

**Nr 23**

**SÄRSKILT**

**PROTOKOLL från direktionens sammanträde 1999-11-11**

Närvarande: Urban Bäckström, ordförande

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Kerstin Hessius

Lars Nyberg

-

Johan Gernandt, fullmäktiges vice ordf.

-

Claes Berg

Mårten Blix (§ 1)

Hans Dillén (§ 1)

Björn Hasselgren

Per Jansson (§ 1)

Ann-Kristin Johnsson

Hans Lindberg

Hans Lindblad (§ 1)

Christina Lindenius

Åsa Sydén

Michael Wallin

Staffan Viotti

Helena Öström (§ 1)

**§ 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). Diskussionerna under varje delområde tog sin utgångspunkt i analyser och bedömningar

som sammanställts av ekonomiska avdelningen samt penning- och valutapolitiska avdelningen. Dessa analyser och bedömningar baserades på det tekniska antagandet att Riksbankens reporänta hålls oförändrad på 2,90 procent t.o.m. september 2001. Därefter diskuterade direktionen inflationsutsikterna (avsnitt 2) och drog avslutningsvis sina slutsatser om det penningpolitiska läget (avsnitt 3).

## 1. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden

### 1.1 Prisutvecklingen i Sverige

Direktionen inledde med att konstatera att konsumentpriserna under september och oktober i stora drag utvecklats i linje med huvudscenariot i den senaste inflationsrapporten från oktober 1999.

Inflationen mätt med KPI och UNDI<sub>X</sub> var 0,8 respektive 1,7 procent i oktober 1999, vilket helt överensstämmer med inflationsrapportens huvudscenario. Den inhemska underliggande inflationen, mätt med UNDI<sub>NHX</sub>, var dock något lägre än förväntat och uppgick till 1,5 procent. Detta förklaras bl.a. av något lägre livsmedelspriser än beräknat samt en viss underskattning av priseteffekterna från avregleringen på telemarknaden.

Direktionen noterade också de senaste tidens utveckling av producentpriserna och drog slutsatsen att denna på sikt kan komma att medföra en något starkare konsumentprisutveckling än i inflationsrapportens huvudscenario, bl.a. via högre importpriser. I producentledet är pristrycket fortfarande totalt sett lågt, men stigande. I september steg importpriserna mer än väntat i huvudscenariot, till en del beroende på oväntat höga oljepriser. Även priserna på importerade varor av mer bearbetad karaktär har utvecklats starkare än i huvudscenariot mot bakgrund av stigande internationella råvaru- och insatsvarupriser. Hemmamarknadspriserna steg också något mer än väntat i september. Till en del förklaras denna utveckling av stigande priser på petroleumprodukter, men också av stigande pristryck på konsumtions- och investeringsvaror. Konjunkturinstitutets barometerundersökning i september indikerar också att en allt större andel av företagen planerar att höja försäljningspriserna.

### 1.2 Internationell konjunktur och inflation

I inflationsrapporten bedömdes BNP-tillväxten i OECD-området uppgå till knappt 2,5 procent per år under 1999-2001. Inflationen i OECD-området bedömdes under denna period gradvis stiga från 1,4 procent 1999 till 2,0 procent 2001.

Direktionen noterade att tillväxten i den amerikanska ekonomin var fortsatt stark under det tredje kvartalet, då BNP ökade med 4,2 procent på årsbasis. Konsumtionen ökade något långsammare än under föregående kvartal.

Sparkvoten forsatte dock, trots detta, att falla. Konsumentförtroendet befinns fortfarande på en historiskt sett hög nivå, men har mattats något under den senaste tiden. Samtidigt har exportutsikterna förbättrats och investeringstakten är fortsatt hög. Tillväxten i den amerikanska ekonomin kan därför komma att bli något starkare under det närmaste året än vad som förväntades i inflationsrapporten. Det växande bytesbalansunderskottet, som i växande utsträckning finansieras genom korta kapitalrörelser, och det allt större negativa privata sparandet utgör dock risker för den framtida utvecklingen. Till detta kommer risken för en snabb korrigerings av börsvärdet i USA.

Direktionen gjorde också bedömningen att konjunkturuppgången i euroområdet kan bli något starkare än i inflationsrapportens huvudscenario. En oväntat snabb förstärkning har skett i de ledande indikatorerna för industriproduktionen, vilket också har följts av en faktisk uppgång. Även i Storbritannien har konjunkturen åter tagit fart och konsumtionen växer starkare än väntat. Den japanska ekonomins återhämtning framstår också som något mer robust än tidigare. Industriproduktionsciffrorna för både augusti och september var oväntat höga, förtroende i industrin har stigit och arbetslösheten minskade något i september. Trots detta förblir konsumentförtroendet i Japan svagt, främst till följd av att storföretagen fortsätter att förvarna om stora personalneddragningar.

Sammanfattningsvis konstaterade direktionen att de internationella konjunktursikterna förskjutits något i positiv riktning i förhållande till bedömningen i inflationsrapporten och att detta också kan leda till en något starkare prisutveckling i omvärlden. En direktionsledamot framhöll att den senaste tidens utveckling kunde ses som en bekräftelse på den avvikande bedömning av den internationella utvecklingen ledamoten gjorde på direktionens möte den 5 oktober inför publiceringen av inflationsrapporten. Ledamoten hade fortfarande en något mer optimistisk syn på den internationella konjunkturen än direktionens övriga ledamöter.

### 1.3 De finansiella marknaderna

Direktionen noterade att de långa räntorna i euroområdet och i USA sjunkit något sedan inflationsrapporten publicerades. Räntorna steg visserligen inledningsvis, mot bakgrund av starkare konjunkturstatistik för Italien och Tyskland samt för den amerikanska ekonomin. De föll dock tillbaka då marknadsaktörerna började förvänta en snar höjning av reporäntan i euroområdet och då inflationen i USA under september visade sig vara lägre än förväntat. I Japan har långräntorna sammantaget stigit något, bl.a. mot bakgrund av ett förväntat ökat utbud av japanska statsobligationer för att finansiera ytterligare stimulanspaket.

De svenska långräntorna har följt den internationella trenden med stigande räntor i början av oktober och därefter sjunkande räntor efterhand. Den svenska tioårsräntan har sammantaget sjunkit med omkring 0,3 procenten-

heter sedan inflationsrapporten publicerades. Samtidigt har räntedifferensen mot Tyskland reducerats ytterligare, från omkring 0,6 till ca 0,45 procentenheter.

Direktionen noterade att ECB höjt reporäntan med 0,50 procentenheter och att detta mottagits väl på de finansiella marknaderna med bl.a. sjunkande långräntor som följd. Marknadsaktörerna förefaller mot bakgrund av ECB:s uttalanden förvänta en oförändrad reporänta i euroområdet under en tid framöver. Bank of England höjde sin styrränta med ytterligare 0,25 procentenheter i början av oktober. Marknadsaktörerna tycks förvänta ytterligare räntehöjningar i Storbritannien men att Bank of England avvaktar tills efter årsskiftet.

Direktionen noterade att allt fler marknadsbedömare tror på en snar höjning av Riksbankens reporänta. Analytikerna har tagit fasta på bl.a. stark detaljhandelsstatistik och signaler från ledamöter i direktionen om att en penningpolitisk åtstramning står på agendan framöver. Enkätundersökningar visar att så gott som samtliga analytiker tror att Riksbanken kommer besluta att höja reporäntan med 0,25 procentenheter vid dagens sammanträde.

Den allmänna börsoron i början av oktober bidrog sannolikt till försvagningen av kronan vid denna tidpunkt. Därefter stärktes dock kronan återigen och har sammantaget stärkts något mot euron sedan början av oktober. Kronan har dock försvagats med 2,5 procent mot dollarn och också blivit något svagare i effektiva termer.

Direktionen såg sammanfattningsvis ingen orsak att göra någon större revidering av de ränte- och växelkursbanor som låg till grund för bedömningen av inflationsutsikterna i inflationsrapporten. Mot bakgrund av den starkare internationella konjunkturen och att penningpolitiken i omvärlden nu framstår som något stramare, kan det dock finnas orsak att anta att kronan i det korta perspektivet kan komma att utvecklas marginellt svagare än i inflationsrapportens huvudscenario. Bedömningen att kronan kommer att förstärkas successivt under de kommande två åren kvarstår.

Direktionen konstaterade att börsutvecklingen i USA och i flera andra länder, däribland Sverige, har fått förnyad kraft under senare tid. De högt uppdrivna börskurserna i USA fortsätter att utgöra en riskfaktor för konjunktur- och inflationsutsikterna.

#### 1.4 Importprisutvecklingen

I inflationsrapportens huvudscenario bedömdes importpriserna i konsumentledet utvecklas mycket svagt under 2000 och 2001, främst till följd av en återhållsam internationell prisutveckling och en successiv förstärkning av kronan. Den svaga importprisutvecklingen var i sin tur den mest betydelsefulla förklaringen till att KPI-inflationen och UNDEX-inflationen endast marginellt bedömdes överstiga inflationsmålet i slutet av prognosperioden,

trots att den underliggande inhemska inflationen mätt med UNDINHX antogs stiga påtagligt snabbare.

Direktionen noterade att råvaru- och insatsvarupriserna har stigit mer än väntat under hösten. I inflationsrapportens huvudscenario bedömdes priset på råolja stiga till ca 21 USD/fat under hösten 1999 för att därefter gradvis sjunka till drygt 17 USD/fat i slutet av 2001. Oljepriset har i genomsnitt varit ca 1 USD/fat högre än väntat under hösten. Terminspriserna på olja har också ökat, speciellt på kontrakt med förfall inom ett år. Mot denna bakgrund konstaterade direktionen att priset på olja och andra råvaror kan komma att överstiga de nivåer som i inflationsrapporten hölls för troliga under de kommande två åren. En direktionsledamot menade att oljepriset kan komma att fluktuera runt 20 dollar per fat under prognosperioden.

Mot bakgrund av att de internationella konjunkturutsikterna har förskjutits något i positiv riktning och de högre råvaru- och insatsvarupriserna drog direktionen slutsatsen att pristrycket från omvärlden kommer att bli något starkare än vad som förutsågs i inflationsrapporten. Tillsammans med en något svagare utveckling av kronkursen i det korta perspektivet, innebär detta att importpriserna i konsumentledet sannolikt kommer att utvecklas starkare än i huvudscenariot.

## 1.5 Efterfrågan och utbud

I inflationsrapporten från oktober 1999 bedömdes BNP-tillväxten i svensk ekonomi uppgå till 3,6 procent 1999, 3,8 procent 2000 och 3,0 procent 2001. Den snabbt växande efterfrågan bedömdes i sin tur innebära att de lediga resurserna i ekonomin successivt skulle komma att tas i anspråk under de kommande två åren.

Svensk export har utvecklats i linje med inflationsrapportens huvudscenario under hösten, medan varuimportökningen som rapporteras av SCB fortsätter att vara förvånansvärt låg. Utfallet för industrins exportorderingång, enligt SCB:s statistik, har fortsatt att försämras under augusti, medan KI:s barometrar liksom Inköpschefsindex (ICI) pekar i motsatt riktning, med en fortsatt stark orderingång.

I huvudscenariot antogs att tillväxttakten i offentlig konsumtion skulle öka under det andra halvåret. Antalet arbetade timmar inom den offentliga sektorn föll dock enligt SCB under det tredje kvartalet jämfört med andra kvartalet. Nedgången skedde i första hand i kommunsektorn. Detta skulle kunna vara en indikation på att uppgången i offentlig konsumtion under 1999 kan bli något lägre än tidigare antagits.

Den starka försäljningsutvecklingen inom detaljhandeln har fortsatt sedan den senaste inflationsrapporten. Det är, liksom tidigare, i synnerhet handeln med s.k. specialiserade varor som står för försäljningsökningen. Enligt SCB ökade dessutom detaljhandelns omsättning oväntat mycket i augusti. Svagare

utfall för september, enligt Handelns Utredningsinstitut, antyder emellertid en avtagande försäljningsökning.

Såväl nybilsregistreringen som kreditaggregaten fortsätter att uppvisa en stadig uppgång. Penningmängdsaggregaten ökar kraftigt. Hushållens totala skuldkvot, definierad som bruttoskuldens andel av disponibelinkomsten, har ökat sedan 1996, men är fortfarande betydligt lägre än under slutet av 1980-talet. Hushållen är för närvarande historiskt sett optimistiska, såväl vad gäller den egna ekonomin som Sveriges ekonomi och arbetsmarknaden.

Direktionen drog slutsatsen att den information som har inkommit under den senaste tiden inte föranleder någon förändring i synen på utvecklingen av hushållens konsumtionsutgifter.

Det har inte publicerats någon ny investerings- och lagerstatistik sedan inflationsrapporten. KI:s kvartalsbarometer för tredje kvartalet tyder emellertid nästan genomgående på en fortsatt förstärkning av konjunkturläget i linje med huvudscenariot inom såväl industrin som tjänstenäringarna. Bilden av en relativt gynnsam utveckling av industrikonjunkturen bekräftas också av Föreningssparbankens Inköpschefsindex (ICI). SCB:s preliminära utfallsdata över ordergång och produktion i industrin utgör emellertid ett frågetecken. Under juni-augusti minskade ordergång och produktion med 2,7 respektive 1,3 procent jämfört med den föregående tremånadersperioden. SCB:s order- som produktionsstatistik är dock osäker och ofta föremål för betydande revideringar. Nedgången förefaller också ha varit koncentrerad till en enskild sektor, vilket antyder att det kan vara fråga om en tillfällig effekt. Direktionen drog därför sammantaget slutsatsen att bedömningen av investerings- och lagerutvecklingen i svensk ekonomi kvastår oförändrad.

Utvecklingen på arbetsmarknaden hittills i år ligger i stort sett i linje med den bild som tecknades i inflationsrapportens huvudscenario. Antalet sysselsatta och arbetade timmar fortsätter att öka jämfört med föregående år, men i något avtagande takt. Tolkningen av statistiken är osäker, möjligen kan uppgången i sysselsättningen under hösten vara marginellt svagare än väntat.

Sammanfattningsvis konstaterade direktionen att den senaste tidens statistik ger en något mer splittrad bild av konjunkturen än i den som förelåg i augusti/september. Det finns dock inte nu skäl att ändra synen på tillväxtutsikterna i den svenska ekonomin. Industriproduktion, exportorderingång och sysselsättning förefaller att ha utvecklats svagare än väntat. Men flertalet andra indikatorer, som t.ex. försäljningen inom detaljhandeln samt penning- och kreditaggregat, tyder på en fortsatt förstärkning av konjunkturen i linje med huvudscenariot i inflationsrapporten. En direktionsledamot menade dock att BNP-tillväxten sannolikt kommer att bli högre än i inflationsrapportens huvudscenario bl.a. till följd av att den internationella konjunkturen kommer att utvecklas starkare.

Kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin, enligt konjunkturbarometern, ökade från 84 procent i juni till 85 procent i september. Samtidigt ökade an-

delen företag med maskin- och anläggningskapacitet som trängsta sektion från 19 till 21 procent och andelen företag med tillgången på arbetskraft som trängsta sektion från 6 till 9 procent. Industrins kapacitetsutnyttjande kan därför sammantaget inte betraktas som anmärkningsvärt högt i september även om det kan noteras att andelen företag med brist på yrkesarbetare har ökat till 23 procent, vilket är den högsta andelen sedan 1990.

I vissa tjänstesektorer är bristen på personal med branschkompetens fortfarande betydande. I branschen datakonsulter och dataservice har dock bristen på branschkompetent personal minskat tydligt. Detta kan dock vara en tillfällig effekt av att företagen börjar bli färdiga med förberedelserna inför millennieskiftet och väntar med att sätta igång nya projekt tills efter årsskiftet.

Sammantaget såg direktionen inte skäl att ändra bedömningen av det nuvarande resursutnyttjandet i ekonomin. Det konstaterades att de lediga resurser som finns i ekonomin i nuläget kommer att tas i anspråk under de kommande två åren i takt med att efterfrågan växer.

## 1.6 Löneutvecklingen

I inflationsrapportens huvudscenario antogs att lönerna i ekonomin skulle öka med 3,4 procent 1999, 4,2 procent 2000 och 4,5 procent 2001. Samtidigt bedömdes det finnas en risk för att bristsituationen på arbetsmarknaden och därmed löneutvecklingen på sikt skulle komma bli mer markerad än i huvudscenariot.

Sedan inflationsrapporten publicerades har lönerna, om något, utvecklats svagare än väntat. Statistiken är emellertid svårtolkad, bl.a. till följd av att vissa avtal innebär att lönejusteringarna kommer med mer än tolv månaders mellanrum. Samtidigt bekräftar dock utvecklingen på arbetsmarknaden med bl.a. nya avtal och lönekrav, att det finns en risk för ett stigande lönetryck. Under den senaste tiden har nya löneavtal slutits för byggnadsarbetare och elektriker. Dessa avtal, som omfattar ca 80 000 personer och löper fram till mars 2001, ger avtalsmässiga löneökningar som är något högre än beräknat i huvudscenariot. Under 2000 förfaller löneavtal för ytterligare ca 420 000 personer. Inom vissa branscher, där löneavtalen skall omförhandlas under det kommande året, är efterfrågan på arbetskraft stark.

Direktionen drog slutsatsen att det inte fanns någon anledning att ändra den bild av löneutvecklingen som tecknades i inflationsrapporten. Risken för mer markerade bristsituationer på arbetsmarknaden och ett högre lönetryck kvarstår. En ledamot framhöll att allmänheten och arbetsmarknadens parter förefaller ha förtroende för inflationsmålet och att detta talar för återhållsamma löneavtal. Kraftiga reallönelyft under de senaste åren, till följd av låg inflation och finanspolitikens mindre åtstramande effekt på hushållens ekonomi, kan även påverka löneförhandlingarna positivt. En annan direktionsledamot underströk också att inflationsmålet utgör en stabiliserande faktor i

lönebildningen, men menade att detta kunde bidra till en löneutveckling som är något svagare än i huvudscenariot. En tredje direktionsledamot konstaterade att lönerna i ekonomin fortsätter att stiga snabbare än i Sveriges viktigaste konkurrentländer. Vidare betonade ledamoten risken för mer markerade bristsituationer på arbetsmarknaden bl.a. beroende på regionala obalanser och en låg geografisk rörlighet bland arbetssökande.

#### 1.7      Priseffekter av avregleringar, handelsliberaliseringar, politiska beslut och räntekostnader

Avregleringar och handelsliberaliseringar bedömdes i den senaste inflationsrapporten komma att dämpa prisutvecklingen med mellan 0,1 till 0,3 procentenheter per år under prognosperioden. Ändrade indirekta skatter och subventioner tillsammans med ändrade räntekostnader för hushållen bedömdes dämpa KPI-inflationen under 1999 och 2000 med 0,8 respektive 0,3 procentenheter, men inte påverka utvecklingen nämnvärt under 2001.

Direktionen konstaterade att det inte inkommit någon ny information beträffande effekterna på konsumentpriserna av avregleringar och handelsliberaliseringar sedan inflationsrapporten. Vidare har det inte fattats några nya politiska beslut som bedöms påverka prisutvecklingen. Inte heller ränteutvecklingen föranleder några nämnvärda avvikelser från inflationsrapportens huvudscenario.

#### 1.8      Inflationsförväntningar

Sedan den senaste inflationsrapporten har fyra enkäter om inflationsförväntningar publicerats. Sammantaget visar dessa enkäter på stigande inflationsförväntningar inom det närmaste året och i stort sett oförändrade inflationsförväntningar på längre sikt.

Hushållen förväntade i oktober, enligt SCB, att inflationen uppgår till 1,3 procent om ett år. Motsvarande inflationsförväntningar för industrin och tjänstesektorn uppgick i september till 1,5 respektive 1,3 procent enligt KI. Detta var en uppgång med ca 0,5 respektive 0,3 procentenheter i förhållande till undersökningen i juni.

I Prosperas undersökning i oktober justerade samtliga intervjukategorier upp den förväntade genomsnittliga prisutvecklingen under de närmaste åren jämfört med undersökningen i augusti. På ett års sikt bedöms konsumentpriserna stiga med mellan 1,4 och 1,9 procent beroende på vilken kategori som tillfrågas. På ett till två års sikt väntas inflationen i genomsnitt uppgå till mellan 1,6 och 2,1 procent. På tre till fem års sikt förväntas inflationen vara mellan 1,8 och 2,2 procent.

Direktionen drog slutsatsen att de stigande kortsiktiga inflationsförväntningarna bekräftar Riksbankens syn på inflationsutvecklingen. De medel- och



långsiktiga inflationsförväntningarna fortsätter att vara förankrade kring två procent.

## 2. Direktionens bedömning av inflationsutsikterna

I inflationsrapportens huvudscenario bedömdes KPI-inflationen mätt som tolv månaderstal uppgå till 1,1 procent i september 2000 och 2,0 procent i september 2001. Motsvarande bedömning för den underliggande inflationen, mätt som UNDEX, var 1,8 respektive 2,1 procent. Det ansågs emellertid finnas en risk bl.a. för att bristsituationen på arbetsmarknaden skulle kunna komma att bli mer markerad än i huvudscenariot. Detta skulle i sin tur kunna leda till högre löneökningar och ett starkare inflationstryck. Medelvärde för inflationsbedömningen med beaktande av riskbilden var därför 0,1 procentenhet högre än prognosen i huvudscenariot, d.v.s. totalt 2,2 procent.

### 2.1 Redogörelse för beredningsgruppen syn på inflationsutsikterna

Direktionens diskussion kring inflationsutsikterna föregicks av en redogörelse för en motsvarande diskussion i den penningpolitiska beredningsgruppen.<sup>1</sup>

Beredningsgruppen hade varit av uppfattningen att den statistik som inkommit under senare tid pekade mot en marginellt högre inflation på ett till två års sikt än i huvudscenariot till följd främst av stigande råvaru- och insatsvarupriser. Däremot fanns det inte skäl att revidera den svenska konjunkturbilden. Den tydligaste risken i inflationsutsikterna bedömdes, liksom i inflationsrapporten, komma från bristsituationer på arbetsmarknaden och stigande löneökningsskrav.

### 2.2 Direktionsledamöternas diskussion

Direktionen konstaterade inledningsvis att det i rådande läge var rimligt att bortse från de beräknade 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 UNDEX.

Fyra direktionsledamöter drog slutsatsen att UNDEX-inflationen på ett till två års sikt kommer att bli marginellt högre än i inflationsrapporten, framför allt beroende på högre internationella råvaru- och insatsvarupriser. Bilden av att svensk ekonomi befinner sig i en stark och bred konjunkturuppgång har på det hela taget bekräftats under den senaste tiden. Efterfrågan växer och de lediga resurserna tas successivt i anspråk. Därmed ökar också det under-

---

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

liggande inflationstrycket i ekonomin. Den tydligaste risken i detta sammanhang är, som tidigare, att bristsituationen på arbetsmarknaden blir mer markerad. Detta kan i sin tur leda till högre löneökningar och ett starkare inflationstryck än vad som nu förutses. Även riskbilden ansågs därmed i stort sett vara oförändrad.

En femte ledamot höll fast vid den sammantagna inflationsbedömning som förelåg i den senaste inflationsrapporten från oktober 1999. Oljepriserna har sedan dess visserligen utvecklats något starkare än i inflationsrapportens huvudscenario, men samtidigt menade ledamoten att det nu fanns skäl att tro att löneprognosen låg något för högt.

En sjätte direktionsledamot höll fast vid sin avvikande bedömning av inflationsutsikterna som ledamoten redovisade på direktionsmöte den 5 oktober inför inflationsrapportens publicering. Ledamoten var fortfarande av åsikten att UNDIX-inflationen sannolikt kommer att uppgå till 2,1 procent i september 2000 och 2,6 procent ett år senare vid en oförändrad reporänta.

### 3. Direktionsens bedömning av det penningpolitiska läget

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

Beredningsgruppen hade konstaterat att ekonomin befinner sig i en stark och bred konjunkturuppgång och att inflationstrycket kan förväntas stiga i takt med att de lediga resurserna utnyttjas. Dessutom bedömdes inflationen, till följd av stigande råvaru- och insatspriser bli marginellt högre än i inflationsrapporten. Inflationen på två års sikt förväntades därför överstiga inflationsmålet med en något bredare marginal än vad som beräknats i inflationsrapporten. Signaler från Riksbanken om att räntan skulle komma att höjas hade också givits till aktörerna på de finansiella marknaderna och till den breda allmänheten från företrädare för Riksbanken. Beredningsgruppen var därför sammantaget av uppfattningen att tiden nu var mogen för att föra penningpolitiken i mindre expansiv riktning.

Beredningsgruppen hade diskuterat hur stor förändring av reporäntan som bedömdes vara aktuell och huruvida det fanns skäl att förändra inlånings- och/eller utlåningsräntan, dvs. den s.k. räntekorridoren. Vad gäller den senare frågan var beredningsgruppen av uppfattningen att in- och utlåningsräntorna skulle hållas oförändrade. Räntekorridoren är i nuläget bred och lämnar ett betydande utrymme för kommande räntehöjningar. Inte heller bedömdes det finnas skäl att påverka förväntningarna om den framtida penningpolitiken genom en förändring av räntekorridoren.

Beredningsgruppen hade varit av uppfattningen att det mot bakgrund av inflationsutsikterna framstod som mest naturligt att höja reporäntan med 0,25 procentenheter. Någon större förändring av inflationsbilden har inte skett sedan inflationsrapporten publicerades. En höjning med mer än 0,25 pro-

centenheter är därför inte motiverad och heller inte förväntad. Dessutom har såväl långa räntor som växelkursen utvecklats på ett stabilt och positivt sätt också efter ECB:s räntehöjning. I beredningsgruppen hade dock två förhållanden diskuterats som skulle kunna tala för att i detta läge höja reporäntan något mer. Det kunde finnas ett egenvärde i att, då penningpolitiken skulle föras i mindre expansiv riktning, nå en gemensam linje i direktionen. Ett annat förhållande som skulle kunna tala för en något större höjning än 0,25 procentenheter, var att nästa penningpolitiska beslutstillfälle infaller i början av december och således relativt nära årsskiftet. Beredningsgruppen hade menat att även om allt talar för att millennieskiftet inte kommer att störa de finansiella marknaderna, kan det finnas skäl att undanröja eventuellt osäkerhet på de finansiella marknaderna om penningpolitiken under denna period.

### 3.2 Direktionsledamöternas diskussion

Mot bakgrund av att inflationstrycket successivt ökar i den starka och breda konjunkturuppgången och mot bakgrund av att inflationen nu bedöms utvecklas marginellt starkare än i inflationsrapportens huvudscenario, gjorde fyra av direktionens ledamöter bedömningen att det nu var tid att föra penningpolitiken i mindre expansiv riktning. Bakom denna slutsats låg också bedömningen att det finns en fortsatt uppåtrisk i inflationsbedömningen, främst till följd av risken för en starkare lönekostnadsutveckling. En femte ledamot drog samma slutsats om behovet av en höjning av reporäntan, men mot bakgrund av en bedömning av inflationstrycket som översteg de övriga ledamöternas bedömning. En sjätte ledamot menade att inflationsutsikterna inte hade förändrats sedan inflationsrapporten och att reporäntan borde hållas oförändrad åtminstone tills nästa inflationsrapport.

Direktionens diskussion fokuserades i huvudsak kring fyra frågeställningar; riskbildens betydelse för det penningpolitiska beslutet, den penningpolitiska signaleringen under senare tid, millennieskiftet och dess eventuella inverkan på det penningpolitiska beslutet samt, avslutningsvis, storleken på höjningen av reporäntan.

Flera direktionsledamöter underströk att den samlade riskbedömningen utgör en integrerad del av det penningpolitiska beslutet. I inflationsrapportens huvudscenario bedömdes inflationen komma att öka något under de närmaste åren och marginellt överstiga Riskbankens mål på två års sikt vid en oförändrad reporänta. Den samlade riskbedömningen hade dock talat för en något högre inflation. Den tydligaste risken var att bristsituationer på arbetsmarknaden skulle komma att leda till högre löneökningar och ett högre inflationstryck. Redan i samband med inflationsrapporten fanns det således argument som talade för en höjning av reporäntan och frågan hade egentligen inte varit om penningpolitiken skulle göras mindre expansiv utan när detta skulle ske.

Flera direktionsledamöter menade att genom att inte höja reporäntan i samband med publiceringen av inflationsrapporten i oktober, har tid givits för att delta i debatten och förbereda allmänheten på att penningpolitiken behöver föras i en mindre expansiv riktning för att därigenom bidra till en fortsatt gynnsam ekonomisk utveckling kännetecknad av stabila priser och en långsiktigt god tillväxt. Även aktörerna på de finansiella marknaderna hade givits tid att ställa in sig på en höjning av reporäntan. Det fanns dock samtidigt direktionsledamöter som menade att signaleringen till marknaden kan ha skapat en bild av att tidpunkten för höjningen av reporäntan är självklar.

I diskussionen om penningpolitiken i ljuset av millennieskiftet, konstaterade direktionsledamöterna att oron inför millennieskiftet lagt sig betydligt och att allt talade för att millennieskiftet skulle komma att passera utan väsentliga störningar på de finansiella marknaderna. Några ledamöter framhöll samtidigt att det är rimligt att Riksbanken bidrar till att reducera eventuell osäkerhet om penningpolitiken och att detta talar för att reporäntan bör hållas oförändrad nära årsskiftet om inget exceptionellt inträffar. En direktionsledamot gjorde dock en annan bedömning och menade att millennieskiftet inte utgör ett hinder för att skjuta upp en eventuell räntehöjning till december.

En direktionsledamot menade att givet hur förväntningsbilden om penningpolitiken ser ut i nuläget på de finansiella marknaderna kommer sannolikt en höjning av reporäntan att reducera osäkerheten om penningpolitikens utformning, vilket kan minska riskpremierna i de långa räntorna. Om reporäntan däremot lämnas oförändrad, kan detta istället öka osäkerheten i prisbildningen på de finansiella marknaderna.

Fyra av direktionens ledamöter menade att inflations- och riskbilden i sig talade för en höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter. I inflationsrapportens huvudscenario bedömdes inflationen marginellt överstiga 2 procent i slutet av tvåårsperioden. Vidare talade riskbilden för en något högre inflation. Nu tillkommer en viss upprevidering av inflationen. Dessutom har tidsperspektivet i bedömningen flyttats framåt något, vilket i en uppåtgående konjunktur innebär ett något starkare inflationstryck. De fyra ledamöterna menade också att överväganden av annan karaktär kunde tala för en något större höjning, med 0,35 procentenheter. De menade att det var värdefullt att "rensa bordet" för en tid framöver och därigenom reducera osäkerheten på marknaden om penningpolitikens inriktning fram till årsskiftet. Därutöver bedömdes det vara en styrka i detta läge att nå en så bred uppslutning som möjligt i direktionen kring det beslut som fattades. En av dessa ledamöter menade dock att tidpunkten för höjningen inte var självklar och att inflationsbilden fortfarande skulle kunna tala för att hålla reporäntan oförändrad ännu en tid.

En femte direktionsledamot menade att inflationsutsikterna talade för en omedelbar höjning av reporäntan med 0,5 procentenheter, eftersom en ytterligare höjning i december bör undvikas p.g.a. millennieskiftet. Ledamoten underströk att penningpolitiken för närvarande är kraftigt expansiv samtidigt

som svensk ekonomi befinner sig i en stark och bred konjunkturuppgång. Det lyftes också fram att det i detta sammanhang skall vägas in, mot bakgrund av konjunkturbilden, med vilken takt reporäntan skall föras mot den nivå som kan betraktas som neutral. Ledamoten fäste dock samtidigt stort värde vid att en samsyn kunde nås i direktionen om storleken på höjningen av reporäntan och kunde därför, som en kompromiss, bifalla ett beslut om att höja räntan med 0,35 procentenheter.

En av de fyra direktionsledamöterna påpekade att det fortfarande råder osäkerhet om utväxlingen mellan tillväxt och inflation och att det därför ännu är för tidigt att ha en uppfattning om vilken nivå på reporäntan som är önskvärd i ett lite längre perspektiv. Det kan finnas skäl att avvakta med ytterligare höjningar av reporäntan tills dess att mer konkreta tecken på inflationsimpulser börjar ge sig till känna.

En sjätte direktionsledamot ansåg att reporäntan skulle hållas oförändrad, åtminstone tills nästa inflationsrapport. Ledamoten underströk att bilden av inflationsutvecklingen inte förändrats sedan föregående inflationsrapport. En höjning bör anstå tills ytterligare analys gjorts inför publiceringen av nästa inflationsrapport och denna analys visar att inflationsmålet överskrids.

## **§ 2. Penningpolitiskt beslut**

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i §1 och konstaterade att merparten av direktionsledamöterna var av uppfattningen att reporäntan skulle höjas med 0,35 procentenheter.

Ordföranden föreslog därefter att direktionen beslutar

- att reporäntan höjs med 0,35 procentenheter från 2,90 till 3,25 procent och att detta beslut träder i kraft onsdagen den 17 november, samt
- att den 12 november 1999 kl. 09.30 offentliggöra beslutet om en höjning av reporäntan med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 74 1999, protokollsbilaga A.

Direktionen beslutade i enlighet med förslaget.

Vice riksbankschefen Villy Bergström reserverade sig mot beslutet att nu höja reporäntan och anförde att reporäntan skulle hållas oförändrad. Villy Bergström höll fast vid den sammantagna inflationsbedömning som förelåg i den senaste inflationsrapporten från oktober 1999. Oljepriserna hade sedan dess visserligen utvecklats något starkare än vad som förväntats i rapporten, men samtidigt menade Bergström att det nu fanns skäl att tro att löneprognosen låg något för högt. Ledig kapacitet kvarstår, liksom hög arbetslöshet och på ett till två års sikt bedöms inflationen ligga på målet. Bergström menade att det är viktigt att inte i förtid bryta den positiva utvecklingen. En höjning bör anstå tills det finns tydliga tecken på att inflationsmålet riskerar att överskridas.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Kristin Johnsson

Justeras:

Urban Bäckström

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Kerstin Hessius

Lars Nyberg