

Nr 1

SÄRSKILT

PROTOKOLL från direktionens sammanträde 2001-02-01

Närvarande: Urban Bäckström, ordförande
Lars Heikensten
Eva Srejber
Villy Bergström
Lars Nyberg
-
Sven Hulterström, fullmäktiges ordf.
-

Kerstin Alm
Malin Andersson (§ 1)
Claes Berg
Hans Dellmo
Jörgen Eklund
Kerstin Hallsten (§ 1)
Björn Hasselgren
Leif Jacobsson
Hans Lindblad
Christina Lindenius
Tomas Lundberg
Åsa Sydén
Hanna Widell (§ 1)
Staffan Viotti
Anders Vredin

§ 1. Penningpolitisk diskussion

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

Sammanträdet inleddes med en diskussion om de faktorer i den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden som för närvarande är av störst 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 4,0 procent t.o.m. december 2002. Avslutningsvis summerade direktionsledamöterna sin syn på infla-

tionsutsikterna (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 KPI och UNDI_X, uppgick till 1,4 respektive 1,3 procent i december 2000. KPI-inflationen var därmed i linje med bedömningen i inflationsrapporten, medan UNDI_X-inflationen var 0,1 procentenheter lägre än väntat.

Större avvikelser mellan utfall och prognos noterades emellertid för olika delaggregat för KPI och UNDI_X. Den inhemska underliggande inflationen (UNDINH_X) var i december förra året något högre än väntat (0,2 procentenheter) medan den importerade inflationen var lägre än prognostiserat (0,8 procentenheter).

1.2 Internationell konjunktur och inflation

I inflationsrapporten i december 2000 bedömdes den genomsnittliga BNP-tillväxten i OECD-området bli 3 procent i år och knappt 3 procent 2002. Inflationen i konsumentledet bedömdes bli ca 2 procent under såväl 2001 som 2002.

Direktionen noterade att i USA har den senaste statistiken varit svag både vad gäller industrikonjunkturen och hushållens konsumtion. BNP-tillväxten under fjärde kvartalet, mätt som årlig procentuell förändring, uppgick till 3,5 procent, vilket ska jämföras med 5,2 procent under tredje kvartalet. Inflationen har varit stabil kring 3,4 procent den senaste tiden medan däremot ökningstakten i producentpriserna fallit kraftigt. Obligationsräntorna har sjunkit sedan den föregående inflationsrapporten sammanställdes. Ledande indikatorer tyder på att konjunkturedgången blivit såväl bred som djup. Antalet ansökningar om arbetslöshetsersättning har ökat och inköpschefernas konjunkturindex (NAPM) för december nådde den lägsta nivån sedan april 1991. Hushållens optimism inför framtiden har minskat, vilket delvis kan förklaras av nedgången på aktiemarknaden. Samtidigt har företagens finansieringskostnader ökat, vilket bland annat återspeglas i att skillnaden mellan den ränta som företagen får betala för sin upplåning och statsobligationsräntan har ökat. Vidare har nyemissioner av aktier och obligationer minskat kraftigt bland företag med låg kreditvärdighet, vilket kan ytterligare förstärka nedgången i ekonomin. För att motverka de negativa tendenserna i ekonomin har Federal Reserve sänkt styrräntan två gånger under januari månad med sammantaget 1 procentenhet.

I detta sammanhang diskuterade direktionen huruvida nedgången i USA skulle bli kortvarig eller mer utdragen. Samtliga ledamöter ansåg att med

tanke på de obalanser som finns i den amerikanska ekonomin, föreligger en risk för en mer utdragen nedgång. En ledamot framhöll i detta sammanhang att det ofta tar relativt lång tid att justera obalanser i ekonomin av den typ som nu finns i USA. En annan ledamot menade att diskussionen om USA:s ekonomi idag inte kan inskränka sig till frågan om en snabb vändning uppåt i konjunkturen är möjlig. En lika viktig fråga är hur obalanserna i den amerikanska ekonomin kommer att utvecklas om ekonomin återgår till fullt kapacitetsutnyttjande. Till följd av ett lågt strukturellt privat sparande har USA idag ett rekordstort bytesbalansunderskott. Vad händer t.ex. på längre sikt med detta om en större strukturell försvagning av statsfinanserna genomförs? En tredje ledamot menade att det inte fanns några starka skäl att tro att sparandet i den amerikanska ekonomin per automatik skulle återgå till tidigare låga nivåer efter en återhämtning. Speciella omständigheter har legat bakom det låga privata sparandet, t.ex. optimismen om IT-sektorn och högt uppdragna aktievärden. Samma ledamot menade å andra sidan att vid större förändringar i förväntningsbilden kan penningpolitiken vara relativt ineffektiv för att stimulera efterfrågan i ekonomin, vilket också talade mot en snabb återhämtning av den amerikanska ekonomin. Vidare kunde de försämrade konjunkturutsikterna leda till en försvagning av dollarn, vilket skulle minska utrymmet för ytterligare styrräntesänkningar från Federal Reserve. En ledamot framhöll vikten av att försöka kvantifiera effekterna på svensk ekonomi av en kraftig konjunkturedgång i USA.

Direktionen noterade att även tillväxten i Japan ser ut att bli något sämre i år än vad som förutsattes i inflationsrapporten, då hushållens konsumtion, investeringarna, industriproduktionen och exporten utvecklats svagt. Tillväxten framöver kan även komma att påverkas av den sämre utvecklingen i USA i och med att ca 30 procent av den japanska exporten går till USA och över 40 procent går till övriga asiatiska marknader som i sin tur exporterar ca en tredjedel till USA.

Samtliga ledamöter ansåg att det finns skäl att anta att den europeiska konjunkturavmattningen inte blir lika kraftig som i USA. Den makroekonomiska situationen i flera av de stora euroländerna ser stabil ut. Exempelvis är hushållen fortsatt optimistiska, vilket delvis är en följd av förväntade skattesänkningar och en gynnsam utveckling på arbetsmarknaden. En ledamot ansåg att de förväntade skattesänkningarna kommer vid rätt tidpunkt för att påverka hushållens förväntningar i positiv riktning. En annan orsak till att nedgången i Europa sannolikt blir mindre än i USA är att förmögenhetseffekterna till följd av nedgången i aktiekurserna blir mindre än i USA. IT-sektorn är också betydligt mindre i Europa och effekterna av problem i denna sektor kan därför antas bli mindre än i USA. Dessutom är skuldsättningen bland hushåll och företag lägre än i USA. Styrränteförväntningarna i euroområdet har också justerats ned till följd av fallande inflation i konsument- och producentledet, avmattningen i ekonomin och räntesänkningarna i USA.

Sammantaget konstaterade direktionen att det mesta tyder på att den internationella konjunkturen blir något svagare än i inflationsrapportens hu-

vudscenario. En svagare konjunkturutveckling var en del av riskbilden i den senaste inflationsrapporten. Hur mycket svagare den internationella tillväxten blir beror såväl på hur långvarig och djup den amerikanska konjunkturavmattningen blir som på spridningseffekterna från USA till övriga delar av världen. Den internationella konjunkturedgången och fallande oljepriser bedömdes leda till en mer dämpad prisutveckling framöver än vad som tidigare antagits.

1.3 De finansiella marknaderna

Direktionen noterade att den svenska 10-åriga obligationsräntan följt den internationella utvecklingen och sjunkit med ca 0,2 procentenheter sedan prognosen i föregående inflationsrapport fastställdes, till ca 4,9 procent. Den internationella avmattningen och ökad efterfrågan på obligationer till följd av svängningarna på aktiemarknaden har bidragit till utvecklingen. Aktiekurserna, mätt med Affärsvärldens generalindex, är nu ca 4 procent lägre än då den senaste inflationsrapporten sammanställdes. Räntedifferensen gentemot Tyskland har varit stabil de senaste månaderna, kring 0,1 procentenheter. I genomsnitt var den 10-åriga räntan ca 0,1 procentenheter lägre under det fjärde kvartalet 2000 än vad som antogs i inflationsrapporten. Mot denna bakgrund och den globala ekonomiska avmattningen bedömde direktionen att långräntorna kommer att bli något lägre under prognosperioden än vad som antogs i inflationsrapporten.

Prissättningen på marknaderna indikerar att marknadsaktörerna förväntar sig ytterligare räntesänkningar från Federal Reserve. Även inom euroområdet har styrränteförväntningarna justerats ned. Enligt de implicita terminsräntorna väntas både ECB och Federal Reserve sänka styrräntan med 0,5 respektive 1,5 procentenheter i år. Även i Storbritannien har förväntningarna reviderats ned, om än inte lika mycket. Vad gäller den svenska penningpolitiken visar såväl enkäter som prissättningen på marknaden att aktörerna reviderat ned förväntningarna och att de nu tror på en i stort sett oförändrad reporänta under de närmaste tolv månaderna.

Kronan har de senaste månaderna pendlat mellan 127 och 130 mätt i nominella TCW-termer och är för närvarande ca 1 procent svagare än när den senaste inflationsrapporten sammanställdes. Direktionen bedömde i december att den svaga kronan i första hand var relaterad till en kombination av vikande börsutveckling, kapitalutflöden i samband med livförsäkringsbolagens friare placeringsregler fr.o.m. årsskiftet samt en generell finansiell oro som missgynnat kronan. Svängningarna i växelkursen har ökat sedan föregående inflationsrapport, men förväntas enligt marknadsaktörer minska framöver. Mot bland annat denna bakgrund bedömde direktionen att det inte fanns några starka skäl till att ändra bedömningen i huvudscenariot i föregående inflationsrapport.

1.4 Importprisutvecklingen

Oljepriset har sjunkit snabbare än väntat bland annat till följd av avmattningen i den internationella konjunkturen samt ökade lager av eldningsolja. Det senare kan förklaras av att flaskhalsproblemen vad gäller transportfartyg och raffinaderikapacitet förefaller ha mildrats. Även om oljepriserna stigit något i januari till följd av kallare väder i USA och Europa samt förväntningar om en produktionsminskning av OPEC är det genomsnittliga oljepriset i januari (t.o.m. 23 januari), på ca 25 USD/fat, drygt 8 USD/fat lägre än bedömningen i inflationsrapporten. Direktionen noterade att den förväntade konjunkturutvecklingen talar för lägre efterfrågan på olja. Såväl prissättningen på oljeoptioner som prognoser från andra bedömare pekar också mot att uppåtrisken för oljepriset har minskat. Sammantaget gjorde direktionen bedömningen att prognosen i huvudscenariot i föregående inflationsrapport bör sänkas.

Direktionen konstaterade att en oförändrad prognos för kronan tillsammans med en nedrevidering av oljepriset och ett svagare internationellt pristryck medför att prognosen för priserna i importledet justeras ned något under prognosperioden.

1.5 Efterfrågan och utbud

I inflationsrapporten bedömdes den svenska BNP-tillväxten bli 3,9 procent 2000, 3,4 procent 2001 och 2,9 procent 2002. Den förhållandevis snabba tillväxten antogs leda till att de lediga resurserna successivt skulle komma att tas i anspråk under prognosperioden.

Direktionen noterade att tillväxten i den svenska ekonomin de tre första kvartalen 2000 uppgick till 3,9 procent jämfört med motsvarande period 1999. Tillväxtens sammansättning skiljer sig dock något från bedömningen i inflationsrapporten. Den offentliga konsumtionen och bruttoinvesteringarna har utvecklats svagare än väntat medan importen ökat mer än prognostiserat. Dessutom har lagrens bidrag till BNP-tillväxten varit större än väntat.

Hushållens konsumtionsutgifter ökade med 4,9 procent under de tre första kvartalen förra året jämfört med motsvarande period föregående år, vilket är i linje med prognosen. Men ett flertal faktorer talar för en svagare konsumtionstillväxt framöver. Enligt SCB:s undersökning av hushållens inköpsplaner blev t.ex. hushållen i december påtagligt mindre optimistiska om den svenska ekonomin och arbetslösheten. Vidare har tillväxten i detaljhandelns omsättning sjunkit och tillväxten i penningmängdsaggregaten M0 och M3 har fortsatt att sjunka sedan föregående inflationsrapport. En del av den långsammare ökningstakten i penningmängdsaggregaten kan dock hänga samman med 2000-års effekter. En ledamot framhöll att skattesänkningarna i Sverige nu visar sig komma vid en lämpligare tidpunkt än det fanns skäl att tro när beslutet togs.

Utlåningen till svensk allmänhet har fortsatt att öka i en stabil takt. En ledamot framhöll att tecknen på en avmattning i den svenska ekonomin i huvudsak kan hänföras till utvecklingen inom industrin, vilket i sin tur främst är en följd av en svagare konjunktur i omvärlden. Utvecklingen inom tjänstesektorn har däremot fortsatt att utvecklas starkt. Statistik över utvecklingen i detaljhandeln i januari, penningmängdsutvecklingen, då hänsyn tagits till effekterna av millennieskiftet, samt den fortsatta kreditexpansionen vittnar om att den inhemska efterfrågan ännu inte påverkats i någon större utsträckning av den internationella konjunkturedgången. Småhuspriserna har inte förändrats nämnvärt sedan föregående inflationsrapport. Affärsvärldens generalindex har sjunkit med ca 4 procent under samma period. Sammantaget konstaterade direktionen att den senaste statistiken talade för en något svagare utveckling av hushållens konsumtion än vad som antagits i föregående inflationsrapport.

Någon ny information vad gäller den offentliga konsumtionen under 2001 och 2002 har inte inkommit sedan föregående inflationsrapport. Direktionen gjorde därför bedömningen att det inte fanns starka skäl till att revidera prognosen för den offentliga konsumtionen.

De fasta bruttoinvesteringarna har under de tre första kvartalen 2000 ökat med 4,9 procent i årstakt. I inflationsrapporten bedömdes bruttoinvesteringarna öka med 6,6 procent under helåret 2000. Även om konjunkturbarometern för tillverkningsindustrin visar att en stor andel av företagen har ökat produktionskapaciteten under fjärde kvartalet förefaller det mot bakgrund bland annat av att inköpschefsindex indikerar en påtaglig försvagning av efterfrågeutvecklingen av industrins produkter troligt att bedömningen av industrins investeringsutveckling i föregående inflationsrapport var något för optimistisk.

Det finns däremot inga tecken på att den positiva utvecklingen inom byggnadsindustrin är på väg att brytas, vilket innebär att det inte finns några starka skäl att revidera prognosen för bostadsinvesteringarna. Investeringarna inom övrigt näringsliv kan dock komma att utvecklas svagare än väntat till följd av den svagare industrikonjunkturen. Utbyggnaden av tredje generationens mobiltelefonnät kommer sannolikt leda till betydande investeringar, men det är ännu osäkert hur stora investeringar som behövs. En ledamot ansåg att såväl ett ökat bostadsbyggande som planerade investeringar i bredband kommer lämpligt i tiden för att motverka den konjunkturrella nedgången i bruttoinvesteringarna. Sammantaget ansåg direktionen att investeringsutvecklingen under 2000 och 2001 sannolikt blir svagare än väntat medan utvecklingen under 2002 var mer osäker.

Direktionen noterade att lagerförändringarnas bidrag till tillväxten uppgick till 0,8 procentenheter under de tre första kvartalen förra året. Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer tyder dessutom på att industrins lager av färdiga varor ökade under fjärde kvartalet, vilket kan vara en indikation på att lageruppbyggnaden delvis är orsakad av efterfrågebortfall. Sammantaget

gjorde direktionen bedömningen att lagerbidraget utgör en viss uppåttrisk för BNP-tillväxten under förra året, vilket också ansågs ha ökat sannolikheten för att företagen minskade sina lager i år.

Nettoexporten har under de tre första kvartalen 2000 utvecklats något sämre än väntat till följd av en starkare utveckling av importen än prognostiserat. I ljuset av en förväntad svagare internationell konjunkturutveckling, som bland annat återspeglas i fallande nettotal för exportorderingen, och en något svagare inhemsk efterfrågan ansåg direktionen att en viss nedrevidering av såväl exporten som importen kan bli aktuell för de kommande åren.

Direktionen noterade att arbetsmarknaden fortsatte att utvecklas gynnsamt under slutet på förra året och att sysselsättningen steg med i genomsnitt 2,2 procent jämfört med året innan, vilket var något mer än väntat. Trots att inflödet till arbetskraften var stort under förra året föll den öppna arbetslösheten till i genomsnitt 4,7 procent, vilket var i linje med den senaste prognosen. Antalet nyanmällda lediga platser ökade med i genomsnitt 17 procent under förra året och även om ökningen har blivit långsammare under senare tid tyder det mesta på att sysselsättningen kommer att fortsätta att öka den närmaste tiden. Direktionen gjorde bedömningen att de försämrade konjunkturutsikterna sannolikt skulle leda till en något svagare sysselsättningsutveckling jämfört med bedömningen i inflationsrapporten.

Arbetsproduktiviteten i ekonomin ökade med ca 2 procent i årstakt under de tre första kvartalen förra året, vilket är i linje med prognosen för helåret. Det finns emellertid tecken på att sysselsättningen utvecklats något starkare än väntat i slutet på förra året, vilket kan innebära att den registrerade produktivetsutvecklingen under helåret blir marginellt svagare än prognostiserat. En svagare konjunkturutveckling än väntat kan främst antas påverka produktivetsutvecklingen något i år och eventuellt även nästa år.

Nyinkommen statistik indikerar att resursutnyttjandet i ekonomin är fortsatt högt, men kommit ner mer än väntat. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin sjönk med 3 procentenheter under fjärde kvartalet till 84 procent. Andelen industriföretag som anger brist på yrkesarbetare och tekniska tjänstemän har också minskat något det fjärde kvartalet. Nedgången i antalet kvarstående lediga platser indikerar att bristen på arbetskraft i ekonomin som helhet har minskat. Likaså har andelen företag som anger att det är utbudsfaktorer, t.ex. maskin- och anläggningskapacitet, tillgång på arbetskraft och brist på insatsvaror, som begränsar produktionen minskat. Även leveranstiderna har gått ned under fjärde kvartalet. För byggnadsindustrin syns däremot inte någon dämpning av resursutnyttjandet. Andelen företag med brist på arbetskraft antyder snarare en viss ökning av resursutnyttjandet. Bland tjänstenäringarna är bilden något splittrad, men på det hela taget har bristen på arbetskraft inte ökat mellan tredje och fjärde kvartalet förra året. Sammantaget ansåg direktionen att resursutnyttjandet i ekonomin är fortsatt högt men blivit lägre än väntat. De sämre konjunkturutsik-

terna bedömdes leda till att resursutnyttjandet även framöver kan bli mindre ansträngt än vad som antogs i den senaste inflationsrapporten.

I den senaste inflationsrapporten bedömdes lönerna öka med 3,5 procent 2000, 4,0 procent 2001 och 4,3 procent 2002. Direktionen noterade att statistik rörande löneutfallet för de tio första månaderna förra året samt förväntningar om retroaktiva löneutbetalningar för landsting och kommuner tyder på att löneökningstakten förra året blir något högre än prognostiserat. Löneavtal för lärare och anställda inom tre olika branscher inom industrin har tecknats sedan föregående inflationsrapport sammanställdes. Löneavtalen är i stort sett i linje med den prognos för löneutvecklingen som presenterades i den senaste inflationsrapportens huvudscenario. Avtalen för de tre industribranscherna kan komma att bilda norm för de återstående avtalen inom industrin och till viss del kanske även för andra sektorer. Risken för en påtagligt högre löneökningstakt än den i huvudscenariot kan enligt direktionen därmed ha minskat. Risken för högre löneglidning än väntat ansågs också ha minskat något till följd av en minskad brist på arbetskraft och att resursutnyttjandet framöver förefaller bli mindre ansträngt än vad som tidigare antagits. Det är emellertid viktigt att notera att stora delar av arbetsmarknaden, t.ex. inom mindre konkurrensutsatta delar av ekonomin, ännu inte har tecknat nya löneavtal och att de avtalskrav som där lagts fram är förhållandevis höga. Detta innebär en risk för den samlade löneutvecklingen.

Sammantaget konstaterade direktionen att den statistik som inkommit sedan inflationsrapporten tyder på att den svenska tillväxten sannolikt dämpas något snabbare än i huvudscenariot. Även om utvecklingen inte varit dramatisk kan den svagare efterfrågeutvecklingen komma att leda till ett mindre ansträngt resursutnyttjande framöver än vad som förutsågs i den senaste prognosen. Risken för en högre inflation än i huvudscenariot ansågs därmed också ha minskat.

1.6 Priseffekter av avregleringar, handelsliberaliseringar, politiska beslut och räntekostnader

I inflationsrapporten beräknades den dämpande effekten på KPI-inflationen från avregleringar och handelsliberaliseringar till -0,1 procentenheter under såväl 2001 som 2002. Direktionen noterade att pristaket för abonnemangsavgiften på fast telefoni slopades vid årsskiftet och att Telia i samband med detta aviserade att de kommer att höja priset på fasta abonnemang med ca 20 procent i mars. Detta kommer att ge ett bidrag till KPI- och UNDEX-inflationen med drygt 0,1 procentenheter. Det har även skett vissa ändringar i konkurrenslagen vad avser samarbete mellan företag i vissa branscher, i syfte att stärka konkurrensen. Effekterna på konkurrensen och pristrycket är emellertid osäkra och beror till stor del hur Konkurrensverket kommer att agera.

I de senaste inflationsrapporterna har införandet av maxtaxa inom barnomsorgen antagits ge ett bidrag på $-0,3$ procentenheter till KPI- och UNDEX-inflationen under 2002. Eftersom barnomsorgsavgifter i dagsläget inte mäts i KPI grundar sig prognosen på ett antagande om att barnomsorgsavgifter senast januari 2002 kommer att ingå i KPI. Antagandet har stöd i ett förslag i KPI-utredningen om införande av barnomsorgsavgifter i KPI. Frågan om metodval för prismätning av barnomsorgsavgifter är emellertid både kontroversiell och komplicerad och behandlingen i indexnämnden kan därför möjligen dra ut på tiden. Direktionen noterade att det är osäkert om maxtaxa hinner inkluderas till januari 2002, vilket i så fall innebär att införandet av maxtaxa aldrig kommer att synas i KPI eller i UNDEX. Jämfört med tidigare bedömning kan detta ge upphov till en högre registrerad inflation.

Inga nya förslag om ändrade indirekta skatter eller subventioner har framkommit sedan den senaste inflationsrapporten. Bidraget till KPI-inflationen från räntekostnader för egnahem var i december något högre än prognostiserat, vilket delvis var en följd av höjningen av reporäntan i december. Direktionen konstaterade att fallande långräntor den senaste tiden och nedrevideringen av räntenivån framöver emellertid motiverar en nedjustering av bidraget till KPI-inflationen på $0,1$ procentenheter under såväl 2001 som 2002.

1.7 Inflationsförväntningar

Enligt SCB minskade hushållens inflationsförväntningar marginellt på ett års sikt, från $1,7$ procent i november till $1,6$ procent i december. Då den förra inflationsrapporten publicerades uppgick inflationsförväntningarna till $1,8$ procent (oktober). Inflationsförväntningarna på ett års sikt hos såväl industri- som tjänsteföretag har däremot stigit något sedan föregående inflationsrapport. Industrieföretagens inflationsförväntningar uppgick i december till $1,8$ procent, vilket var $0,1$ procentenheter högre än vid föregående undersökningstillfälle i oktober. Tjänsteföretagens förväntningar steg under samma period från $1,7$ procent till $1,8$ procent. Direktionen konstaterade att inflationsförväntningarna fortsätter att ligga väl i linje med inflationsmålet.

2. Direktionens bedömning av inflationsutsikterna

I huvudscenariot i inflationsrapporten från i december bedömdes KPI-inflationen uppgå till $1,8$ procent på ett års sikt och $2,1$ procent på två års sikt. Mätt med UNDEX bedömdes inflationen uppgå till $1,8$ procent respektive $1,9$ procent. Med beaktande av riskbilden bedömdes såväl KPI- som UNDEX-inflationen komma att vara i linje med inflationsmålet på ett års sikt och överskrida målet på två års sikt.

2.1 Redogörelse för beredningsgruppens syn på inflationsutsikterna

Direktionens diskussion kring inflationsutsikterna föregicks av en redogörelse av motsvarande diskussion i den penningpolitiska beredningsgruppen.¹

Beredningsgruppen konstaterade att Riksbankens räntehöjning med 0,25 procentenheter till 4 procent i december tillsammans med en svagare internationell konjunktur bidrar till att dämpa det framtida pristrycket i den svenska ekonomin. Hur förloppet framöver kommer att gestalta sig i världsekonomin och i Sverige avgörs i stor utsträckning av utvecklingen i USA. Förutsättningar för en snabb återhämtning i den amerikanska ekonomin finns, men det finns betydande obalanser i den amerikanska ekonomin. Huruvida dessa är förenliga med en snabb återhämtning är svårbedömt.

Oljepriset har utvecklats något svagare än väntat och med den internationella konjunkturbild som nu föreligger har risken för ett högre oljepris än prognostiserat minskat. Däremot bedömde gruppen att det inte fanns skäl att ändra sin syn på kronan. Huvudscenariot med en appreciering framstår fortsatt som rimlig utifrån grundläggande makroekonomiska samband. Risken för en svagare utveckling kvarstår dock. Förväntningar om minskade korträntedifferenser t.ex. mellan USA och Sverige talar för en förstärkning av kronan. Men kronan har tidigare försvagats i tider av internationell oro. Kronans utveckling mot euron sedan föregående inflationsrapport ansågs peka i denna riktning. Vidare noterade beredningsgruppen att de löneavtal som hittills slutits inte utgör något större hot mot prisutvecklingen, även om det råder osäkerhet om de slutliga löneökningarna bland annat till följd av att avtal inte slutits på stora delar av arbetsmarknaden. Sammantaget bedömde beredningsgruppen att inflationsutsikterna hade blivit något gynnammare jämfört med bedömningen i december.

2.2 Direktionsledamöternas diskussion

Målet för penningpolitiken är att begränsa inflationen mätt med KPI till 2 procent. Det kan dock finnas skäl att avvika från inflationsmålet om KPI påverkas av faktorer som inte bedöms ha en varaktig inverkan på inflationen. Exempel på sådana faktorer utgör förändringar i räntekostnader, indirekta skatter och subventioner. Det kan således finnas situationer då det är motiverat att basera penningpolitiken på en bedömning av UNDIX istället för KPI. I december låg UNDIX till grund för penningpolitikens uppläggning och direktionen såg inga skäl till att ändra detta.

¹ 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.

Direktionen konstaterade att den internationella konjunkturen ser ut att utvecklas något svagare än väntat och att det kan finnas anledning att revidera ned bedömningen av utvecklingen på för Sverige viktiga exportmarknader. Det tillsammans med ett lägre oljepris gör att de sammantagna internationella inflationsimpulserna till Sverige från utlandet sannolikt blir lägre än vad som antogs i december.

Oljepriset har sedan publiceringen av förra inflationsrapporten fallit tidigare än väntat och mot bakgrund av de sämre konjunkturutsikterna antogs oljepriset bli lägre under hela prognosperioden jämfört med bedömningen i den senaste inflationsrapporten. Oljepriset ansågs därmed inte längre utgöra samma hot mot prisutvecklingen som tidigare. När det gäller löneutvecklingen ansågs det vara för tidigt att dra några säkra slutsatser till följd av de löneavtal som tecknats sedan förra prognosen. Risken för avsevärt högre löneökningstakt än den i huvudscenariot i föregående inflationsrapport ansågs dock ha minskat.

I föregående inflationsrapport gjorde Riksbanken bedömningen i sitt huvudscenariot att kronan skulle vara fortsatt relativt svag. I riskbilden lyftes kronan fram som en faktor som kunde utvecklas sämre än prognosen i huvudscenariot och därmed bidra till en högre inflation.

Samtliga ledamöter gjorde bedömningen att det inte fanns skäl att ändra prognosen för växelkursen. Ledamöterna hade däremot något olika uppfattning om risken för en annorlunda växelkursutveckling än den i huvudscenariot. Tre ledamöter gjorde samma bedömning som i december, att det fortfarande finns en tydlig risk för att kronan inte skulle komma att förstärkas på det vis som antagits i huvudscenariot. En av dessa ledamöter menade att kronan tidigare haft svårt att hävda sig vid turbulens och oro för den internationella konjunkturen. Kronan hade inte heller hittills stärkts mot euron på det vis som vore naturligt när euron hämtat sig mot dollarn. De övriga två ledamöterna menade däremot att förväntningar om minskade svängningar i kronutvecklingen, en mer stabil börsutveckling samt förväntningar om en minskad styrräntedifferens gentemot omvärlden innebar att risken för en svagare krona blivit mindre.

En ledamot framhöll att det fortfarande går ganska bra för svensk ekonomi. Fortsatt stark kreditexpansion och en gynnsam utveckling inom detaljhandeln lyftes fram för att belysa utvecklingen. Ledamoten betonade att en viss uppbromsning i den internationella konjunkturen kan bidra till att efterfrågeutvecklingen anpassar sig snabbare till den långsiktiga tillväxtbanan och därmed minska risken för spänningar i ekonomin. I ljuset av detta frågade sig ledamoten om inte Sverige kan få uppleva en mjuklandning av ekonomin. En annan ledamot pekade på att ökat bostadsbyggande, förväntade investeringar i bredband och eventuella skattesänkningar kan säkra ett fortsatt positivt förlopp och minska risken för en mer påtaglig nedgång. En tredje ledamot tyckte dock att det var för tidigt att tala om en mjuklandning. Alla de tre ledamöterna konstaterade dock att resursutnyttjandet kan

bli mindre ansträngt framöver jämfört med tidigare bedömning. Ledamöterna fick på den punkten medhåll från övriga ledamöter i direktionen.

3. Direktionsledamöternas bedömning av det penningpolitiska läget

3.1 Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget

Beredningsgruppen noterade att den samlade inflationsbedömning som förelåg i inflationsrapporten i december förra året innebar en UNIDX-inflation i slutet av tvåårsperioden på 2,3 procent och att detta hade kunnat motivera en något större räntehöjning än den som då genomförts. Den information som inkommit sedan dess visade på en något snabbare uppbromsning av konjunkturen samtidigt som risken för påtagliga avvikelser uppåt i förhållande till inflationsrapportens huvudscenario hade minskat. Mot bakgrund av inflationsbedömningen i den senaste inflationsrapporten, reporäntehöjningen i december samt den värdering som gjorts av ny information om den ekonomiska utvecklingen som inkommit sedan dess var beredningsgruppens bedömning att reporäntan borde behållas oförändrad på 4,0 procent.

3.2 Direktionsledamöternas diskussion

Samtliga i direktionen delade beredningsgruppens bedömning. Riskbilden har ändrats något. Oljepriset har sjunkit snabbare än väntat och avtalsrörelsen ser så här långt ut att inte leda till lönenivåer som riskerar att hota prisstabiliteten. En ledamot menade att eftersom vederbörande inte stod bakom bedömningen i inflationsrapporten och att den senaste tidens statistik talar för en nedrevidering av inflation skulle detta för ledamotens del kunna motivera en sänkning av reporäntan. Osäkerheten i bedömningen och uppfattningen att Riksbanken inte bör ändra reporäntan upp och ner alltför ofta gjorde att ledamoten ändå inte såg några skäl till att ändra reporäntan.

§ 2. Penningpolitiskt beslut

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i §1 och konstaterade att förslag förelåg om oförändrad reporänta.

Omröstning genomfördes varvid direktionen beslutade att reporäntan hålls oförändrad på 4,0 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 7 februari, samt att den 15 februari kl. 11.00 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt pressmeddelande nr 7 2001, protokollsbilaga.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Urban Bäckström

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg