

Nr 2

SÄRSKILT

PROTOKOLL från direktionens sammanträde 2002-02-07

Närvarande: Urban Bäckström, ordförande

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson

–

Sven Hulterström, fullmäktiges ordförande

–

Kerstin Alm

Malin Andersson (§ 1)

Claes Berg

Mårten Blix (§ 1)

Anders Borg

Jörgen Eklund

Kerstin Hallsten (§ 1)

Björn Hasselgren

Leif Jacobsson

Hans Lindblad

Christina Lindenius

Tomas Lundberg

Pernilla Meyersson (§ 1)

Javiera Ragnartz (§ 1)

Cecilia Roos-Isaksson (§ 1)

Robert Sparve

Staffan Viotti

§ 1. Penningpolitisk diskussion

Det antecknades att Mårten Blix och Anders Borg skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättandet av dagens protokoll under paragraferna 1-2.

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 3,75 procent t.o.m. december 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 omvärlden och i Sverige

1.1 Utvecklingen i omvärlden

Direktionen konstaterade att mycket av den information som inkommit sedan det föregående penningpolitiska sammanträdet den 4 december 2001 tyder på att nedgången i den globala konjunkturen kan vara på väg att brytas. Ett tecken på detta är att hushållens konsumtion i USA var starkare det fjärde kvartalet än bedömningen i inflationsrapporten. Delvis kan detta förklaras av realisationer inom både bilindustrin och annan kapitalvarukonsumtion, vilket kan ha medfört en tidigareläggning av dessa inköp, men också av lägre boendekostnader. Även skattelättnader och sänkta bensinpriser har bidragit till att öka hushållens disponibla inkomster. Direktionen noterade att lageravvecklingen i USA har gått snabbare än väntat; det finns nu vissa tecken på att lagernivåerna är i bättre balans med försäljningen.

Mot detta står att statistiken i USA visar på lägre sysselsättningstillväxt, viss mättnad i kapitalvaruinköp och bostadsinvesteringar, vilket, i kombination med den höga skuldsättningen, väntas verka återhållande och bidra till att hushållen ökar sitt sparande. Direktionens samlade uppfattning var att utvecklingen i stora drag följde den prognosticerade, men att risken för en fördjupad nedgång minskat.

En ledamot påtalade att det under det senaste året kommit blandade konjunktursignaler i USA, men att allt fler indikatorer nu visade på att en vändning var förestående. Lågkonjunkturen verkade alltså inte behöva bli så djup och kunde t.o.m. beskrivas som en tillväxtrecession.

Förutsättningen, fortsatte ledamoten, för en återhämtning i den amerikanska ekonomin var dels att den återhållande effekten av lageravvecklingen klingar av, dels att den inhemska efterfrågan stärks. Det förefaller tydligt att lagercykeln hittills följer det historiska mönstret, men det är för tidigt att dra slutsatsen att tillväxtbidragen från konsumtion och investeringar kommer att öka. Det betyder, enligt ledamoten, att efterfrågeläget åter kan försvagas när effekterna av lagercykeln ebbar ut.

Ett annat hot är, menade ledamoten vidare, att BNP-utvecklingen dämpas både i år och nästa år av obalanser i den amerikanska ekonomin. De amerikanska hushållens skuldkvot, skulderna som andel av hushållens disponibla inkomster, och skuldtjänst, amorteringar och räntebetalningar som andel av hushållens disponibla inkomster, är påtagligt högre än exempelvis i Sverige. Inte minst mot bakgrund av hushållens låga sparande och de ihållande bytesbalansunderskotten i den amerikanska ekonomin är det glädjande att produktivitetens utvecklingen hittills inte överraskat negativt, eftersom en fortsatt stark produktivitetens utvecklingen minskar svårigheterna att avveckla dessa obalanser.

Det kan idag inte uteslutas att de återhållande faktorerna verkar stabiliserande framöver om en synkroniserad uppgång i industrisektorn i flertalet OECD-länder kommer igång, erinrade ledamoten vidare. Ledamoten konstaterade också att

det fanns skäl att tro att de ytterligare skattesänkingspaket som diskuterats i USA efter händelserna i september inte kommer att genomföras, vilket antagligen skulle vara bra mot bakgrund av att riskerna för en fördjupad nedgång minskar. Ett par andra ledmöter instämde i den påföljande diskussionen i bedömningen att nedgången i USA antagligen inte behöver bli så lång och att produktivitetens utvecklingen hittills är ett styrketecken.

En annan ledamot menade dock att det fanns en betydande risk att obalanserna kvarstår när konjunkturen förbättras. Att börserna fortfarande är högt värderade i förhållande till underliggande ekonomiska förhållanden talar också för detta.

En tredje ledamot delade bedömningen att industrisektorn i många OECD-länder var på väg in i en synkroniserad återhämtning. Ledamoten framhöll också att den stora osäkerhet om världskonjunkturen som rådde under hösten, bl.a. till följd av terrorattacken den 11 september och kriget i Afghanistan, har minskat betydligt. Utvecklingen i USA har, som väntat, varit svag och i vissa asiatiska länder har nedgången varit kraftigare än vad som förväntats. Sammantaget är det dock relativt få länder där avmattningen blivit kraftigare än befarat. Andra länder i Asien, Central- och Östeuropa samt Ryssland och Storbritannien har en förhållandevis gynnsam utveckling.

Ledamoten var bekymrad över att den ekonomiska politiken riskerade att vara alltför expansiv främst i USA och Europa. Det låga realränteläget tillsammans med finanspolitiska stimulanser på flera håll i världen medför risker för den framtida utvecklingen av tillgångspriser, särskilt på aktiemarknaden. Fastighetsmarknaden har dessutom hållit sig väl uppe i flera länder under 2001. Till detta kommer att skuldsättningen hos företag och hushåll redan är hög i en rad länder. Dessa risker behöver inte vara överhängande i dagsläget, men problemen kan bli påtagliga vid slutet av och efter prognoshorisonten. Därmed finns en risk att den ekonomiska politiken är alltför expansiv, på ett liknande sätt som efter krisen 1987 då en finansiell "bubbla" återuppstod. Uppgången i konjunkturen riskerar därför att vara beroende av en fortsatt alltför optimistisk bedömning av tillgångspriserna och för hög kreditillväxt i förhållande till fundamentala faktorer, och åtföljas av ytterligare en konjunktturnedgång.

En fjärde ledamot underströk att vändningen ännu inte är stabil. Det finns en betydande osäkerhet kring hur stark och varaktig uppgången i USA kan bli. Konjunkturåterhämtningen i USA kan försvagas av en sämre utveckling på arbetsmarknaden och av att den övriga världen åtminstone inledningsvis inte ger så mycket draghjälp. De starka produktivitetssiffrorna i USA trots nedgången är imponerande och inger hopp om en snar återhämtning. Samtidigt kan det bidra till att stärka dollarn och därmed försena den nödvändiga korrigeringen av sparandeobalanserna. Det finns en uppenbar risk för en "double-dip" för den amerikanska konjunkturutvecklingen.

En femte ledamot delade bedömningen att den viktigaste frågan om utvecklingen i USA nu är huruvida den inhemska efterfrågan kommer att återhämta sig. Ledamotens uppfattning var att det fanns två tydliga motpoler bland de tänkbara scenarierna för USA-ekonomin. Det ena scenariot baseras på att det verkligen skett ett paradigmskifte och det visar sig att den kortaste lågkonjunkturen följt efter den längsta högkonjunkturen i USA:s historia. Om produktivitetstillväxten

verkligen bottnat på nivåer kring 1,5 procent i en lågkonjunktur kan det vara ett tecken på att den långsiktigt uthålliga tillväxttakten i USA har skiftat uppåt. Den andra tänkbara motpolen är att utvecklingen präglats av en tillgångsprisbubbla och att denna bubbla spräcktes förra året. Genom finans- och penningpolitiska åtgärder har tillväxten åter ”pumpats upp”. Det betyder att anpassningen av sparande- och investeringsobalanserna riskerar att inte kommer till stånd. Det kan noteras att börskurserna är högt uppdrivna givet konjunkturläget. Utan att driva parallellen för långt kan man notera vissa likheter med utvecklingen i Japan under andra halvan av 1980-talet, då en expansiv ekonomisk politik bidrog till att en nödvändig anpassning kom att förskjutas 2-3 år framåt i tiden. Tillgångsprisbubblan riskerar då att övergå i en skulddeflation även i USA.

Ledamoten menade att det var rimligt att basera penningpolitiken på ett scenario liknande huvudscenariot i inflationsrapporten, d.v.s. att konjunkturen skulle komma att stabiliseras och att obalanserna successivt avecklas, men att det fanns skäl att ha beredskap att revidera bedömningen.

Direktionen övergick därefter till att diskutera utvecklingen i Europa. Direktionen noterade att olika företags- och inköpschefsindex pekar på att industrikonjunkturen kan vara väg att stabiliseras också i euroområdet. Detaljhandelsförsäljningen har dock utvecklats svagt och arbetsmarknaden har visat tecken på ytterligare försvagning. I Finland, en av Sveriges viktigaste handelspartners, har effekterna av konjunkturavmattningen i tillverkningsindustrin blivit tydligare, bl.a. med lägre export- och investeringstillväxt än väntat. Även i Tyskland har utvecklingen varit svagare än väntat med bl.a. en kraftig minskning i byggaktiviteten. Ett begränsat finanspolitiskt handlingsutrymme, p.g.a. stora budgetunderskott och hög skuldsättning, minskar möjligheterna för att föra en expansiv finanspolitik. För euroområdet och EU som helhet är bilden av den ekonomiska utvecklingen emellertid i huvudsak densamma som i inflationsrapporten i december.

En ledamot konstaterade att den snabba nedgången i Europa hade överraskat många. Att nedgången blev mer synkroniserad med avmattningen i USA kan bero på att ytterligare länkar, vid sidan av den traditionella handelskanalen, spelat en roll. Bl.a. kan multinationella bolag och de finansiella marknaderna ha förstärkt kopplingarna mellan länderna. Ledamoten konstaterade att om länkarna visat sig vara starkare i nedgången kan de också visa sig vara det under den förestående uppgångsfasen.

Utvecklingen i Tyskland är, poängterade ledamoten vidare, svag. Oförmågan att reformera pensionssystemet och de höga lönekrav som framställts från IG-Metall kan utgöra problem.

BNP-statistiken för den japanska ekonomin blev sämre än väntat under slutet av förra året. Ratingföretagen fortsätter att nedgradera japanska statspapper, vilket bl.a. ökat sårbarheten i många banker. Ytterligare en regional storbank har försatts i konkurs. En ledamot ansåg att det ändå förelåg vissa tecken på att nedgången i industrisektorn är på väg att brytas. En annan ledamot påpekade att även om industrisektorn i Japan visar vissa tecken på ljusning så återstår betydande osäkerhet om situationen i den finansiella sektorn.

Direktionen noterade att oljepriserna har varit förhållandevis stabila under den senaste tiden. Genomsnittet hittills i januari blev 19,5 USD/fat, vilket är ca en dollar högre än prognostiserat. På längre sikt har det inte framkommit någon ny information som ändrar bedömningen i inflationsrapporten. Priserna på övriga råvaror steg i december något mer än väntat, men har nu fallit tillbaka och är i stort sett i linje med prognosen. En prisuppgång väntas i likhet med i decemberrapporten i takt med att den internationella konjunkturen återhämtar sig.

En ledamot konstaterade att oljepriserna i huvudsak har utvecklats i linje med prognosen i inflationsrapporten och någon kraftig nedgång av oljepriserna har inte inträffat. Ledamoten menade dock att det förelåg en risk, bl.a. mot bakgrund av de stora oljeöverskotten i Ryssland, för ett kraftigare prisfall under andra kvartalet.

Direktionens samlade bedömning var att de internationella exportpriserna kommer att utvecklas ungefär i linje med inflationsrapporten i december.

Ny statistik från flera länder tyder på en kraftigare avmattning i importen än väntat under slutet av föregående år, i synnerhet gäller det länder i Asien och för flera mindre ekonomier i Europa. Världsmarknadstillväxten för svenska exportprodukter bedöms därför bli något lägre i år än bedömningen i inflationsrapporten.

Direktionens samlade bedömning av den internationella utvecklingen var att denna i huvudsak ligger i linje med den bild som tecknades i inflationsrapporten i december, med en återhämtning i omvärlden under andra halvåret i år. Signalerna om att efterfrågedämpningen avtar och att aktivitetsnivån stabiliseras i den amerikanska ekonomin har blivit tydligare. Osäkerhet kring utvecklingen på arbetsmarknaden, bestående sparandeobalanser och en volatil börsutveckling utgör emellertid fortsatt en riskfaktor i prognosen. Utvecklingen i Europa är svag, men även här tycks läget ha stabiliserats något. I Japan däremot har de senaste månaderna visat på en ytterligare försvagning i ekonomin.

1.2 De finansiella marknaderna

Direktionen noterade att internationella och svenska långräntor har stigit marginellt sedan föregående inflationsrapport. I december styrdes ränteutvecklingen främst av starkare ekonomisk statistik för USA. I januari dämpades dock optimismen bl.a. till följd av en ökad osäkerhet om konjunkturutvecklingen och viss osäkerhet inför företagens kvartalsrapporter. Under senare delen av januari förefaller räntorna i Sverige även ha stigit något till följd av det oväntat höga KPI-utfallet för december.

Långräntedifferensen gentemot Tyskland har legat runt 0,4 procentenheter sedan föregående inflationsrapport. Differensen minskade vid årsskiftet till cirka 0,35 procentenheter, vilket eventuellt hängde samman med allt tydligare EMU-positiva signaler från politiska företrädare.

De kortare svenska räntorna har under de senaste månaderna stigit relativt kraftigt, vilket inte har varit fallet internationellt. Det sammanhänger antagligen med att bl.a. de höga inflationsutfallen fått marknadsaktörerna att ändra sin syn

på penningpolitiken och att de nu räknar med en något högre reporänta än tidigare.

Den effektiva handelsvägda växelkursen, mätt med TCW-index, har stärkts marginellt mer än prognosen i inflationsrapporten. En förstärkning var i grunden väntad mot bakgrund av kronans låga värdering. Förstärkningen kan troligtvis förklaras av den senaste tidens politiska signaler rörande Sveriges eventuella medlemskap i EMU. Det går heller inte att utesluta att den stigande kontrantedifferensen mot utlandet kan ha bidragit till kronförstärkningen. Euron stärktes något mot dollarn inför den fysiska introduktionen av den nya valutan vid årsskiftet, men har sedan deprecierat efter att ekonomisk statistik under januari månad generellt utfallit svagare för Europa och starkare för USA.

Direktionen noterade att börserna i omvärlden återhämtade sig efter terroristattackerna under oktober och november månad. Sedan föregående inflationsrapport har dock denna uppgång brutits och börskurserna såväl i utlandet som i Sverige har fallit tillbaka, främst för teknik- och telekombolag. Den svenska börserna har gått ned mer än övriga börser, bl.a. till följd av Ericssons svaga resultatutveckling, som offentliggjordes i slutet på januari. OMX-index har sammantaget sjunkit med ca 7 procent sedan inflationsrapporten i december. Direktionen noterade också att utvecklingen i Argentina hittills inte fått allvarliga spridningseffekter på det finansiella systemet.

En ledamot menade att kollapsen för energibolaget Enron ökat oron på de finansiella marknaderna eftersom det blivit uppenbart att utvecklingen av redovisningsprinciper för företag i USA inte hållit jämna steg med utvecklingen av finansiella instrument. Om investerarna är osäkra på vad balansräkningarna i företagen verkligen innehåller så stiger riskpremierna vilket påverkar börskurserna negativt. Om osäkerheten blir stor och långvarig kan kurseffekten också bli det.

En annan ledamot höll med om att denna risk finns och inte ska underskattas. Risken för spridningseffekter av Enronkollapsen, en sämre börsutveckling och den oroväckande utvecklingen i Japan framstår som nedåtrisker för den internationella konjunkturen. Därtill finns en risk för nya terroristattacker. Ledamoten menade att det kvarstod en viss risk för att oron på den finansiella marknaderna skulle återkomma.

Sammantaget gjorde direktionen bedömningen att de monetära förhållandena i Sverige blivit något mindre expansiva jämfört med inflationsrapporten i december, till följd av högre korta och långa marknadsräntor, en starkare växelkurs samt lägre aktiepriser.

1.3 Efterfrågan och utbud

I inflationsrapporten i december bedömdes tillväxten i svensk ekonomi bli 1,2 procent i fjol, 1,8 procent 2002 och 2,4 procent 2003. Uppgången bedömdes ske mot bakgrund av en återhämtning i den internationella konjunkturen, en förhållandevis svag krona, låga realräntor och en expansiv ekonomisk finanspolitik.

Konsumtionstillväxten under 2001 kan visa sig ha varit mer dämpad än vad som antogs i inflationsrapporten i december. Enligt nationalräkenskaperna var hushållens konsumtion oförändrad under de tre första kvartalen 2001 jämfört med motsvarande period 2000. Undersökningarna av hushållens inköpsplaner tyder på att hushållens förväntningsbild är i stort sett oförändrad. Tillgångsprisernas utveckling är något sämre jämfört med vad som antogs i inflationsrapporten, men detaljhandelsstatistiken visar att försäljningsutvecklingen stabiliserats. Direktionen såg dock ingen anledning att revidera sin bedömning av konsumtionstillväxten för 2002 och 2003.

Direktionen konstaterade att utrikeshandeln med varor har minskat mer än väntat i inflationsrapporten. Nedgången i varuimporten har varit starkare än nedgången i varuexporten och bidraget från nettoexporten blev större än prognosticerat. Till det faktum att nedgången i den svenska exporten delvis förklaras av ofördelaktig varusammansättning, d.v.s. av nedgångar i teleprodukt- och fordonsindustrin, kommer att världsmarknadstillväxten tycks ha överskattats. Tjänsteexporten har ökat anmärkningsvärt starkt under de tre första kvartalen 2001, men betalningsbalansstatistiken talar för att en dämpning inträffat mot slutet av 2001.

Direktionen konstaterade att nya skattningar av produktionsgapet, som baseras på den information som tillkommit i SCB:s nationalräkenskapsstatistik, visar att resursutnyttjandet under 2001 var något högre än i tidigare bedömning.

Läget på arbetsmarknaden ger blandade signaler. Den öppna arbetslösheten föll till 3,6 procent i december. Sysselsättningen planade ut under andra halvåret i fjol, men ökningen blev ändå ca 80 000 personer eller 1,9 procent från 2000 till 2001. Antalet arbetade timmar har emellertid utvecklats betydligt sämre, vilket innebär att medelarbetstiden fallit, sannolikt till följd delvis av både ett minskat overtidsuttag och av ett stigande antal sjukskrivningar. Sysselsättningen inom industrin föll medan en uppgång noterades inom övriga delar av ekonomin.

Nyanmälningarna av lediga platser har fortsatt att minska. Antalet varsel om uppsägningar, som ökade starkt från början av 2001, uppvisar ett osäkert mönster, men det finns inga tecken på en minskning. Utvecklingen på arbetsmarknaden bedöms i stora drag följa bedömningen i senaste inflationsrapporten.

Trots en svagare konjunkturutveckling under fjolåret har lönerna uppvisat något högre ökningstal än väntat. Det finns en risk för att denna utveckling inte är tillfällig och att det kan finnas skäl att något revidera upp löneprognosen också för 2002.

En ledamot gjorde bedömningen att industriproduktionen i Sverige börjat bottna och att konsumtionen stått emot nedgången förhållandevis väl. Utvecklingen på arbetsmarknaden har hittills motverkat nedgången. Att konjunkturedgången ännu inte fått tydligt genomslag på arbetslösheten är unikt ur ett historiskt perspektiv. Om tillväxten utfaller i enlighet med Riksbankens decemberprognos så innebär det en genomsnittlig tillväxt 2001-2003 som ligger väl i linje med takten under 1970- och 1980-talen, vilket inte kan anses som en låg nivå givet att världsekonomin genomgår en avmattning.

En annan ledamot gjorde reflektionen att den ekonomiska utvecklingen i olika delar av ekonomin inte varit synkroniserad. Medan kapacitetsutnyttjandet minskat markant inom industrisektorn, med stigande varsel och fallande sysselsättning, har hemmamarknaden utvecklats förhållandevis starkt. Detta väcker frågor om hur relevanta aggregerade mått på det samlade resursutnyttjandet och produktionsgapet är för utvecklingen av konsumentpriserna. Lediga resurser i industrisektorn har kanske inte samma implikationer för konsumentpriserna som resursutnyttjandet i den inhemska ekonomin. Stöd för denna uppfattning ger också utvecklingen under andra hälften av 1990-talet, då pristrycket i ekonomin var överraskande lågt, trots en snabb expansion i ekonomin, vid denna tid dock främst i de utlandskonkurrerande delarna.

En tredje ledamot noterade att Riksbanken i föregående inflationsrapport överskattade världsmarknadstillväxten som nu måste revideras ner. Stigande varsel indikerar dessutom att arbetslösheten kan komma att gå upp och påverka den privata konsumtionen negativt. Börsens återhämtning kan också tappa fart och dämpa konsumtionsbenägenheten.

En fjärde ledamot menade att det finns tecken på att BNP under 2001 kan ha underskattats i SCB:s preliminära statistik. Ledamoten pekade på att den svaga efterfrågeutvecklingen inte överensstämmer med andra indikatorer såsom konsumentpriser, sysselsättningen, penningmängden, kredittillväxten och skatteintäkterna. Effekterna på försäkringstjänster av skadeutfall bl.a. förknippade med översvämningar kan vara en förklaring. Det har förekommit tidigare att revideringar av nationalräkenskaperna förändrat bilden av den faktiska utvecklingen.

Sammantaget gjorde direktionen bedömningen att det nu inte finns skäl att påtagligt ändra sin syn på den svenska konjunkturen. Risken för en svagare utveckling bedömdes dock ha minskat något.

2. Direktionens bedömning av inflationsutsikterna

I inflationsrapportens huvudscenario i december bedömdes KPI-inflationen uppgå till 2,0 procent i december 2002 och till 2,1 procent i december 2003. Motsvarande prognos för UNDIX-inflationen var 2,0 respektive 1,9 procent. En del av prisuppgången under fjolåret bedömdes vara tillfällig och klinga av under 2002.

Direktionen noterade att inflationen har ökat något mer än väntat sedan inflationsrapporten. Den underliggande inflationen mätt som UNDIX uppgick i december till 3,4 procent i årstakt 2001, vilket är 0,3 procentenheter högre än prognosticerat. Detta förklaras delvis av att priserna på frukt och grönsaker, stigit oväntat mycket. Det finns också information som tyder på att dessa priser kan komma att fortsätta öka något på kort sikt.

Men även andra priser har stigit mer än väntat. Uppgången på 1,5 procentenheter i inflationstakten sedan mars 2001 förklaras till hälften av de varugrupper som drabbats av utbudsstörningar, d.v.s., el, kött, frukt och grönt. Att även övriga priser stigit mer än väntat beror sannolikt delvis på att företagens kostnader stigit oväntat mycket. Växelkursgenomslaget kan ha varit något större än väntat. För

detta talar att den importerade inflationen har ökat oväntat mycket i både konsument- och producentledet.

Direktionen noterade att enkätundersökningar som inkommit sedan föregående inflationsrapport visar på fallande inflationsförväntningar. I SCB:s månatliga hushållsenkät förväntades i december att priserna de närmaste tolv månaderna skulle öka med ca 1,8 procent jämfört med 2,0 i november och 2,3 procent i oktober. Enligt Konjunkturinstitutets senaste barometer har också inflationsförväntningarna inom industrin sjunkit, från 1,9 procent i oktober till 1,7 procent. Sedan KI ändrat uppläggningsen på hushållsenkäten finns en viss oklarhet om hur resultaten av den senaste mätningen ska tolkas.

En ledamot framhöll att det uttryckts en oro för den höga inflationen från företrädare för de fackliga organisationerna. Denna oro kunde delvis tolkas som en viss irritation över att den faktiska relativlöneutvecklingen för arbetare inom exportindustrin avviker från vad dessa organisationer anser är önskvärt. Medan löneökningarna för tjänstemannagrupper inom tillverkningsindustrin legat i intervallet 5-6 procent, har löneökningstakten i arbetargrupper varit något lägre. Det kan vara så att diskussionen om att reallönerna urholkats skall ses som en argumentation för kompensationskrav i kommande förhandlingar. En sådan tolkning innebär dock inte att uttalandena ska bagatelliseras, de kan ha implikationer för kostnadsutvecklingen framöver. Ytterligare tre ledamöter refererade till den oro som uttryckts från fackligt håll.

En annan ledamot gjorde bedömningen att en del av inflationen sannolikt beror på effekter av det höga resursutnyttjandet. De höga inflationsutfallen visar att efterfrågetrycket är fortsatt starkt och ledamoten noterade att det är bekymmersamt att det ännu inte föreligger någon tendens till att inflationen kommer ner.

Det är bekymmersamt, betonade ledamoten vidare, om aktörerna i ekonomin börjar ändra sin bedömning av den långsiktiga prisutvecklingen. Prissättningen på räntemarknaden tyder på att så kan vara fallet, eftersom de implicita inflationsförväntningarna på två års sikt stigit sedan början på hösten. Ett annat tecken är den lågt värderade kronan eftersom den möjligen kan återspegla förväntningar om en högre inflationstakt än i omvärlden. Ledamoten framhöll också att sysselsättningsutvecklingen är god, att arbetslösheten sannolikt endast kommer att stiga marginellt samt att konjunkturen förefaller vända uppåt, vilket kan innebära att efterfrågeavmattningen inte blir tillräcklig för att pristrycket skall hinna ner. Det verkar dessutom som löntagarna är oroliga för detta också.

Ledamotens slutsats var att det förelåg en viss risk för att allmänhetens förtroende för Riksbankens mål skulle kunna påverkas menligt om inte direktionen visar beredskap att vidta åtgärder i god tid för att säkerställa att inflationsutsikterna på 1-2 år sikt ligger kring 2 procent.

En fjärde ledamot framhöll att de prisstegringar på vissa varu- och tjänstegrupper som tidigare beskrivits som resultatet av temporära utbudshöjningar i allt väsentligt hittills visat sig vara tillfälliga. Prisutvecklingen för denna varu- och tjänstegrupp har i huvudsak följt den bana som prognosticerades i maj 2001. Vad som skiljt sig från de prognoser som då gjordes är prisutvecklingen för övriga varor och tjänster. Den underliggande, trendmässiga inflationen har tenderat att stiga mer

än förväntat. Ledamoten poängterade också att Riksbanken, allt sedan inflationen accelererade våren 2001 framhållit att detta har väckt frågetecken kring utväxlingen mellan efterfrågan och inflation. Ledamoten citerade som exempel den inflationsrapport som presenterats i maj 2001:

”Riskerna förknippade med den inhemska efterfrågan och utväxlingen mellan tillväxt och inflation i Sverige utgör en något större uppåtrisk för inflationen än i föregående rapport. Visserligen har inflationsprognosen i huvudscenariot reviderats upp med hänsyn tagen till den överraskande höga inflationen, men det har huvudsakligen skett för det närmaste året. Det kan inte uteslutas att den högre registrerade inflationen delvis är ett tecken på att resursutnyttjandet är mer ansträngt än vad som antagits i huvudscenariot.” (s. 24).

Varningar för att den stigande prisökningstakten delvis kan hänföras till resursutnyttjandet och inflationsbenägenheten i vid mening har återkommit under hösten.

Ledamoten framhöll också att det finns anledning att vara försiktig med tolkningar av utvecklingen av inflationsförväntningarna. Bilden av utvecklingen av inflationsförväntningarna är inte entydig, bl.a. visar barometerundersökningar från industrin på fallande prisförväntningar och till detta skall läggas att långränteuppgången varit begränsad. De stigande korträntorna kan delvis bero på ökad oro för inflation, men återspeglar i hög grad förväntningar om centralbankens reaktionsfunktion. Ledamoten invände också mot argumentet att uttalanden från enskilda företrädare från fackföreningar togs till intäkt för att förtroendet för inflationsmålet försämrats och att inflationsförväntningarna skulle komma att bita sig fast på en högre nivå. Bakom sådana uttalanden kan dölja sig många orsaker som inte har så mycket med penningpolitik att göra. Möjligen kan det föreligga en svag tendens mot stigande inflationsförväntningar i vid mening, men utvecklingen bör inte dramatiseras.

En femte ledamot delade bedömningen att inflationen är alltför hög, men framhöll att den sannolikt kommer att dämpas under innevarande år. Effekterna av de tillfälliga prishöjningarna faller ur statistiken under våren och avmattningen bör få allt tydligare effekter på inflationen under resten av året. Ledamoten menade att en ytterligare förstärkning av växelkursen kunde antas inträffa i takt med ett eventuellt EMU- och ERM-inträde kommer närmare. Att kronan kan komma att appreciera mer än vad som antogs i inflationsrapporten bidrar också, på marginalen, till att ge stöd för en lägre inflation.

Direktionens slutsats för inflationsutsikterna var att inflationen, liksom tidigare, bedöms falla tillbaka under prognosperioden. Direktionen menade dock att det finns argument för att skjuta inflationsnedgången något framåt i tiden. Jämfört med inflationsrapporten i december bedöms inflationen under 2002 bli något högre. Detta beror bl.a. på de högre inflationsutfallen, de stigande enhetsarbetskostnaderna och på att hyreshöjningarna väntas bli något större än väntat. Direktionen fann inte skäl att nu revidera inflationsprognosen för 2003.

I inflationsrapporten i december ansågs riskbilden på både ett och två års sikt vara balanserad. Nedåtriskerna från en svagare konjunkturutveckling, både internationellt och i Sverige, balanserades av uppåtrisken från det inhemska inflationstrycket.

En ledamot tog sin utgångspunkt i att riskbilden vid förra inflationsrapporten var balanserad. Det som hänt sedan dess är att inflationen utfallit något högre, vilket ger ett visst stöd för risken för högre inhemsk inflation. Vad avser den internationella utvecklingen har uppgångstecknen, som noterats, förstärkts.

Ledamoten drog slutsatsen att riskbilden börjar att skifta uppåt. Det är för tidigt att entydigt konkludera att uppåtriskerna dominerar. Får vi ytterligare tecken som går i samma riktning är en sådan slutsats emellertid svår att undvika. Det kan exempelvis handla om att inflationen fortsätter att vara högre än prognostiserat. Det föreligger alltså en tendens till att riskbilden dras uppåt.

En ledamot ansåg att riskbilden fortfarande var balanserad; uppåttendensen var svag samtidigt som det fortfarande fanns en viss risk för en fortsatt dämpad konjunkturutveckling. En annan ledamot ansåg att det redan i dagsläget förelåg en uppåtrisk i inflationsprognosen.

Direktionens samlade bedömning var att risken för en svagare internationell konjunktur bedöms ha minskat något. Därmed har också risken för en svagare krona till följd av en kraftigare internationell avmattning minskat något. Direktionen gjorde bedömningen att risken för att en mindre fördelaktig utväxling mellan tillväxt och inflation ökat jämfört med tidigare bedömningar. Direktionens slutsats var att riskbilden har förskjutits något och att det nu föreligger en tendens till uppåtrisk för inflationen på ett till två års sikt.

3. Direktionsledamöternas bedömning av det penningpolitiska läget

3.1 Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget¹

Beredningsgruppens diskussion utgick från uppfattningen att det i dagsläget inte fanns anledning att revidera huvuddragen i prognosen från december. Diskussionen präglades av att gruppen såg tecken på att konjunkturedgången var på väg att brytas, men att uppgången ännu inte var tryggad. Bl.a. hänvisades till att den amerikanska centralbanken, i sitt uttalande vid det penningpolitiska beslutet i februari, framhållit att signalerna om en avmattning försvagats, snarare än att statistik inkommit som visat tecken på en återhämtning. Gruppen var av uppfattningen att risken för att konjunkturutvecklingen blir svagare minskat, men att en sådan risk ändå kvarstår.

Flertalet i beredningsgruppen var av uppfattningen att inflationen kunde komma att bli något högre än beräknat. Det faktum att kostnadstrycket varit större än väntat och att det fått genomslag i konsumentledet kan vara ett uttryck för att resursutnyttjandet varit något högre än vad som antagits.

Detta är en utveckling som även om den inte spelat en avgörande roll för huvudscenarierna i inflationsrapporterna under 2001 ändå beaktats i de samlade bedömningar som då gjorts. Risken för en högre inflation till följd av en

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.

oförmånlig inhemsk inflationsutveckling har vägts in när beslut tagits om reporäntan. Ränthöjningen i december 2000 skedde förhållandevis sent i konjunkturcykeln, då det förelåg vissa tecken på något svagare efterfrågeutveckling. Interventioner genomfördes i juni och räntan höjdes också i juli, bl.a. med hänvisning till att den samlade bilden ingav en oro för att inflationen skulle komma att överstiga inflationsmålet trots att efterfrågedämpningen var tydlig. Den räntesänkning som genomfördes i september vidtogs bl.a. som en försäkring mot ett dramatiskt fall i konjunkturen som också skulle sänka inflationen. Därefter har styrräntorna lämnats oförändrade. Under samma period, från december 2000, har räntorna i USA sjunkit med 4,75 procentenheter och i euroområdet med 1,5 procentenheter. I Sverige är motsvarande nettotal 0,25 procentenheter. Det har alltså skett en påtaglig förändring av det relativa ränteläget.

Det är alltid svårt att med exakthet avgöra graden av resursutnyttjande. Det sammanhänger bl.a. med att bedömningen är beroende av såväl efterfråge- och utbudssidan i ekonomin som samspelet med priser och löner. I Riksbanken bedömning antas resursutnyttjandet falla under en stor del av detta år i så motto att den faktiska BNP-utvecklingen väntas bli svagare än den långsiktigt uthålliga ökningstakten av produktionsförmågan. Därefter bedöms resursutnyttjandet börja stiga igen mot slutet av innevarande år.

I takt med att konjunkturen återhämtar sig ökar sannolikheten för att efterfrågetillväxten kommer att överstiga ökningstakten av ekonomins produktionsförmåga. Beredningsgruppen var mot denna bakgrund av uppfattningen att nästkommande förändring av styrräntorna antagligen skulle komma att bli en höjning. Övervägande skäl talade dock emot en justering av styrräntan vid direktionens sammanträde i februari. Ett viktigt argument var att tecknen på att konjunkturedgången går mot sitt slut ännu får ses som preliminära och att osäkerhet om efterfrågeutvecklingen alltså kvarstår. Även om det möjligtvis finns tecken på en viss uppgång i inflationsförväntningarna är inte dessa så oroande att de motiverar en omedelbar omläggning av politiken i ett läge där både resursutnyttjandet och prisstegringstakten förväntas falla.

Gruppen noterade avslutningsvis att tillkommande information om både den ekonomiska utvecklingen och inflationen mot den här bakgrunden framstår som särskilt betydelsefull för de kommande räntebesluten.

3.2 Direktionsledamöternas diskussion

Samtliga ledamöter var av uppfattningen att penningpolitiken bör baseras på UNDIX-inflationen. Alla direktionsledamöter, med ett undantag, delade beredningsgruppens uppfattning att reporäntan borde lämnas oförändrad.

En ledamot inledde diskussionen med att konstatera att det vore för tidigt att agera idag. Men inflationsproblemen kan dock inte enbart ses som tillfälliga. Utrymmet för fler överraskningar på uppåtsidan är begränsat när det gäller inflationen. När konjunkturåterhämtningen tydligare har fått fäste närmar vi oss en punkt då den ekonomiska politiken inte bör vara lika expansiv som idag. Räntesänkningen efter terrordåden i USA var en försäkringsåtgärd mot en djupare och mer utdragen nedgång. Utvecklingen därefter har visat att den

dämpande effekten på bl.a. hushållen och företagens framtidstro och på de finansiella marknaderna inte blev så allvarliga som befarat. Det är, påtalade ledamoten, ett problem att fackliga företrädare uttrycker oro för inflationen. Gradvis närmar vi oss ett läge då det kommer vara nödvändigt att strama åt penningpolitiken, tidpunkten för en sådan åtgärd är det dock för tidigt att ange.

Flera ledamöter instämde i denna bedömning av det penningpolitiska läget. En av dessa ledamöter framhöll att tecknen på att en uppgång är förestående ännu inte är entydiga. Ytterligare en ledamot, som instämde i den inledande bedömningen höll med om detta, men var av uppfattningen att tidpunkten för en höjning kommit närmare.

En ledamot noterade att tillfället för räntesänkningar tycks vara passerat. Den höga inflationen är ett problem som måste följas noggrant. Om den inte kommer ner och konjunkturen samtidigt förbättras snabbare än förväntat kommer inflationsmålet i fara. Ledamoten menade dock att det ännu fanns utrymme att avvakta nya och säkrare indikatorer både vad gäller konjunkturen och prisutvecklingen. Det fanns också risker förknippade med att allt för tidigt höja reporäntan, eftersom detta skulle kunna påverka återhämtningen negativt.

Flera ledamöter invände att det inte är möjligt att invänta en påtagligt starkare konjunktur om inflationen envisas med att överstiga målet. När framåtblickande indikatorer ger klarare signaler om att vändningen inletts kan det bli nödvändigt att agera ganska snabbt, menade en av dessa ledamöter.

En annan ledamot konstaterade att när vederbörande tidigare motsatt sig höjningar i december 2000 och juli 2001 befann sig konjunkturen på väg neråt. I dag är läget annorlunda eftersom vi står inför en återhämtning. En höjning med 0,25 procentenheter skulle markera att Riksbanken inte accepterar att målet överskrids. Även om det föreligger argument för att höja räntan vid dagens sammanträde talar övervägande skäl för att vänta.

En ledamot var dock av uppfattningen att en höjning med 0,25 procentenheter vid dagens sammanträde var påkallad. Sänkningen med 0,5 procentenheter i september skedde bl.a. som ett bidrag till att skapa tilltro till framtidsutsikterna i ett osäkert läge. Denna osäkerhet kvarstår inte längre. Det är då dags att börja återgå till en mindre expansiv politik. Detta faktum, tillsammans med att efterfrågeutvecklingen går mot en stabilisering och att inflationen överstiger Riksbankens mål talade för en omedelbar höjning. Ledamoten kände sig inte tillräckligt trygg med att inflationsförväntningarna skulle förbli förankrade kring inflationsmålet på 2 procent. Det är viktigt att reagera snabbt med räntepolitiken när det föreligger nedåtrisker, vilket Riksbanken visade beredskap att göra under hösten, men det är lika viktigt att snabbt agera på uppåtrisker. Ledamoten påtalade att det inte handlade om att föra penningpolitiken i åtstramande riktning, utan att situationen kunde liknas vid att en bilförare lättar ena stortån från gaspedalen.

Direktionens samlade bedömning var att styrräntorna skulle lämnas oförändrade idag. Tidpunkten för en räntehöjning ligger sannolikt inte så långt fram i tiden om indikatorer för konjunkturen fortsätter att bekräfta en uppgång och om inflationen fortsätter att vara hög.

§ 2. Penningpolitiskt beslut

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 1 och konstaterade att förslag förelåg om att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och om en oförändrad reporänta. Omröstning genomfördes och utföll med fem röster för oförändrade styrräntor och en röst för att höja räntan med 0,25 procentenheter.

Direktionen beslutade att lämna reporäntan oförändrad och därmed också även in- och utlåningsräntorna, att detta beslut tillämpas från den 13 februari, samt att den 8 februari kl. 09.00 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt pressmeddelande nr 8 2002, protokollsbilaga.

Vice riksbankschef Eva Srejber reserverade sig mot beslutet att lämna reporäntan oförändrad och anförde att reporäntan borde höjas med 25 punkter. Srejber anförde vidare att den osäkerhet kring utvecklingen i omvärlden som motiverade sänkningen i september inte längre kvarstår och det nu finns skäl att nu föra penningpolitiken i en mindre expansiv riktning för att säkerställa att inflationsförväntningarna också framgent ligger i linje med Riksbankens mål.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Urban Bäckström

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson