

SÄRSKILT

PROTOKOLL från direktionens sammanträde 2001-11-08

Närvarande: Urban Bäckström, ordförande
Lars Heikensten
Eva Srejber
Villy Bergström
Lars Nyberg
Kristina Persson
-
Kerstin Alm
Claes Berg
Anders Borg
Jörgen Eklund
Björn Hasselgren
Leif Jacobsson
Hans Lindblad
Javiera Ragnartz
Robert Sparve
Staffan Viotti

§ 1. Utvärdering av interventioner på valutamarknaden

Det antecknades att Anders Borg och Javiera Ragnartz skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättandet av dagens protokoll.

Det antecknades vidare att direktionen vid sammanträdet den 5 juli hade beslutat att en utvärdering skulle ske av de interventioner på valutamarknaden som beslutades vid sammanträdet den 14 juni.

Diskussionen inleddes med en genomgång av den vetenskapliga litteraturen kring interventioner, protokollsbilaga. Därefter redogjordes för de åtgärder som vidtagits samt för utvecklingen av växelkursen och annan relevant statistik efter interventionerna. Slutligen diskuterade direktionen effekterna av de vidtagna åtgärderna.

1.1 Redovisning av Riksbankens interventioner under juni 2001.¹

Torsdagen den 14 juni beslutade direktionen att intervensera på valutamarknaden. Beslutet togs med anledning av att kronan hade försvagats kraftigt, utan att en liknande depreciering skett för andra jämförbara valutor, och att den svaga växelkursen bedömdes utgöra den största enskilda risken för att inflationsmålet skulle överskridas (se pressmeddelande 41 och dir. särsk. prot. 2001-06-14, § 1 för mer utförliga motiveringar). Vid detta sammanträde delegerades också rätten att fatta beslut om interventioner till riksbankschefen Urban Bäckström i samråd med vice riksbankschef Lars Heikensten.

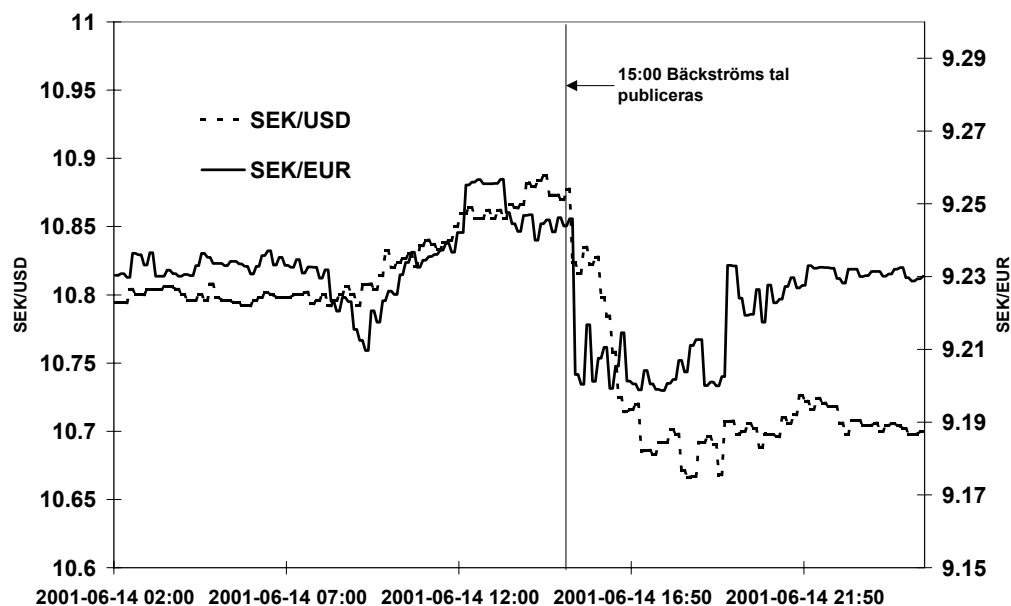
Diagram 1. TCW samt USD/EUR.



Samma eftermiddag publicerades ett tal som Urban Bäckström höll senare på kvällen i Stockholm. I talet indikerades att den senaste tidens svaga kronutveckling utgjorde en inflationsrisk och att interventioner kunde bli aktuella. Kronan stärktes påtagligt efter publiceringen samtidigt som de kortare räntorna steg.

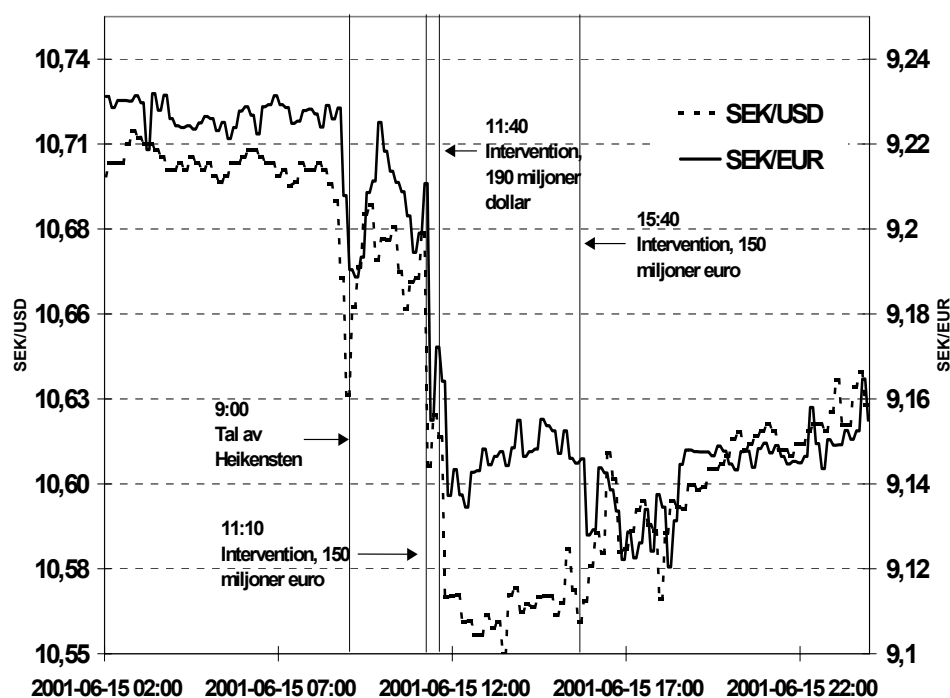
¹ Detta avsnitt är baserat på Javiera Ragnartz, avdelningen för penningpolitik, föredragning vid direktionens sammanträde.

Diagram 2. SEK/USD samt SEK/EUR den 14 juni 2001.



Fredagen den 15 juni gjorde Lars Heikensten ett liknande uttalande i samband med ett tal i Malmö, som även det påverkade kronan. Den första interventionen genomfördes kl. 11:10. Riksbanken sålde 150 miljoner euro mot kronor. I samband med den första interventionen publicerades också ett pressmeddelande (se pressmeddelande 41). Kronan apprecierade påtagligt både mot dollarn och euron. Ytterligare en intervention genomfördes kl. 11:40, då Riksbanken sålde 190 miljoner dollar mot kronor, vilket fick kronan att stärkas ytterligare mot både euron och dollarn. Sent på eftermiddagen kl. 15:40 sålde Riksbanken 150 miljoner euro mot kronor, varefter kronan initialt apprecierade något, för att därefter åter försvagas.

Diagram 3. SEK/USD och SEK/EUR den 15 juni 2001.



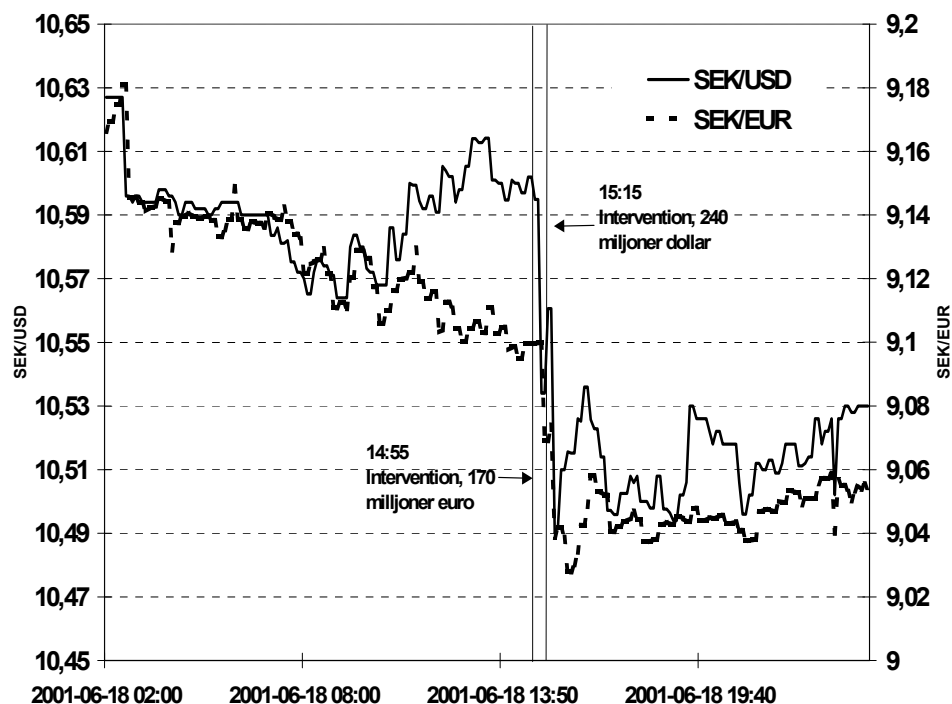
Sett från eftermiddagen den 14:e till marknadens stängning den 15:e apprecierade kronan sammanlagt med 11 öre mot euron och 27 öre mot dollarn till 9,126 respektive 10,59. Samtidigt steg korträntorna, exempelvis steg 3-månadersräntan med ca 15 räntepunkter. Tidigare under veckan hade dollarn försvagats mot både euron och kronan på grund av rykten om interventioner från ECB:s sida och i samband med att det amerikanska industriförbundet publicerade en bedömning som innebar att dollarn var övervärderad. Kronan tenderar att samvariera med euron mot dollarn, d.v.s. när euron stärks mot dollarn apprecierar även kronan mot den amerikanska valutan. I den rådande situationen förstärkte alltså Riksbankens stödköp en positiv trend.

Måndagen den 18 juni inleddes med att kronan fortsatte att stärkas mot euron och de korta räntorna steg ytterligare. Bidragande till detta var sannolikt en intervju med Urban Bäckström i Sveriges Radios Ekot under lördagen. Efter intervjun förstärktes bilden av att en räntehöjning var att vänta. Den omfattande kommunikationen syftade till att förstärka signaleringseffekten och att undvika att det skulle uppkomma osäkerhet kring den allmänna tankeringen för penningpolitiken.

Riksbanken intervenerade på måndagens eftermiddag kl. 14:55 genom att sälja 170 miljoner euro och kl. 15:15 genom att sälja 240 miljoner USD mot kronor. Kronan stärktes åter mot både euron och dollarn till 9,05 respektive 10,50. Dessutom visade prissättningen på optionsmarknaden att sannolikheten för en appreciering av kronan nu bedömdes större än sannolikheten för en försvagning. Kronan hade på måndageftermiddag, mätt med TCW, apprecierat med drygt 2 pro-

cent sedan interventionerna började. Euron var under dagen i stort sett oförändrad mot dollarn.

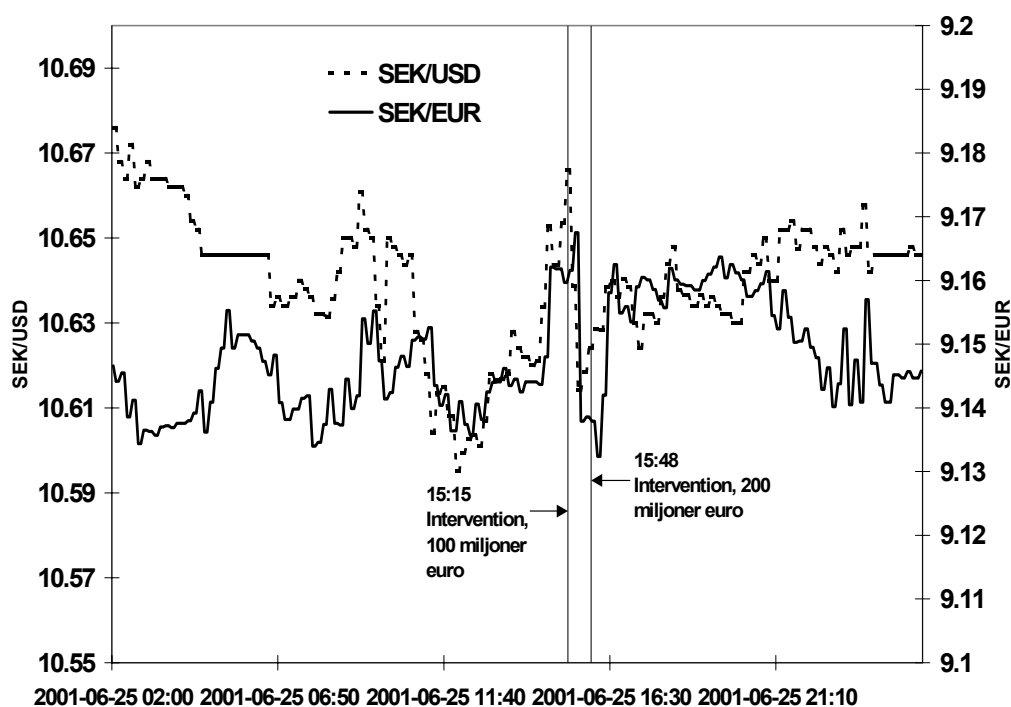
Diagram 4. SEK/USD och SEK/EUR den 18 juni 2001.



Under de följande dagarna deprecierade kronan mot både dollarn och euron. Till detta bidrog antagligen att euron försvagades mot dollarn. Vinsthemtagningar kan också ha skett efter den kraftiga apprecieringen.

Måndagen den 25 juni kl. 15:15 sålde Riksbanken 100 miljoner euro och kl. 15:48 ytterligare 200 miljoner euro mot kronor. Dessa interventioner påverkade inte kronan i samma utsträckning som vid tidigare tillfällen. Under den följande veckan fram till direktionens penningpolitiska möte den 5 juli fortsatte kronan att försvagas. De korta räntorna steg marginellt.

Diagram 5. SEK/USD och SEK/EUR den 25 juni 2001.

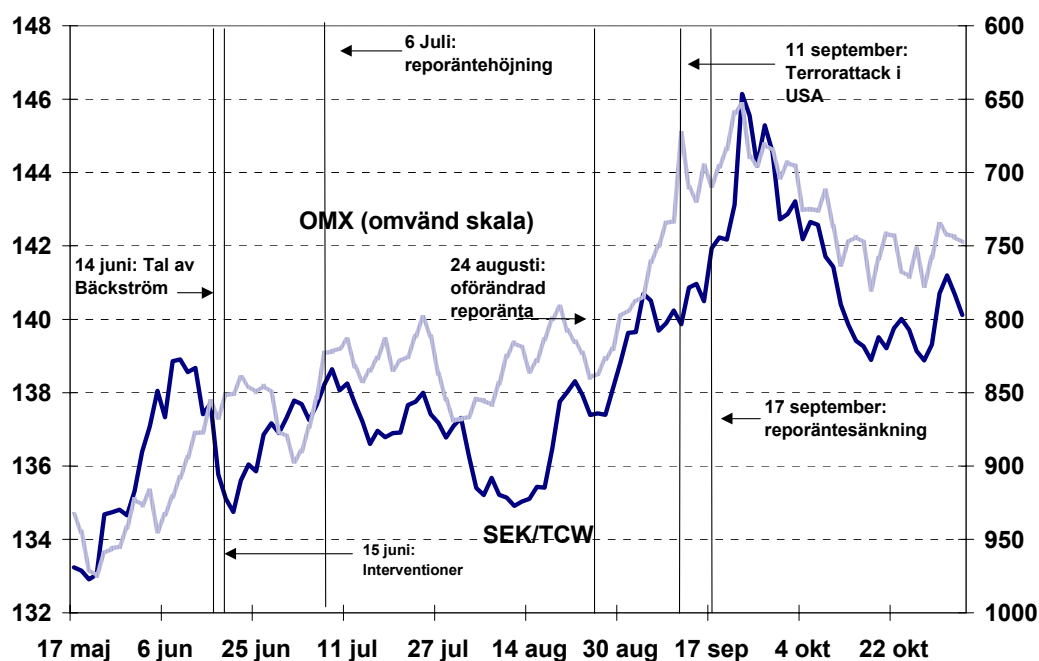


Torsdagen den 5 juli beslutade direktionen att höja reporäntan med 0,25 procentenheter (för en motivering se pressmeddelande 47). Enligt prissättningen på penningmarknaden var beslutet väntat. Efter beslutet apprecierade kronan, framförallt mot dollarn, men även något mot euron. Förstärkningen mot dollarn var främst ett resultat av en generell dollarförsvagning.

Under sommaren kom allt fler tecken på en mer markerad konjunkturavmattning både internationellt och i Sverige. Vid det penningpolitiska sammanträdet i augusti lämnade direktionen reporäntan oförändrad. Bl.a. en mer dämpad efterfrågeutveckling och lägre internationella exportpriser talade för en inflation i linje med Riksbankens mål (för mer utförliga motiveringar se pressmeddelande 50).

I mitten av augusti när tecken började skönjas på en mer markerad konjunkturavmattning föll börserna och kronan började då återigen att försvagas efter en relativt stabil period (diagram 6). Försvagningen av kronan accelererade påtagligt efter terrorattacken den 11 september. Mönstret nu var dock ett annat än under våren. Det påminde istället mer om utvecklingen 1998, då kronan liksom vissa andra valutor försvagades kraftigt i samband med oro på de finansiella marknaderna i omvärlden. Det korta räntorna började att falla, framförallt p.g.a. flykt till mindre volatila placeringar, men även p.g.a. att de penningpolitiska förväntningarna förändrades i linje med den förändrade konjunkturbilden.

Diagram 6. TCW samt OMX.



Sammanfattningsvis sålde Riksbanken euro och USD för ca 12 miljarder kronor.

Den penningpolitiska signaleringen i samband med interventionerna tycks ha uppfattats av marknaden eftersom de korta räntorna steg och prissättningen på penningmarknaden indikerade att man förväntade sig en höjning av reporäntan redan vid det penningpolitiska sammanträdet i juli (diagram 7). Efter reporäntehöjningen i juli började kronan att stärkas, långräntedifferensen till Tyskland minskade och inflationsförväntningarna, som tidigare hade ökat, dämpades något (diagram 8). Långräntedifferensen mot Tyskland, som minskat något under sommaren, ökade åter och var därmed i slutet av augusti i stort sett oförändrad under perioden (diagram 9).

En kort tid efter räntehöjningen började tecken på en kraftigare konjunkturavmattning än vad de flesta bedömare hade förväntat sig att skönjas. Läget accentuerades efter terrorattentatet i USA. Med stor oro på de finansiella marknaderna i omvärlden försvagades kronan i likhet med vissa andra valutor. Riksbanken sänkte reporäntan med 0,50 procentenheter den 17 september (för motivering se pressmeddelande 57). Trots att kronan hade utvecklats svagare än väntat bedömdes effekterna på inflationen motverkas av bl.a. fallande internationella exportpriser och en dämpad inhemsk efterfrågan.

Diagram 7. Förväntad reporänta om tre månader samt TCW-index.

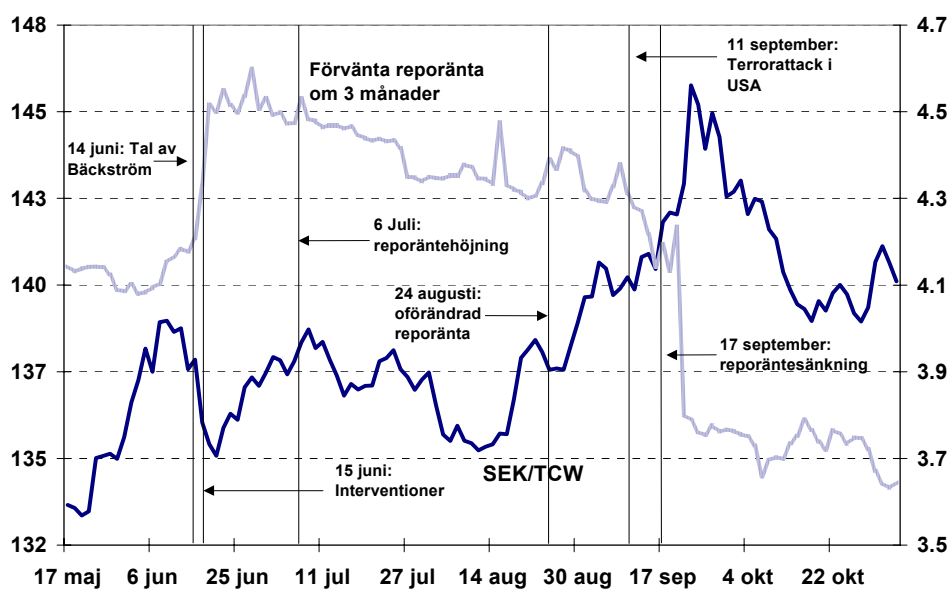


Diagram 8. Förväntad inflation om två år enligt prissättningen på penningmarknaden.

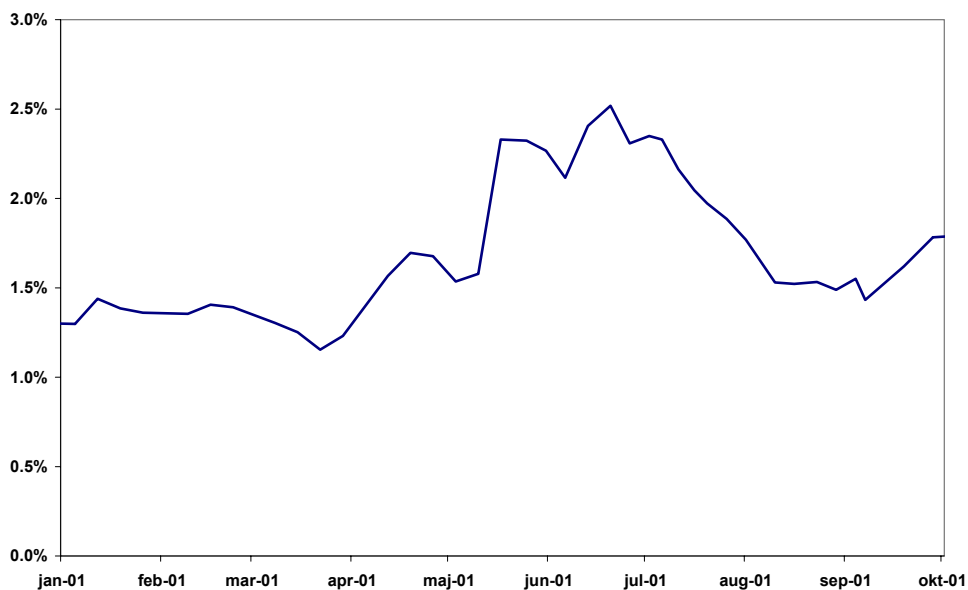
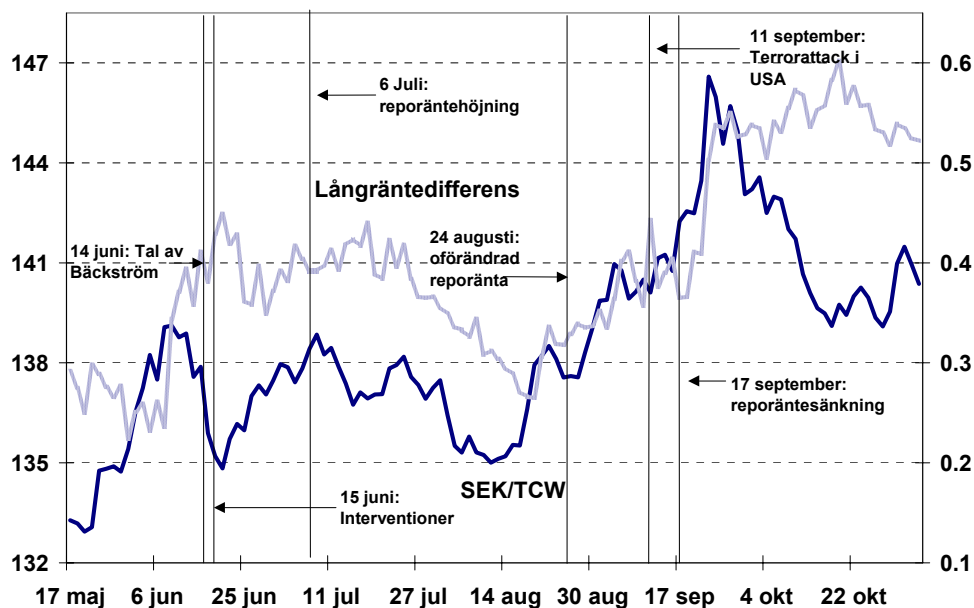


Diagram 9. Långräntedifferens mot Tyskland samt TCW-index.



1.2 Direktionens diskussion

Inledning

Direktionens diskussion inleddes av förste vice riksbankschef Lars Heikensten. Det skedde bl.a. mot bakgrund av en diskussion som förts i den penningpolitiska beredningsgruppen.²

Interventionerna i juni var ett inslag i penningpolitiken. Bakgrunden var ett resursutnyttjande som, trots konjunkurdämpningen, fortfarande var relativt högt, överraskande snabba prisökningar under våren och en kraftig växelkursförsvagning, som var specifik för kronan. Sammantaget riskerade detta att leda till att inflationen skulle överstiga Riksbankens mål. Det fanns också vissa indikationer på att inflationsförväntningarna var på väg upp. För att bryta denna utveckling bedömdes det vara viktigt att sända en signal om att Riksbanken tog inflationsmålet på största allvar. Mot bakgrund både av kronans viktiga roll för importprisutvecklingen - och därmed inflationen - och dess nära koppling till förväntningsbildningen bedömde direktionen att det var lämpligt att intervensera på valutamarknaden.

I beslutsunderlaget ingick bl.a. den genomgång av den akademiska litteraturen som bifogats denna utvärdering. Riksbankens och andra centralbankers tidigare erfarenheter såväl som akademiska studier av interventioner vägdes in i beslutet.

² Beredningsgruppen för penningpolitik består av tjänstemän inom Riksbanken och leds av en av de vice riksbankscheferna.

Utvärderingen av interventionerna kan inte endast baseras på information om deras omfattning och direkta effekter på växelkursen, utan bör även beakta hur andra viktiga variabler såsom prissättningen på räntemarknaden och inflationsförväntningarna påverkats. Detta följer av att interventionerna var en del av ett större penningpolitiskt sammanhang ytterst syftande till att säkra ett stabilt penningvärde. Det är också viktigt att utvärdera om syftet med interventionerna förmedlades på ett tydligt sätt och hur interventionerna uppfattades av externa bedömare. Detta kan delvis göras genom att studera olika marknadskommentarer i samband med interventionerna i juni, men även senare under sommaren.

Det är generellt sett svårt att göra utvärderingar av ekonomisk politik. Det är t.ex. inte möjligt att avgöra hur växelkursen hade utvecklats om Riksbanken avstått från att intervensera på valutamarknaden. Det går inte heller i praktiken att kontrollera för alla andra faktorer, såsom ny makroekonomisk statistik, politiska utspel, andra penningpolitiska beslut som fattas senare etc., som också förändrats under den period som nu utvärderas. Signaleringseffekten av att genomföra valutainterventioner bidrar normalt också till att påverka förväntningarna om penningpolitiken, vilket bör vägas in både vid beslut om och utvärdering av interventioner. Därför ska man inte förvänta sig att det är möjligt att dra alldeles entydiga slutsatser.

Utvärderingen försvåras av den omprövning av penningpolitiken som skedde under början av hösten, i ljuset av den svagare konjunkturen i omvärlden och de lägre internationella exportpriserna. Särskilt efter händelserna den 11 september kom penningmarknaden att prissätta räntesänkningar och styrräntorna justerades sedan av flera centralbanker.

Den dramatiska kronförsvagningen upphörde efter interventionerna i juni och reporäntehöjningen i juli. Kronan förstärktes något till mitten av augusti, då ny statistik och utvecklingen på de finansiella marknaderna talade för att konjunkturnedgången både i Sverige och i omvärlden skulle komma att bli mer markerad. Inflationsförväntningarna, mätt med bl.a. SCB:s enkät för hushållens inköpsplaner, föll också tillbaka något. Till det senare bidrog sannolikt den svagare konjunktur som avtecknade sig.

Mottagandet av interventionerna på de finansiella marknaderna var i huvudsak negativt. Detta trots att åtgärden signalerats i tal och att den genomfördes med större öppenhet både när det gäller kommunikationen om motiven och i operationernas utformning än vad som är vanligt internationellt och vad som varit fallet tidigare från Riksbankens sida. Även om Riksbanken motiverade interventionerna som ett led i penningpolitiken, som ytterst syftade till att säkra att prisstegringstakten på ett till två års sikt utvecklas i linje med inflationsmålet, uppkom en viss osäkerhet på de finansiella marknaderna.

Riksbankens trovärdighet påverkades inte negativt av interventionerna på valutamarknaden. Trovärdighetsbegreppet bör i dessa samman-

hang främst relateras till inflationsmålet och huruvida vidtagna åtgärder bidrar till att det uppnås eller ej. Efter interventionerna föreligger det inte tydliga tecken på stigande inflation, högre inflationsförväntningar eller ökade långräntedifferenser i förhållande till omvärlden. Inte heller har kronfallet accelererat, snarare tvärtom. Det talar för att trovärdigheten för inflationsmålet i varje fall inte påverkades negativt. Samtidigt kan det konstateras att många bedömare, såväl marknadsaktörer som forskare i nationalekonomi, varit kritiska till åtgärderna och att denna kritik har levt kvar längre än efter t.ex. interventionerna 1998.

Ett sätt att minska risken för att interventioner bidrar till ökad osäkerhet kring den allmänna tankeramen för penningpolitiken är att ytterligare öka öppenheten och tydligheten kring hur Riksbanken förhåller sig till detta instrument. Riksbanken har redan tidigare aviserat att det finns anledning att förtydliga hur interventioner ska hanteras i den penningpolitiska processen. I detta sammanhang kan det finnas anledning att ytterligare precisera ordningen för beredning, beslut, kommunikation och protokollshantering vid interventioner på valutamarknaden. Riksbanken och andra centralbankers erfarenheter visar att interventioners roll i tankeramen för en regim med inflationsmål inte är okomplicerad. Även i denna fråga kan det finnas skäl att återkomma i det löpande arbetet inom Riksbanken. Det finns också anledning att fördjupa förståelsen för mikrostrukturen på valutamarknaden. En del arbete har gjorts på detta område.

Lars Heikensten sammanfattade utvärderingen av interventionerna i tre slutsatser:

1. Det är möjligt att Riksbanken kan komma att intervensera på valutamarknaden också i framtiden. I normalfallet vidtas interventioner som ett led i penningpolitiken och syftar då till att bidra till att inflationsmålet säkras. Det kan dock inte uteslutas att det också kan uppkomma andra situationer där interventioner kan vara motiverade. Tydliga motiv för besluten bör alltid kunna ges.
2. Interventioner är ett instrument som kommer att brukas med stor återhållsamhet, så länge regimen med rörlig växelkurs råder. I normalfallet implementeras penningpolitiken genom justeringar av styrräntorna. Lägen när interventioner är påkallade är sällan självklara ur beslutssynpunkt. Därför kan det finnas olika uppfattningar inom direktionen vid beslut om interventioner.
3. Berednings- och beslutsordningen vid interventioner bör vara så öppen och tydlig som möjligt. Det skall vara utgångspunkten för det förslag till arbetsordning och kommunikation etc. kring interventioner som läggs fram för direktionen.

Lars Heikensten föreslog också att direktionens särskilda protokoll 2001-06-14, § 1 och 2001-07-05 nr 9:3 bör offentliggöras eftersom det inte längre kan anses att en publicering skulle riskera att motverka syftet med åtgärden. Eftersom en publicering av det interventionsman-

dat som delegerades vid sammanträdet den 14 juni skulle kunna försvåra framtida interventioner och motverka syftet med sådana åtgärder bör denna uppgift inte nu offentliggöras. Publicering av dessa tidigare protokollen föreslås ske i anslutning till att detta protokoll publiceras den 30 november 2001.

Diskussion kring interventioner

Diskussionen inleddes med att alla ledamöter ställde sig bakom huvuddragen i Lars Heikenstens föredragning. Samtliga ledamöter ställde sig också bakom de tre slutsatser som Heikensten drog av utvärderingen samt det beslutsförslag som föredragits.

En ledamot gjorde gällande att det är naturligt att direktionen nu beslutar om att publicera de protokoll som fördes vid besluten om interventionerna den 14 juni samt för de diskussioner om interventioner som ägde rum vid mötet den 5 juli. Ledamoten menade att en publicering inte längre riskerade att störa syftet med de interventioner som vidtagits. Övriga ledamöter instämde i denna bedömning.

En ledamot påpekade att dagens diskussion kunde bli kortfattad eftersom de avvikande uppfattningar som framförts vid tidigare möten därmed blir offentliga.

Flera ledamöter underströk dock att det fanns skäl att inte offentliggöra den ram som fastställdes av direktionen vid delegeringen av genomförandet av interventionsbeslutet. Motivet var att ett offentliggörande av ramen kunde göra det svårare att genomföra framtida interventioner.

Ett par andra ledamöter menade att den teoretiska och empiriska forskningen kring interventioner bör tolkas med viss försiktighet. Vissa studier bygger på starka antaganden, som inte alltid gäller. Nyare forskning, med förbättrade metoder, ger en mer nyanserad bild. En av ledamöterna påpekade att interventioner är en del av ett ekonomisk-politiskt sammanhang och därmed svåra att utvärdera separat. Interventioner har en roll i en centralbanks arsenal av instrument. Det kan, poängterade ledamoten, finnas situationer, t.ex. när oron på marknaden är stor och handeln är tunn där interventioner inte bara kan motiveras som direkt syftande till att som en del i penningpolitiken upprätthålla ett fast penningvärde. I vissa lägen kan tillfälligt illa fungerande marknader motivera interventioner. Den andre ledamoten påpekade att det inte kan uteslutas att flockbeteende är särskilt problematisk på en liten valutamarknad med koncentration i handeln och att sådana omständigheter i vissa fall i sig kan motivera interventioner från Riksbanken.

En ledamot delade uppfattningen att det under vissa omständigheter, t.ex. när oron på marknaden är stor och handeln är tunn, kan vara rimligt att en centralbank intervenerar på valutamarknaden. Det är emellertid sällan sådan situationer uppkommer och så var inte fallet i

juni. Ledamoten ansåg att det finns effektivare sätt att kommunicera inriktningen på penningpolitik än att genomföra interventioner. Därtill menade ledamoten att marknadsreaktionerna tyder på att signaleringen inte blev tydlig förrän efter den ovan refererade radiointervjun med Bäckström. Efter interventionerna uppkom under en period oklarhet kring penningpolitiken, hävdade ledamoten. Ledamoten ansåg inte heller att effekterna av interventioner blev vad som eftersträvades.

En annan ledamot poängterade att även om interventionsbeslut i normalfallet är en del av penningpolitiken så följer inte därav självklart att interventionsbeslut alltid måste följas av räntebeslut i samma riktning. Det kan tillkomma information som förändrar beslutsläget.

Ledamoten delade inledarens syn att den förstärkta avmattningen i ekonomin var en viktig faktor bakom de mer dämpade förväntningarna om prisstegringstakten som uppkom under sommaren. Ledamoten tillade att Riksbanken därför borde vara försiktig med att hävda att det var interventionerna och räntehöjningen som dämpade inflationsförväntningarna.

De övriga ledamöterna framförde invändningar mot resonemanget. En ledamot hävdade att det efter inflationsrapporten i maj uppkom en bild bland externa bedömare att Riksbanken tog förhållandevis lätt på de prishöjningar som skedde under våren. Efter rapporten steg inflationsförväntningarna, menade ledamoten. En annan ledamot poängterade att räntehöjningen i kombination med avmattningen tycks ha haft en tydlig effekt på inflationsförväntningarna.

En tredje ledamot delade synen att Riksbankens åtgärder bidragit till att dämpa inflationsförväntningarna och påpekade att Riksbanken inte kan avstå från att vidta nödvändiga åtgärder bara för att dessa inte är förväntade på marknaderna eller kan antas leda till extern kritik.

Ytterligare en ledamot höll med om att det fanns en viss oro för att Riksbanken tog lätt på den prisuppgång som skett under våren i det svenska samhället. Denna syntes inte påtagligt i enkäter etc., men kom fram dels i prissättningen på vissa marknader, dels i många olika kontakter med marknadsaktörer och företag. Det kan inte heller uteslutas att denna oro påverkade kronan i början av juni. Samtidigt poängterade ledamoten att direktionens beslut var baserat på en samlad bedömning av inflationsutsikterna på 1-2 års sikt. I den bedömningen vägde många faktorer bl.a. resursutnyttjandet, den mycket kraftiga försvagningen av växelkursen och inflationsförväntningarna in.

Ledamoten höll också med dem som hävdade att det sannolikt gått att uppnå ungefär samma effekt enbart genom att signalera att en justering av räntan var nära förestående. Att en sådan skulle ske den 5 juli var för övrigt för den ledamoten en utgångspunkt redan när beslutet om interventioner togs. Ledamoten menade dock samtidigt att man inte borde dramatisera interventioner som ett sätt att försöka påverka

växelkursen. Kronan var markant undervärderad och en viss åtstramning via växelkursen framstod då som önskvärd.

1.3 Beslut

Ordföranden sammanfattade diskussionen och konstaterade att alla ledamöter hade ställt sig bakom de tre slutsatser från utvärderingen som föredragits. Därutöver förelåg ett beslutförslag om

att offentliggöra direktionens särskilda protokoll 2001-06-14, § 1 och 2001-07-05 nr 9:3, samt

att uppgiften om omfattningen av det interventionsmandat som delegerades den 14 juni ej offentliggörs nu.

Direktionen beslutade i enlighet med förslaget.

Vid protokollet

Kerstin Alm

Justeras:

Urban Bäckström

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson