Den aktuella penningpolitiken

Inledningstal vid utfrågning inför riksdagens finansutskott

Av Urban Bäckström
Riksbankschef

När jag höll mitt inledningsanförande inför utskottet för ett halvår sedan konstaterade jag att den svenska ekonomin uppvisade en imponerande utveckling. Tillväxten var starkare än många räknat med och inflationstrycket måttligt. Nya arbeten skapades och arbetslösheten föll.

Ekonomin har i högsta grad fortsatt att imponera under det halvår som gått sedan dess. Prognosmakare har successivt fått revidera upp sina bedömningar av konjunkturen.

Under 1999 växte BNP med 3,8 procent samtidigt som nästan 90 000 nya jobb tillkom, vilket är den största sysselsättningsökningen på 30 år. Samtidigt visar bytesbalansen och statens finanser överskott. Men upprevideringarna i prognoserna har i första hand gällt tillväxten och sysselsättningen. Inflationsprognoserna har inte justerats upp i lika hög grad, vilket är ett tecken på den goda cirkel som svensk ekonomi befinner sig i just nu.

Under 1999 växte BNP med 3,8 procent samtidigt som nästan 90 000 nya jobb tillkom.

Inflationsutvecklingen under de senaste tre åren

Faktum är att inflationstakten varit rekordlåg under de senaste tre åren, mätt med KPI. Genomsnittet låg nämligen på 0,5 procent per år. Bakom detta treåriga genomsnitt finns en inflationstakt, mätt med KPI, på 0,9 procent för 1997, 0,4 procent för 1998 och 0,3 procent för 1999.

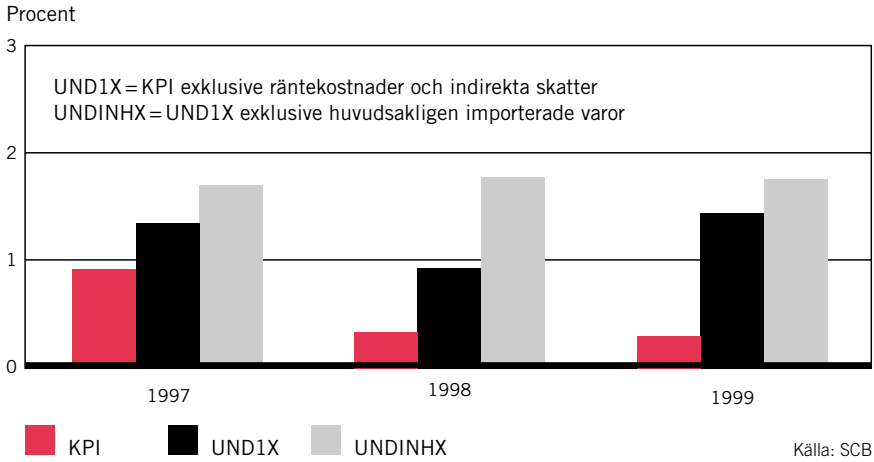
Det ökade efterfrågetrycket i den svenska ekonomin under de senaste åren har således inte avspeglats i en ökad KPI-inflation. Andra faktorer har samtidigt

verkat i motsatt riktning. För att göra detta tydligt kan man studera hur inflationen utvecklats i dess olika delar.

Diagram 1 visar att den underliggande inhemska inflationen (UNDINHX)[1] i det närmaste har legat konstant kring inflationsmålet på 2 procent under de senaste tre åren.

Diagram 1. Inflationen under 1997 till 1999

Faktiskt KPI och olika mått på underliggande inflation



Källa: SCB

Enbart priserna på kaffe, bensin och villaolja drog ned priserna i Sverige med nästan en halv procentenhet mot slutet av 1998.

Det inhemska inflationstrycket har emellertid motverkats av att prisutvecklingen i vår omvärld varit svag. Detta visar utvecklingen av inflationen mätt med UND1X som även tar hänsyn till priserna på importerade varor. Den svaga utvecklingen av importpriserna under denna period beror framför allt på den så kallade Asienkrisen som började hösten 1997. Som exempel kan nämnas att enbart priserna på kaffe, bensin och villaolja drog ned priserna i Sverige med nästan en halv procentenhet mot slutet av 1998.

För att dessa importpriseffekter skulle ha kunnat pareras med hjälp av penningpolitiken hade det varit nödvändigt för Riksbanken att identifiera Asienkri-

[1] Inflationsmåttet UNDINHX har sina förtjänster men samtidigt sina brister, vilket jag tidigare framhållit många gånger. Det kan dock hjälpa oss att illustrera i vilken utsträckning inflationen påverkas av det inhemska efterfrågetrycket. Samtidigt som måttet exkluderar importerade varor har det dock en tendens att eliminera även inhemska varupriser, vilket gör att viktiga strukturella aspekters inverkan på inflationsutvecklingen inte kommer med. Men för det resonemang jag för här fungerar detta inflationsmått som en illustration.

sens råvaruprisdämpande effekter långt innan de ens uppkommit, med tanke på den långa eftersläpning som präglar penningpolitikens genomslag.

Men den svaga utvecklingen av importpriserna förklarar inte hela bilden. Förändringar i räntekostnader samt indirekta skatter och subventioner har dragit ned inflationen ytterligare under de gångna åren.

Flera gånger har jag här i utskottet visat på de direkta effekter penningpolitiken får på KPI-inflationen via egnahemsägarnas räntekostnader. Även om räntan sänks med avsikten att stimulera efterfrågan så att inflationen ligger kring målet så blir den initiala effekten att KPI-inflationen faller när hushållens direkta räntekostnader faller. Denna effekt klingar av först efter att hushållen lagt om sina lån till den nya lägre räntan. Diagram 1 visar skillnaden mellan KPI och UND1X som till största delen beror på denna ränteeffekt.

Riksbanken har övervägt möjligheten att välja något annat index som målvariabel för politiken men kommit till slutsatsen att det finns skäl att fortsätta att använda KPI som övergripande mål för penningpolitiken. För detta finns flera argument, bland annat att det är ett välkänt och ett relativt heltäckande mått.

Men mot bakgrund av de problem jag har pekat på och den diskussion som förts har Riksbanken valt att tydligare beskriva hur KPI-målet ska tolkas. Avvikelser bör kunna tillåtas om tillfälliga effekter – till exempel i form av ändrade indirekta skatter och subventioner eller hushållens räntekostnader – påverkar KPI-siffran eller om det skulle medföra stora realekonomiska kostnader att snabbt föra inflationen tillbaka till den målsatta nivån. Riksbanken ska ange omfattningen på dessa faktorer i förväg. På så vis blir det lättare för ledamöterna här i finansutskottet, liksom för andra bedömare, att utvärdera Riksbanken och den politik vi för. Vid varje beslutstillfälle är det klart vilka tillfälliga faktorer Riksbanken valt att bortse ifrån vid uppläggningen av politiken.

Dessa förtydliganden innebär i allt väsentligt en kodifiering av det synsätt som präglat Riksbankens uppläggning av penningpolitiken under de senaste åren, även om vi då diskuterade eventuella avvikelser från målet på ett mindre precist sätt. Under perioden 1997 till 1999 påverkades inflationsutvecklingen i stor utsträckning av tillfälliga prisrörelser som enligt Riksbankens uppfattning ska spela en underordnad roll i penningpolitiken. Politiken har därför inriktats på den underliggande inflationen mätt med UND1X som i genomsnitt uppgått till 1,2 procent fördelat på 1,4, 0,9 respektive 1,4 procent i genomsnitt för vart och ett av de tre åren.

I den rapport som överlämnats till utskottet i dag finns det en särskild bilaga som är tänkt att fungera som underlag för utskottets utvärdering av den förda

penningpolitiken och dess utfall för åren 1997 till 1999. Detta är något som utskottet tidigare efterlyst.

Låt mig nu komma in på den penningpolitik som förts under 1999.

Penningpolitiken under det senaste året

De första månaderna under 1999 präglades av Asienkrisens fortsatta verkningar i världsekonomin, med en svagare internationell efterfrågan. För att förhindra att detta skulle leda till en svagare ekonomisk utveckling i den svenska ekonomin och på så sätt till en svagare inflationsutveckling sänkte Riksbanken räntan i två steg under februari och mars, till 2,90 procent.

Under senvåren och sommaren stabiliserades läget. Den relativt expansiva penningpolitik som förts under ett antal år – såväl i Sverige som på många andra håll i världsekonomin – var ett viktigt skäl till att utvecklingen förbättrades under loppet av 1999 och att prognoserna för den reala ekonomin blev mer positiva.

För Riksbanken blev det då viktigt att i god tid agera för att undvika en mer markerad åtstramning och inbromsning av ekonomin i ett senare skede, till följd av ett stigande inflationstryck. I november inleddes därför en process för att successivt lätta på den penningpolitiska ”gaspedalen”. I takt med att sviterna från Asienkrisen och turbulensen på de finansiella marknaderna hösten 1998 klingat av var det inte längre nödvändigt med en stark penningpolitisk stimulans av ekonomin. Reporäntan höjdes därför i november 1999 och i februari i år med sammanlagt 0,85 procentenheter.

Trots att efterfrågetillväxten i ekonomin har varit stark under senare år har den underliggande och trendmässiga inflationen blivit svagare än vad gamla samband tycks ange.

De analytiska och penningpolitiska utmaningar som Riksbanken ställts inför under 1999 har inte varit små. Trots att efterfrågetillväxten i ekonomin har varit stark under senare år har den underliggande och trendmässiga inflationen blivit svagare än vad gamla samband tycks ange. Flera skäl har lyfts fram till varför sambanden skulle kunna ha ändrats.

- *Ett skäl* kan vara att pris- och lönesättningsbeteendet är annorlunda när inflationstakten kommit ned på en låg nivå. I Sverige väntar sig både hushåll och företag en låg inflation också i framtiden.
- *Ett annat skäl* kan vara att konkurrensen ökat till följd av till exempel avregleringar, globalisering och IT-handel.

- *Ett tredje skäl* kan vara att den bedömning vi gjort av resursutnyttjandet i ekonomin inte är korrekt och att det i verkligheten är lägre än vad vi hittills antagit. Då kan ekonomin växa snabbare under en tid utan att pristrycket ökar.
- *Ett fjärde skäl* kan vara att den trendmässiga produktiviteten ökat och att fler varor och tjänster kan produceras utan att priserna stiger, med andra ord att den potentiella tillväxten ökar i ekonomin. Detta skulle kunna resultera i att en högre tillväxt kan tillåtas under en längre tid utan att inflationen tar fart.

Det finns argument som talar för samtliga av dessa skäl. Det empiriska stödet är emellertid inte entydigt.

Frågan om den potentiella tillväxten och produktiviteten har fått särskild uppmärksamhet på senare tid, bland annat mot bakgrund av utvecklingen i den amerikanska ekonomin. Produktiviteten i Sverige har ökat under 1990-talet, men det rör sig inte om några påtagliga tecken på en acceleration av den potentiella tillväxten i likhet med vad som skett i USA.

Frågan om den potentiella tillväxten och produktiviteten har fått särskild uppmärksamhet på senare tid, bland annat mot bakgrund av utvecklingen i den amerikanska ekonomin.

En förväntad uppgång i den trendmässiga produktiviteten kan också påverka efterfrågesidan i ekonomin. Förväntningar om högre vinster i företagen leder till högre värdering på aktiemarknaden för börsnoterade företag. Detta kan leda dels till att företag investerar mer och även kan få tillgång till riskkapital, dels till att hushållen känner sig förmögna då deras aktieinnehav stiger i värde vilket kan spä på konsumtionsefterfrågan. Den snabba kursökningen på Stockholmsbörsen under senare år kan vara ett tecken på att aktörerna byggt in förväntningar om en väsentligt snabbare ekonomisk tillväxt i vårt land jämfört med tidigare.

Hur utbudet och efterfrågan i svensk ekonomi kommer att utvecklas i relation till varandra framöver – och hur inflationsbenägenheten kommer att utvecklas framgent – är givetvis en central fråga vid inflationsbedömningen. Om utbudet och efterfrågan utvecklas i samma takt byggs inte något inflationstryck upp. Så förefaller ha skett i USA under en tid. Men det finns givetvis risker för att någon av effekterna dominerar, vilket skulle ge andra slutsatser för penningpolitiken.

Frågeställningar kring produktivitetsutvecklingen och andra faktorer som kan ha förändrat sambanden mellan tillväxt och inflation är en osäkerhetsfaktor bland flera i Riksbankens prognosarbete. I bedömningarna och utformningen av beslutsunderlaget är det därför viktigt att löpande pröva sig fram och vara vaksam på alla tecken på förändringar som vi bör ta in i vårt beslutsunderlag.

Den aktuella bedömningen

I den inflationsrapport som vi publicerar i dag målar vi upp en fortsatt ljus bild av den svenska ekonomin, med god tillväxt och måttlig, om än stigande, inflation.

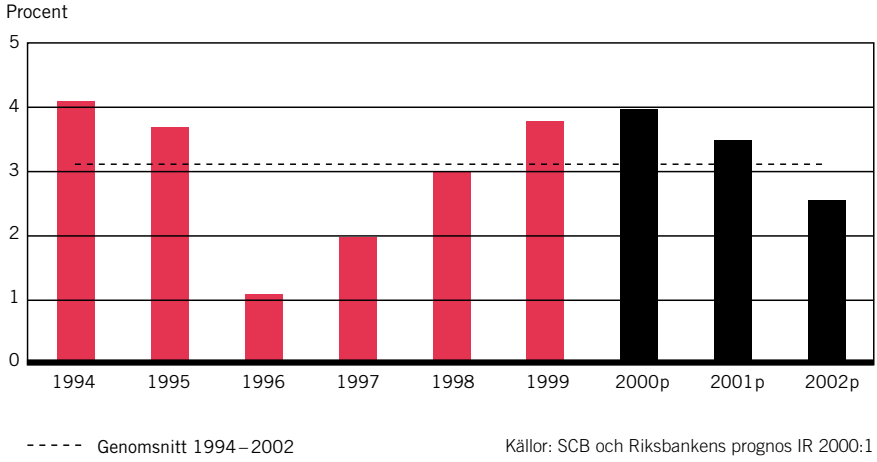
I den inflationsrapport som vi publicerar i dag målar vi upp en fortsatt ljus bild av den svenska ekonomin, med god tillväxt och måttlig, om än stigande, inflation.

Utsikterna för konjunkturutvecklingen i vår omvärld har fortsatt att förstärkas. Det är framför allt BNP-tillväxten i den amerikanska ekonomin som fortsätter att överraska positivt, men BNP-utvecklingen i euroområdet och Storbritannien ser också ut att kunna bli högre än vad som tidigare antagits. De internationella konsumentpriserna förväntas emellertid inte justeras upp i samma takt. Mindre expansiv penningpolitik från flera centralbanker och ett tilltagande internationellt konkurrenstryck bedöms hålla tillbaka priserna i vår omvärld. Importpriserna förväntas dock bli något högre än vad vi tidigare trott i producentledet bland annat på grund av att kronan inte förväntas stärkas i riktigt samma takt som vi tidigare antagit. Detta förväntas dock inte slå igenom fullt ut i konsumentledet på grund av stark konkurrens.

Även den inhemska efterfrågan förväntas bli starkare än vad vi trodde i den förra inflationsrapporten, trots att reporäntan höjts med 0,5 procentenheter sedan dess. Stigande tillgångspriser och förmögenhetsvärden bidrar också till en växande privat konsumtion. Den starka konjunkturen och goda börsutvecklingen förväntas även bidra till en god investeringsutveckling.

Riksbanken bedömer att BNP växer med 4,0 procent i år, 3,5 procent nästa

Diagram 2. BNP-tillväxten mellan 1994 och 2002



Källor: SCB och Riksbankens prognos IR 2000:1

år och 2,6 procent 2002. Jämfört med under 1970- och 80-talen är detta en snabb ekonomisk tillväxt. Upprevideringen av BNP-utvecklingen innebär i sig att tillgängliga resurser i ekonomin tas i anspråk i snabbare takt.

Den starka konjunkturen talar för en högre löneökningstakt i ekonomin de närmaste åren.

Den starka konjunkturen talar för en högre löneökningstakt i ekonomin de närmaste åren. Samtidigt finns det möjlighet att löneökningstakten hålls nere till följd av förändringar på arbetsmarknaden. Exempelvis fördelas en allt större del av löneökningarna på lokal nivå. Inflationsförväntningarna hos arbetsmarknadens parter är dessutom fortsatt i linje med målet. Detta innebär att den nominella lönen inte behöver öka så mycket för att den reala lönen ska öka, vilket vi sett de senaste åren. De historiskt sett höga reallöneökningarna bör också bidra till en måttlig utveckling av lönerna framöver.

Vi bedömer, mot den bakgrunden, att nominallönerna i genomsnitt kommer att kunna öka med i genomsnitt drygt 4 procent per år. Det är marginellt långsammare än i föregående prognos. Lönerna kan emellertid inte fortsätta att öka i denna takt på längre sikt, eftersom de då ökar snabbare än vad den långsiktiga produktivitetstillväxten – såsom den nu avtecknar sig – sannolikt kommer att medge. Det illustreras bland annat genom att den inhemska underliggande inflationen blir något högre än 2 procent under loppet av de närmaste ett till två åren, men det motverkas av återhållande effekter från importpriserna.

I vårt huvudscenario bedömer vi att inflationsutsikterna sammantaget ligger i linje med målet på ett till två års sikt men att inflationen, mätt med UND1X, marginellt kommer att överstiga målet i slutet av perioden. Med oförändrad reporänta förväntas UND1X-inflationen uppgå till 1,6 procent på ett års sikt och till 2,1 procent på två års sikt.

Olika så kallade tillfälliga faktorer, som Riksbanken bör bortse ifrån vid uppläggningen av politiken, bedöms bli små under de kommande ett till två åren.

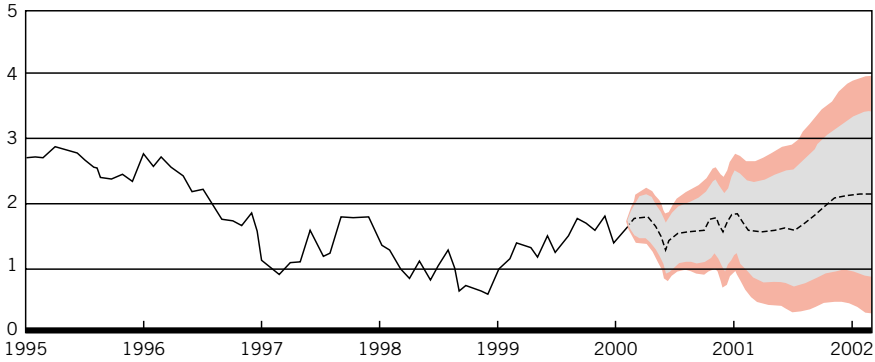
Riksbanken gör vidare bedömningen att riskbilden på inflationsområdet är balanserad. Riskerna är med andra ord lika stora för att inflationen ska bli högre som för att den ska bli lägre än vad vi bedömt i huvudscenariot.

Inflationen skulle å ena sidan kunna bli lägre än i vårt huvudscenario om en kraftig korrigering inträffar på den amerikanska börsen eller om effekterna av avregleringar och handelsliberaliseringar blir större än vad vi räknat med. Å andra sidan skulle inflationen kunna bli högre om oljepriserna inte faller i den takt vi antagit eller om efterfrågetillväxten inte dämpas i slutet av prognosperioden som vi förutsatt utan förblir fortsatt hög.

Den starka konjunkturen och det gradvis stigande inflationstrycket talar för

Diagram 3. UND1X-prognos med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Den starka konjunkturen och det gradvis stigande inflationstrycket talar för att reporäntan kan komma att behöva höjas ytterligare.

att reporäntan kan komma att behöva höjas ytterligare. Med vilken takt och i vilken omfattning detta kan komma att ske prövas i ljuset av bland annat ny inkommande information och dess betydelse för Riksbankens samlade inflationsbedömning. Den inflationsbedömning som Riksbanken för närvarande gör innebär att inflationen under större delen av de närmaste ett till två åren väntas understiga 2 procent. Detta talar för att nu lämna reporäntan oförändrad.