

SÄRSKILT

PROTOKOLL från direktionens sammanträde 2001-09-17

Närvarande: Urban Bäckström, ordförande
Lars Heikensten
Eva Srejber
Villy Bergström
Lars Nyberg
Kristina Persson
-
Johan Gernandt, fullmäktiges vice ordförande
-
Kerstin Alm
Claes Berg
Anders Borg
Jörgen Eklund
Mats Galvenius
Björn Hasselgren
Leif Jacobsson
Hans Lindblad
Thomas Lundberg
Javiera Ragnartz
Robert Sparve

§ 1. Penningpolitisk diskussion

Det antecknades att Claes Berg och Hans Lindblad skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättandet av dagens protokoll under paragraferna 1 och 2.

Det antecknades vidare att sammanträdet hade sammankallats av ordförande efter diskussion mellan direktionsledamöterna. Bakgrunden var de tragiska händelserna i USA i förra veckan och de räntesänkningar som vidtagits under dagen av den amerikanska centralbanken och den europeiska centralbanken.

Sammanträdet inleddes med en diskussion om konjunkturbilden i utlandet. Därefter diskuterades tillväxt- och inflationsutsikterna i Sverige på två års sikt givet det tekniska antagandet att Riksbankens reporänta hålls oförändrad på 4,25 procent. Diskussionen utgick från de bedömningar och analyser som sammanstälts av avdelningen för penningpolitik. Avslutningsvis summerade direktionsledamöterna sin syn på inflationsutsikterna och redovisade sina slutsatser om det penningpolitiska läget (avsnitt 2).

1. Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och i Sverige

1.1 Konjunktur och inflationsutvecklingen i utlandet

Direktionen noterade att sedan inflationsrapporten i maj har konjunkturavmattningen i de stora OECD-länderna blivit mer markant. Spridningseffekterna av den amerikanska nedgången till Europa, Japan och många tillväxtmarknader har blivit större än väntat. Detta har också visat sig i prissättningen på de finansiella marknaderna och bidragit till att aktiekurser och räntor fallit. Såväl vid direktionens penningpolitiska sammanträde i juli som i augusti bedömdes avmattningen i utlandet bli något mer markerad än vad som antagits i maj.

Innan terrorattackerna i USA inträffade den 11 september hade nyinkommen realekonomisk statistik indikerat att botten i den globala konjunkturedgången kunde komma att nås under slutet av 2001. Orderingången i den amerikanska tillverkningsindustrin hade förbättrats något samtidigt som lagren fortsatt att minska och förtroendek indikatorerna stabiliserats. Bilden var dock inte entydig. Exempelvis talade en fortsatt nedgång i konsumentförtroendet i USA sedan augusti och en oväntat kraftig ökning av antalet ansökningar om arbetslöshetsunderstöd för en mer utdragen nedgång. Till följd av terrorattackerna i USA har osäkerheten ökat ytterligare om tidpunkten för en återhämtning. Den privata konsumtionen spelar en avgörande roll för tillväxten i den amerikanska ekonomin. Det finns risk för att aktiviteten i ekonomin dämpas till följd av att konsumenternas tillförsikt inför framtiden minskar i takt med stigande arbetslöshet och en svag börsutveckling. Denna risk har förstärkts av händelserna den 11 september. Det privata sparandet, som fortfarande är lågt, kan komma att stiga snabbare än tidigare väntat. Investeringsutvecklingen kan också påverkas negativt till följd av en minskad framtidstro, lägre aktiekurser och stigande riskpremier. Till detta kommer negativa effekter för vissa sektorer i världsekonomin som försäkringar, flyg, turism m.m.

Dessa effekter motverkas av att den amerikanska centralbanken idag sänkt styrräntan med 0,5 procentenheter ned till 3,0 procent. Därefter hade också den europeiska centralbanken, den kanadensiska centralbanken och den schweiziska centralbanken sänkt styrräntorna lika mycket. Till detta skall läggas att återuppbyggnaden av infrastrukturen ökar efterfrågan på varor och tjänster i USA. Även ökade offentliga utgifter för bl.a. försvar och säkerhet bör bidra till att stabilisera konjunkturen.

Sammantaget gjorde direktionen bedömningen att den osäkerhet som terrorattackerna medför riskerar att ytterligare dämpa efterfrågan i utlandet främst genom effekter på framtidstron hos företag och hushåll. En något lägre tillväxt i OECD-området och därmed även en något lägre världsmarknadstillväxt och en något svagare internationell exportprisutveckling är trolig. Risken för en betydligt sämre utveckling i

den amerikanska ekonomin, främst till följd av en kraftig dämpning av den privata konsumtionen, bedömdes också ha ökat.

1.2 Prisutvecklingen i Sverige

Direktionen noterade att inflationen mätt med både KPI och UNDIKX uppgick till 3,1 procent i augusti, vilket var 0,4 procentenheter högre än den bedömning som gjorde i inflationsrapporten i maj. Dessa utfall var dock i huvudsak linje med vad direktionen förutsåg i augusti. Avvikelserna mellan prognosen i inflationsrapporten och utfallen var i första hand en följd av en högre inhemsk prisökningstakt, vilket endast delvis motverkades av att den importerade inflationen blev lägre än väntat.

Den inhemska underliggande inflationen (UNDINHX) uppgick till 4,5 procent i augusti, vilket var 0,9 procentenheter högre än prognosen i inflationsrapporten i maj. Utfallet var högre än väntat, främst till följd av stigande priser på bl.a. el och livsmedel.

1.3 De finansiella marknaderna

Direktionen konstaterade att de korta räntorna fallit sedan det senaste penningpolitiska mötet den 23 augusti i såväl Sverige som i USA och Europa. De korta marknadsräntorna föll ytterligare efter attentatet i USA. Långräntorna har i stort sett varit oförändrade i Sverige och Europa men fallit något i USA.

Efter händelserna i USA ökade förväntningarna om lättnader i penningpolitiken. Den amerikanska centralbankens styrräntesänkning på 50 räntepunkter idag var i linje med marknadens förväntningar. Även om vissa bedömare trodde på en styrräntesänkning också i euroområdet kom beskedet från ECB ändå som en överraskning. I både Europa och USA prissätts ytterligare räntesänkningar innan årsskiftet. Även i Sverige har det penningpolitiska förväntningarna förändrats och prissättningen på marknaden indikerar förväntningar om en räntesänkning på tre månaders sikt, men inte i samma storleksordning som i USA och Europa. Marknadsprissättningen i Sverige indikerar dock inte en nära förestående räntesänkning.

Direktionen diskuterade kronans försvagning mot både euron och dollarn sedan föregående penningpolitiska möte den 24 augusti. Försvagningen beror troligen framförallt på en tilltagande oro för den utländska och svenska konjunkturen samt på det fortsatta börsfallet. Den ökade oron på de globala finansiella marknaderna inte minst efter terrorattacken har sannolikt också bidragit till att försvaga kronan och en del andra mindre valutor; en flykt har skett till större och mer

likvida valutor och till valutor som historiskt sett har klarat sig bra i orostider.

Fundamentala faktorer talar fortfarande för en förstärkning av kronan framöver. Mot bakgrund av den senaste tidens oro är det emellertid rimligt att räkna med att kronförstärkningen inträffar senare än vad direktionen räknade med i augusti. Framförallt på kort sikt kan finansiell oro i samband med händelserna i USA påverka den svenska växelkursen negativt. Det är i varje fall vad det historiska mönstret talar för.

Slutligen kunde direktionen konstatera att de finansiella marknaderna fungerat väl under den senaste veckan med tanke på omständigheterna. De europeiska börserna har återhämtat en del av det initiala fallet i samband med terrorattackerna. Både på valuta- och räntemarknaden har det varit relativt lugnt under dagen, även om en viss oro hade funnits inför öppnandet av de amerikanska börserna. Den första handelsdagen för börserna i USA efter terrorattackerna tycks ha präglats av relativt lugn och börsfallet har blivit mindre än vad vissa bedömare hade befarat. Det betonades dock att det var för tidigt att av detta dra några tydliga slutsatser ens för den närmaste tiden

1.4 Efterfrågan och utbud i Sverige

Direktionen konstaterade att nyinkommen statistik i huvudsak bekräftat den bild av en dämpning av den svenska konjunkturen som fanns i augusti. Mellan första och andra kvartalet minskade exportorderingen med 8,6 procent och hemmaorderingen med 0,6 procent. Industriproduktionen minskade med 2,3 procent säsongrensat under samma period. Handelsnettot, d.v.s. skillnaden mellan nominell varuexport och nominell varuimport, visade i juli ett överskott på knappt 7 miljarder kronor, vilket var lägre än marknadsförväntningarna. Även om kronan utvecklats svagare än väntat bedöms efterfrågedämpningen i utlandet bl.a. till följd av händelserna i USA medföra en svagare exportutveckling än vad som förväntades i augusti.

Direktionen noterade att Statistiska centralbyråns undersökning av hushållens inköpsplaner visar att dessa räknar med en marginell försämring av den egna hushållsekonomin på ett års sikt. Däremot ökade andelen hushåll som förväntar sig stigande arbetslöshet de närmaste tolv månaderna markant. Hushållens förväntningar om landets ekonomi försämrades också påtagligt. Den egentliga detaljhandelsomsättning steg enligt SCB med 0,8 procent i juli jämfört med juni, kalenderkorrigerat och säsongrensat. Som tre månaders glidande medelvärde fortsätter emellertid tillväxten i detaljhandeln att dämpas.

Sysselsättningsutvecklingen hittills under 2001 är i linje med bedömningen i den senaste inflationsrapporten. Samtidigt har antalet personer som varslats om uppsägning ökat under augusti månad. Mer än hälften av varslen har lagts inom tillverkningsindustrin.

Direktionen konstaterade att den nyinkomna statistiken av betydelse för den privata konsumtionen i huvudsak är i linje med bedömningen i augusti. Det som talar för en svagare konsumtionsutveckling är att hushållens framtidsförtroende kan komma att minska till följd av den globala efterfrågedämpningen efter terrorattackerna i USA samt minskade förmögenhetsvärden till följd av att aktiekurserna fortsatt att falla..

Sammantaget gjorde direktionen bedömningen att BNP-tillväxten antagligen blir något svagare i år och nästa år jämfört med bedömningen i augusti. Därtill finns en ökad risk för en påtagligt sämre utveckling om framtidstron viker i främst USA.

1.5 Preiseffekter av avregleringar, handelsliberaliseringar, politiska beslut och räntekostnader i Sverige

Direktionen noterade att Telia har aviserat höjningar av abonnemangavgifterna den 1 oktober som kommer att påverka KPI och UNDIX i höjande riktning med ca 0,15 procentenheter fr.o.m. oktober och UNDINHX med ca 0,25 procentenheter.

Fastighetsskatten för flerbostadshus skall också sänkas retroaktivt från i år, vilket är en tidigareläggning jämfört med den information som fanns i augusti. Direktionen gjorde bedömningen att detta inte kommer att påverka hyrorna förrän nästa år eftersom hyresförhandlingarna redan är klara. Övriga skatteförändringar som aviserats och som kommer att påverka KPI fr.o.m. årskiftet är höjningar av energiskatten och koldioxidskatten samt en sänkning av bokmomsen. Nettoeffekten på KPI av dessa förändringar bedömdes bli knappt 0,1 procentenheter.

1.6 Inflationsförväntningar i Sverige

Direktionen noterade att hushållens inflationsförväntningar enligt HIP-undersökningen sjönk med 0,3 procentenheter till 1,8 procent i augusti jämfört med juli.

2. Direktionsledamöternas bedömning av inflationen och det penningpolitiska läget

Direktionens bedömning av det penningpolitiska läget föregicks av en redogörelse av motsvarande diskussion i den penningpolitiska beredningsgruppen.

2.1 Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget

Direktionens diskussion inleddes med att förste vice riksbankschef Lars Heikensten redogjorde för den penningpolitiska beredningsgruppens syn på inflationsutsikterna och penningpolitiken.¹

Beredningsgruppen hade vid ett extra sammanträde den 13 september diskuterat den ekonomiska utvecklingen i ljuset av händelserna i USA och konsekvenserna av eventuella räntesänkningar i andra länder.

Före de tragiska händelserna i USA förelåg inte några starka skäl att jämfört med augusti ändra synen konjunkturen. Möjligen fanns det skäl att räkna med en något svagare konjunktur. Samtidigt var dock det inhemska pristrycket något högre än väntat. Läget var nu efter terrorattackerna än mer svårbedömt. Det var dock rimligt att anta att det som hänt i USA innebär en ökad risk för en fördjupad och möjligen också mer utdragen nedgång i världsekonomin. Detta innebär i sin tur en större risk än tidigare för en inflation under Riksbankens mål på ett till två års sikt.

Hur utvecklingen kommer att gestalta sig kommer i hög grad att bero på hur den ekonomiska politiken utformas. I detta sammanhang har centralbankerna ett betydande ansvar.

Mot denna bakgrund ansåg beredningsgruppen det rimligt att sänka reporäntan med 0,50 procentenheter, även om det inom gruppen förelåg en del olika uppfattningar. Det är en lika stor sänkning som gjorts av de tidigare nämnda centralbankerna. Den aktuella riskbilden talar för att detta är ett naturligt steg.

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 baseras därför på en bedömning av UNDIX-inflationen.

Direktionen delade beredningsgruppens syn att reporäntan bör sänkas och att det kunde ske omedelbart. En ledamot konstaterade att det var en naturlig och självklar åtgärd i det uppkomna läget att ansluta sig till den utländska räntesänkingsvägen. Också vad gällde storle-

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.

ken på förändringen instämde direktionen i beredningsgruppens uppfattning; det fanns inga skäl att avvika från de förändringar som t.ex. Federal Reserv eller ECB genomfört tidigare under dagen. En ledamot betonade vikten av att Riksbanken håller sig till den vanliga processen och agerar på ett förutsägbart sätt. Ett räntesänkingsbeslut idag kommer att överraska marknaden, men samtidigt menade ledamoten detta måste vägas mot värdet att undantagsvis och i speciella fall kunna agera snabbt. Det var ett sådant fall nu.

Två ledamöter redogjorde för de kontakter som förekommit med andra centralbanker via telefon och möten i G10, EFK och ECB. Samtalen har rört konsekvenserna för världsekonomin och de finansiella marknaderna av det inträffade. Någon formell koordinering mellan Riksbanken och andra centralbanker har inte diskuterats.

En ledamot noterade att det är sannolikt att terrordåden i USA dämpar aktiviteten i den amerikanska ekonomin på kort sikt. På lite längre sikt kommer utvecklingen i hög grad att avgöras av vilka ekonomisk-politiska åtgärder som vidtas.

Två ledamöter konstaterade att konjunkturutsikterna i utlandet redan före terrordåden var marginellt sämre än vid det senaste mötet i augusti. Ledamöterna menade att händelserna i USA och det efterspel som är att vänta framför allt har skapat större osäkerhet och minskad tillförsikt inför framtiden. Detta riskerar att främst på kort sikt dämpa konsumtions- och investeringsviljan bland amerikanska hushåll och företag. En ledamot menade att det inte var säkert att händelserna i USA skulle få en dämpande inverkan på aktiviteten på sikt. Ledamoten pekade bl.a. på att ökad patriotism, förstärkning av byggkonjunkturen och ökade offentliga utgifter kommer att motverka en nedgång. Eftersom OPEC också gjort vissa utfästelser om att hålla oljepriset inom lägre delen av det intervall som tidigare angivits ansåg ledamoten att effekterna på oljepriset var osäkra.

En annan ledamot konstaterade att den ekonomiska politiken i Sverige är expansiv samtidigt som kronan är fortsatt svag. Den osäkerhet som händelserna i USA har skapat riskerar att ytterligare försvaga kronan med därpå följande risk för högre inflation. Men effekterna av terroristattacken på framtidstro och därmed förväntad efterfrågan överväger. Därför ansåg ledamoten det rimligt att sänka räntan.

Ledamoten fick stöd av tre andra ledamöter som menade att en markerad sänkning utgör en försäkring mot en sämre utveckling framöver. En av dessa ledamöter påpekade att tidigare höjningar motiverats av behovet att försäkra sig mot högre inflationsförväntningar medan det nu handlar om att försäkra sig mot en svagare framtidstro och konjunktur och risken för att inflationen därmed underskrider målet. En annan ledamot menade att visserligen hade betalningssystemen och de finansiella marknaderna fungerat relativt väl, men samtidigt hade handeln varit begränsad och främst inriktad på att stänga posi-

tioner på grund av den stora osäkerheten. Stabiliteten på dagslåne- marknaden och valutahandeln hade gynnats av att US-dollar tillförts marknaden. Osäkerheten och det sviktande förtroendet riskerar att ligga kvar en god tid framöver. Centralbankernas roll i ett sådant läge är att bidra till tillförsikt och finansiell stabilitet. Det är därför viktigt att agera som övriga centralbanker. Att i detta läge uttala sig om den realekonomiska utvecklingen på ett par års sikt är för tidigt, även om sannolikt andra halvåret i år kommer att visa en lägre BNP-tillväxt än som annars varit fallet. Det är viktigt att erinra sig att Sverige redan har en mycket expansiv ekonomisk politik med låg ränta, svag krona och en expansiv finanspolitik. Mot den här bakgrunden är det naturligt att åtgärden tas tillbaka när förtroendet och förväntningarna har stabiliserats.

En ledamot invände att de finansiella marknaderna överlag klarat sig väl, att prisbildningen fortsatt att fungera och att likviditeten varit tillfredsställande med beaktande av omständigheterna. På den korta marknaden hade centralbankerna bidragit med viss likviditet. Någon oro för att ett stort antal marknadsaktörer skulle få svårigheter att leva upp till sina förpliktelser, som under krisen i samband med den ryska betalningsinställelsen och LTCM 1998, hade inte varit för handen. En räntesänkning - särskilt i Sverige - borde därför knytas till behovet att stimulera efterfrågan snarare än till behovet att värna om stabiliteten i det finansiella systemet.

Flertalet ledamöter menade att dagens beslut inte ska ses som en signal om ränteutvecklingen framöver utan att denna kommer att bestämmas av den fortsatta händelseutvecklingen och dess inverkan på inflationsutsikterna i Sverige. Samtidigt påpekade en ledamot att inflationsproblematiken i Sverige i vissa avseenden skiljer sig från den i omvärlden särskilt USA och Storbritannien. Den svenska inflationen, främst den inhemska komponenten, har stigit och att det råder osäkerhet kring hur stor del av denna uppgång som kan karaktäriseras av tillfälliga prisstegringar som penningpolitiken inte bör beakta. Dessutom är kronan mycket svag. Hittills har dock inflationseffekterna av detta endast varit begränsade. Två ledamöter påpekade vidare att risken för en fortsatt svag krona kvarstår. Två ledamöter påpekade att det mot denna bakgrund inte är förvånande att det finns tydligare förväntningar om sänkt styrränta i USA och euroområdet än i Sverige.

§ 2. Penningpolitiskt beslut

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 1 och konstaterade att ett förslag förelåg om att sänka reporäntan med 0,5 procentenheter.

Direktionen beslutade att sänka reporäntan med 0,5 procentenheter från 4,25 procent till 3,75 procent samt att utlånings- och inlånings-

räntan från 5,00 till 4,50 procent respektive från 3,50 till 3,00 procent. Detta beslut tillämpas från onsdagen den 19 september 2001 och offentliggörs den 17 september 2001 med motivering och lydelse enligt pressmeddelande nr 57 2001.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Kerstin Alm

Justeras:

Urban Bäckström

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson