

Nr 8

## SÄRSKILT

### PROTOKOLL från direktionens sammanträde 2001-06-14

Närvarande: Urban Bäckström, ordförande  
Lars Heikensten  
Eva Srejber  
Villy Bergström  
Lars Nyberg  
Kristina Persson  
-  
Kerstin Alm  
Claes Berg  
Anders Borg  
Eva Cory  
Jörgen Eklund  
Mats Galvenius  
---  
Leif Jacobson  
---  
---  
---  
Hans Lindblad  
Christina Lindenius  
Javiera Ragnartz  
Robert Sparve  
Åsa Sydén  
Tomas Thyblad  
---  
Staffan Viotti  
Anders Vredin  
---

#### **§ 1. Utvecklingen på de finansiella marknaderna m.m.**

Förste vice riksbankschefen Lars Heikensten anförde följande.

I föregående inflationsrapport, som publicerades den 31 maj, bedömdes inflationen på 1-2 års sikt utvecklas ungefär i linje med Riksbankens mål. Riskbilden var då balanserad. Samtidigt bedömdes osäkerheten vara ovanligt stor. Mot denna bakgrund lämnades reporäntan oförändrad.

Sedan inflationsrapporten publicerades har den internationella bilden inte ändrats på något mer påtagligt sätt. Det finns tecken på en något svagare tillväxt under innevarande år, men samtidigt bedöms inflationen bli högre. På något års sikt finns det däremot inte skäl att nu ändra den bedömning som gjordes för några veckor sedan. Den innebär en gradvis återhämtning i USA, som sprider sig till övriga länder. Detta är också det scenario som allt tydligare prissätts av de finansiella marknaderna. Men osäkerheten i den internationella konjunkturbilden är fortsatt ovanligt stor.

Även i Sverige finns det vissa indikationer på att tillväxten innevarande år mattas något mer än Riksbanken räknade med i majrapporten, samtidigt som importpriserna har fortsatt att stiga i en något snabbare takt. De siffror för inflationen som kom i dag ger inte, efter vad jag nu kan bedöma, skäl att ändra den grundsyn Riksbanken kommunicerade i inflationsrapporten. Det finns sammantaget inte skäl att nu revidera det huvudscenario för konjunkturen och inflationen år 2002 och 2003 som presenterades i rapporten.

Ändå har inflationsriskerna ökat. Det sammanhänger med att kronan fortsatt försvagas från redan tidigare mycket låga nivåer. Mot denna bakgrund är det naturligt att i dag ha en något mer pessimistisk syn på kronans möjligheter att snabbt återhämta sig. Sedan stoppdatumet (17 maj) för föregående inflationsrapport har kronan försvagats ca 4 procent mätt med TCW-index. I genomsnitt har TCW-index uppgått till 135,6, vilket är 2,7 procent svagare än prognosbanan.

Riksbanken har inte något preciserat mål för växelkursen. Penningpolitiken syftar till att uppnå en inflation på 2 procent på 1-2 års sikt. Växelkursen är dock en viktig faktor i inflationsbedömningen. Den påverkar direkt importpriserna för insatsvaror och konsumtionsvaror samtidigt som den indirekt får effekt via inflationsförväntningarna och den samlade efterfrågan på svenska varor.

Genomslaget av den låga kronkursen i inhemska priser har under ett antal år varit mindre i Sverige än väntat. Detta är också den bild som rått i andra länder. Men det innebär inte att kronan helt skulle ha saknat effekter på inflationen. Inte heller finns det garantier för att det mönster som rått under senare delen av 1990-talet kommer att bestå fullt ut under de närmaste åren. Den uppgång i inflationen som skett på senare tid, visserligen främst till följd av utbudsstörningar, gör att den låga växelkursen antagligen utgör en större risk än tidigare. I samma riktning verkar det förhållandevis höga efterfrågetrycket. Om den nuvarande kronkursen skulle bestå under en längre tid föreligger det alltså en tydlig risk för att inflationen mätt med UNDEX på 1-2 års sikt kommer att överstiga 2 procent. Den övriga information som tillkommit när det gäller den internationella resp. svenska utvecklingen talar inte för i motsvarande mån ökande risker på nedåtsidan.

Sammanfattningsvis utgör en fortsatt svag krona den enskilt viktigaste faktorn som kan leda till att inflationsmålet är hotat på 1-2 års sikt. Vid kommande penningpolitiska möte finns det skäl att återkomma till denna problematik. Frågan är då bl.a. om det kan finnas skäl att höja reporäntan. Det

är en bedömning som får ske i ljuset av den samlade inflationsbedömning som då görs.

Utöver reporäntan, som är Riksbankens normala penningpolitiska redskap, kan Riksbanken också vidta interventioner på valutamarknaden. Såväl akademisk forskning som Riksbankens egna analyser visar att resultatet av interventioner är osäkert. Ändå kan det i speciella situationer finnas skäl att använda interventionsredskapet. Detta gäller särskilt om valutamarknaden i sin prissättning avviker starkt från vad som kan bedömas vara ett fundamentalt motiverat pris och om priset utvecklas i riktning från det fundamentalt motiverade i en process som riskerar att bli självförstärkande. Risken för det senare är normalt större när den allmänna oron på marknaden är stor och likviditeten är låg. Interventioner kan i sådana situationer bl.a. bidra till att bromsa den självförstärkande processen och stabilisera prisbilden.

Interventioner kan i nuvarande situation också vara en signal om att den svaga växelkursen gör att en åtstramning av de samlade monetära förhållandena är motiverad.

Vid efterföljande diskussion framkom att det fanns olika synpunkter bland direktionsmedlemmarna. Några av ledamöterna menade att effekterna av interventioner på valutamarknaden är osäkra. Två ledamöter påpekade att utvärderingar av tidigare interventioner i kronan och andra valutor visar att det är svårt att uppnå varaktiga förstärkningar av växelkursen. Interventioner kan varaktigt påverka växelkursen och därmed inflationen bara om marknadsaktörer ser interventionen som en inledning till en apprecieringsprocess. Det bedömdes som tveksamt om läget för tillfället var sådant. Samtidigt ansåg ledamöterna att det fanns risk för att ett plötsligt utnyttjande av interventionsvapnet skulle skapa oklarhet om Riksbankens penningpolitiska intentioner. Ur detta perspektiv föreföll det rimligt att använda räntan snarare än interventioner på valutamarknaden om inflationsmålet var som hotat.

I diskussionen menade några ledamöter att utnyttjandet av interventioner inte skulle dramatiseras. De kan väl rymmas inom den normala penningpolitiska tankeramen. En ledamot menade att interventioner i och för sig går att motivera inom den penningpolitiska tankeramen, men att Riksbanken haft en fördel av att avstå från ingrepp i valutamarknaden, eftersom sådana ingrepp har så oklara effekter.

Flera ledamöter hävdade att Riksbanken har ett formellt ansvar för kronan, vilket i sig skulle kunna motivera interventioner. Mot denna uppfattning opponerade sig en ledamot. Därtill ansåg två ledamöter att behovet av marknadsvårdande insatser kunde motivera interventioner. Vidare framfördes åsikten att i ett läge med högt resursutnyttjande och stigande priser finns det en risk att inflationsförväntningarna påverkas av den svaga växelkursen. En direktionsledamot anförde att om interventioner används som en signal om en penningpolitisk åtstramning i ett läge där växelkursförsvagningen skett utan påtagliga

förändringar av de underliggande ekonomiska förhållandena, utan mera beroende på marknadssituationen, kan också interventionerna ha förutsättningar att bli framgångsrika.

I diskussionen framfördes också kritiska synpunkter på beslutsunderlaget och två av ledamöterna förordade att ärendet skulle bordläggas för att ge ytterligare tid till eftertanke.

Frågan om hur beslut om interventioner skall hanteras i framtiden skall prövas vid ett senare tillfälle efter förslag från den beredningsansvarige för penningpolitiken, Lars Heikensten.

På förslag av Lars Heikensten beslöt direktionen

- att delegera rätten till riksbankschefen att i samråd med förste vice riksbankschefen besluta om interventioner på valutamarknaden inom en ram av XX miljarder kronor<sup>1</sup>,
- att rätten att besluta om interventioner på valutamarknaden gäller från och med fredagen den 15 juni 2001, dock längst till nästa penningpolitiska sammanträde den 5 juli 2001 samt
- att motiven för interventionerna skall vara de som Lars Heikensten anfört ovan och att dessa skall kommuniceras med omvärlden med ett pressmeddelande enligt protokollsbilaga A samma dag som en första intervention genomförs.

Villy Bergström reserverade sig mot beslutet och anförde följande: ”Jag anser att ärendet bör bordläggas vid dagens sammanträde för att återupptas till behandling vid ett extra sammanträde under nästa vecka. Ärendet rör en fråga av större och principiell vikt som bör övervägas noga innan ett slutligt ställningstagande görs. Tillräckliga skäl för ett sådant ställningstagande vid dagens sammanträde finns enligt min mening inte.”

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

-----

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

---

<sup>1</sup> Sekretessbelagd uppgift.

Urban Bäckström

Lars Nyberg