

Nr 10

SÄRSKILT

PROTOKOLL från direktionens sammanträde 2000-06-07

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

—
Sven Hulterström, riksbanksfullmäktiges ordf.

—
Kerstin Alm
Malin Andersson (§ 1)
Claes Berg
Anders Eklöf
Björn Hasselgren
Leif Jacobsson
Per Jansson
Hans Lindblad
Peter Lundkvist
Robert Sparve
Annica Svensson
Anders Vredin

§ 1. Den aktuella inflationsbedömningen

Det antecknades att Anders Eklöf och Peter Lundkvist skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättandet av dagens protokoll under §§ 1, 2 och 3.

Diskussionen inleddes med redogörelser för den information om den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden som inkommit sedan direktionens senaste sammanträde den 31 maj 2000 (avsnitt 1). Därefter fastställdes bedömningen i inflationsrapporten (avsnitt 2).

1. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden

1.1 De finansiella marknaderna

Direktionen noterade att den internationella långräntenedgången har fortsatt under början av juni. En bidragande orsak till räntenedgången i USA är enligt marknadskommentarer att den amerikanska ekonomin har uppvisat vissa tecken på att börja kylas av. De svenska långräntorna har i stort följt den internationella utvecklingen och sjunkit med ca 0,2 procentenheter under inledningen av juni. Långräntedifferensen mot Tyskland har noterats till ca -0,1 procentenheter.

På valutamarknaden har euron stärkts ca 4 procent mot dollarn. Enligt marknadskommentarer har förbättrade tillväxtutsikter för euroområdet relativt USA bidragit till eurons återhämning. Den svenska kronan har stärkts med ca 4 procent mot dollarn och ca 1 procent mot euron.

Prissättningen på räntemarknaderna indikerar att såväl den amerikanska som den europeiska centralbanken förväntas höja sina styrräntor ytterligare framöver. Förväntningarna om amerikanska räntehöjningar har emellertid minskat något efter tecken på att ekonomins aktivitet kan ha börjat dämpas. Enligt enkäter väntas den europeiska centralbanken höja styrräntan med ca 1 procentenhet på ett års sikt. En majoritet av bedömare på penningmarknaden förutspår att Riksbanken lämnar reporäntan oförändrad vid dagens sammanträde. På ett års sikt väntas reporäntan höjas med ca 1 procentenhet till 4,8 procent.

Aktiekursutvecklingen i Sverige och andra länder har fortsatt att präglas av relativt stora svängningar. Optionsprissättningen indikerar förväntningar om fortsatt stora rörelser på kort sikt, i synnerhet på den amerikanska Nasdaqbörsen.

1.2 Utvecklingen av konjunktur och inflation

Det finns vissa tecken på en snabbare återhämtning i Japan till följd av att den privata konsumtionen och arbetslösheten utvecklats något bättre än förväntat. När det gäller importprisutvecklingen är det framförallt oljepriset som oroar. Direktionen noterade att det något högre oljepriset har bidragit till att bensinpriset fortsatt att stiga. Inflationen på kort sikt kan därmed bli något högre än vad som antagits i den nu aktuella inflationsrapporten.

När det gäller information rörande den inhemska konjunktur- och prisutvecklingen kan noteras att antalet nyregistrerade personbilar hittills i år är något högre än förväntat, men att hushållens inköpsplaner visar att färre hushåll planerar bilinköp den närmaste tiden. Hushållen är fortsatt mycket optimistiska om ekonomins utveckling och tillväxten inom industrin är fortsatt stark. Hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt steg med 0,3 procentenheter mellan april och maj. Sett över perioden

mars-maj har dock inflationsförväntningarna fallit med 0,2 procentenheter.

2. Fastställande av Inflationsrapport 2000:2

Vice riksbankschef Lars Heikensten framlade förslag till Inflationsrapport 2000:2, protokollsbilaga A. Förslaget utgick från de föredragningar och diskussioner om inflationsutsikterna som hölls i direktionen den 31 maj 2000. Direktionen fastslog att det inte inkommit ny information kring den svenska och internationella ekonomiska utvecklingen som föranleder någon större förändring av den bedömning som då gjordes.

Direktionen beslutade därmed att fastställa inflationsrapporten enligt förslaget samt att den ska offentliggöras den 8 juni 2000 kl. 09.00.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

§ 2. Penningpolitisk diskussion

Direktionens bedömning av det penningpolitiska läget (avsnitt 2) föregicks av en sammanfattning av inflationsutsikterna (avsnitt 1).

1. Direktionens bedömning av inflationsutsikterna

Den bild av inflationsutsikterna som tecknas i inflationsrapporten är i stort densamma som i bedömningen i föregående rapport. I huvudscenariot väntas den successivt stigande aktivitetsnivån leda till att det inhemska pristrycket, mätt med UNDINHx, stiger förhållandevis snabbt under prognosperioden. Uppgången bedöms emellertid bli något mindre än i föregående prognos framförallt om det nya förslaget om maxtaxa i barnomsorgen genomförs. I inflationsrapporten i mars antogs att maxtaxan skulle komma att minska KPI-inflationen med 0,1 procentenheter under både 2001 och 2002. Det nya förslaget, som presenterades i regeringens vårproposition, innebär att maxtaxan nu istället väntas dämpa inflationen under 2002, med 0,3 procentenheter. Till en lägre inflation mätt med UNDIx bidrar också en något mer dämpad utveckling av importpriserna. Sammantaget bedöms UNDIx-inflationen i huvudscenariot uppgå till 1,5 procent på ett års sikt och 1,9 procent på två års sikt.

Riskbilden – som också är av betydelse för penningpolitikens utformning – bedöms dock tala för en något högre inflation i slutet av prognosperioden. Ett viktigt argument för denna bedömning är att den inhemska efterfrågan i Sverige kan komma att utvecklas starkare än i huvudscenariot. I regeringens vårproposition framgår att en mer expansiv inriktning av finanspolitiken inte kan uteslutas, om än bedömningen är att merparten av inflationseffekten sannolikt först kommer bortom den aktuella tvåårsperioden. Också löneutvecklingen utgör en risk för inflationen. I löneprognosen finns i nuläget såväl uppåt- som nedåtrisker. Bedömningen att

det finns en liten risk för väsentligt högre löneutfall men inte motsvarande risk för väsentligt lägre utfall innebär ändå att löneutvecklingen sammantaget måste anses utgöra en uppåtrisk för inflationen. Dessutom kan synergieffekterna av den samtidigt internationella tillväxten ha underskattats. För en något lägre inflation talar risken för en abrupt anpassning av den amerikanska konjunkturutvecklingen till följd av de obalanser som byggts upp i form av lågt hushållssparande, kraftiga underskott i bytesbalansen och högt värderade aktiekurser. En annan nedåtrisk härrör från möjligheten att sambandet mellan tillväxt och inflation återigen kan visa sig vara något mer förmånligt. Sammantaget bedöms riskbilden vara balanserad på ett års sikt medan det på två års sikt finns en viss uppåtrisk till följd av framförallt större sannolikhet för en starkare inhemsk efterfrågan.

Slutsatsen av de bedömningar som direktionen redovisar i inflationsrapporten är att inflationen korrigerad för tillfälliga effekter av indirekta skatter, subventioner och räntekostnader för egnahem, vid oförändrad reporänta och med beaktande av riskbilden, kommer att ligga under 2 procent på ett års sikt och på inflationsmålet på två års sikt.

Vid uppläggningsen av penningpolitiken måste hänsyn tas till hur de väntade effekterna av maxtaxereformen ska behandlas. Om åtgärder av detta slag skulle exkluderas vid penningpolitikens utformning skulle man bortse ifrån ett viktigt inslag i de senaste årens inflationsprocess, på samma vis som skulle ha gjorts under 1970- och 1980-talen om man då räknat bort de ökande offentliga ingreppens inflationsdrivande effekter. Samtidigt står det klart att det underliggande mer konjunkturberoende inflationstrycket inte påverkas av att maxtaxan förändras, åtminstone inte direkt. Det är denna konjunkturberoende inflation som penningpolitiken i första hand kan påverka. Frågan om hur maxtaxan ska hanteras är alltså inte självklar. Direktionen beslöt att penningpolitiken för närvarande baseras på en bedömning av UNDIX-inflationen.

2. Direktionens bedömning av det penningpolitiska läget

2.1 Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget

Direktionens diskussion av det penningpolitiska läget föregicks av en redogörelse för motsvarande diskussion i den penningpolitiska beredningsgruppen den 5 juni 2000¹.

Utgångspunkten för diskussionen i den penningpolitiska beredningsgruppen hade varit den bedömning av inflationsutsikterna direktionen gjorde vid sitt sammanträde den 31 maj 2000.

¹ Beredningsgruppen för penningpolitik består av tjänstemän inom Riksbanken och leds av en av de vice riksbankscheferna. Vid direktionens möte redogörs huvuddragen i den diskussion som förts av beredningsgruppen. Den uppfattning som föredrogs och kommer till uttryck i detta protokoll behöver inte nödvändigtvis delas av gruppens samtliga medlemmar, ej heller av ordföranden.

Beredningsgruppen diskuterade inledningsvis några frågeställningar av intresse för den aktuella penningpolitiken, bl.a. vilket tidsperspektiv penningpolitiken bör ha i en situation med en stark konjunkturuppgång. Det noterades att den inhemska mer konjunkturberoende inflationen (UNDINHX) bedöms stiga snabbare än UNDIX-inflationen till följd av främst kron- och oljepriseffekter och att dessa effekter kan väntas hålla tillbaka inflationsuppgången i mindre grad bortom tvåårshorizonten. Dessutom finns det en uppåttrisk på inflationen från finanspolitiken. Även denna effekt kan väntas påverka inflationen främst bortom den aktuella tvåårsperioden. Detsamma gäller effekterna från införandet av en maxtaxa i barnomsorgen 2002. Dessa effekter är dessutom osäkra eftersom något beslut om maxtaxan ännu inte tagits i riksdagen.

Beredningsgruppen framhöll att räntebeslutet inte är självklart i ett läge då inflationsprognosen på ett till två års sikt ligger under inflationsmålet samtidigt som inflationstrycket bortom tvåårshorizonten kan förväntas överstiga 2 procent. En tidig anpassning av reporäntan kan eventuellt innebära att större styrränteförändringar kan undvikas i ett senare skede. Detta gäller särskilt eftersom den mer konjunkturbetingade inflationen stiger kontinuerligt och UNDIX-inflationen hålls tillbaka under prognosperioden av flera faktorer som inte kan förväntas verka med samma styrka i ett längre perspektiv. Samtidigt måste beaktas att en prognos på längre sikt normalt är behäftad med större osäkerhet. Bedömningen på längre sikt är starkt beroende av sambandet mellan resursutnyttjandet i ekonomin och inflationen. Detta samband har Riksbanken vid flera tillfällen fått ompröva.

Enigheten är för närvarande stor hos marknadsaktörer och analytiker om att reporäntan inte kommer att förändras. Detta avspeglar antagligen delvis en svaghet i Riksbankens kommunikation. Den tolkning som görs av Riksbankens handlingsregel i penningpolitiken förefaller vara väl snäv. Det finns därför behov av att nyansera bilden av Riksbankens politik och att lyfta fram att penningpolitiken även kan ha anledning att beakta inflationen det närmaste året och bortom tvåårsperioden.

Sammantaget gjorde beredningsgruppen bedömningen att reporäntan borde lämnas oförändrad under ännu en tid.

2.2 Direktionsledamöternas diskussion

En majoritet av direktionens medlemmar var av uppfattningen att den aktuella inflationsprognosen talar för en oförändrad reporänta. En ledamot förespråkade dock en omedelbar höjning av reporäntan.

Flera av de ledamöter som var av uppfattningen att reporäntan skulle lämnas oförändrad underströk att den starka utvecklingen i den svenska ekonomin medför att reporäntan sannolikt kommer att behöva höjas framöver. Två av dessa ledamöter framhöll dessutom att prognosen kunde tala för att höja reporäntan redan nu likväl som att lämna den oförändrad.

En ledamot konstaterade att UNDIX-inflationen på ett till två års sikt i genomsnitt understiger 2 procent även om hänsyn tas till riskbilden. Ledamoten påpekade att detta i en strikt tolkning av Riksbankens enkla beslutregel till och med kunde tala för en räntesänkning. Mot bakgrund av rådande konjunkturläge förordade ledamoten emellertid en oförändrad reporänta. Den inhemska underliggande inflationen har utvecklats svagt bl.a. till följd av en svag prisutveckling på el- och teleprodukter. Det finns dock en tydlig trend med en förstärkt konjunktur och stigande inflation och räntan kan komma att behöva höjas framöver.

En annan av dessa ledamöter uttryckte vissa farhågor för att ett högre inflationstryck kan vara på väg att etableras bl.a. mot bakgrund av det fortsatt höga oljepriset och enkäter som indikerar att industriföretagen avser genomföra prishöjningar. För att inflationen ska stiga påtagligt bedömde ledamoten att det krävs relativt höga löneutfall. Ledamoten konstaterade sammanfattningsvis att den aktuella inflationsprognosen inte motiverade någon räntehöjning vid dagens sammanträde. Om konjunkturen fortsätter att utvecklas i linje med huvudscenariot är det dock inte orimligt att detta så småningom kommer att avspeglas i en inflationsbedömning på två års sikt som överstiger målet. Det finns därför goda skäl att hålla en hög beredskap för räntehöjningar och noga följa utvecklingen i bl.a. kapacitetsutnyttjandet och på arbetsmarknaden för att tidigt kunna upptäcka eventuella bristsituationer.

Den starka konjunkturutvecklingen och risken för ett ökat inflationstryck bortom tvåårshorizonten ansågs av en tredje ledamot kunna motivera en omedelbar höjning av reporäntan. En sådan åtgärd skulle inte äventyra konjunkturuppgången. Samtidigt står det klart att den bedömning Riksbanken gör är att inflationen under större delen av den period penningpolitiken i huvudsak inriktas på kommer att understiga 2 procent. En räntehöjning vid dagens möte är inte heller förväntad på de finansiella marknaderna. Det är dock naturligt att tänka sig en räntehöjning direkt efter sommaren om ingen ny information tillstött som ändrar bilden.

En fjärde ledamot framhöll att inflationsprognosen med beaktande av riskbilden kunde tala för en omedelbar höjning likväl som en oförändrad reporänta. Ledamoten noterade att penningmängden liksom utlåningen till den svenska hushållssektorn fortsätter att växa i snabb takt och var frågande inför om denna utveckling på längre sikt var förenlig med inflationsmålet. Den starka framtidstro som speglas i de stigande tillgångspriserna, men också i en förväntad ökning i hushållens livsinkomster, kan ha fått en allt större betydelse för efterfrågan. Ledamoten noterade också att den amerikanska aktiemarknaden har haft en tendens att reagera med stigande aktiekurser efter det att penningpolitiken stramats åt. Därmed motverkas delvis den åtstramning som penningpolitiken avsåg att få till stånd. Av bl.a. dessa skäl ansåg ledamoten att det fanns anledning att ytterligare analysera hur inflationsutsikterna påverkas av tillgångspriseffekter och skulduppbyggnad i ekonomin och hur detta bör påverka utformningen av penningpolitiken. En annan ledamot var av liknande mening och påpekade att det finns skäl att fortsätta diskutera om Riksbankens

tankeram fullt ut tar hänsyn till utvecklingen i tillgångspriserna och skulduppbyggnaden i ekonomin.

En ledamot förordade en omedelbar höjning av reporäntan. Ledamoten fäste stor vikt vid resursutnyttjandegraden i ekonomin. Till följd av den reviderade bedömningen av mängden lediga resurser under 1999 var ledamoten inte förvånad över att inflationen hittills i år blivit något lägre än vad som förutspåddes i inflationsrapporten i mars. För de kommande åren bedömde ledamoten däremot att bristen på lediga resurser sannolikt leder till en något högre inflation än vad som förutspås i inflationsrapportens huvudscenario. Dessa effekter rymdes emellertid inom riskbilden i inflationsrapporten. Ledamoten lyfte fram att priser tenderar att vara trögrörliga såväl uppåt som nedåt i ekonomier där prisstabilitet etablerats och att prisökningar kan förväntas ske relativt sent i en högkonjunktur. Det kan därför finnas risker med att avvakta för länge med räntehöjningar. Tillfälliga effekter av administrativa priser som håller tillbaka UNDEX-inflationen på två år sikt talar också för detta. Ledamoten konstaterade också att penningpolitiken fortfarande är expansiv samtidigt som finanspolitiken i varje fall inte kan antas bli mindre expansiv. En fortsatt expansiv penningpolitik riskerar att bygga upp reala och finansiella obalanser som på sikt kan utgöra en fara för prisstabilitetsmålet och riskera leda till variationer i tillväxten. Den genomsnittliga tillväxten kan därmed förväntas bli lägre än annars. Ledamoten framförde Japan på 1980-talet, Sydostasien och Korea i början på 1990-talet och USA mot slutet av 1990-talet som exempel där såväl reala som finansiella obalanser byggts upp trots en låg inflation, välordnade statsfinanser, höga investeringar, god produktivitetstillväxt och stark tillväxt. Det är därför angeläget att penningpolitiken utformas på grundval av en bedömning av hela ekonomin, även de finansiella delarna, och hur ekonomin förväntas utvecklas bortom tvåårshorisonten.

En sjätte ledamot underströk att det är inflationsprognosen på ett till två års sikt som bör vara vägledande för räntebeslutet och att denna för närvarande ligger något under målet. Det är visserligen viktigt att penningpolitiken reagerar tidigt för att undvika behovet av att tillgripa större åstramningar i ett senare skede, men den får inte reagera för tidigt. Penningpolitiken ska bedrivas symmetriskt med avseende på inflationsmålet. Ledamoten avhandlade två möjliga situationer som dock skulle kunna tala för en omedelbar höjning av reporäntan. Ett sådant läge är om det finns tydliga tecken på en allt starkare accelererande konjunktur samtidigt som andra faktorer som håller tillbaka inflationen är mer osäkra. I ett sådant läge skulle man kunna välja att lägga större vikt vid konjunkturen och höja räntan tidigt. Detta argument bedömdes dock av ledamoten ännu inte vara tillämpligt. En annan möjlighet är om den finansiella stabiliteten skulle vara hotad. Inte heller detta har noterats då den sammantagna tillväxten i utlåning till allmänheten förefaller ha planat ut samtidigt som den starka utvecklingen i tillgångspriserna har dämpats något under senare tid. Således drog ledamoten slutsatsen att reporäntan borde lämnas oförändrad vid dagens sammanträde.

§ 3. Penningpolitiskt beslut

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 2 och konstaterade att förslag förelåg om oförändrad reporänta respektive en höjning av reporäntan.

Omröstning genomfördes varvid direktionen beslutade att reporäntan hålls oförändrad på 3,75 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 14 juni 2000, samt att den 8 juni 2000 kl. 09.00 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt pressmeddelande nr 36 2000, protokollsbilaga B.

Vice riksbankschef Eva Srejber reserverade sig mot beslutet och anförde att reporäntan bör höjas med 0,5 procentenheter.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Urban Bäckström

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Kerstin Hessius

Lars Nyberg