

Nr 9

SÄRSKILT

PROTOKOLL från direktionens sammanträde 2001-07-05

Närvarande:

Urban Bäckström, ordförande
Lars Heikensten
Eva Srejber
Villy Bergström
Lars Nyberg
Kristina Persson

-

Johan Gernandt, fullmäktiges vice ordf.

-

Claes Berg
Mårten Blix (§ 1)
Hans Dellmo
Jörgen Eklund
Mats Galvenius
Kerstin Hallsten
Björn Hasselgren
Leif Jacobsson
Ann-Kristin Johnsson
Javiera Ragnartz (§ 1)
Annika Svensson (§ 1)
Åsa Sydén
Anders Vredin
Martin Ådahl

§ 1. Penningpolitisk diskussion

Det antecknades att Hans Dellmo och Martin Ådahl 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 sammanställts av avdelningen för penningpolitik. Dessa analyser och bedömningar baserades på det tekniska antagandet att Riksbankens reporänta hålls oförändrad på 4 procent t.o.m. juni 2003. 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 KPI och UNDI_X uppgick till 3,0 respektive 3,1 procent i maj, vilket i båda fallen var 0,1 procentenheter högre än den bedömning som gjordes i inflationsrapporten i maj. Avvikelsena mellan prognos och utfall var i första hand en följd av ett starkare inhemskt pristryck än väntat, vilket endast delvis motverkades av att den importerade inflationen blev något lägre än prognostiserat.

Den inhemska underliggande inflationen (UNDIN_{HX}) uppgick i maj till 3,8 procent, vilket var 0,5 procentenheter högre än prognostiserat. Precis som tidigare under våren steg priserna snabbare än väntat främst inom ett antal varugrupper där specifika utbudsfaktorer påverkat prisbilden t.ex. petroleumprodukter och vissa matvaror. Exklusive dessa varugrupper var utfallet i linje med prognosen.

1.2 Internationell konjunktur och inflation

I inflationsrapporten i maj bedömdes den genomsnittliga BNP-tillväxten i OECD-länderna bli 2 procent 2001, 2,5 procent 2002 och knappt 3 procent 2003. Inflationen i konsumentledet bedömdes bli 1,9 procent 2001 och 1,7 procent 2002.

Direktionen noterade att nyinkommen statistik för euroområdet tyder på en något lägre tillväxt än vad som antogs i inflationsrapportens huvudscenario. Exempelvis har industriproduktionen dämpats under de

senaste månaderna. Detaljhandelsförsäljningen har också utvecklats svagare än väntat samtidigt som konsumentförtroendet försämrats. Även om förtroendet är fortsatt relativt högt tyder detta på att hushållens efterfrågan framöver kan komma att dämpas mer än väntat. Uppgången i inflationen kan vara en förklaring till återhållsamheten i konsumtionsviljan.

I Japan pekar den senaste tidens utveckling av industriproduktionen och exporten på en fortsatt konjunktunedgång. BNP var under första kvartalet 0,1 procent lägre än för ett år sedan och konsumentpriserna fortsätter att falla. Strukture reformer väntas dämpa tillväxten temporärt det kommande året.

I USA tyder den senaste tidens statistik på en utveckling ungefär i linje med den prognos som presenterades i inflationsrapporten. I tillverkningsindustrin tycks avmattningen fortsätta och trots en snabb lageranpassning syns ännu ingen tydlig återhämtning i produktionen av industrivaror. Därtill bedöms de försämrade internationella konjunkturutsikterna och en fortsatt stark dollar påverka såväl investeringsutvecklingen som nettoexporten negativt framöver. En del framåtblickande indikatorer pekar dock mot en stabilisering eller vändpunkt i industrin. Hushållens konsumtion har fortsatt att utvecklas förhållandevis starkt och hushållens optimism är fortfarande hög. Enligt reviderade siffror var första kvartalets BNP-tillväxt svagare än väntat, men det var framför allt lagerbidraget som reviderades ned.

De försämrade internationella konjunkturutsikterna har avspeglats i utvecklingen på de finansiella marknaderna. Sedan inflationsrapporten sammanställdes har börserna präglats av stora svängningar och börsindex i de flesta länder har fallit. I USA har ränteskillnaderna mellan företagsobligationer med låg kreditvärdighet och statsobligationer, dvs. de s.k. kreditspreadarna, varit i stort sett oförändrade den senaste månaden medan de däremot stigit i Europa. Detta tyder på att konjunkturen i Europa förväntas bli sämre. Slutligen har långräntorna sjunkit något i USA, euroområdet samt Japan.

Inflationen har stigit i såväl USA som euroområdet den senaste månaden och uppgick i maj till 3,6 respektive 3,4 procent mätt med KPI respektive HIKP. Bakom uppgången låg bl.a. en ökning av energi- och livsmedelspriserna. I euroområdet steg dock även den underliggande inflationen något i maj medan den däremot föll något i USA. I Japan har priserna fortsatt att falla i allt snabbare takt.

Sammantaget gjorde direktionen bedömningen att de internationella tillväxtutsikterna försämrats något. Det finns tecken på lägre tillväxt i såväl Japan som euroområdet. Utvecklingen i USA bedöms fortfarande medföra en gradvis återhämtning som successivt sprider sig till andra länder. Osäkerheten i den internationella konjunkturbilden är dock fortsatt mycket stor. Samtidigt som tillväxtutsikterna försämrats bedöms inflationen i såväl USA som euroområdet bli något högre än

väntat under innevarande år men utvecklas ungefär i linje med huvudscenariot i inflationsrapporten under 2002 och 2003.

1.3 De finansiella marknaderna

Direktionen noterade att den svenska 10-åriga obligationsräntan varit i stort sett oförändrad sedan föregående inflationsrapport. Den tyska långräntan har fallit något under samma period och räntedifferensen har därför stigit till mellan 0,3 och 0,4 procentenheter. De nominella 2- respektive 5-årsräntorna har stigit kraftigt den senaste månaden och överstiger bedömningen i inflationsrapporten. Detta talar för en upprevidering av räntebanorna, åtminstone på kort sikt. En ledamot konstaterade att den svenska långräntan under vintern var lägre än den tyska men att förhållandet är det omvända i dagsläget. Förändringen kan delvis förklaras av de högre inflationssiffrorna i Sverige under sensvåren, vilka innebar att den svenska inflationen nu inte längre var markant mycket lägre än den europeiska. De korta obligationsräntorna steg något senare till följd av förväntningar om stigande reporänta. Dessa förefaller i sin tur ha orsakats bl.a. av kronans påtagliga försvagning.

Den penningpolitiska förväntningsbilden har förändrats den senaste månaden och marknadsaktörerna väntar sig nu en höjning av reporäntan med ca 0,25 procentenheter inom tre månader och med ca en halv procentenhet på ett års sikt, enligt Reuters enkät i juni. Två faktorer har bidragit till detta; de högre inflationstalen och kronans försvagning. Till detta kommer den penningpolitiska signaleringen från direktionsledamöter i mitten av juni. Prissättningen på marknaden pekade entydigt på en höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter inför det penningpolitiska mötet den 5 juli. Marknadsanalytikerna var däremot splittrade och ca hälften av dem trodde på en höjning.

Kronan, mätt med TCW-index, försvagades kraftigt i slutet på maj och början på juni till som lägst 138,9. Därefter skedde en viss appreciering som föreföll förstärkas av att Riksbanken intervenerade på valutamarknaden. Sedan i mitten på juni har dock kronan åter försvagats och är i dagsläget ca 2,5 procent svagare än då inflationsrapporten sammanställdes. Kronan har därmed utvecklats svagare än bedömningen i huvudscenariot. Det finns flera skäl till att kronan utvecklats sämre än väntat. Eurons försvagning mot dollarn, utflöden i samband med svenska aktörers portföljomplaceringar, utländska fonders försäljningar av svenska aktier och en allmän svag börsutveckling bedöms ha bidragit. Även den svagare exportkonjunkturen och försämrade bytesvillkor mot omvärlden till följd av fallande priser på viktiga exportvaror som teleprodukter, motorfordon, papper och stål kan ha bidragit till kronförsvagningen. Sammantaget gjorde direktionen bedömningen att det fortfarande finns anledning att räkna med en förstärkning av kronan framöver, men att det sämre utgångsläget gör det svårare att utgå från en snar appreciering till den nivå som tidigare låg i Riksbankens bedömning.

Det finns därför skäl att nu räkna med en större risk för att kronan kommer att utvecklas svagare än i huvudscenariot i inflationsrapporten framför allt under innevarande år men även i viss utsträckning under de ett till två åren.

1.4 Importprisutvecklingen

Oljepriset steg kraftigt i maj till som högst nästan 30 USD/fat. Därefter har priset successivt fallit till följd av fortsatt lageruppbyggnad och vikande efterfrågan. Utvecklingen hittills i år och prissättningen på oljeoptioner bedöms innebära att oljepriset kan bli något högre än väntat under innevarande år. På längre sikt bedöms det dock inte finnas några starka skäl till att revidera prognosen. Världsmarknadspriset på bensin har utvecklats svagare än väntat den senaste månaden bl.a. till följd av stigande bensinlager i USA. Direktionen noterade att priserna på övriga råvaror och de internationella exportpriserna har utvecklats ungefär i linje med bedömningen i inflationsrapporten.

Sammantaget bedömde direktionen att den svaga importprisutvecklingen i maj samt det lägre bensinpriset kunde medföra att den importerade inflationen skulle utvecklas något svagare än väntat de närmaste månaderna. På ett till två års sikt kunde däremot en viss upprevidering bli aktuell till följd av bl.a. en förväntad svagare växelkurs och möjligen också ett något större växelkursgenomslag.

1.5 Efterfrågan och utbud

I inflationsrapporten bedömdes den svenska BNP-tillväxten dämpas under innevarande år till 2,2 procent 2001 för att sedan stiga till 2,5 procent 2002 och 2,9 procent 2003. Den BNP-utveckling som då förutsågs bedömdes leda till att det samlade resursutnyttjandet i ekonomin förblev högt och i stort sett oförändrat under prognosperioden.

Direktionen noterade att den internationella utvecklingen, trots en svagare krona, talar för att exporten och i viss mån även importen kan bli lägre än väntat, i första hand under innevarande år. Nettoexporten kommer därmed sannolikt dämpas mer än väntat. Ökningstakten i hushållens konsumtionsutgifter har fallit och uppgick till 1,2 procent under första kvartalet, vilket var lägre än väntat. Några faktorer som påverkar hushållens konsumtion, bl.a. aktiekurserna och småhuspriserna, har också utvecklats sämre än väntat. Samtidigt var dock hushållens förväntningar om den egna ekonomin i stort sett oförändrade i juni och optimismen om utsikterna för arbetslösheten och svensk ekonomi hade ökat. Utlåningen till hushållen har fortsatt att stiga i snabb takt.

Direktionen konstaterade att avmattningen av industrikonjunkturen har fortsatt. Det finns dock tecken på att orderingången kan ha börjat stabiliseras. Byggkonjunkturen är fortsatt god och orderläget har förstärkts ytterligare sedan inflationsrapporten publicerades. Utvecklingen inom detaljhandeln är splittrad. Försäljningen i sällanköpshandeln har varit svag medan den varit förhållandevis god i dagligvaruhandeln.

De fasta bruttoinvesteringarna ökade med 5,7 procent under första kvartalet i år jämfört med motsvarande kvartal i fjol, vilket var i stort sett i linje med bedömningen i inflationsrapporten. SCB:s investeringsenkät indikerar också en utveckling i år i linje med prognosen. Dämpningen av efterfrågan innevarande år talar för att investeringarna nästa år kan bli något svagare än i huvudscenariot. Lagerstatistiken för industrin avseende första kvartalet visade att lagren ökat påtagligt under det senaste året. Även nationalräkenskaperna för första kvartalet visade att lagren ökat på årsbasis, vilket kan indikera att lageravvecklingen framöver blir starkare än väntat.

Sysselsättningsutvecklingen har hittills i år varit stark även om tillväxttakten mattats de senaste månaderna. Säsongrensade data visar på en nedgång i sysselsättningen mellan april och maj. Antalet nyanmälda lediga platser har fortsatt att minska i maj och antalet varsel har ökat. Direktionen bedömde dock att den starka sysselsättningsutvecklingen hittills i år kan medföra att prognosen över såväl antalet sysselsatta som antalet arbetade timmar i år kan komma att revideras upp, vilket i så fall skulle innebära att produktiviteten ökar något mindre än väntat.

Enligt preliminära uppgifter har lönerna i ekonomin som helhet ökat med i genomsnitt 3,1 procent de tre första månaderna jämfört med motsvarande period i fjol, vilket är lägre än väntat. Ett flertal nya avtal har inkommit sedan inflationsrapporten publicerades och samtliga har varit i linje med prognosen. Direktionen bedömde att det låga utfallet hittills i år kunde motivera en viss nedrevidering, men att osäkerheten om den nyinkomna statistiken var stor då den ännu inte inkluderade retroaktiva löneutbetalningar. Huruvida lönerna nästa år utvecklas i linje med prognosen eller något svagare till följd av en lägre arbetskraftsefterfrågan är svårt att avgöra. En svagare produktivitet bedömdes dock leda till något ökade enhetsarbetskostnader. En ledamot påpekade att den förväntade försämringen av produktiviteten är beroende på ett osäkert antagande om antalet arbetade timmar.

Sammantaget gjorde direktionen bedömningen att den nyinkomna statistiken tyder på en något svagare tillväxt under innevarande år jämfört med bedömningen i inflationsrapporten. För de kommande åren är bilden dock inte entydig. Den inhemska efterfrågan är fortsatt förhållandevis stark och det finns tecken på att avmattningen i industrikonjunkturen är på väg att bromsas upp.

Effekten på inflationen från det möjligen något lägre resursutnyttjandet skulle kunna komma att motverkas av högre enhetsarbetskostnader nästa år.

1.6 Preiseffekter av avregleringar, handelsliberaliseringar, politiska beslut och räntekostnader

Post- och Telestyrelsen har ålagt Telia att sänka samtrafikavgiften med ca 17 procent. Beslutet har dock överklagats och i avvaktan på ett slutgiltigt besked gäller det gamla priset. Regeringen har sedan inflationsrapporten publicerades föreslagit en sänkning av vinskatten med 5 kronor per flaska fr.o.m. årsskiftet. En sådan skattesänkning skulle sänka KPI-inflationen nästa år med knappt 0,1 procentenheter. Bidraget till KPI från räntekostnader för egnahem i maj blev i stort sett som väntat.

1.7 Inflationsförväntningar

Hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt steg i juni från 1,9 till 2,4 procent. Även de implicit uträknade inflationsförväntningarna utifrån marknadsräntor visar att inflationsförväntningarna på ett års sikt stigit sedan inflationsrapporten publicerades, från 2,2 till 2,7 procent. En ledamot noterade att långräntorna i industriländerna legat kring 5 procent den senaste tiden, vilket var 1-1,5 procentenhet högre än under konjunkturavmattningen 1997-98. Ledamoten ansåg att det högre ränteläget i dagsläget sannolikt delvis var ett resultat av högre inflationsförväntningar. En annan ledamot ansåg att det i ett läge med fallande produktion och stigande inflation, genererad från utbudssidan, inte var överraskande att långräntorna steg. Även om marknadsaktörerna tror att myndigheterna i västvärlden håller fast vid låginflationspolitiken räknar de rimligen med att det under de rådande omständigheterna finns en något större sannolikhet för att de kommer att fokusera mer på tillväxt- än inflationsutsikterna.

2. Direktionens bedömning av inflationsutsikterna

2.1 Redogörelse för beredningsgruppens syn på inflationsutsikterna

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

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.

Vice riksbankchef Lars Heikensten kommenterade inledningsvis interventionerna på valutamarknaderna. Det finns anledning att återkomma med underlag för en utvärdering och diskussion i höst. Han avsåg vidare att återkomma senast i september med ett förslag till process för att bereda interventioner i framtiden. En direktionsledamot välkomnade detta och höll med om att det ännu var för tidigt att slutgiltigt utvärdera effekten av interventionerna. Ledamoten noterade dock att någon ”snöbollseffekt”, där andra köpare av kronor lockades in på marknaden och förstärkte Riksbankens operationer, inte hade uppkommit.

Startpunkten för det fortsatta resonemanget var inflationsrapporten i maj. I huvudscenariot bedömdes det samlade resursutnyttjandet vara högt och förbli i stora drag oförändrat under prognosperioden. Värt att understryka är att detta medför att inflationen, efter det att de tillfälliga effekterna av prisuppgångar på bl.a. petroleumprodukter och matvaror klingat av, gradvis ökar igen upp mot och något över den målsatta nivån. Detta fick möjligen inte den uppmärksamhet det borde ha haft i den offentliga diskussionen som följde på publiceringen av inflationsrapporten.

Sedan inflationsrapporten publicerades i maj har den internationella bilden enligt beredningsgruppen inte ändrats påtagligt. Trots en försvagning i Japan och euroområdet väntas fortfarande en gradvis återhämtning i USA lyfta världskonjunkturen, något som de finansiella marknaderna också prissätter. Inflationen har samtidigt stigit något mer internationellt än beräknat.

I Sverige tyder den nyinkomna statistiken på att tillväxten under innevarande år har mattats mer än väntat. Bilden är dock inte entydig inför de kommande åren. Visserligen har industrikonjunkturen vikit under våren, men tecken finns på att t.ex. orderingången kan ha börjat stabiliseras. Samtidigt är den inhemska efterfrågan fortsatt förhållandevis stark, understödd bl.a. av ett under flera år lågt ränteläge och en svagt expansiv finanspolitik. Utgångsläget inför den inleda avmattningen skiljer sig något i Sverige jämfört med andra länder. Sverige har bl.a. länge haft mycket låg inflation och låga räntor. Det gäller särskilt jämfört med USA men även i viss mån med euroområdet. Effekterna av en längre tids expansiv penningpolitik påverkar utvecklingen idag och bidrar till att motverka avmattningen.

Riskbilden för inflationen har förändrats något sedan föregående inflationsrapport. Det sammanhänger främst med att kronan försvagats från en redan låg nivå. Det är dock inte kronans värde just nu som avgör penningpolitiken utan en mer långsiktig bedömning av dess effekt på inflationen. Det finns fortfarande anledning att räkna med en förstärkning av kronan framöver. Det har att göra dels med långsiktiga faktorer som bytesbalansen, dels med cykliska faktorer som börsens utveckling och problem i vissa exportberoende sektorer, vilka nu tillfälligt pressar kronan. Det sämre utgångsläget för kronan gör det dock

svårt att argumentera för en appreciering av den storleksordning som tidigare låg i Riksbankens bedömning. Om kronan fortsätter att vara svag en längre tid skulle det få konsekvenser för inflationen.

Det är värt att understryka att en förklaring till att kronan inte fått ett större genomslag på priserna är att allmänhet och företag räknat med en förstärkning. Sker inte denna finns en risk för att den väntade reala apprecieringen tar sig uttryck i högre inflation istället för en nominell appreciering av kronan. Det gäller särskilt när resursutnyttjandet är förhållandevis högt. Här finns också en viktig koppling till de tillfälliga prisstegringarna. Det är viktigt att de utbudsrelaterade, mer tillfälliga, prisökningarna inte tillåts påverka prisbilden också inom andra områden och att den förväntade inflationen förblir låg under kommande år. En fortsatt svag krona kan försvåra detta.

I motsatt riktning pekar en något ökad osäkerhet om konjunkturen till följd av svaga utfall och en något större nedåtrisk. Men det motverkar inte fullt ut effekterna av växelkursförsvagningen i nuvarande situation med ett relativt högt resursutnyttjande och betydande tillfälliga prisstegringar. För att kompensera effekterna på inflationen av en fortsatt lika svag krona som idag krävs en kraftig konjunkturförsvagning.

Sammantaget bedömde beredningsgruppen att inflationsutsikterna på ett till två års sikt, med beaktande av riskbilden, riskerade att överstiga inflationsmålet.

2.2 Direktionsledamöternas diskussion

UNDIX har de senaste åren legat till grund för penningpolitikens utformning eftersom KPI påverkas av faktorer som inte bedömts få en varaktig effekt på inflationen. Direktionen fann ingen anledning att ändra på uppläggningsen av politiken i detta avseende. Penningpolitiken ska därför baseras på en bedömning av UNDIX-inflationen.

Tre ledamöter uttryckte stark oro för den svaga utvecklingen i den internationella ekonomin och det mycket osäkra läge världskonjunkturen befinner sig i. Prognoserna över tillväxten har under våren successivt justerats ned. De konstaterade att det nu står klart att det inte kommer att ske en snabb återhämtning i USA och att de finansiella marknaderna avspeglar en fortsatt osäkerhet, trots sänkningarna av styrräntan. Framför allt efterlyste ledamöterna en tydlig signal om att konjunkturen kommer att vända uppåt i USA. En av ledamöterna menade att om inte arbetsmarknadsläget i USA förbättras snart riskerar det att drabba privat konsumtion och bostadsbyggande, som hittills begränsat nedgången.

De tre ledamöterna noterade vidare att det skett en tydlig försvagning i euroområdet, som står för över hälften av Sveriges export, och i syn-

nerhet i Sveriges främsta handelspartner Tyskland. De konstaterade också att en recession åter hotar Japan. Tillväxtprognoserna, som justerats ned tidigare i alla de tre områdena under hela våren, har nu återigen skrivits ned. De framhöll att det är mycket ovanligt att alla de tre ledande ekonomiska områdena drabbas av lågkonjunktur samtidigt och att denna samtidigt nedgång riskerar att få en stark inverkan på svensk ekonomi. Styrkan i nedgången illustreras enligt en av ledamöterna av att det aldrig skett ett sådant fall i den internationella industriproduktionen under ett enskilt år i modern tid som det senaste året. Innan några tecken kommer på en tydlig vändning innebär det, enligt de tre ledamöterna, en risk för ett lägre inflationstryck från omvärlden de kommande åren. En av ledamöterna varnade för att många marginella justeringar i bedömningar av enskilda faktorer i prognosarbetet kan leda fram till en slutsats om att inga stora förändringar har skett av den ekonomiska aktiviteten samtidigt som prognosen inte lyckas fånga upp helhetsbilden, som istället domineras av en internationell konjunkturförsvagning.

En annan ledamot delade inte uppfattningen att de internationella konjunkturutsikterna försämrats kraftigt sedan inflationsrapporten utan menade istället att utvecklingen i stort sett låg i linje med vad Riksbanken förutsett i sitt huvudscenario. I USA fortsätter avmattningen men nedgången i tillverkningsindustrin verkar börja bottna. Orderingången förbättras och utvecklingen i de sektorer som lett konjunkturedgången, exempelvis bilindustrin, ser nu ut att ha stabiliserats eller vänt upp. Undantaget är IT-sektorn som kommer att behöva en viss tid innan överinvesteringarna arbetats bort. Privat konsumtion, byggnadsindustrin och husförsäljningen utvecklas däremot stabilt. Bedömningen är därför fortsatt att avmattningen i USA blir relativt måttlig och inte särskilt långvarig. I Japan pekar indikatorerna på ytterligare bakslag för återhämtningen och på en fallande prisnivå. Ingen vändning kan komma förrän strukturproblemen åtgärdats, men det finns dock visst hopp om att ett genomgripande japanskt reformprogram kommer att genomföras. I euroområdet verkar effekterna av den globala avmattningen, i synnerhet i vissa länder, förstärkas av en dämpning av inhemsk efterfrågan, trots att konsumentförtroendet fortsatt är på en historiskt hög nivå. Tidsfördröjningen mellan avmattningen i USA och effekterna på Europa verkar dock följa normala mönster. Det är värt att notera att tillväxttakten trots avmattningen inte väntas ligga särskilt långt från euroområdets potential.

Om avmattningen i den internationella konjunkturen börjar bottna kommer det att påverka svensk export. Läget för industrin har försvagats kraftigt sedan dess högsta nivå förra året men det finns nu tecken på att försämringen i orderingången har avstannat. Sammantaget tyder indikatorerna för industrin inte på någon dramatisk nedgång framöver utan på att det skett en stabilisering av orderingång och produktion på en rätt god nivå.

Ledamoten menade dock att risken är att svagheter i de finansiella marknaderna kan påverka återhämtningen. Om det inte sker en återgång till en hög produktivitetstillväxt i USA, vilket de finansiella marknaderna tycks utgå från, kan kreditvillkoren försämrats. Aktie- och marknadernas nedgång kan då spilla över till andra marknader och sektorer, kapitalflödena till USA avstanna och prissättningen mellan världens stora valutor abrupt korrigeras. En sådan utveckling skapar dock ett helt nytt beslutsläge som får hanteras om det uppkommer, menade ledamoten.

En ledamot menade att diskussionen pekar på ett dilemma. Medan vissa tecknar en gradvis uppgång i den internationella konjunkturen framöver är andra mycket oroliga för en rejäl avmattning i USA. Ledamoten sade sig sedan länge dela oron för att konjunkturen kan drabbas av en kraftig störning till följd av en snabb korrigerings- och sparandeobalanserna i USA, men tycker sig nu ändå se att en mer gradvis korrigerings- och växelkurs är på gång. Växelkursen utgör samtidigt ett växande problem. Farhågorna för att den internationella konjunkturen ska bli sämre än i prognosen är en risk, men kronförsvagningen är redan en verklighet. Det är ett faktum att växelkursen är på sin lägsta nivå sedan Sverige fick en flytande växelkurs, trots förbättrade offentliga finanser och en stabilare makropolitik. Den är nu 2,5 procent svagare än vad som förutsågs i prognosen och det innebär att växelkursbanan behöver justeras. Ju längre detta förhållande existerar, desto större risk att inflationstrycket ökar och att inflationsförväntningarna och löner följer med. Om rimlig hänsyn tas till kronans försvagning och växelkursbanan justeras i svagare riktning än den i inflationsrapporten, och detta ställs mot en något försämrade internationell konjunktur, så väger effekterna på inflationen av en svagare växelkurs sannolikt över.

Om sparandeobalanserna i USA ändå skulle börja korrigeras snabbt och kraftigt så skulle världsekonomin hamna i ett nytt läge. Det får Riksbanken i så fall hantera då. Inflationsriskerna har redan ökat och den enskilt viktigaste faktorn bakom detta är kronförsvagningen. En ledamot konstaterade att den förväntade apprecieringen av kronan återigen skjutits fram och menade att flödena av portföljinvesteringar antagligen har visat sig ha större betydelse än väntat. Utländska placerare har haft betydande innehav av svenska aktier som avyttrats samtidigt som svenska institutionella placerare ökat sitt innehav av utländska värdepapper. När dessa omallokeringar i portföljerna är avslutade avtar eller vänder flödeseffekten. Ledamoten undrade vidare vad det är som talar för att den sedan länge svaga växelkursen skulle få ett större genomslag på inflationen i just det rådande konjunkturläget och skulle vilja att se mer utvecklad analys av detta.

En annan ledamot instämde i att de fundamentala faktorerna ändå indikerar en starkare kronkurs och att en appreciering kommer att ske även om det kan ta något längre tid. Ytterligare en annan ledamot ansåg att det fortfarande fanns risk för en hårdlandning i USA, vilket

skulle medföra en depreciering av dollarn och därmed en appreciering av såväl euron som kronan.

En annan ledamot invände att problemet inte nödvändigtvis ligger i den grundläggande bedömningen av kronan. Goda argument talar för att den stärks rejält. Men frågan är när. Det krävs nu en mycket kraftig appreciering för att nå de genomsnittliga värden som Riksbanken räknat med i år och nästa år och utvecklingen på senare tid talar inte direkt för detta.

En ledamot frågade vilka beräkningar som fanns på var inflationen skulle hamna vid en justerad växelkursbana och en något svagare utländsk konjunkturutveckling. Det konstaterades då att alternativa riskbedömningar i samband med den föregående prognosen pekat på en inflation tydligt över målet vid det scenariot. Om kronan skulle fortsätta att vara lika svag som idag skulle det, enligt dessa beräkningar, få betydligt större effekter på inflationen än vad en begränsad ytterligare internationell konjunkturavmattning skulle få.

Flertalet ledamöter uttryckte oro för att både den observerade inflationen och hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt stigit enligt nyinkommen statistik. Åsikterna gick dock isär om riskerna för att inflationsförväntningarna skulle förbli varaktigt höga och hur mycket dessa påverkats av tillfälliga prisuppgångar. Ledamöterna gjorde också delvis olika bedömningar av det framtida resursutnyttjandet i svensk ekonomi.

En ledamot menade att resursutnyttjandet kan förbli relativt högt mot bakgrund av att nedgången på exportmarknaderna håller på att botten och en fortsatt god inhemsk efterfrågan. Sysselsättningen fortsätter att öka om än i långsammare takt. På tillgångssidan har visserligen aktiepriserna gått ned markant men fastighetspriserna har stabiliserats på en hög nivå efter det att priserna på både bostads- och kommersiella fastigheter under de senaste åren har stigit snabbare än i de flesta andra industriländer. Detta har skett samtidigt som en snabb kreditökning inneburit att krediter som andel av BNP stigit till en nivå över snittet av industriländerna. Utlåningen till allmänheten har t.o.m. ökat snabbare under 2001 än 2000. Trots kreditökningarna och nedgången i aktievärden framstår den privata sektorns balansräkningar som robusta. Sammantaget bedömde ledamoten att det mest sannolika var att någon dramatisk avmattning inte stod för dörren utan snarare en tillväxt i närheten av vad svensk ekonomi förmår. Prisökningarna tyder också på att företagen bedömer att efterfrågeläget är så gott att det finns utrymme att föra över kostnadsökningar på kunderna.

En ledamot invände att det enda som talar för högre inflation är kronans försvagning. Andra antaganden i prognosen som bidrar till en högre inflation är osäkra. Nedgången på börsen får troligen effekter även på andra tillgångspriser, vilket sammantaget dämpar efterfrågan. Sammantaget är riskbilden för inflationen balanserad i likhet med be-

dömningen vid det föregående penningpolitiska mötet. Konjunkturedgången kan förväntas innebära en press nedåt på priserna som bör motverka högre priser till följd av en svagare växelkurs.

En annan ledamot påpekade att Riksbanken nu gjort tre nedrevideringar av tillväxten sedan årsskiftet, från 3 procent i december till 2,4 procent i inflationsrapporten i mars och 2,2 procent i inflationsrapporten i maj, till en siffra som möjligen kan ligga kring 2 procent i dagsläget. Ledamoten menade att detta borde leda till ett lägre kapacitetsutnyttjande och lätta på resursutnyttjandet i svensk ekonomi. I väntan på tecken på en återhämtning finns inte anledning att ändra inflationsprognosen, menade ledamoten.

Sammanfattningsvis ansåg flertalet ledamöter att resursutnyttjandet, trots att det möjligen minskat något, kommer att förbli relativt högt framöver. Flertalet menade också att det fanns anledning att räkna med något högre inflationsrisk från importpriserna till följd av att kronan sannolikt inte skulle stärkas lika mycket som tidigare antagits. Meningarna gick dock isär om riskerna för en ytterligare försämring av det internationella konjunkturläget. Sammantaget ansåg flera ledamöter att inflationsutsikterna på ett till två års sikt, med beaktande av riskbilden, riskerade att överstiga inflationsmålet medan andra ledamöter däremot menade att inflationsutsikterna var i linje med inflationsmålet.

3. Direktionsledamöternas bedömning av det penningpolitiska läget

3.1 Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget

Beredningsgruppen såg sammantaget en mindre förskjutning i synen på inflationen som, med beaktande av riskbilden, nu bedömdes överstiga 2 procent på ett till två års sikt något mer än vad som tidigare antagits. Bakom upprevideringen av inflationen ligger en kombination av olika faktorer. Ett högt om än på kort sikt något avtagande resursutnyttjande, en inflation som sedan tillfälliga effekter avklingat förblir stigande och en svag växelkurs kan tillsammans leda till att en viss osäkerhet sprider sig i det svenska samhället om att inflationen inte kommer att bli 2 procent i framtiden. Samtidigt råder otvivelaktigt en betydande osäkerhet om världskonjunkturen och risker för en djupare avmattning saknas inte. Penningpolitiken står mot denna bakgrund inför ovanligt svåra avvägningar. Sammantaget ansågs motiven väga över för en höjning av den i Sverige fortfarande låga repo-räntan med 0,25 procentenheter.

Det underströks att en eventuell räntehöjning idag inte bör implicera fortsatta räntehöjningar framöver. Inte heller är det en signal om att den underliggande inflationsbilden i relation till tillväxten i nuläget är

sämre i Sverige än i andra länder. På samma sätt som i andra länder är inflationsuppgången i huvudsak en följd av tillfälliga faktorer. Sverige har dock mer expansiva monetära förhållanden än jämförbara länder främst till följd av den lågt värderade kronan.

3.2 Direktionsledamöternas diskussion

Ledamöterna var eniga om att kronans försvagning påverkar riskbilden men de var oeniga om detta skulle tillmätas större eller mindre betydelse än nedåtriskerna från den internationella konjunkturen.

Tre ledamöter stödde förslaget att reporäntan skulle höjas med 0,25 procentenheter. De bedömde det som viktigt att mot bakgrund av nuvarande situation, med en inflation runt 3 procent och vissa, om än begränsade, indikationer på högre inflationsförväntningar, sända en klar signal om att inflationsmålet tas på stort allvar. De varnade för riskerna att inflationsförväntningarna annars skulle kunna komma att krypa upp mer generellt och menade att det i det sammanhanget har betydelse att inflationen i nuläget ligger närmare 3 än 2 procent. En 25 punkters räntehöjning bedömdes samtidigt inte vara något påtagligt hinder för fortsatt tillväxt i svensk ekonomi med expansiva effekter från växelkursen och finanspolitiken.

Flera ledamöter framhöll att växelkursinterventionerna inte utförts för att det skulle finnas ett mål för växelkursen. Det finns inget speciellt värde för kronan som är avgörande för räntan utan det är som alltid de samlade inflationsutsikterna på ett till två års sikt som avgör utformningen av penningpolitiken. Målet med räntehöjningen är alltså inte att styra växelkursen utan att upprätthålla prisstabilitet.

Tre andra ledamöter menade att det i dagsläget inte fanns tillräckliga skäl att höja räntan utan förordade att räntan skulle hållas oförändrad. Huvudskälet för detta är den internationella riskbilden med en stor osäkerhet och en betydande risk för en samtidig nedgång i alla de stora blocken i världsekonomin. Om en tydlig vändpunkt observeras i USA finns under sommaren eller hösten alltid möjligheten att återkomma och strama åt penningpolitiken. Ledamöterna menade att det ännu saknas indikationer på en sådan vändpunkt och att osäkerheten snarast ökat.

En ledamot menade att det var mycket osäkert om en höjning av reporäntan skulle påverka växelkursen och därmed importpriserna i önskvärd riktning. Effekten av en räntehöjning på inflationen var därmed osäker. Den dämpning av efterfrågan som en räntehöjning får kan mycket väl motverkas av en negativ effekt på kronans värde till följd av försämrade utsikter för den svenska ekonomin.

En annan ledamot kritiserade att en räntehöjning hade förutskickats om växelkursen inte förstärktes. Riksbankens handlingsutrymme ris-

kerade därmed att begränsas. Ledamoten instämde med föregående ledamot att det var mycket osäkert om en höjning av reporäntan skulle påverka växelkursen. Tanken bakom en räntehöjning skulle därmed vara att sänkt tillväxt krävs för att uppnå inflationsmålet, vilket ledamoten fann betänkligt i rådande svaga konjunktur.

En tredje ledamot konstaterade att även andra centralbanker, bl.a. i USA och euroområdet, konfronterats med sjunkande tillväxtprognoser och stigande inflationsprognoser samt i euroområdet även en fallande växelkurs gentemot dollarn. I dessa länder förefaller dock inte någon räntehöjning vara att vänta, utan snarare tvärtom.

En annan ledamot underströk att det inte gick att göra sådana direkta jämförelser. Skillnaden menade ledamoten är att Sverige länge har haft mer expansiva monetära förhållanden, i meningen kombination av ränteläge och växelkurs, än andra länder. Ledamoten underströk också att ett eventuellt beslut att höja räntan inte kan motiveras med växelkursen just nu utan med en bedömning av hela växelkursbanan.

Mot bakgrund av den försvagning som skett sedan inflationsrapporten krävs nu en kraftigare appreciering än tidigare för att uppnå samma genomsnittliga prognosbana. Samma ledamot betonade att det i svåra beslutslägen ofta går att finna argument för att inte ändra räntan. Det kan dock vara klokt att då inte bara fundera över riskerna med att agera utan också med att avstå från att agera. Vad händer t.ex. om Riksbanken nu inte agerar och kronan fortsätter vara svag samtidigt som inflationsförväntningarna kryper uppåt? Riskerar då inte Riksbanken att i augusti vara för sent ute?

§ 2. Penningpolitiskt beslut

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 1 och konstaterade att förslag förelåg om att höja reporäntan med 0,25 procentenheter respektive en oförändrad reporänta.

Omröstning genomfördes och utföll med tre röster för respektive förslag. Ordföranden har utslagsröst vid lika röstetal i en omröstning i direktionen. Det förslag som ordföranden biträdde befanns därför ha fått majoritet. Direktionen beslutade att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 4,25 procent och att detta beslut tillämpas från den 11 juli 2001, samt att den 6 juli 2001 kl. 09.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt pressmeddelande nr 47 2001, protokollsbilaga A.

Vice riksbankscheferna Villy Bergström, Lars Nyberg och Kristina Persson reserverade sig mot beslutet att höja reporäntan. De ansåg att utvecklingen i de tre stora ekonomiska områdena USA, EU, Japan samt Sydostasien och Sydamerika är svag med risk för en utbredd recession om inte utvecklingen i USA vänder uppåt. Tecken på en sådan

vändning är fortfarande oklara. Utvecklingen i Sverige har också försvagats under våren och torde inte längre innebära en risk för ett allmänt ansträngt kapacitetsutnyttjande.

Mot den svaga reala utvecklingen skall ställas risken för inflation till följd av svag kronkurs, men reservanterna ansåg att denna balanseras av risken för en försvagad konjunktur. Mot bakgrund av detta bör penningpolitiken förbli oförändrad.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Ann-Kristin Johnsson

Justeras:

Urban Bäckström

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson