

**SÄRSKILT PROTOKOLL från direktionens sammanträde 2000-08-16**

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

-

Javiera Aguilar (§ 1)  
Kerstin Alm  
Hans Dellmo  
Kurt Gustavsson (§ 1)  
Björn Hasselgren  
Olle Holmgren (§ 1)  
Leif Jacobsson  
Hans Lindblad  
Christina Lindenius (§ 1)  
Fredrika Lindsjö  
Tomas Lundberg  
Staffan Viotti  
Anders Vredin

**§ 1. Penningpolitisk diskussion**

Det antecknades att Hans Dellmo och Fredrika Lindsjö skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättandet av dagens protokoll under paragraferna 1 och 2.

Sammanträdet inleddes med diskussioner om de faktorer i den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden som är av betydelse för inflationsutsikterna och utformningen av penningpolitiken (avsnitt 1). Diskussionerna under varje delområde utgick från de analyser och bedömningar som sammanstälts av avdelningen för penningpolitik.

Dessa analyser och bedömningar baserades på det tekniska antagandet att Riksbankens reporänta hålls oförändrad på 3,75 procent t.o.m. juni 2002. Avslutningsvis summerade direktionsledamöterna sin syn på inflationsutsikterna (avsnitt 2) och redovisade sina slutsatser om det penningpolitiska läget (avsnitt 3).

## 1. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden

### 1.1 Prisutvecklingen i Sverige

Direktionen noterade att inflationen, mätt med den årliga ökningstakten för såväl KPI som UNDEX, uppgick till 1,2 procent i juli 2000. KPI-inflationen var därmed 0,1 procentenheter högre än vad som antogs i inflationsrapporten, medan UNDEX-inflationen var i linje med prognosen.

Den registrerade inflationen beror till stor del på stigande priser på bensin och villaolja. Den årliga ökningstakten för UNDEX exklusive bensin och villaolja uppgick i juli till 0,5 procent, vilket var 0,2 procentenheter lägre än prognostiserat.

Producentpriserna steg med 0,5 procent mellan maj och juni, vilket innebar att den årliga prisförändringen uppgick till 3,7 procent. Orsaken till den förhållandevis höga ökningstakten är fortsatta prisökningar på energirelaterade varor och i viss mån även insatsvaror. Producentpriserna på både konsumtionsvaror och investeringsvaror är däremot lägre än för ett år sedan. Hemmamarknadspriserna på konsumtionsvaror var i juli knappt 2 procent högre än för ett år sedan, vilket är i linje med bedömningen i den senaste inflationsrapporten.

### 1.2 Internationell konjunktur och inflation

I inflationsrapporten i juni 2000 bedömdes den genomsnittliga BNP-tillväxten i OECD-området bli drygt 3 procent i år, knappt 3 procent 2001 och 2,5 procent 2002. Inflationen bedömdes under samma period stiga gradvis till i genomsnitt 2 procent 2002.

I USA ger den senaste tidens statistik blandade signaler om den ekonomiska aktiviteten. Direktionen noterade att den allmänna bilden fortfarande tyder på en begynnande avmattning, men att tillväxten i år kan bli högre än vad som tidigare prognostiserats efter en överraskande stark BNP-tillväxt under det andra kvartalet. Den svaga utvecklingen av privat konsumtion kan emellertid vara ett tecken på att Federal Reserves räntehöjningar börjat få avsedd effekt.

Två ledamöter konstaterade att det framförallt var lageruppbyggnad och offentlig konsumtion som drev tillväxten under andra kvartalet

och att det därmed finns skäl att tro på en mjuklandning i den amerikanska ekonomin. Utfallen för den amerikanska inflationen tyder också på en högre inflation än vad som antogs i juniprognosen. Detta beror dock till stor del på prisuppgången på råolja.

Direktionen noterade att också tillväxten inom euroområdet ser ut att bli något starkare i år än vad som förutsattes i inflationsrapporten, då tillväxten för första kvartalet reviderats upp och optimismen hos såväl företag som hushåll är fortsatt hög. Konsumentpriserna har hittills i år ökat något mer än väntat och detta, i kombination med en snabbare konjunkturuppgång, tyder på att inflationen i år kan bli något högre än vad som tidigare antagits.

I Storbritannien antyder sjunkande huspriser och minskad optimism bland hushållen en begynnande avmattning. Den ekonomiska aktiviteten inom tjänstesektorn och tillverkningsindustrin ökade emellertid i juli, vilket ökat osäkerheten om utvecklingen framöver. Trots högkonjunkturen har inflationen legat under inflationsmålet på 2,5 procent det senaste året.

Den ekonomiska aktiviteten i Norden ser ut att öka snabbare än vad som antogs i den senaste inflationsrapporten. I samtliga nordiska länder har prisuppgången på råolja lett till ett något högre pristryck än vad som förutsattes i föregående inflationsrapport.

Sammantaget konstaterade direktionen att den bild av en stark internationell konjunkturuppgång som förutsågs i inflationsrapporten kvarstår. Den senaste tidens utveckling tyder emellertid på att den internationella tillväxten kan bli något högre än väntat under innevarande år. Det ansågs däremot inte finnas starka skäl att revidera prognosen för den internationella prisutvecklingen. En ledamot ansåg att den statistik som inkommit talade för att den internationella tillväxten även nästa år blir högre än vad som tidigare förutsattes. En sådan konjunkturbana skulle innebära något högre prisökningar än tidigare prognostiserat.

### 1.3 De finansiella marknaderna

Direktionen noterade att de internationella obligationsräntorna varit relativt stabila sedan inflationsrapporten sammanställdes i juni 2000. Den svenska 10-åriga obligationsräntan föll kraftigt i juni främst till följd av Riksgäldskontorets återköp av obligationer i samband med utförsäljningen av Telia. Obligationräntorna har därefter stigit något och befinner sig i dagsläget på ungefär samma nivå som då inflationsrapporten sammanställdes. Räntedifferensen gentemot Tyskland har ökat marginellt och uppgår till ca 0,1 procentenheter. I genomsnitt har den 10-åriga räntan varit drygt 0,1 procentenheter lägre hittills under det tredje kvartalet än vad som antogs i inflationsrapporten.

Mot denna bakgrund bedömde direktionen att långräntorna kommer att vara något lägre den närmaste tiden än vad som antogs i inflationsrapporten.

Prissättningen på marknaderna indikerar att marknadsaktörerna förväntar sig ytterligare räntehöjningar från Federal Reserve och ECB. Förväntningarna om amerikanska räntehöjningar har dock minskat betydligt efter statistik som tyder på en fortsatt god produktivitetsutveckling och enhetsarbetskostnader som är lägre än för ett år sedan. I Storbritannien förväntar sig marknadsaktörerna att styrräntan höjs ytterligare en gång i år. Vad gäller den svenska penningpolitiken visar såväl enkäter som prissättningen på marknaden att aktörerna förväntar sig en höjning av reporäntan under hösten. På längre sikt visar enkäter att reporäntan väntas höjas till 4,4 respektive knappt 5 procent på sex respektive tolv månaders sikt.

Kronan har de senaste månaderna pendlat mellan 119 och 125 mätt i TCW-termer och är för närvarande ca 1 procent svagare än då den senaste inflationsrapporten sammanställdes. Det är framförallt mot pundet och dollarn som kronan försvagats. I genomsnitt har den TCW-vägda kronkursen hittills under tredje kvartalet varit ca 1,5 procent svagare än prognostiserat. Direktionen bedömde att kronan på kort sikt kommer att vara något svagare än väntat men att det för närvarande inte finns skäl att ändra bedömningen av kronutvecklingen på lång sikt. En ledamot bedömde att portföljskiftet till följd införandet av det nya pensionssystemet i höst kan leda till att kronan förblir något svagare än väntat även i ett medelfristigt perspektiv.

Aktiepriserna i Sverige har fortsatt att präglas av relativt stora rörelser och prissättningen på optionsmarknaden indikerar att fortsatt stora prisrörelser väntas framöver. Aktiepriserna har stigit med ca 4 procent hittills i år, men sjunkit med ca 2 procent sedan den senaste inflationsrapporten sammanställdes.

#### 1.4 Importprisutvecklingen

Oljepriset har varit högre än väntat bl.a. till följd av att oljelagren i USA sjunkit oväntat kraftigt den senaste tiden. Terminspriset i september är för närvarande ca 31 USD/fat, vilket är drygt 5 USD/fat högre än bedömningen i inflationsrapporten. Även på lite längre sikt ligger terminspriserna över den prognostiserade oljeprisbanan. Marknadsaktörernas förväntningar, enligt optionsprissättningen, tyder också på fortsatt uppåtrisk för oljepriset. Tre ledamöter framhöll att efterfrågan på råolja sannolikt underskattats. Sammantaget gjorde direktionen bedömningen att prognosen för oljepriset är något för låg.

De konsumtionsvägda importpriserna steg med 1,6 procent mellan maj och juni, vilket medförde en årlig förändring på nästan 9 procent.

Ökningstakten var, trots att priserna på olja och petroleumprodukter stigit mer än väntat, drygt 0,5 procentenheter lägre än prognosen i inflationsrapporten. En förklaring är att priserna på livsmedel och jordbruksprodukter utvecklats svagare än väntat.

Direktionen konstaterade att en svagare utveckling av kronan tillsammans med ett högre oljepris än väntat kan medföra att prognosen för priserna i importledet, trots ett lägre utfall än väntat i juni, kan behöva justeras upp något i år. En oförändrad växelkursprognos på lite längre sikt påverkar prognosen för importpriserna som till följd av detta faller mer än vad som tidigare antagits längre fram under prognosperioden. En tillfällig försvagning av kronan bedömdes få små effekter på priserna i konsumentledet. Om kronförsvagningen däremot skulle bli bestående kan det på sikt ge effekter på konsumentprisutvecklingen.

### 1.5 Efterfrågan och utbud

I inflationsrapporten bedömdes den svenska BNP-tillväxten bli 4,3 procent i år, 3,5 procent 2001 och 2,9 procent 2002. Den förhållandevis snabba tillväxten antogs leda till att de lediga resurserna successivt tas i anspråk under prognosperioden, men riskerna för mer omfattande kapacitetsrestriktioner förväntades ändå vara relativt begränsade.

Direktionen noterade att de preliminära nationalräkenskaperna för första halvåret i år visar att tillväxten i den svenska ekonomin var 3,8 procent jämfört med första halvåret i fjol. Då utfallet är en halv procentenhet lägre än tillväxtprognosen för helåret skulle – under förutsättning att preliminära utfallsdata för första halvåret inte revideras – en tillväxt på i genomsnitt 4,8 procent krävas under andra halvåret för att prognosen från juni ska uppfyllas. Trots något större bidrag från nettoexporten och lagerinvesteringarna blev tillväxten lägre till följd av en svagare inhemsk efterfrågan.

Hushållens konsumtionsutgifter ökade med ca 4 procent under det första halvåret jämfört med motsvarande period förra året. Även om ökningen är stor i ett historiskt perspektiv var den lägre än prognostiserat.

Inkommande statistik över detaljhandelns omsättning, nybilsregistreringar och penningmängdstillväxt tyder emellertid på en fortsatt stark konsumtionsutveckling i den svenska ekonomin. Den gynnsamma utvecklingen på arbetsmarknaden och hushållens fortsatta optimism om såväl sin egen som Sveriges ekonomi talar också för att konsumtionsviljan kommer att bestå framöver.

Men även om den privata konsumtionen kan väntas fortsätta att utvecklas starkt, pekade fem av direktions ledamöter på några faktorer

som indikerar att utvecklingen kan bli svagare än väntat under året som helhet och att konsumtionsprognosen därmed kan komma att behöva justeras ned något. Förutom den svagare utvecklingen under det första halvåret nämndes även den svagare utvecklingen på Stockholmsbörsen under andra kvartalet. En ledamot såg emellertid inga skäl till att i nuvarande läge ändra prognosen på basis av preliminär statistik från nationalräkenskaperna eftersom annan statistik tyder på en stark konsumtionsutveckling. Ledamoten lyfte fram att hushållens upplåning fortsätter att öka i snabb takt och att hushållens skuldsättning som andel av BNP i dagsläget är på samma nivå som i slutet på 1980-talet.

Enligt nationalräkenskaperna minskade den offentliga konsumtionen (inklusive effekten av kyrkans omklassificering) med 2,6 procent under första halvåret i år jämfört med motsvarande period förra året. Detta var svagare än prognostiserat och kan jämföras med en förväntad ökning på 1,6 procent för året som helhet. Statistiken är dock svårtolkad och olika statistikällor ger motstridiga indikationer. Direktionen gjorde därför bedömningen att utfallsstatistiken bör tolkas med försiktighet, men att den offentliga konsumtionens utveckling fortfarande utgjorde en viss nedåtrisk för BNP-tillväxten i år.

De fasta bruttoinvesteringarna ökade med 4,4 procent under första halvåret jämfört med motsvarande period förra året, vilket också det var lägre än prognostiserat. Investeringsstatistiken i nationalräkenskaperna brukar emellertid vara föremål för stora revideringar. Den senaste konjunkturbarometern visar att det främst är tillgången på maskiner och anläggningar som begränsar industriproduktionen och att företagen i stor utsträckning ökar, och även planerar att öka, produktionskapaciteten. Vidare tyder barometerdata på en påtaglig förbättring av byggkonjunkturen, inte minst bland de företag som är inriktade på bostadsbyggande. Mot denna bakgrund gjorde direktionen bedömningen att tillgänglig statistik talade för en stark investeringsutveckling under andra halvåret, men att prognosen för innevarande år trots detta kan komma att behöva revideras ned något.

En ledamot var förvånad över det lägre utfallet för första halvåret bland annat med tanke på den fortsatt snabba kreditexpansionen till företagssektorn. Näringslivets skuldsättning som andel av BNP är den högsta på många år. En annan ledamot ansåg att en möjlig förklaring till detta kan vara att företagen använder lånade medel för att finansiera företagsförvärv.

Direktionen noterade att lagerförändringarnas bidrag till tillväxten uppgick till 0,6 procentenheter under första halvåret, vilket var högre än väntat. I inflationsrapporten bedömdes lagrens bidrag till tillväxten uppgå till -0,2 procentenheter under helåret 2000. Direktionen ansåg att de preliminära nationalräkenskapernas lageruppgifter var relativt

osäkra, men att lagren trots detta utgör en viss uppåtrisk för BNP-tillväxten i år.

Såväl exporten som importen ökade mer än väntat under första halvåret i år. Nettoexporten gav ett större bidrag till BNP-tillväxten än prognostiserat, vilket sannolikt delvis kan förklaras av den något högre internationella tillväxten. I ljuset av detta ansåg direktionen att en viss upprevidering av nettoexporten kan bli aktuell för i år.

Den positiva utvecklingen på arbetsmarknaden har fortsatt de senaste månaderna och är i stort sett i linje med bedömningen i den senaste inflationsrapporten. Antalet sysselsatta har under perioden januari till juni i år ökat med i genomsnitt 73 000 personer, vilket ska jämföras med en prognostiserad genomsnittlig ökning på 81 000 personer för året som helhet.

Direktionen noterade att den totala arbetsproduktiviteten ökade med 1,8 procent under första halvåret jämfört med motsvarande period förra året. Utfallet för första halvåret ligger därmed i linje med inflationsrapportens bedömning för helåret. I ljuset av detta ansåg direktionen att det inte fanns några starka skäl till att ändra prognosen för produktivitetsutvecklingen.

Nyinkommen statistik indikerar att resursutnyttjandet i ekonomin ökar. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin steg med 1 procentenhet under andra kvartalet till 88 procent. Andelen företag som anger brist på yrkesarbetare och tekniska tjänstemän har också fortsatt att öka det andra kvartalet. Direktionen noterade emellertid att det endast är 12 procent av företagen som anser att det i första hand är tillgången på arbetskraft som begränsar produktionen. Det är snarare tillgången på maskin- och anläggningskapacitet som primärt begränsar produktionen. Inom såväl byggnadsindustrin som tjänstesektorerna har dock bristen på arbetskraft ökat det senaste kvartalet.

Fem direktionsledamöter ansåg att även om bristen på arbetskraft ökat så är bristtalen i de flesta fall inte alarmerande utan fortfarande klart lägre än under t.ex. slutet på 1980-talet. Till detta kommer att det troligtvis fortfarande finns en viss arbetskraftsreserv. Två ledamöter framhöll att detta sannolikt delvis bidragit till att dämpa löneökningarna. En annan ledamot pekade på att tillgången på arbetskraft ökat mer än väntat det senaste året och att detta troligen var ett tecken på ökad flexibilitet på arbetsmarknaden. Sammantaget var direktionen av uppfattningen att resursutnyttjandet under det senaste året sannolikt varit något lägre än beräknat.

I den senaste inflationsrapporten bedömdes lönerna öka med 3,7 procent i år och med 4,3 procent under både 2001 och 2002. I maj uppgick löneökningstakten till 3,1 procent, vilket innebär att löneökningstakten inom de närmaste månaderna måste stiga till över 4 pro-

cent för att prognosen för årsgenomsnittet ska kunna uppfyllas. Två ledamöter ansåg att bland annat ökad konkurrens på varumarknaden kan ha bidragit till att lönerna, och i förlängningen det inhemska prisstrycket, blivit lägre än väntat. Direktionen gjorde bedömningen att löneutfallen hittills i år kan motivera en marginell nedrevidering av löneprognosen för innevarande år. Det ansågs för närvarande dock inte finnas skäl att ändra prognosen på längre sikt.

Sammantaget konstaterade direktionen att den statistik som inkommit sedan inflationsrapporten stöder bilden av en stark konjunkturuppgång där de lediga resurserna efterhand tas i anspråk. Fem av direktionens ledamöter ansåg dock att BNP-tillväxten under innevarande år kan bli något lägre än vad som förutsattes i den senaste inflationsrapporten. En sjätte ledamot ansåg däremot att det var för tidigt att dra sådana slutsatser på basis av preliminära uppgifter från nationalräkenskaperna eftersom dessa ofta revideras i efterhand. Ledamoten påpekade också att övrig statistik indikerar en fortsatt stark tillväxt. Vidare menade ledamoten att konjunkturprofilen kan komma att se annorlunda ut, bland annat mot bakgrund av den starkare tillväxten i omvärlden i år och nästa år. En annan ledamot ansåg att det i samband med arbetet med nästa inflationsrapport fanns skäl att ta en rejäl diskussion om konjunktursens profil framöver i ljuset av såväl den internationella utvecklingen som de något svagare inhemska siffrorna.

#### 1.6 Preiseffekter av avregleringar, handelsliberaliseringar, politiska beslut och räntekostnader

I inflationsrapporten beräknades den dämpande effekten på KPI-inflationen från avregleringar och handelsliberaliseringar till -0,4 procentenheter under 2000 och till -0,1 procentenheter 2001 och 2002. Direktionen noterade att Telia och Tele2 annonserat nya prissänkningar för utlandssamtal samtidigt som Telia aviserat prishöjningar för övertagande av abonnemang. Direktionen bedömde att förändringarna ligger inom ramen för prognosen i den senaste inflationsrapporten. Några nya förslag om ändrade indirekta skatter har inte presenterats. Bidraget till KPI-inflationen från räntekostnader var i juli marginellt högre än prognostiserat. Orsaken var i stor utsträckning att marknadsräntorna inte utvecklats i linje med antagandet om oförändrad reporänta. Direktionen konstaterade dock att ränteutvecklingen efter det att inflationsrapporten publicerades inte ger anledning att nämnvärt ändra prognosen för räntekostnader för egnahem.



## 1.7 Inflationsförväntningar

Enligt SCB steg hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt från 1,7 procent i juni till 1,9 procent i juli. Inflationsförväntningarna på ett års sikt hos industri- och tjänsteföretag uppgick i juni till 1,7 procent respektive 1,6 procent. Företagens förväntningar har därmed stigit med 0,1-0,2 procentenheter jämfört med föregående undersökningstillfälle i mars 2000. Direktionen konstaterade att inflationsförväntningarna fortsätter att ligga väl i linje med inflationsmålet.

## 2. Direktionens bedömning av inflationsutsikterna

I huvudscenariot i inflationsrapporten bedömdes såväl KPI-inflationen som den underliggande inflationen, mätt som UNDIX, understiga inflationsmålet på 2 procent under de kommande ett till två åren med oförändrad reporänta. På ett års sikt ansågs inflationsriskerna vara balanserade, medan det fanns en viss uppåtrisk på två års sikt. Med hänsyn tagen till dessa risker bedömdes därmed UNDIX-inflationen vara i linje med inflationsmålet i slutet av prognosperioden.

### 2.1 Redogörelse för beredningsgruppens syn på inflationsutsikterna

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

Beredningsgruppen hade varit av uppfattningen att den information som inkommit inte på något avgörande sätt ändrar den inflationsprognos som presenterades i juni. Trots att ekonomin nu befinner sig längre fram i konjunkturcykeln finns det alltså skäl att tro att inflationen kommer att ligga under målet på 2 procent under större delen av prognosperioden. För detta talar inkommande statistik som tyder på en något lägre inhemsk tillväxt än väntat och ett lägre registrerat inhemskt pristryck. Den mer dämpade aktieprisutvecklingen under det senaste halvåret bidrar till att risken för en mycket snabb förmögenhetsdriven konsumtionsuppgång har reducerats.

Tre av de frågor som beredningsgruppen hade berört i sin diskussion lyftes fram vid direktionssammanträdet. En första fråga gällde växelkursutvecklingen och orsakerna till den senaste tidens försvagning. Gruppen hade ansett att försvagningen av kronan inte var ett uttryck för minskad trovärdighet för den svenska valutan, utan snarare var en

---

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

följd av utvecklingen av euron relativt dollarn. Analysen av den framtida växelkursutvecklingen bör ske i ljuset, dels av den fortsatt starka dollarn, dels av en ökad korträntedifferens i förhållande till euroområdet.

En andra fråga rörde nationalräkenskaperna och de implikationer som eventuella revideringar av de preliminära siffror som presenterats kan få för prognosen och utformningen av politiken. Gruppen hade konstaterat att relativt omfattande revideringar skett vid några tillfällen tidigare. En eventuell upprevidering av BNP-siffran för första halvåret borde medföra en högre produktivitet eftersom statistiken över sysselsättningen är relativt stabil. Det är emellertid inte självklart vilka slutsatserna blir för den framtida inflationsutvecklingen av en eventuell sådan revidering.

Beredningsgruppen hade också diskuterat den inhemska prisutvecklingen. Trots en tillväxt som sedan våren 1999 sannolikt varit något högre än väntat, hade det inhemska pristrycket utvecklats långsammare än prognosticerat, t.o.m. fallit. Det senare för övrigt till skillnad mot utvecklingen i euroområdet. Detta föreföll i termer av de bedömningar som gjorts främst hänga samman med större effekter än väntat av avregleringar och med lägre vinstmarginaler. Det senare skulle i sin tur kunna vara en effekt av skärpt konkurrens. Vilka slutsatserna borde vara för bedömningen av den framtida inflationen var dock inte självklart. Det kunde handla om att resursutnyttjandet varit lägre än väntat, men det kunde också vara frågan om bestående beteendeförändringar i ekonomin, som bl.a. skulle kunna komma till uttryck i en ökad potentiell tillväxtförmåga.

## 2.2 Direktionsledamöternas diskussion

Direktionen konstaterade inledningsvis att det i rådande läge var rimligt att, precis som i samband med inflationsrapporten i juni, bortse från de beräknade effekterna av indirekta skatter, subventioner och räntekostnader i den fortsatta diskussionen av inflationsutsikterna och utformningen av penningpolitiken, eftersom dessa inte bedöms få varaktig inverkan på inflationen eller inflationsförväntningarna. En ledamot påminde om att effekterna av införandet av maxtaxa under 2002 inte påverkar det konjunkturberoende pristrycket i ekonomin.

Fem av direktionsledamöterna gjorde bedömningen att den statistik som inkommit under sommaren i huvudsak bekräftar den prognos för inflationsutvecklingen under de kommande ett till två åren som presenterades i inflationsrapporten i juni 2000. På kort sikt förväntas UNDIX-inflationen bli något högre än väntat till följd av prisuppgången på råolja. En svagare inhemsk tillväxt och ett lägre inhemskt pristryck än förväntat bidrar emellertid till att inflationen fortfarande väntas ligga under målet under större delen av prognosperioden. Det-

ta trots att den svenska ekonomin nu befinner sig längre in i konjunkturuppgången, vilket i sig borde tala för en upprevidering av inflationsprognosen. Det är först mot slutet av perioden som inflationen kan väntas nå upp till den målsatta. En av dessa fem ledamöter ansåg att det fanns såväl risker för att inflationen skulle kunna bli högre till följd av högre oljepriser, som att den skulle kunna bli lägre till följd av lägre resursutnyttjande.

Samtidigt underströk direktionens samtliga ledamöter att bilden av en stark konjunkturuppgång kvarstår. I takt med att resursutnyttjandet stiger förväntas inflationen komma att öka. Direktionen konstaterade i detta sammanhang att en eventuell upprevidering av BNP-tillväxten för det första halvåret i år sannolikt skulle innebära en högre produktivitet utveckling under samma period.

En sjätte direktionsledamot bedömde att UNDEX-inflationen mot slutet av prognosperioden kommer att överstiga den inflationsbedömning som gjordes i inflationsrapporten i juni med ett par tiondelar av en procentenhet. En stark tillväxt i omvärlden och fortsatt höga oljepriser talar för ett successivt stigande inflationstryck såväl i vår omvärld som i Sverige. Ledamoten såg inte några skäl att i det här läget revidera ned prognosen för den inhemska tillväxten i år på basis av den preliminära statistik som inkommit. Vidare menade ledamoten att konjunkturprofilen kan komma att se annorlunda ut bl.a. mot bakgrund av den starkare tillväxten i omvärlden i år och nästa år. Om efterfrågan ökar i den takt som nu sker kommer inflationen att stiga.

En av de ledamöter som ställde sig bakom majoritetsuppfattningen ansåg att det finns anledning att återkomma till två viktiga frågeställningar vid arbetet med inflationsprognosen i oktober. För det första bör konjunkturprofilen diskuteras mot bakgrund av den statistik som inkommit. Vad kan tänkas driva tillväxtförloppet under de kommande åren? Kan t.ex. en eventuellt lägre privat konsumtion i år innebära att konsumtionen ökar mer och inte mindre nästa år? För det andra bör diskussionen kring prognosen i hög grad koncentreras på frågan om varför den inhemska inflationen blivit så låg trots att tillväxten varit stark i Sverige och omvärlden. Ledamoten ansåg att det var rimligt att fortsätta att pröva hypotesen att något väsentligt skett i den svenska ekonomin som bidragit till detta. En annan ledamot ansåg att Riksbanken behöver mer kunskap om hur utbudssidan i ekonomin fungerar för att bättre förstå hur inflationsprocessen ser ut.

I detta sammanhang underströk en ledamot att det är viktigt att direktion löpande går tillbaka och diskuterar tidigare intagna positioner. En sådan diskussion kan bidra till att bedömningarna gradvis blir bättre och till att förståelsen för Riksbankens bedömningar och agerande ökar. Själv har ledamoten reviderat sin syn på den internationella tillväxten. I detta sammanhang vände sig ledamoten till den av direktionens ledamöter, som under det senaste året trots att produktionsgapet

varit i det närmaste slutet och att det inhemska inflationstrycket snabbt skulle komma att stiga och därför velat höja räntan vid ett antal tillfällen. Vilka slutsatser drog denna ledamot av de inkommande siffrorna?

Den ledamot som åsyftades välkomnade denna typ av diskussion. För sin egen del har ledamoten under våren reviderat sin syn på resursutnyttjandet och bedömer sedan en tid, liksom övriga ledamöter, att detta sannolikt överskattats. Detta gäller trots att den internationella utvecklingen, i linje med ledamotens tro, varit stark. Ledamoten bedömer att graden av resursutnyttjande i ekonomin spelar stor roll för inflationen och tror att den låga inhemska inflationen till stor del har varit en följd av ett lägre resursutnyttjande. Ledamotens syn på resursutnyttjandets betydelse för inflationen påverkar också synen på prisutvecklingen.

Ledamoten tror på ett lägre inflationstryck i år, men räknar med att pristrycket stiger i något snabbare takt än vad övriga ledamöter tror när resurserna tas i anspråk. Ledamotens prognos för inflationen i år är numera något lägre än majoritetens, men något högre i slutet av prognosperioden. Ledamoten motiverade sin avvikande syn med en något mindre optimistisk bedömning än majoriteten av arbetsmarknadens funktionssätt och konkurrensen på flera marknader i Sverige.

En annan ledamot ansåg att det är troligt att Riksbanken underskattat produktionsgapet och att detta delvis kan förklara varför det inhemska pristrycket utvecklats svagt under tidigare år. Ledamoten underströk att det är svårt att ha någon säker uppfattning om detta. En annan ledamot höll med om att produktionsgapet sannolikt underskattats, men påpekade att det också är möjligt att det skett till följd av att den potentiella tillväxten har ökat och att detta kan komma att hålla tillbaka inflationen även framöver.

### 3. Direktionsledamöternas bedömning av det penningpolitiska läget

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

Beredningsgruppen var av uppfattningen att den senaste tidens statistik talade för att inte ändra reporäntan vid dagens sammanträde. Trots att Sverige var något längre in i konjunkturuppgången ansågs det inte finnas skäl att revidera upp inflationsbedömningen på två års sikt. Utöver det faktum att inflationen förväntas understiga målet under större delen av prognosperioden talar på marginalen även den mer dämpade aktieprisutvecklingen för en oförändrad ränta. Beredningsgruppen påpekade dock att den starka tillväxten gör att resursutnyttjandet ökar, varför reporäntan kan komma att behöva höjas framöver om konjunkturbilden står sig.

### 3.2 Direktionsledamöternas diskussion

Fem av direktionsledamöterna delade beredningsgruppens uppfattning att reporäntan skulle lämnas oförändrad vid dagens sammanträde. Ledamöterna påpekade att de även delade beredningsgruppens uppfattning att reporäntan kan komma att behöva höjas framöver.

En sjätte ledamot ansåg att det fanns skäl att höja räntan redan nu. Ledamoten bedömde att inflationen mot slutet av prognosperioden skulle komma att bli ett par tiondelar av en procentenhet högre än vad som angavs i inflationsrapporten. Vidare ansåg ledamoten att penningpolitiken i nuvarande konjunkturläge inte bör vara expansiv, särskilt mot bakgrund av att finanspolitiken inte kan förväntas bli stramare framöver. Därutöver hänvisade ledamoten till vad ledamoten tidigare sagt om värdet av att i god tid anpassa penningpolitiken så att onödiga variationer i inflation och tillväxt undviks.

I detta sammanhang reflekterade ledamoten över att den amerikanska centralbanken vid åtstramningen av politiken under 1994 inledde räntehöjningarna redan i ett mycket tidigt skede då de lediga resurserna ansågs vara rätt stora. När produktionsgapet slutits några år senare låg styrräntan högre än dagens svenska styrränta. Ledamoten ifrågasatte denna skillnad givet att den svenska ekonomin uppvisar större stelhet än den amerikanska.

En annan ledamot invände mot denna jämförelse eftersom den gjordes i nominella och inte i reala termer. En lägre inflationstakt i den svenska ekonomin idag än i den amerikanska ekonomin då gör att den amerikanska centralbanken utgick från en real styrränta på strax över 0 procent. 1995 låg den reala styrräntan endast något högre än den reala reporäntan i Sverige idag. Den ledamot som gjort jämförelsen höll med om att denna bör göras i reala termer, men menade att skillnaden i real styrränta förstärktes av att den starka dollarn höll tillbaka efterfrågan.

En annan ledamot underströk vikten av att dessa resonemang återförs till den existerande tankeramen och kopplas till inflationsutsikterna. Om penningpolitiken är expansiv i termer av ett resonemang om neutrala räntor bör det medföra en stigande inflation. Den som är orolig för att politiken är för expansiv bör ställa sig frågan om vår inflationsprognos är för låg. Tänkbart är också att inflationen hålls tillbaka av t.ex. avregleringar och ökad konkurrens och att historiska samband därmed inte kan översättas till dagsläget på ett enkelt vis. Bör Riksbanken inte i ett sådant läge utnyttja detta utrymme för att hålla räntorna nere?

En ledamot efterfrågade en uppföljning av direktionens tidigare diskussion om tidshorizonten i den penningpolitiska tankeramen. Flera ledamöter ansåg att protokollet efter sammanträdet i juni förefaller ha skapat en del förvirring och att det därför fanns skäl att vara tydligare.

Riksbanken har under senare år använt sig av en penningpolitisk handlingsregel som innebär att räntan normalt ska höjas om inflationen, mätt som den årliga förändringen i KPI, förväntas överstiga målet på 2 procent på ett till två års sikt och vice versa. Direktionsledamöterna var eniga om värdet av att ha en handlingsregel, eftersom den stramat upp det interna arbetet med inflationsbedömningarna, bidragit till att skärpa analysen och underlättat den externa kommunikationen. Direktionen påminde samtidigt om att tidshorizonten ett till två år valts eftersom det är på denna sikt som ränteförändringar antas få störst effekt. Ränteförändringar påverkar emellertid också inflationen på kortare och längre sikt, varför det finns skäl att ta viss hänsyn till inflationsprognosen såväl för det närmaste året som för tiden bortom två år. Riksbanken har vidare förtydligat att det vid särskilda tillfällen, t.ex. till följd av tillfälliga effekter eller om det efter en omfattande störning skulle skada ekonomin att snabbt föra tillbaka inflationen till målet, kan finnas skäl att frångå handlingsregeln. Direktionen betonade emellertid att detta kommer att motiveras.

## **§ 2. Penningpolitiskt beslut**

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i §1 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 23 augusti, samt att den 17 augusti kl. 9.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt pressmeddelande nr 47 2000, protokollsbilaga A.

Vice riksbankschef Eva Srejber reserverade sig mot beslutet och anförde att reporäntan bör höjas med 0,5 procentenheter. Ett skäl till detta är att ledamoten bedömde att inflationen annars sannolikt skulle komma att bli något högre än önskvärt mot slutet av prognosperioden. Ett annat skäl är, enligt ledamoten, att penningpolitiken måste anpassas till utvecklingen i hela ekonomin, såväl den reala som den fi-

nansiella delen. På så sätt kan penningpolitiken bidra till att förhindra kraftiga variationer i prisutveckling och tillväxt bortom den normala prognoshorizonten.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Urban Bäckström

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Kerstin Hessius

Lars Nyberg