

Nr 7

## SÄRSKILT

### PROTOKOLL från direktionens sammanträde 2001-05-30

Närvarande: Urban Bäckström, ordförande  
Lars Heikensten  
Eva Srejber  
Villy Bergström  
Lars Nyberg  
Kristina Persson  
-  
Sven Hulterström, fullmäktiges ordförande  
Johan Gernandt, fullmäktiges vice ordförande  
-  
Kerstin Alm  
Malin Andersson (§ 1)  
Claes Berg  
Anders Borg  
Hans Dellmo  
Jörgen Eklund  
Leif Jacobson  
Björn Hasselgren  
Hans Lindblad  
Pernilla Meyersson  
Robert Sparve  
Staffan Viotti  
Anders Vredin

#### **§ 1. Den aktuella inflationsbedömningen**

Det antecknades att Hans Dellmo och Pernilla Meyersson skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättandet av dagens protokoll under §§ 1, 2 och 3.

Direktionen inledde sin diskussion baserad på den information som inkommit sedan direktionens senaste sammanträde den 23 maj (avsnitt 1). Därefter fastställdes inflationsrapporten (avsnitt 2).

## 1. Ny information om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och i Sverige

### 1.1 Internationell utveckling

Den senaste tidens statistik i USA har givit blandade signaler. BNP-tillväxten för första kvartalet i år reviderades ned från 2,0 procent till 1,3 procent, vilket främst var en följd av en snabbare lageravveckling. Ny statistik visar också att orderingången för varaktiga varor sjönk markant i april. Ledande indikatorer steg däremot i april och även hushållens optimism ökade under månaden. Preliminär statistik visar att BNP-tillväxten i Tyskland och Frankrike blev lägre än väntat det första kvartalet. Såväl orderingång som industriproduktion har fortsatt att falla i de större länderna i euroområdet den senaste månaden. Därtill har företagen i Tyskland och Belgien blivit allt mer pessimistiska. I den japanska ekonomin råder fortsatt stagnation. Industriproduktionen och företagarnas förtroende föll i april samtidigt som tecknen på en ofrivillig lageruppbbyggnad blir allt fler. Arbetslösheten har stigit något och den privata konsumtionen minskade i april. Därtill har exporten vikit markant.

Statistik från Tyskland, Italien och Belgien indikerar att inflationstakten i euroområdet var fortsatt hög i maj. I såväl Tyskland som Italien ökade konsumentpriserna i olika delstater respektive städer med mer än vad marknaden förväntat sig. I Japan däremot tyder preliminär statistik på allt mer fallande priser.

Dollarn har stärkts mot de flesta valutor under senare tid. Det kan delvis förklaras av oro på tillväxtmarknaderna och att den ekonomiska utvecklingen i USA ser bättre ut än i euroområdet. De utländska börserna har fortsatt att stiga. Detta har bidragit till att obligationsräntorna har stigit världen över. Räntorna har också stigit till följd av osäkerhet om inflationsutsikterna, bl.a. efter de höga inflationsutfallen i Europa de senaste månaderna.

### 1.2 Utvecklingen i Sverige

Sysselsättningen fortsatte att öka i april och antalet sysselsatta var 2,8 procent fler än för ett år sedan. Den öppna arbetslösheten sjönk till 3,7 procent. Såväl antalet nyanmällda som kvarstående lediga platser fortsatte dock att minska. Enligt Konjunkturinstitutets månadsbarometer i maj har strikonjunkturen fortsatt att försvagas. Såväl orderingång som förväntningar om produktion och sysselsättning har minskat. Preliminär statistik visar att exporten föll mellan mars och april medan däremot importen ökade något under samma period. Enligt Handels Utredningsinstitut har den årliga ökningstakten i detaljhandels försäljningsvolym fortsatt att dämpas och uppgick i april till 1,0 procent.

Samtidigt som tecknen på att konjunkturen viker blir fler har pristrycket i producent- och importledet förstärkts de senaste månaderna. Såväl import- som exportpriserna ökade med nästan 1 procent mellan mars och april

medan uppgången för hemmamarknadspriserna var mer återhållen. Det var dock framför allt stigande priser på produkter som normalt uppvisar stora fluktuationer, t.ex. livsmedel- och jordbruksprodukter samt petroleumprodukter, som låg bakom prisuppgången.

Kronan har fortsatt att försvagas de senaste veckorna, främst mot dollarn men även något mot euron. I TCW-termer har kronan försvagats ca 1 procent sedan inflationsrapporten sammanställdes. Under samma period har den svenska börsen, mätt med Affärvärldens generalindex, gått upp ca ½ procent. De svenska obligationsräntorna har samtidigt stigit något. Enkätundersökningar visar att aktörerna på marknaden förväntar sig en oförändrad reporänta vid dagens möte. De implicita terminsräntorna indikerar förväntningar om en höjd styrränta på några månaders sikt.

## 2. Fastställande av Inflationsrapport 2001:2

Vice riksbankschef Lars Heikensten framlade förslag till Inflationsrapport 2001:2, protokollsbilaga A. Inflationsrapporten utgår från de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 10 maj och 17 maj.

Direktionen beslutade att fastställa inflationsrapporten enligt förslaget samt att den skulle offentliggöras den 31 maj kl. 09.00.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

### **§ 2. Penningpolitisk diskussion**

Den penningpolitiska diskussionen inleddes med att direktionen redogjorde för sin bedömning av inflationsutsikterna (avsnitt 1). Direktionens bedömning av det penningpolitiska läget (avsnitt 2) föregicks av en redovisning av diskussionen i den penningpolitiska beredningsgruppen.<sup>1</sup>

#### 1. Direktionens bedömning av inflationsutsikterna

I inflationsrapportens huvudscenario bedöms UNDI-X-inflationen uppgå till 1,8 procent på ett års sikt och 2,1 procent på två års sikt vid en oförändrad reporänta på 4,0 procent. KPI-inflationen väntas samtidigt bli 1,8 procent på ett års sikt och 2,2 procent på två års sikt. Synen på den reala utvecklingen såväl internationellt som i Sverige är i stort sett densamma som i föregående inflationsrapport. Liksom i föregående prognos förutses en avmattning i den internationella konjunkturen, främst på grund av den förhållandevis snabba dämpningen i USA. Den internationella tillväxten har

---

<sup>1</sup> Beredningsgruppen för penningpolitik består av tjänstemän inom Riksbanken och leds av en av de vice riksbankscheferna. Vid direktionens möte redogörs för huvudragen i den diskussion som förts i 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.

reviderats ned marginellt i år och nästa år jämfört med föregående prognos bl.a. till följd av att spridningseffekterna från den amerikanska avmattningen till euroområdet och Japan bedöms bli något större. Även den inhemska efterfrågan i Sverige utvecklas marginellt svagare i år. Det är framför allt utsikterna för konsumtionstillväxten som försämrats till följd av att de reala disponibla inkomsterna och förmögenheten väntas utvecklas svagare än vad som tidigare antagits. Även de fasta bruttoinvesteringarna har justerats ned i år då bl.a. barometerundersökningar visar på ett fortsatt fall i orderingång, produktion och kapacitetsutnyttjande inom tillverkningsindustrin. Sammantaget bedöms dock BNP-tillväxten i stort sett utvecklas som i föregående inflationsrapport. En marginellt svagare utveckling väntas i år samtidigt som en viss upprevidering av tillväxten har gjorts för 2002 och 2003. BNP väntas öka med 2,2 procent under 2001, 2,5 procent 2002 och 2,9 procent 2003. Det har inte heller skett någon nämnvärd revidering av synen på det samlade resursutnyttjandet utan det bedöms fortfarande vara högt och förbli i stora drag oförändrat de kommande åren.

Riskbilden är också en del av det penningpolitiska beslutsunderlaget. För en lägre inflation än i huvudscenariot talar främst den fortsatt stora risken för en sämre internationell utveckling. Frågetecknen kring hur djup och långvarig den amerikanska konjunkturedgången blir finns fortfarande kvar. För en högre inflation talar risken för att kronan förblir svag. Detta gäller trots att banan för kronans utveckling i huvudscenariot reviderats ned. Därtill har de högre inflationsutfallen under senare tid ökat osäkerheten om resursutnyttjandet i ekonomin och dess effekt på inflationen. Dessutom kan den inhemska efterfrågan komma att utvecklas starkare än i huvudscenariot. Sammantaget bedöms riskbilden vara balanserad på både ett och två års sikt för såväl KPI- och UNDEX-inflationen. Osäkerheten kring den framtida inflationen är samtidigt hög. På kort sikt föreligger det även en del uppåtrisker av mer tillfällig karaktär, t.ex. tillfälliga effekter av höjda bensinpriser, ko-sjukdomar, elpriser och borttagna subventioner på vissa mediciner. Dessa prisseffekter bedöms dock falla bort på ett till två års sikt. Slutsatsen är att inflationen, även med beaktande av riskbilden, kommer att utvecklas i linje med inflationsmålet på såväl ett som två års sikt vid en oförändrad reporänta.

Direktionen var samstämmig i sin uppfattning om att nyinkommen information i stora drag bekräftar bilden av inflationsutvecklingen så som den kommer till uttryck i inflationsrapporten. Den penningpolitiska diskussionen kunde därmed utgå ifrån inflationsrapportens huvudscenario med beaktande av riskbilden såsom den skisseras i rapporten.

Penningpolitiken baseras på en bedömning av inflationen mätt med UNDEX.

## 2. Direktionens bedömning av det penningpolitiska läget

### 2.1 Redogörelse för beredningsgruppens syn på det penningpolitiska läget

Vice riksbankschefen Lars Heikensten konstaterade att beredningsgruppen inte haft någon påtagligt avvikande bild av inflationsutsikterna. Diskussionen hade därmed kunnat utgå ifrån bedömningen i inflationsrapporten.

Beredningsgruppen konstaterade att det inhemska pristrycket ökat. Merparten av prisuppgången de senaste månaderna var dock en följd av mer tillfälliga faktorer som skulle falla ur tolvmånaderstalen inom ett år. Denna uppfattning delas också av de flesta svenska analytiker. De senaste månadernas prisuppgång borde därmed inte i någon större utsträckning påverka penningpolitiken eftersom denna i huvudsak ska inriktas på att påverka inflationen 1-2 år fram i tiden. Det är viktigt att de höga inflationsutfallen de senaste månaderna inte resulterar i högre inflationsförväntningar. Detta måste följas noga framöver, men det handlar då inte om observationer från någon enstaka mätning utan om att göra en bred bedömning. Inflationsförväntningarna på kort sikt kan också komma att stiga utan att detta behöver få penningpolitiska implikationer. Det är också viktigt att betona att förväntningarna spelar en roll som en bland flera faktorer i en inflationsprognos och att det är prognosen som vägleder politiken, inte förväntningarna i sig.

Inflationen har även gått upp i euroområdet och USA på senare tid till följd av bl.a. stigande energi- och livsmedelspriser. Den "underliggande" inflationen i Sverige är inte högre än utomlands. Däremot har den på senare tid stigit något snabbare till följd av att priseffekterna av tidigare avregleringar på el- och teleprodukter fallit ur tolvmånaderstalen samt att hyrorna stigit efter att varit i stort sett oförändrade de senaste åren.

Beredningsgruppen noterade att kronan är fortsatt svag. På senare tid har denna utveckling i hög grad hängt samman med att dollarn förstärkts mot i stort sett alla valutor. Den svaga kronan förefaller ännu inte haft någon större effekt på priserna för bearbetade varor i konsumentledet. Klart är samtidigt att kronan i TCW-termer befinner sig på en mycket låg nivå.

Marknadsaktörerna har på senare tid börjat räkna med en höjning av reporäntan framöver. Denna bedömning ansågs inte vara orimlig, men hur det blir beror i stor utsträckning på utvecklingen i USA. Gruppen konstaterade att det inte fanns några förväntningar om att reporäntan skulle ändras vid dagens möte.

Inflationsutsikterna på ett till två års sikt, även med beaktande av riskerna, bedömdes i huvudsak ligga i linje med inflationsmålet. Mot denna bakgrund såg inte beredningsgruppen att det fanns några starka skäl att ändra reporäntan vid dagens möte.

## 2.2 Direktionsledamöternas diskussion

Samtliga ledamöter i direktionen delade beredningsgruppens uppfattning om att reporäntan bör lämnas oförändrad. Den penningpolitiska diskussionen kom främst att handla om riskbilden.

En ledamot betonade att den sämre konjunkturutvecklingen under det närmaste året bör leda till ett lägre kapacitetsutnyttjande och därmed till att pristrycket lättar. En annan ledamot konstaterade att svensk ekonomi trots avmattningen växer ungefär i takt med den potentiella tillväxten, även om det är en öppen fråga var i intervallet 2-2,5 procent som den potentiella tillväxten ligger.

En tredje ledamot noterade att bristen på arbetskraft nu avtar på bred front och att det skett en utplaning av antalet nyanmälda lediga platser. Även antalet arbetade timmar planar ut. Arbetsmarknadsläget talar alltså för en avmattning i ekonomin, vilket bör bidra till ett lägre inflationstryck. Ledamoten ansåg att signalerna om den ekonomiska utvecklingen för närvarande karaktäriserades av motstridiga tecken från den realekonomiska utvecklingen och den finansiella. Den finansiella utvecklingen pekar mot en snabb återhämtning samtidigt som realekonomisk statistik indikerar en lite svagare utveckling än väntat. Riksbanken bör i detta läge låta penningpolitiken styras av en bedömning av den realekonomiska utvecklingen.

En ledamot ansåg att nedåtrisen i den amerikanska ekonomin ökat, mot bakgrund av den finansiella utvecklingen med på nytt stigande börsvärden och en högt värderad dollar. Denna utveckling kan leda till att anpassningen kan visa sig bli mer plötslig än väntat. Detta är en utveckling som Riksbanken måste ha hög beredskap för. En annan ledamot menade att risken för detta underströks av de stora obalanserna. Samtidigt menade ledamoten att anpassningen också mycket väl kan bli mer successiv och mindre dramatisk och att de produktivetsförbättringar vi sett kan hålla i sig även om de är unika för efterkrigstiden. En tredje ledamot ansåg att riskerna nu ökat för en W-formad utveckling i USA. Även om den privata konsumtionen återhämtar sig till följd av skattesänkningar måste obalanserna i ekonomin förr eller senare korrigeras, vilket talar för att konjunkturen kan komma att vika igen men vid en senare tidpunkt. Att försöka lösa krisen i USA, via höjda disponibelinkomster, är tveksamt, konstaterade ledamoten.

Synen att den finansiella och reala utvecklingen pekar åt olika håll delades av flera ledamöter. I synnerhet gäller detta USA där det, enligt en ledamot, tycks som om förbättrade konsumentförväntningar verkat stabiliserande på de finansiella marknaderna utan att detta fått förväntade effekter på den realekonomiska utvecklingen. Osäkerheten har därigenom snarast ökat liksom risken för en mer utdragen konjunkturavmattning.

Ytterligare en ledamot konstaterade att svensk ekonomi verkar arbeta vid fullt kapacitetsutnyttjande. Det vi nu ser är i huvudsak en utlandsstyrd avmattning i industrisektorn. Den har också börjat påverka tjänstesektorn och konsumtionen börjar mattas liksom penningmängdstillväxten. Sysselsättningen fortsätter att öka men den brukar släpa efter i konjunkturcykeln. Hushållens och företagens balansräkningar är dock i gott skick vilket talar för att varken hushåll eller företag är speciellt känsliga för en konjunkturavmattning. Kreditstillväxten fortsätter också att öka i god takt. Ledamoten konstaterade att det är lite bekymmersamt att inflationen stiger i ett läge då tillväxten försvagas. Att så sker är dock inte förvånande. När väl prisstabilitet etablerats finns en risk för att prisökningar kommer sent i konjunkturcykeln. Företagens prissättningsbeteende beror bl.a. på förväntningar om den framtida inflationen och centralbankens agerande. Om aktörerna litar på att inflationen hålls på en låg nivå kan det leda till att de inte lika ofta anser sig behöva ändra priserna vid t.ex. kostnadsökningar som uppfattas som tillfälliga. Om förväntningarna visar sig vara felaktiga kan dock prisförändringar både komma snabbt och bli stora.

I Sverige kan de senaste årens stabilisering av inflationsförväntningarna ha medfört att företag hållit tillbaka prishöjningar även om resursutnyttjandet ökat. Det betyder i sin tur att inflationen inte kan väntas variera kontinuerligt med resursutnyttjandet. Hur sambandet mellan resursutnyttjandet och inflationen ser ut beror bl.a. på hur Riksbanken väntas reagera. Om ekonomins aktörer ser att centralbanken inte agerar som förväntat på förändringar i resursutnyttjandet finns risken att inflationsförväntningarna stiger och inflationen tar fart. Det räcker därför inte att bara studera förväntningarna eftersom dessa bygger på ett förväntat agerande från centralbankens sida. Ledamoten ansåg vidare att nedväxlingen av inflationen i Sverige under 1990-talet fick draghjälp av en fortsatt internationell desinflationprocess som medfört låga importerade prisökningar fast kronan var svag. En sådan draghjälp kan Sverige inte räkna med i dagsläget.

En annan ledamot invände att det låga pristrycket på bearbetade varor nog kunde kvarstå. Det var antagligen i hög grad en följd av hög internationell konkurrens. Även framöver borde produktivitet utvecklingen internationellt kunna bidra till en dämpad prisutveckling. Ledamoten ansåg vidare att det är värt att fundera över hur kapacitetsutnyttjandet ser ut i olika sektorer i Sverige och hur spridningsmekanismerna fungerar. Avtalsrörelsen är avklarad och många avtal sträcker sig över tre år. Det är av betydelse i detta sammanhang eftersom en av de viktigaste kanaler genom vilka högre inflationsförväntningar kan sprida sig genom ekonomin är via lönebildningen.

Ytterligare en ledamot ställde sig frågande till varför den internationella prisutvecklingen inte även i fortsättningen skulle kunna gynna den svenska utvecklingen. Prisnivån ligger också ca 20 procent högre i Sverige i jämförelse med genomsnittet i EU, vilket tyder på att det finns stor fallhöjd i svenska priser om konkurrensen fortsätter att öka.

En ledamot ansåg att det penningpolitiska beslutet i grunden var självklart, givet utvecklingen i huvudscenariot och riskbilden. Inflationen på ett till två

års sikt med beaktande av riskbilden ligger på målet. Därmed bör reporäntan hållas oförändrad. Den ökning i inflationen vi nu sett beror på tillfälliga faktorer. Skulle vi framöver se stigande inflationsförväntningar i bred mening, dvs. ett flertal indikatorer som pekar uppåt, måste detta tas på allvar.

Frågan är nu vilken arbetshypotes Riksbanken bör utgå ifrån. Är den penningpolitiska regimen så bräcklig att räntan måste höjas innan förväntningarna stiger? Eller har vi efter snart tio år med låg inflation och en konsekvent genomförd politik ett förtroende som medfört att vi kan agera i enlighet med den penningpolitiska tankeramen? Ledamoten ansåg att den senare hypotesen gäller.

Huruvida regimen satt sig är en öppen fråga, enligt en annan ledamot. Kapacitetsutnyttjandet har inte varit så högt någon gång sedan inflationsmålet infördes. Extra stor vaksamhet är nödvändig. Att priserna nu stiger snabbt kan visserligen till stor del sägas bero på tillfälligheter. Alla tillfälligheter till trots så genomförs en rad prishöjningar vilket inte skulle kunna ske om inte säljarna upplevde att priserna kunde höjas i förhållande till konkurrenter och konsumenter. Ledamoten kommenterade vidare att det är bekymmersamt att kronan fortsätter att vara svag. Detta kan påverka förväntningarna och därmed prissättningsbeteendet. Ledamoten ansåg att stämmingsläget vad gäller kronans utveckling förändrats något i riktning mot att kronan kan komma att förbli svag ett tag till. Dessutom ansågs både monetära förhållanden vara expansiva och finanspolitiken förväntades inte bli stramare.

Ledamoten menade att det som talar emot en räntehöjning främst är riskerna för att den internationella konjunkturutvecklingen kan bli avsevärt svagare till följd av en snabb anpassning av dollarn och USA:s bytesbalansunderskott. I en sådant läge skulle prisutvecklingen bli mer dämpad. Det är dock inte självklart hur en sådan risk skall hanteras beslutsmässigt. Det skulle mycket väl kunna hävdas att om detta inträffar är vi i ett nytt beslutsläge och då men inte förr ska penningpolitiken anpassas.

En annan ledamot framhöll att den svenska inflationsbilden idag är bättre än i t.ex. USA och euroområdet. Inte heller är det uppenbart att den kommer att vara sämre under de närmaste åren. Visst finns det skäl att vara vaksam. Men det är också viktigt att sätta in den senaste tidens svenska utveckling i ett bredare internationellt perspektiv.

En ledamot oroade sig över att oljepriserna ligger kvar på en hög nivå samt att aviserade priser på hösten och vinterns charterresor stigit dramatiskt. Det är nu som folk bokar och köper sina semesterresor. Ledamoten instämde i att en hög vaksamhet nu behövs. Den massmediala exponeringen som den stigande inflationen fått riskerar att påverka förväntningsbilden mer än vad som är motiverat. Ledamoten efterlyste en analys om en prisuppgång på vissa varor eller tjänster påverkar inflationsförväntningarna mer än stigande priser på andra produkter.

En ledamot påpekade att det kan finnas en risk med att reagera för snabbt med penningpolitiken. Om man reagerar för snabbt på förväntningar som kanske ännu inte har realiserats så kan centralbanken utlösa stigande förväntningar. En annan ledamot konstaterade dock att när inflationsförväntningarna väl börjar röra på sig måste Riksbanken agera för att visa att inflationsmålet tas på allvar. Genom ett tidigt agerande undviks en drastisk åtstramning senare. En tredje ledamot varnade för att basera penningpolitiken alltför mycket på vaga resonemang om inflationsförväntningar. Visst är de en del i den prognos Riksbanken gör. Men det centrala är att vi gör en inflationsprognos och agerar därefter.

Konjunkturläget är svårbedömt och det är viktigt att vi ser till helhetsbilden och håller fast vid den penningpolitiska tankramen, konstaterade en annan ledamot. Uppgången i inflationen har till stor del att göra med tillfälliga faktorer och det är viktigt att inte haka upp sig på enskilda siffror. Inflationsförväntningarna är stabila och bör inte föranleda några funderingar på en anpassning av reporäntan. Ledamoten sa sig heller inte vara så förvånad över växelkursutvecklingen så länge den kan sägas vara ett tecken på dollarns styrka snarare än kronans svaghet. Dessutom är kronan känslig för finansiell oro.

Ordföranden sammanfattande diskussionen med att samtliga ledamöter stod bakom huvudscenariot och konstaterade att direktionsledamöterna lagt lite olika vikt vid de risker som presenterats i inflationsrapporten.

### **§ 3. Penningpolitiskt beslut**

Ordföranden sammanfattade den penningpolitiska diskussionen i § 2 och konstaterade att ett förslag förelåg om att låta reporäntan vara oförändrad. Direktionen beslutade att lämna reporäntan oförändrad på 4,00 procent samt att offentliggöra beslutet torsdagen den 31 maj 2001 kl. 09.00 med motivering och lydelse enligt pressmeddelande nr 33 2001, protokollsbilaga B.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Kerstin Alm

Justeras:

Urban Bäckström

Lars Heikensten

Eva Srejber

Villy Bergström

Lars Nyberg

Kristina Persson