

Den aktuella penningpolitiken

AV URBAN BÄCKSTRÖM

Urban Bäckström är riksbankschef. Detta anförande höll han som inledning vid finansutskottets utfrågning den 25 mars 1999.

Den 1 januari i år fick Riksbanken en också i formell mening självständig ställning. Med den följer, enligt sjätte kapitlet fjärde paragrafen i lagen om Sveriges riksbank (1988:1385), att Riksbanken minst två gånger om året ska lämna en skriftlig redogörelse till riksdagens finansutskott om penningpolitiken. En sådan redogörelse har i dag lämnats till utskottet och jag vill kort sammanfatta innehållet i denna samt vår syn på förutsättningarna för penningpolitiken.

Jag börjar med att kort sammanfatta utvecklingen i svensk ekonomi och på inflationsområdet under de senaste åren. Därefter redovisas hur Riksbanken bedriver penningpolitiken med utgångspunkt från den nya lagstiftningen. Sedan görs en återblick på det gångna året och en utvärdering av konsumentprisernas utveckling under 1998 och den penningpolitik som förts. Till sist tänker jag blicka framåt och redovisa hur Riksbanken ser på de framtida inflationsutsikterna och den aktuella penningpolitiken.

Svensk ekonomi under 1990-talet

Efter den djupa krisen i början av 1990-talet har en gynnsam export- och investeringsutveckling lagt grunden för en stabil återhämtning av den svenska ekonomin. Den privata konsumtionen har också successivt bidragit allt mer till tillväxten. Sedan inflationsmålet annonserades i januari 1993 har den svenska ekonomin växt med nära 3 procent i genomsnitt per år.

Inflationsförväntningarna har fallit och trovärdigheten för den samlade ekonomiska politiken har ökat, bland annat till följd av konsolideringen av de offent-

Sedan inflationsmålet annonserades i januari 1993 har den svenska ekonomin växt med nära 3 procent i genomsnitt per år.

liga finanserna och stabiliseringen i banksektorn. De långsiktiga förväntningarna om den framtida inflationen har kommit ner till den målsatta nivån på 2 procent. Det finns alltså en grundläggande trovärdighet för den nuvarande makroekonomiska regimen, vilket i sin tur är en förutsättning för en varaktigt gynnsam ekonomisk utveckling.

Inflationen har förblivit låg sedan inflationsmålet annonserades. KPI har ökat med 2 procent i genomsnitt per år sedan 1993 och med 1,2 procent sedan målet formellt trädde i kraft 1995. Rensat för räntekostnader och de direkta effekterna av ändrade indirekta skatter (UND1X) har inflationen ökat med 1,8 procent i genomsnitt sedan 1995.

Till stor del beror den låga inflationen på den lediga kapacitet som fanns, och finns, i den svenska ekonomin efter recessionen i början av 1990-talet.

Till detta kommer att trovärdigheten för penningpolitiken ökat och att inflationsförväntningarna därmed blivit lägre, vilket avspeglar sig i pris- och lönebildningen i ekonomin.

Till stor del beror den låga inflationen på den lediga kapacitet som fanns, och finns, i den svenska ekonomin efter recessionen i början av 1990-talet. Den låga inflationen beror dock inte uteslutande på överskottskapacitet. Till bilden hör också förändringar av mer strukturell natur såväl i Sverige som utomlands. Det internationella konkurrenstrycket har ökat påtagligt under 1990-talet. En konsekvens av detta är att det blivit allt svårare för företagen att höja sina priser. Även om detta i strikt mening antagligen i huvudsak är fråga om en-

gångseffekter på inflationen kan den ökade konkurrensen inverka på det globala inflationstrycket under lång tid. Ökad internationell handel, EMU och avregleringar av olika slag talar för en mer långsiktig effekt. Till detta kommer att trovärdigheten för penningpolitiken ökat och att inflationsförväntningarna därmed blivit lägre, vilket avspeglar sig i pris- och lönebildningen i ekonomin.

Närmare definition av inflationsmålet och hur penningpolitiken bedrivs

Den nya riksbankslagen anger att målet för penningpolitiken ska vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbankens direktion har preciserat detta: målet för penningpolitiken är att begränsa förändringen av konsumentprisindex till 2 procent i ett något längre, årligt perspektiv. En avvikelse på ± 1 procentenhet kan tolereras. Därmed präglas penningpolitiken av kontinuitet också efter det att den nya lagstiftningen trätt i kraft.

Penningpolitiken bedöms få störst effekt på inflationen ett till två år framåt i

tiden, varför Riksbanken måste basera sin politik på en prognos om inflationsutvecklingen under denna tidsperiod. I den redogörelse som Riksbanken i dag lämnat till finansutskottet redovisas en sådan prognos som grund för penningpolitiken. Penningpolitiken bedrivs normalt med hjälp av en enkel handlingsregel:

Om Riksbankens inflationsprognos ett till två år framåt i tiden visar att inflationen avviker från det uppsatta målet bör reporäntan förändras.

Ambitionen är att anpassa räntan så att inflationsprognosen ett till två år fram-

åt i tiden överensstämmer med målet. Handlingsregeln är emellertid inte mekanisk. Inflationsprognoser är omgärdade med betydande osäkerhet. I praktiken måste politiken därför även beakta andra möjliga utvägar för ekonomin och inflationen än vad som anges i huvudprognosen.

Det kan också finnas skäl att under vissa specifika omständigheter tillåta sig en mer flexibel tolkning av beslutsregeln. Direktionen har beslutat att det kan finnas två skäl till att avvika från det uppsatta inflationsmålet, vilket i princip innebär en kodifiering av den praxis som gällt för penningpolitiken under senare år:

1. *Ett skäl är om konsumentpriserna ett till två år framåt påverkas av faktorer som inte bedöms få en varaktig inverkan på inflationen. Sådana faktorer kan vara förändringar i hushållens räntekostnader eller av indirekta skatter och subventioner, som under en kort tid påverkar inflationsutvecklingen utan att ge en mer bestående effekt.*
2. *Ett annat skäl till att avvika från beslutsregeln kan vara att en snabb återgång till målet skulle ge upphov till stora realekonomiska kostnader. Det kan därför i vissa fall finnas skäl att frånga tidshorisonten och försöka återföra inflationen till målnivån mer gradvis.*

Om någon av dessa situationer skulle uppstå ska Riksbanken i förväg klargöra hur stora avvikelser från inflationsmålet som kan vara motiverade på ett till två års sikt.

Inflationsutvecklingen under 1998 samt utvärdering av penningpolitiken

Låt mig mot bakgrund av detta gå över till att diskutera hur inflationen utvecklades under förra året för att i det sammanhanget kommentera i vilken grad Riksbanken uppnått sitt inflationsmål. Jag vill betona att utvärderingen sannolikt kommer att utvecklas framöver mot bakgrund av de förtydliganden som den nya direktionen gjort.

Årsgenomsnittet av tolv månaderstalen för KPI uppgick till 0,4 procent för

Årsgenomsnittet av tolv månaderstalen för KPI uppgick till 0,4 procent för 1998.

1998. Inflationen, mätt med KPI, underskred således målet på 2 procent och den undre gränsen för målet.

De stora räntesänkningar som Riksbanken genomfört under senare år och de förändringar av indirekta skatter och subventioner som beslutats av riksdagen har i stor utsträckning påverkat inflationsutfallet under förra året, liksom de gjorde under 1996 och 1997. Rensat för sådana tillfälliga effekter uppgick inflationen, mätt med UNDI_X, till ungefär 1 procent för 1998 i genomsnitt. Detta är effekter av den typ som Riksbanken bör bortse ifrån eftersom vi har små möjligheter att kontinuerligt eliminera de effekter störningar av denna typ har på inflationstakten. Att bemöta en förändring i de tillfälliga faktorerna med en ränteförändring för att sedan på motsvarande sätt justera räntenivån när effekten inte längre påverkar inflationstakten vore att skapa instabilitet i onödan i den reala ekonomin. Ett illustrativt exempel är förändringen av tobaksskatten under förra året som gav en märkbar inverkan på inflationstakten vilken dock inte var varaktig.

De stora räntesänkningar som Riksbanken

En annan viktig förklaring till det låga inflationsutfallet är det lägre internationella pristrycket orsakat av bland annat Asienkrisen och dess spridningseffekter. Enbart sänkta priser på petroleumrelaterade varor och kaffe drog ned den årliga förändringen av KPI med nästan 0,5 procentenheter i december 1998. Här rör det sig i högre grad om direkta prognosmisstag. Riksbanken – tillsammans med flertalet övriga bedömare – förutsåg inte att den internationella krisen skulle bli så omfattande och att råvarupriserna skulle falla i den utsträckning som sedan skedde.

Även om inflationstakten varit låg så kan den svenska ekonomin inte sägas uppleva deflation.

Även om inflationstakten varit låg så kan den svenska ekonomin inte sägas uppleva deflation. Det avspeglas i det faktum att den inhemska underliggande inflationen – det vill säga inflationen rensad för räntekostnader, varor som i huvudsak importeras samt direkta effekter av indirekta skatter och subventioner (UNDIN_{HX}) – var knappt 2 procent under 1998.

Vid mitt förra besök i utskottet underströk jag hur svårt det är att vara tydlig i politiken, eftersom tillfälliga faktorer – till viss del orsakade av Riksbankens eget agerande – leder till att inflationen understiger målet. Det är på grund av detta som direktionen nyligen beslutade om vissa förtydliganden av inflationsmålet och underströk vikten av att Riksbanken i förväg anger de tillfällen då avvikelser från inflationsmålet kan vara befogade. Detta torde underlätta utvärderingen. Som jag påpekade är de grundläggande motiven till att bortse från den här typen av tillfälliga faktorer omsorgen om stabiliteten i den reala ekonomin.

Inflationsutsikterna

LÅGT INTERNATIONELLT PRISTRYCK

Sedan den föregående inflationsrapporten i december har både konsumentpriser och underliggande inflation utvecklats i stort som väntat. I februari 1999 var inflationen, mätt som den årliga förändringen i konsumentprisindex, -0,2 procent. Den underliggande inflationen var samtidigt 1,2 procent, mätt som UNDI_X.

Ett av skälen till den svaga inflationsutvecklingen är de låga internationella priserna. Mycket tyder också på att det låga internationella pristrycket består framöver. Svagare internationell efterfrågan, ökad konkurrens och överkapacitet inom många sektorer lär ge en fortsatt låg inflation i OECD-området under de kommande åren.

Den japanska ekonomin befinner sig fortfarande i en recession, utan några tydliga tecken på återhämtning. Trots flera finanspolitiska stimulanspaket, i kombination med kraftiga åtgärder för att lösa bankkrisen, har hushållens och företagens förtroende ännu inte förbättrats.

**Mycket tyder på att det låga
internationella pristrycket består
framöver.**

Även euroområdet – ett område som är av stor betydelse för svensk export – har visat en mer dämpad utveckling under vintern än vad som förväntades i vår decemberrapport. Fortfarande framstår emellertid en konsumtionsledd konjunkturuppgång som sannolik för euroområdet som helhet, men den kan komma att bli något mer dämpad än vad Riksbanken tidigare räknat med. Den amerikanska ekonomin uppvisar fortsatt styrka. På sikt är dock en avmattning i den ekonomiska aktiviteten i USA trolig.

I Riksbankens huvudscenario bedöms BNP-tillväxten i OECD-området uppgå till strax över 1,5 procent 1999. Mot bakgrund av bland annat de penningpolitiska lättnader som vidtagits i omvärlden väntas en viss återhämtning under 2000, då tillväxten bedöms uppgå till knappt 2 procent. De internationella konjunkturutsikterna för 2000 har därmed dämpats marginellt sedan Riksbankens bedömning i december.

GRADVIS ÅTERHÄMTNING I DEN SVENSKA EKONOMIN

Den internationella utvecklingen, med svagare tillväxt i vår omedelbara närhet, väntas leda till att den svenska ekonomin i år växer något långsammare än under 1998. Försvagningen i Europa påverkar svensk industri mer än upprevideringen i USA. Tillväxtutsikterna för de kommande åren är ändå fortfarande relativt goda.

Den inhemska efterfrågan bedöms stiga successivt under perioden, bland annat till följd av de låga reala räntorna. Denna bild understöds av olika finansiella indikatorer, som utlåning till hushåll och penningmängdens utveckling. Detta motverkar de något svagare tillväxtutsikterna för exporten och de försämrade utsikterna för industrin främst i år. Till bilden hör också att finanspolitikens återhållande effekt på efterfrågan antas bli mindre än under de gångna årens budgetkonsolidering.

**BNP väntas växa med drygt
2 procent 1999 och med ungefär
2,5 procent 2000.**

Tillsammans med en gradvis återhämtning av den internationella konjunkturen innebär detta att BNP väntas växa med drygt 2 procent 1999 och med ungefär 2,5 procent

2000. De något svagare konjunkturutsikterna innebär att sysselsättningen kan komma att öka något mindre än vad som antogs i den förra inflationsrapporten. Arbetslösheten bedöms minska från 6,5 procent i år till 6,2 procent nästa år.

Prissättningen på de finansiella marknaderna och olika enkäter som gjorts visar att hushåll, företagare och aktörer på marknaden fortfarande förväntar sig en mycket låg inflation det närmaste året. På längre sikt förväntas en inflation i linje med Riksbankens mål.

**Riksbanken bedömer att inflationen,
mätt som KPI, uppgår till
1,1 procent på ett års sikt och till
1,4 procent på två års sikt.**

Trots en relativt god tillväxt kommer det sannolikt att finnas ledig kapacitet i ekonomin under de två kommande åren. Detta talar för ett lågt underliggande inflationstryck under perioden. Riksbanken bedömer att inflationen, mätt som KPI, uppgår till 1,1 procent på ett års sikt och till 1,4 procent på

två års sikt.

Den svaga konsumentprisutvecklingen förklaras delvis av tillfälliga faktorer som inte bedöms påverka inflationen varaktigt och därför inte heller påverkar penningpolitikens uppläggning. Tillfälliga faktorer, det vill säga ändrade indirekta skatter och subventioner samt sjunkande räntekostnader för egna hem, bedöms hålla tillbaka ökningen av konsumentprisindex med 0,5 procentenheter på ett års sikt och med 0,2 procentenheter på två års sikt, det vill säga fram till mars 2000 respektive mars 2001. Den underliggande inflationen bedöms därför bli 1,7 procent i mars 2000 och 1,8 procent i mars 2001, mätt med UNDI_X.

Låt mig, mot bakgrund av den beslutade operationella målformuleringen, understryka att Riksbanken alltså bedömer att även 1999 och 2000 kommer att präglas av tillfälliga prisrörelser till följd av de räntesänkningar som gjorts och beroende på beslutade ändringar av indirekta skatter och subventioner. Totalt sett väntas dessa faktorer dra ned KPI-inflationen med 0,9 respektive 0,6 procenten-

heter mätt som årsgenomsnitt för vart och ett av de båda åren. Det finns alltså skäl att räkna med avvikelser från inflationsmålet på grund av dessa faktorer också under 1999 och 2000.

RISKERNA FÖR LÄGRE INFLATION ÖVERVÄGER

Inflationsprognosen är som alltid behäftad med osäkerhet. Det är svårt att förut säga hur den internationella konjunkturen kommer att utvecklas framöver, givet den något splittrade bilden. Situationen är ungefär lika svårbedömd som i slutet av förra året.

Oron på de finansiella marknaderna har visserligen minskat. Den internationella konjunkturutvecklingen är dock en stor osäkerhetsfaktor, som snarast tilltagit något den senaste månaden, med de starka konjunktursiffrorna i USA. Dessa har i sin tur medfört en uppgång i de långa räntorna globalt och även påverkat konjunkturkänsliga aktier.

En svagare internationell utveckling skulle kunna utlösas av en plötslig nedgång i USA. Den amerikanska börsen är högt värderad och hushållens sparande lågt, och investeringarna kan framstå som höga i förhållande till vinstförväntningarna i näringslivet. Om en nedgång i USA sker parallellt med att hemmamarknaden i Europa försvagas och kräftgången i den japanska ekonomin inte bryts kan konsekvenserna bli allvarliga för världsekonomin.

En starkare utveckling skulle å andra sidan kunna inträffa till exempel om den europeiska ekonomin utvecklas starkare än i Riksbankens huvudscenario med starkt konsumentförtroende och draghjälp från USA, samtidigt som återhämtningen i Asien går snabbare än väntat.

Sammantaget bedöms dock risken för en svagare internationell konjunktur vara större. Det är också därför som Riksbanken bedömer att risken för en lägre inflation än i huvudscenariot är större än att inflationen blir högre.

Risken för en lägre inflation än i huvudscenariot är större än att inflationen blir högre.

PENNINGPOLITISKA SLUTSATSER

Slutsatsen av Riksbankens inflationsprognos är att inflationen något kommer att underskrida Riksbankens inflationsmål på ett till två års sikt, även när den korrigeras för tillfälliga effekter av indirekta skatter, subventioner och ränteförändringar. Samtidigt bedöms, som jag nyligen sagt, risken för att inflationen ska bli lägre än i huvudscenariot vara större än att den ska bli högre. Riksbankens direktion beslutade därför vid sitt sammanträde den 24 mars att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter, från 3,15 till 2,90 procent, med verkan från den 31 mars.