

Nr 3

## SÄRSKILT

### PROTOKOLL från direktionens sammanträde 2001-03-26

Närvarande:

Urban Bäckström, ordförande

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

-

Sven Hulterström, fullmäktiges ordförande

Johan Gernandt, fullmäktiges vice ordförande

-

Kerstin Alm

Claes Berg

Jörgen Eklund

Leif Jacobson

Björn Hasselgren

Hans Lindblad

Tomas Lundberg

Pernilla Meyersson

Javiera Aguilar §1

Robert Sparve

Staffan Viotti

Anders Vredin

#### **§ 1. Den aktuella inflationsbedömningen**

Det antecknades att Jörgen Eklund och Pernilla Meyersson skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättandet av dagens protokoll under §§ 1, 2 och 3.

Direktionen inledde sin diskussion utifrån den information som inkommit sedan direktionens senaste sammanträde den 15 mars samt dess betydelse för inflationsutsikterna (avsnitt 1). Därefter fastställdes inflationsrapporten (avsnitt 2).

## 1. Ny information om den ekonomiska utvecklingen i Sverige och i omvärlden

### 1.1 Internationell utveckling

Konsumentförtroendet i USA, som fallit kraftigt de senaste månaderna, steg något i februari medan industriproduktionen föll under samma period. Ledande indikatorer fortsatte att falla men visar ännu inga tydliga tecken på en nära förestående recession. Såväl konsument- som producentpriserna steg i februari. Federal Reserve sänkte styrräntan med ytterligare 0,5 procentenheter. I euroområdet föll industriproduktionen kraftigt i januari, vilket dock bör ses mot bakgrund av ett starkt utfall i december. Såväl tyska som belgiska barometerundersökningar indikerar ytterligare försvagning av aktiviteten i industrin de närmaste månaderna. Hushållens konsumtion i Frankrike var låg i februari samtidigt som förtroendet är fortsatt gott. Aktiviteten i den japanska industrin är fortsatt mycket svag. Den japanska centralbanken har åter sänkt styrräntan till noll procent och därutöver beslutat att köpa statspapper för att öka likviditeten i banksektorn. Politiken ska fortgå till dess att deflationen upphör.

OPEC beslutade vid sitt möte den 16 mars att minska produktionen, trots detta föll oljepriset till den lägsta nivån sedan i december förra året. Lagerökningar i USA och en kraftig ökning av Iraks oljeexport har bidragit till att pressa ned oljepriset.

Den internationella finansiella utvecklingen har fortsatt präglats av stor oro. Med undantag för den japanska börsen har aktiekurserna sedan föregående direktionmöte fallit ytterligare. Dollarn har fortsatt att stärkas mot både yenen och euron. Skillnader i låneräntor mellan företag med låg och hög risk, s.k. kreditspreadar, har återigen stigit i USA. Kreditspreadarna har även stigit kraftigt i flera tillväxtekonomier, framförallt i Argentina.

### 1.2 Utvecklingen i Sverige

Sysselsättningen fortsatte att öka i februari, med 3,3 procent jämfört med samma period i fjol. Även arbetskraften steg under perioden. Samtidigt minskade antalet nyanmälda lediga platser. Detaljhandelsförsäljningen ökade med 0,8 procent i januari jämfört med december och försäljningen av sällanköpsvaror steg med 3,9 procent. Ny statistik från Handelns Utredningsinstitut visar emellertid att detaljhandelsförsäljningen föll med 1,1 procent i februari jämfört med samma period i fjol. Konjunkturinstitutets månadsbarometer för mars visar små förändringar jämfört med den tidigare undersökningen. De förhållandevis dystra utsikterna för framförallt industrin kvarstår. Orderingången från både export- och hemmamarknaden har minskat de senaste månaderna och produktionen har stagnerat. Byggföretagen rapporterar dock ökad aktivitet de senaste månaderna.

Den svenska börsen har fallit med ytterligare drygt 3 procent sedan föregående direktionssammanträde. Kronan har försvagats mot både dollar och

euro och har i TCW-termer varit lika svag som under våren 1995. Inför dagens penningpolitiska möte förväntade sig 13 av 14 marknadsaktörer en oförändrad reporänta.

## 2 Redogörelse till riksdagens finansutskott om penningpolitiken/Inflationsrapport 2001:1

Vice riksbankschef Lars Heikensten framlade förslag till redogörelse till riksdagens finansutskott om penningpolitiken/Inflationsrapport 2001:1, protokollsbilaga A. Inflationsrapporten utgår från de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 8 och 15 mars.

Direktionen beslutade att fastställa inflationsrapporten enligt förslaget samt att den skulle offentliggöras den 27 mars kl. 09.00.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

### **§ 2. Penningpolitisk diskussion**

Den penningpolitiska diskussionen inleddes med att direktionen redogjorde för sin bedömning av inflationsutsikterna (avsnitt 1). Direktionens bedömning av det penningpolitiska läget (avsnitt 2) föregicks av en redovisning av diskussionen i den penningpolitiska beredningsgruppen.<sup>1</sup>

#### 1 Direktionens bedömning av inflationsutsikterna

I inflationsrapportens huvudscenario bedöms UN1X-inflationen – dvs. inflationen korrigerad för tillfälliga effekter av ändrade indirekta skatter, subventioner och räntekostnader för egnahem – uppgå till 1,9 procent på såväl ett som två års sikt vid en oförändrad reporänta på 4,0 procent. KPI-inflationen väntas samtidigt bli 1,9 procent på ett års sikt och 2,0 procent på två års sikt. BNP-tillväxten i huvudscenariot revideras ned jämfört med föregående prognos. Det är framför allt en kraftigare internationell avmattning som ligger bakom nedrevideringen. En svagare växelkurs och en mer dämpad importutveckling bedöms dock bidra till att nettoexporten utvecklas ungefär i linje med prognosen i föregående inflationsrapport. Minskad risk för kapacitetsbegränsningar och en fallande orderingång väntas tillsammans med sjunkande aktiekurser påverka investeringarna i negativ riktning. Den internationella konjunkturförsvagningen kan till viss del också förklara hushållens mindre optimistiska framtidsförväntningar. Denna omvärdering av framtidsutsikterna och den oro som följt i spåren av börsutvecklingen väntas bidra till en svagare konsumtion än vad som tidigare förutsetts. Till-

---

<sup>1</sup> Beredningsgruppen för penningpolitik består av tjänstemän inom Riksbanken och leds av en av de vice riksbankscheferna. Vid direktionens möte redogörs för huvudragen i den diskussion som förts i 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.

växten hålls även tillbaka av en lagerkorrigering under 2001. BNP väntas öka med 2,4 procent under både 2001 och 2002 samt med 2,7 procent 2003.

Riskbilden är också en del av det penningpolitiska beslutsunderlaget. Osäkerheten rörande den internationella utvecklingen är fortsatt stor och nedåtriskerna på två års sikt är betydande. Även om den internationella tillväxten har reviderats ned i huvudscenariot bedöms det fortfarande finnas en risk för en ännu svagare tillväxt. Avmattningen i den amerikanska ekonomin bedöms både kunna bli djupare och få större spridningseffekter än vad som förutses i huvudscenariot. Mot detta står en risk för att den inhemska inflationen kan bli högre till följd av högre löneökningar än väntat och/eller en svagare produktivitetsutveckling. Det är vidare möjligt att den oväntat höga inhemska inflationen är ett uttryck för en något mindre gynnsam relation mellan tillväxt och inflation. Den svaga kronan utgör också en risk för inflationen, även om det är rimligt att anta att risken för en fortsatt svag krona i hög grad samvarierar med risken för en svag konjunktur. Sammantaget bedöms nedåtriskerna överväga något på såväl ett som två års sikt. Med beaktande av riskbilden bedöms inflationen mätt med UNDEX bli 1,8 procent på såväl ett som två års sikt. Mätt med KPI väntas inflationen uppgå till 1,8 procent på ett års sikt och 1,9 procent på två års sikt.

Direktionen var samstämmig i sin uppfattning om att nyinkommen information bekräftar bilden av inflationsutvecklingen så som den kommer till uttryck i inflationsrapporten. En ledamot ansåg att effekterna på Europa av avmattningen kan bli kraftigare och menade att den senaste tidens statistik från euroområdet möjligen pekar mot en något sämre utveckling. Också i Japan tyder ny statistik på att ekonomin kan komma att utvecklas sämre än väntat.

Direktionen ställde sig bakom inflationsrapporten. Den penningpolitiska diskussionen utgår därmed från inflationsrapportens huvudscenario med beaktande av riskbilden såsom den skisseras i rapporten.

Penningpolitiken utformas med utgångspunkt från bedömningen av inflationen mätt med UNDEX.

## 2 Direktionens bedömning av det penningpolitiska läget

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

Vice riksbankschefen Lars Heikensten konstaterade att bilden sedan i december förändrats påtagligt och att det är förhållandevis stora nedrevideringar som gjorts i prognosen. Det är framförallt den snabbt försämrade internationella konjunkturen som dämpar inflation och tillväxt i Sverige. På den inhemska sidan finns en del faktorer som motverkar den internationella nedgången bl.a. en fortsatt god sysselsättningsutveckling och en gynnsam utveckling av disponibel inkomsterna. Samtidigt tyder hushållens förvänt-

ningar på sämre tider. Beredningsgruppen delade inflationsrapportens bild av den ekonomiska utvecklingen om att ett i stort sett oförändrat resursutnyttjande och ett svagt inflationstryck väntas prägla svensk ekonomi under prognosperioden.

Det råder stor osäkerhet när det gäller den internationella konjunkturutvecklingen. I kombination med fortsatta börsfall kan denna leda till en betydligt svagare utveckling än i inflationsrapportens huvudscenario. Samtidigt kvarstår risker för en högre inflation framöver. Den inhemska inflationen har utvecklats starkare än väntat. Hitills ligger löneökningarna i linje med prognosen men ännu återstår viktiga avtal på arbetsmarknaden. Alltför höga löneavtal inom den kommunala sektorn, handeln och byggnadsindustrin skulle kunna leda till spridningseffekter på längre sikt. Vidare riskerar produktiviteten att falla tillbaka mer än vad som prognosticerats.

Kronans fortsatta försvagning innebär också en risk för högre inflation. Dock är den senaste tidens kronförsvagning sannolikt ett resultat av nedgången på aktiebörsen samt en svagare konjunkturutveckling. Till detta kommer en allmän internationell oro och sedan tidigare ett kapitalutflöde i samband med pensionsfondernas placeringar. Den rådande nivån är inte möjlig att motivera utifrån den fundamentala situationen i svensk ekonomi, den är inte ens i närheten av en rimlig nivå. Marknaden har också prissatt en förstärkning. Det är därför rimligt att räkna med en förstärkning i enlighet med inflationsrapportens huvudscenario. Det kan dock inte uteslutas att kronan förblir fortsatt svag under en tid.

Sammantaget hade beredningsgruppen konstaterat att riskerna för en något lägre inflation än i huvudscenariot överväger. En betydande förändring i synen på inflationsutsikterna har skett under senare tid, från ett läge med förväntningar om ytterligare räntehöjningar till en mer neutral hållning. Läget är också ovanligt osäkert och den finansiella utvecklingen är turbulent, inte minst på valutamarknaden. Mot bakgrund av detta ansåg beredningsgruppen att det fanns skäl att vid dagens möte lämna reporäntan oförändrad. En hög beredskap bör dock finnas för att agera när bilden blir tydligare.

## 2.2 Direktionsledamöternas diskussion

Samtliga ledamöter i direktionen delade beredningsgruppens uppfattning om att reporäntan bör lämnas oförändrad mot bakgrund av den aktuella inflationsprognosen.

Direktionen konstaterade inledningsvis att läget var svårbedömt, framför allt beroende på osäkerheten kring den internationella utvecklingen. Det är den amerikanska ekonomin som utgör det största orosmomentet. Men även utsikterna för den japanska ekonomin, som sedan föregående inflationsrapport försämrats, försvårar prognosbilden. En ledamot påpekade att Riksbanken visserligen gjort stora nedrevideringar för 2001 men att bedömningen för 2002 endast reviderats ned marginellt då riksbanken redan i

december gjorde bedömningen att den internationella utvecklingen då skulle komma att bli svag.

En ledamot menade att nedgången i USA framför allt är begränsad till förväntningsvariabler men att utvecklingen än så länge inte är så tydlig i den reala ekonomin. Ledamoten ställde sig frågande till hur långvarig nedgången kan tänkas bli.

En ledamot pekade på möjligheten att förloppet kan bli mer likt ett tydligt "U", jämfört med det mer utdragna återhämtningsförlopp som Riksbanken målar upp i inflationsrapporten.

Flera ledamöter pekade på att Japan står inför allt allvarligare problem i den finansiella sektorn. En ledamot konstaterade att inte bara japanska banker utan även försäkringsbolag kan komma att få svårt att infria de åtaganden de gjort.

Direktionen diskuterade den senaste tidens svängningar på de finansiella marknaderna. En ledamot konstaterade att de svenska finansiella marknaderna fungerat väl, trots turbulensen. Likviditeten har inte försämrats, vare sig på aktie- eller valutamarknaden. Det finns tecken på att riskerna har ökat. En del tvångsförsäljningar har skett i kölvattnet av de kraftiga kursnedgångarna på börserna och banker och fondkommissionärer tar in extra säkerheter.

När det gäller konjunkturreffekterna på svensk ekonomi framhöll en ledamot att den uppbromsning av efterfrågan som efterlysts nu har kommit. Samtidigt varnade ledamoten för att anpassningsprocessen kan bli längre och nedgången djupare än vad som på sikt är önskvärt.

En ledamot noterade att inflationen enligt prognosen visserligen ligger kring målet på 2 procent men att de inhemska prisökningarna fortsätter att överstiga 2 procent. Låga importpriser väntas dra ned den samlade prisökningen. Ledamoten konstaterade att de prisdämpande effekterna från avregleringarna av el- och telemarknaden klingar av och därmed kommer det inhemska pristrycket att i högre utsträckning styras av den samlade efterfrågan. Trots den lägre BNP-prognosen jämfört med den förra inflationsrapporten väntas svensk ekonomi växa i en takt nära eller strax över potentiell tillväxt. Finanspolitiken väntas enligt ledamoten bli mindre stram och kronan verka stimulerande, samtidigt som räntan är låg. Det är därför viktigt, enligt ledamoten, att framöver vara vaksam på utvecklingen av priser och löner i Sverige.

En ledamot såg en klar förbättring inom byggsektorn och menade att sektorn är på väg att återhämta sig från mycket låga nivåer. Vidare menade ledamoten att kommande investeringar inom tredje generationens mobiltelefoni, UMTS, ur ett konjunkturrellt perspektiv, sker vid rätt tillfälle.

En annan ledamot noterade att det tagit tio år för byggandet att återhämta sig från allt för stora investeringar och den nedgång som sedan följde i bör-

jan av 1990-talet. Ledamoten drog paralleller till ett tänkbart förlopp i USA, där allt för stora investeringar genomförts vilket nu måste korrigeras. Denna korrigerings skulle kunna ta tid, vilket i så fall skulle tala för en mer utdragen nedgång i USA.

Att en anpassning av överinvesteringar i USA skulle ta lika lång tid som anpassningen av svenska överinvesteringar i fastigheter under 1980-talet mötte dock motstånd. En ledamot menade att man måste skilja på investeringars livslängd. Fastighetsinvesteringar har en betydligt längre livslängd jämfört med investeringar i informationsteknik, vilka dominerat i USA.

Direktionen konstaterade att hushållens förmögenheter fallit på grund av börsnedgången, men att fastighetspriserna hittills hållits uppe. Direktionen diskuterade vidare hur hushållen påverkas av sjunkande aktiekurser.

En ledamot påpekade att Riksbanken var försiktig med att dra allt för stora växlar på förmögenhetseffekter och konsumtion när kurserna gick upp. Det, framhöll ledamoten, borde även gälla när värdet på hushållens förmögenheter sjunker, såvida inte effekten ansågs asymmetrisk eller synen på förmögenhetseffekter ändrats.

Ledamoten noterade att förmögenhetseffekterna i Sverige kan vara jämförbara med de anglosaxiska länderna och därmed större än i en del andra europeiska länder p.g.a. det jämförelsevis utbredda aktiesparandet.

En ledamot konstaterade att utbudet av arbetskraft fortsätter att öka. Enligt den senaste sysselsättningsstatistiken ökade utbudet med 103 000 personer, dvs. med cirka 76 procent av sysselsättningsökningen. Det visar enligt ledamoten att arbetsmarknaden fungerar bättre än väntat. Ledamoten tonade ned oron för löneökningar och menade att de med hänsyn tagen till produktivitetsoökningarna inte utgör ett hot mot inflationsmålet. Samtidigt såg ledamoten risker med kompensationskrav inom Handelsanställdas förbund och Kommunal och de spridningseffekter som de skulle kunna orsaka.

Ledamoten fick medhåll av en annan ledamot som nämnde att löneökningarna i byggsektorn redan är oroväckande höga och att det finns skäl att befara en ytterligare uppgång. Den samlade bilden av avtalsrörelsen är alltså inte så positiv som den framställs. Ledamoten menade att det kunde vara klokt att avvakta med räntesänkningar till resultatet av avtalsrörelsen klarnat ytterligare. Ett par ledamöter instämde i oron för utvecklingen i avtalsförhandlingarna.

En annan ledamot ansåg dock att löneglidningen alltid är hög inom byggsektorn, till följd av stor rörlighet bland byggnadsarbetarna (både inom den egna branschen men också till andra branscher) och deras ackordsystem. Dock höll ledamoten med om att höga löneökningar inom byggnadssektorn i ett läge när industrin slutit avtal på relativt återhållsamma nivåer kan skapa betydande problem för löneutvecklingen i framtiden.

En ledamot pekade på att eftersom efterfrågan i den konkurrensutsatta delen dämpas finns det en möjlighet att eventuella spridningseffekter av relativlönejusteringar från den icke konkurrensutsatta delen av ekonomin blir mindre, i varje fall på kort sikt. Ledamoten betonade dock att det kan vara värt att erinra sig om att svensk löneökningstakt fortfarande är högre än i stora delar av övriga Europa. Frågan är om Sverige framöver kan räkna med att produktivitetökningarna kommer att vara högre jämfört med övriga Europa så att ökningen i enhetsarbetskostnader hålls på konkurrentländernas nivåer.

Direktionen uppehöll sig vid kronans utveckling som sedan föregående prognos försvagats betydligt mer än väntat. Direktionen såg flera förklaringar bakom utvecklingen.

En ledamot menade att det är finansiella faktorer snarare än reala som legat bakom kronförsvagningen. Ledamoten anförde tre faktorer: Flykt till säkrare valutor i tider av osäkerhet, portföljeffekter i samband med pensionssparande samt att utländska investerare sålt IT-aktier som handlas på börser. Detta har drabbat kronan.

En ledamot ansåg att även om den svenska kronan inte är ensam om att ha försvagats påtagligt under den senaste tiden så är det negativt med så stor volatilitet. Det är en icke önskvärd störning med konsekvenser även för den reala ekonomin. Den bedömningen delades av andra. Ledamoten framhöll också att diversifiering i hushållens finansiella portföljer redan gått betydligt längre i Sverige än i övriga Europa, vilket borde tala för en kronförstärkning på sikt.

En ledamot konstaterade att interventioner på valutamarknaden är en möjlighet som Riksbanken har för att stödja kronkursen.

Fram till mitten av 1990-talet gick kronförsvagning oftast hand i hand med vidgade ränteskillnader mellan Sverige och Tyskland, då förtroendet för svensk ekonomisk politik var svagt. Flera ledamöter konstaterade att så inte varit fallet denna gång. Svenska räntor har legat kvar kring tyska nivåer. Inte heller i marknads- eller presskommentarer syns någon oro för svensk ekonomi, tvärtom har Sverige i flera sammanhang på senare tid lyfts fram som en förebild när det gäller stabilitetsorienterad politik i kombination med strukturella reformer.

En ledamot ställde sig kritiskt till påståendet – som ibland framförs i den allmänna debatten – att en försvagning av kronan är bra då exporten främjas. Ledamoten menade att vi inte bör skjuta över anpassningsbördan av en allmän konjunkturedgång på andra länder. Ledamoten konstaterade att alla länder samtidigt inte kan låta sina valutor försvagas för att motverka en allmän konjunkturedgång. Ledamoten konstaterade också att för kronans del hade stötdämpareffekten inte varit särskilt symmetrisk då kronan inte stigit nämnvärt i högkonjunktturen. Ledamoten framhöll att en långsiktigt svag krona sänker omvandlingstrycket i ekonomin och gör att köpkraften sjunker.



En ledamot opponerade sig mot att en svag krona skjuter över bördan på andra länder. En anpassning av exempelvis lönerna skulle även den kunna beskrivas som att man lägger över bördan på andra länder menade ledamoten. Ledamoten framhöll istället att det är bra om en kronanpassning sker när det handlar om en real nedgång i exportsektorn.

En ledamot tog upp frågan om vilket inflationsmått Riksbanken ska styra sin politik efter och betonade att det är viktigt att följa det beslut direktionen fattat rörande förtydligandet av penningpolitiken i början av 1999. Ledamoten menade att Riksbanken därmed bör utgå ifrån konsumentprisindex (KPI) om det inte vid varje tillfälle finns specifika skäl att avvika. Ledamoten tänkte dock inte reservera sig mot att styra efter UNDEX eftersom det för närvarande inte påverkar politiken.

Ledamoten fick medhåll om att Riksbanken ska precisera vilket mått man har för ögonen när man sätter räntan. Det är detta som är andemeningen i det förtydligande direktionen gjort. UNDEX har den fördelen jämfört med KPI att det inte påverkas av förändringar i räntor, indirekta skatter och subventioner. Genom att hålla fast vid detta mått underlättas också utvärderingen av penningpolitiken.

En ledamot menade att den bedömning av inflationen som görs i huvudscenariot i inflationsrapporten skulle kunna motivera en räntesänkning. Samtidigt finns det ingen mekanik i penningpolitiken, och osäkerheten i bedömningen är större än normalt. Ledamoten pekade på att Riksbanken varit symmetrisk i sitt agerande; det vill säga man har varit försiktig med såväl höjningar som sänkningar av reporäntan. Dessutom är reporäntan idag låg, betydligt lägre än i t.ex. USA och Storbritannien. Ledamoten fick medhåll av andra i direktionen. En ledamot framhöll att aktivism bör vara symmetrisk både uppåt och nedåt.

Samtliga ledamöter höll med om att Riksbanken ska ha beredskap att snabbt agera om så skulle bli nödvändigt.

En ledamot menade att trenden går mot en sänkning. Andra ledamöter var inte lika säkra i denna uppfattning och ville därför inte ge en sådan signal. Åtskilliga saker kan hända fram till nästa möte. En ledamot, som inte förespråkade en signalering om sänkt ränta framöver, menade dock att asymmetrin i riskbilden talar för sig själv. Ytterligare en ledamot ansåg att en fördel med Riksbankens uppläggning, med inflationsrapporter, prognoser och riskbild etc., är att marknaden och andra själva kan följa utvecklingen och ställa sina egna bedömningar mot Riksbankens. Något behov av att explicit peka ut en framtida riktning för penningpolitiken finns därför normalt inte.

### **§ 3. Penningpolitiskt beslut**

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 2 och konstaterade att ett förslag förelåg om att låta reporäntan vara oförändrad. Direktionen beslutade att lämna reporäntan oförändrad på 4,00 procent samt att offentliggöra beslutet tisdagen den 27 mars 2001 kl. 09.00 med motivering och lydelse enligt pressmeddelande nr 17 2001, protokollsbilaga B.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Urban Bäckström

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg