen 0,4-0,5 procentenheter under 2000 och 2001.

### 1.6 Inflationsförväntningar

Enligt Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer ökade industriföretagens förväntningar om KPI-inflationen det kommande året från 0,6 procent i mars till 1,0 procent i juni 1999. Inflationsförväntningarna i ekonomins tjänstesektorer steg med 0,1-0,5 procentenheter till mellan 0,7 och 1,4 procent. Hushållens inflationsförväntningar utvecklades enligt SCB:s HIP-undersökning på ett liknande sätt och uppgick till 1,1 procent i juli 1999.

Direktionen konstaterade att inflationen, enligt enkätundersökningar, väntas underskrida 2 procent under det närmaste året. På längre sikt är dock inflationsförväntningarna i linje med Riksbankens inflationsmål enligt enkätundersökningar.

## 2. Direktionens bedömning av inflationsutsikterna

Direktionen noterade att tolv månaderstalet för KPI i inflationsrapportens huvudscenario bedömdes uppgå till 1,0 procent i juni 2000 och till 1,6 procent i juni 2001. Motsvarande bedömning för den underliggande inflationen, mätt som UNDIX, var 1,9 respektive 2,0 procent. Vidare var riskbilden symmetrisk runt huvudscenariot.

## 2.1 Redogörelse för beredningsgruppens<sup>1</sup> syn på inflationsutsikterna

Direktionens diskussion kring inflationsutsikterna föregicks av en redogörelse för en motsvarande diskussion i den penningpolitiska beredningsgruppen.

Beredningsgruppen hade bedömt att inflationen korrigerad för tillfälliga effekter av indirekta skatter, subventioner och ränteändringar (UNDIX) i stora drag skulle komma att utvecklas i linje med målet på ett till två års sikt vid en oförändrad reporänta. Mot bakgrund av de stigande räntekostnader som den senaste tidens uppgång i marknadsräntorna kan ge upphov till, innebär detta i sin tur att inflationen mätt med KPI kan komma att överskrida 2 procent på denna tidshorisont.

Beredningsgruppen hade också uppehållit sig vid riskerna i inflationsbedömningen. Riskbilden ansågs, precis som i inflationsrapporten, vara symmetrisk runt huvudscenariot. Det främsta hotet mot tillväxten i världsekonomin är fortfarande de finansiella obalanserna i USA. Samtidigt är en starkare återhämtning möjlig i Europa och Japan bl.a. till följd av en expansiv penningpolitik. I Sverige utgör finanspolitikens fortsatta utformning, som kan innefatta skattesänkningar redan under 2000, och ekonomins potentiella tillväxttakt, som kan vara högre än i huvudscenariot, fortfarande två krafter som går i olika riktning när det gäller riskbilden för inflationsutvecklingen på längre sikt. Sammantaget har dock osäkerheten i bedömningen minskat sedan inflationsrapporten, främst därför att ny statistik har pekat på att det internationella konjunkturläget nu är mer stabilt.

## 2.2 Direktionsledamöternas diskussion

Direktionen konstaterade inledningsvis att det i rådande läge var rimligt att bortse från effekterna av indirekta skatter, subventioner och räntekostnader i den fortsatta diskussionen av inflationsutsikterna och utformningen av penningpolitiken, eftersom dessa faktorer inte bedöms få en varaktig inverkan på inflationen eller inflationsförväntningarna. Diskussionen fokuserades därefter följaktligen på inflationen mätt med UNDIX.

Direktionen var av uppfattningen att de internationella och svenska konjunkturutsikterna förbättrats ytterligare. En starkare tillväxt i svensk ekonomi och ett ökat utnyttjande av produktionsresurserna talar för ett stigande tryck på priserna. Det konstaterades dock att det i detta läge inte fanns en fullständig samsyn i direktionen om inflationsutsikterna. Två direktionsledamöter var av uppfattningen att den höga tillväxttakten kan förväntas generera ett högre inflationstryck än vad beredningsgruppen givit uttryck för. Övriga direktionsledamöter menade att den högre tillväxten talade för att pristrycket på sikt skulle komma att öka snabbare än

---

<sup>1</sup> Beredningsgruppen för penningpolitik består av tjänstemän inom Riksbanken och leds av en av de vice riksbankscheferna.

i inflationsrapportens huvudscenari, men att det inte fanns tecken som talade för en större upprevidering bl.a. därför att prisutvecklingen hittills inte varit snabbare än beräknat trots en högre tillväxt. Direktionen underströk samfällt att utväxlingen mellan tillväxt och inflation är osäker och att tidigare samband löpande måste prövas i ljuset av ny information.

### 3. Direktionens bedömning av det penningpolitiska läget

#### 3.1 Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget

Mot bakgrund av de förbättrade tillväxtutsikterna för svensk ekonomi och ett gradvis ökat utnyttjande av ekonomins resurser hade beredningsgruppen dragit slutsatsen att penningpolitiken kan komma att behöva föras i en mindre expansiv riktning framöver. Beredningsgruppen var dock av åsikten att inflationsutsikterna inte talade för en omedelbar förändring av reporäntan. En höjning har inte heller signalerats utåt. Det ansågs vara av stor vikt att ytterligare analysera hur inflationstrycket påverkas av den konjunkturförstärkning som föreligger och utröna om tidigare samband mellan inflation och tillväxt har förändrats. Beredningsgruppen menade sammantaget att reporäntan tillsvidare skulle hållas oförändrad på 2,90 procent.

#### 3.2 Direktionsledamöternas diskussion

En direktionsledamot menade att det finns faktorer som talar för en höjning av reporäntan, men att det också finns mycket som talar för att hålla reporäntan oförändrad. De faktorer som talar för en höjning av reporäntan är den kraftiga uppgången i BNP, den svagare produktivitetstillväxt som de preliminära nationalräkenskaperna indikerar, den alltmer synkroniserade världskonjunkturen med en fortsatt stark utveckling i USA och en successivt ökad aktivitet i euroområdet, den uppgång i olje- och råvarupriser som uppkommit samt att inflationsförväntningarna börjat stiga, om än från relativt låga nivåer. Mot en höjning av reporäntan talar att inflationen i Sverige hittills utvecklats svagt trots den allt starkare tillväxten, i synnerhet vad gäller inhemskt producerade varor och tjänster. Vidare har växelkursen förstärkts och långräntorna stigit kraftigt, vilket ger en åtstramande effekt på ekonomin. Till detta kommer att oljeprisuppgången sannolikt bara ger en engångseffekt på inflationen. Vad gäller arbetsmarknaden, betonade ledamoten att samtidigt som sysselsättningen ökat har också arbetskraftsutbudet stigit. Detta kan indikera att arbetsmarknaden fungerar något bättre än vad historiska mönster visar. Hur arbetsmarknaden kommer att reagera på den ökade tillväxten är mycket väsentligt och det är framöver viktigt för inflationsbedömningen att studera om anpassningar av relativlöner kan komma till stånd utan en allmän höjning av löneläget. Sammanfattningsvis menade direktionsledamoten att prognosen för UNDIX ligger i linje med målet och att det inte finns motiv för att höja räntan i rådande läge. En omedelbar höjning av reporäntan skulle innebära att Riksbanken agerade asymmetriskt i förhål-



lande till sitt mål. Ledamoten menade dock att det finns skäl att vara extra vaksam på hur pristrycket utvecklas framöver och ha en beredskap för att föra penningpolitiken i mindre expansiv riktning.

Två av direktionens ledamöter var av uppfattningen att reporäntan skulle höjas.

En av dessa ledamöter menade att inflationstrycket riskerar att underskattas i dagsläget, då effekterna av Asienkrisen på den internationella tillväxt- och prisutvecklingen ännu inte helt klingat av. Ledamoten menade att rådande låga nivå på reporäntan inte är förenlig med de förbättrade konjunkturutsikterna i Sverige, samtidigt som import- och råvarupriser stiger till följd av den internationella återhämtningen. När prognosperioden skjuts framåt ett kvartal i samband med nästa inflationsrapport kommer sannolikt inflationen att överstiga Riksbankens mål på ett till två års sikt. Direktionsledamoten förordade en omedelbar räntehöjning istället för att signalera en framtida åtstramning, eftersom förväntningarna på de finansiella marknaderna redan nu tycks vara inställda på en höjning till följd av det stigande inflationstrycket. Ledamoten framhöll dock att inflationsutsikterna inte tycks motivera några större räntehöjningar, särskilt om Riksbanken väljer att agera i ett tidigt skede. Ledamoten framförde också att det vore oklokt att höja reporäntan alltför sent under hösten på grund av millennieskiftet.

Den andra direktionsledamoten som förordade en höjning av reporäntan menade att utsikterna för en högre tillväxt såväl internationellt som i Sverige under 1999 och de kommande åren, talar för att svensk ekonomi når fullt resursutnyttjande snabbare än väntat. Detta talar i sin tur för att den underliggande inflationen mätt med UNDIX kommer att överstiga 2 procent på ett till två års sikt. De första tendenserna till en ökning i bristtal kan redan skönjas. Produktivitetsutvecklingen är något oklar, men det svaga utfallet hittills under året är ändå oroande. De marknadsbestämda priserna stiger kraftigt. Penningmängd och krediter ökar också starkt. Vidare ser man en uppgång i inflationsförväntningarna på ett års sikt. Ledamoten menade också att det ännu är för tidigt att dra några slutsatser om huruvida utväxlingen mellan tillväxt och inflation har förändrats, särskilt mot bakgrund av den bristande konkurrensen i flera sektorer i Sverige. Ledamoten framförde att penningpolitiken är kraftigt expansiv med en styrränta på 2,9 procent. Mot bakgrund av detta drog ledamoten slutsatsen att det är dags att göra penningpolitiken mindre expansiv och att reporäntan därför bör höjas. Aktörerna i ekonomin ges därmed signalen att Riksbanken står redo att agera på de ökade inflationsimpulserna.

Direktionens övriga tre ledamöter gjorde emellertid i huvudsak samma bedömning som den direktionsledamot som inledde diskussionen och menade att reporäntan skulle hållas oförändrad tills vidare. En av dessa ledamöter noterade att penningpolitiken för närvarande är expansiv och realräntan är relativt låg samtidigt som tillväxttakten överstiger den potentiella. Detta innebär att reporäntan förr eller senare måste höjas så att penningpolitiken ger en neutral effekt på ekonomin. Skulle Riksbanken

vänta för länge, måste reporäntan till sist höjas med sådan takt och omfattning att den ger en starkt åtstramande effekt på ekonomin. Avgörande för tidpunkten för en räntehöjning är på vilket sätt och hur snabbt ekonomins lediga resurser kommer att tas i anspråk. Ledamoten menade att arbetsmarknadens funktionssätt är den avgörande faktorn i detta sammanhang. I nuläget finns inga tecken på brist på yrkesarbetare, vilket annars vanligtvis brukar vara en central faktor för uppkomsten av löneglidning. Det förefaller nu dessutom finnas en tendens till bättre "matchning" på arbetsmarknaden. Till detta kommer att arbetskraftsdeltagandet fortfarande är relativt lågt, vilket talar för ett ökat arbetskraftsutbud framöver. Ledamoten betonade också att det sedan en tid finns ett etablerat förtroende för penningpolitikens inriktning mot prisstabilitet och noterade att de medel- och långfristiga inflationsförväntningarna fortfarande är stabila och i linje med målet. Penningpolitiken är därför i ett läge då den inte behöver användas för att etablera trovärdighet, utan kan avvägas uteslutande från konjunkturläget och dess påverkan på inflationsutsikterna.

En annan av de ledamöter som förespråkade en oförändrad reporänta tillade att räntan inte skall höjas på basis enbart av historiska mönster mellan tillväxt och inflation. Det är av stor betydelse att öka kunskaperna om hur ekonomin nu reagerar i en konjunkturuppgång. Ledamoten instämde också i bedömningen att det idag inte finns trovärdighetsargument som talar för en höjning av räntan. Förtroendet för att penningpolitiken syftar till prisstabilitet är redan väl etablerat. Detta skapar förutsättningar för att bedriva en symmetrisk penningpolitik. Med den utgångspunkten bör ränteförändringarnas storlek och tidpunkten för förändringarna avvägas på samma sätt oavsett om inflationsutsikterna överstiger eller underskrider Riksbankens mål.

En omedelbar höjning av reporäntan som inte signalerats genom tal eller motsvarande skulle dessutom kunna ge en alarmistisk bild av inflationsutsikterna.

En annan ledamot underströk att man inte enbart skall värna om att upprätthålla ett förtroendet för Riksbankens politik på de finansiella marknaderna. Förtroendet för Riksbankens politik skall vårdas i hela samhälls-ekonomin och hos alla aktörer och grupper. En höjning av reporäntan i detta läge kan skapa en bild av att Riksbanken agerar asymmetriskt i förhållande till inflationsmålet och riskerar därmed, tvärt emot intentionerna, att minska förtroendet för penningpolitiken, särskilt i grupper som tidigare hävdade att Riksbanken agerat alltför kraftfullt med räntevapnet. Ytterligare en av de ledamöter som förespråkade en oförändrad reporänta menade att eftersom det finns ett etablerat förtroende för penningpolitiken, behöver Riksbanken idag inte reagera på de allra första indikationerna på ett ökat inflationstryck. Det förtroendekapital som finns skapar utrymme för fortsatt analys av inflationsutsikterna. Exempelvis är utväxlingen mellan tillväxt och inflation osäker och tidigare samband måste prövas i ljuset av ny information.

## **§ 2. Penningpolitiskt beslut**

Ordföranden sammanfattade diskussionen under § 1 och konstaterade att merparten av direktionsledamöterna var av uppfattningen att reporäntan skulle hållas oförändrad.

Ordföranden föreslog därefter att direktionen beslutar

- att annonsera en fast repa med löptiden 1999-08-18-1999-08-25 till en oförändrad reporänta på 2,90 procent samt en fast repa med löptiden 1999-08-25 -1999-09-01 till en oförändrad reporänta på 2,90 procent, samt
- att annonsera beslutet om en oförändrad reporänta med den motivering och lydelse som anges i föreliggande utkast till pressmeddelande nr 52 1999, protokollsbilaga.

Direktionen beslutade i enlighet med förslaget.

Vice riksbankscheferna Kerstin Hessius och Eva Srejber reserverade sig mot beslutet. Hessius anförde att reporäntan bör höjas med 0,25 procentenheter. Srejber anförde att reporäntan bör höjas med 0,10 procentenheter.

Vid protokollet

Kerstin Alm

Justeras:

Urban Bäckström

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Kerstin Hessius

Lars Nyberg