

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

FREDAGEN DEN 13 NOVEMBER 1998

Den aktuella penningpolitiken

Inledning vid Finansutskottets utfrågning

Tack för inbjudan att komma till finansutskottet och diskutera den aktuella penningpolitiken

Under den tid som gått sedan vi i mars diskuterade penningpolitik här i utskottet har det hänt en hel del i världsekonomin. Den kris i de framväxande marknaderna i Asien som inledningsvis sågs som regional har spridit sig vidare - först till andra framväxande marknader runtom i världen och därefter främst via de finansiella marknaderna till industriländerna. Det ekonomiska klimatet har därmed förändrats.

1. PERSPEKTIV PÅ SVENSK EKONOMI

Fem år med bra tillväxt och låg inflation

Om vi inledningsvis lyfter blicken något från den senaste tidens händelser kan vi konstatera att utvecklingen i den svenska ekonomin har varit ganska bra efter den kris som ägde rum i början av 90-talet. Tillväxten har varit relativt hög samtidigt som inflationen bibehållits på en låg nivå.

Totalproduktionen (BNP) har vuxit med närmare 3 procent per år sedan sommaren 1993. Det är i stort sett samma takt som vid konjunkturuppgången under 1980-talet (**Bild 1**). Det är dock markant högre än de 2 procent som var det årliga genomsnittet för hela tjuugoårsperioden mellan 1970 och 1990 och mer än vad som kan bedömas vara långsiktigt hållbart.

En viktig förklaring till att inflationen ändå kunnat hållas nere är att det under den här perioden har funnits ledig kapacitet i ekonomin. Detta beror i sin tur dels på att uppgången startade från en djup lågkonjunktur, dels på att tillväxten i

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

ekonomins kapacitet varit stor. Dessutom har inflationsförväntningarna gradvis stabiliserats kring inflationsmålet på 2 procent. **(Bild 2)**. Under vissa perioder och nu också under senare tid har dock tillfälliga prisrörelser lett till att den årliga genomsnittliga förändringen av konsumentprisindex har hamnat strax under den nedre bandgränsen för inflationsmålet.

Stora temporära priseffekter

Vad som menas med temporära priseffekter och hur penningpolitiken bör reagera på dessa diskuterade jag ingående här i utskottet i mars. Låt mig därför bara repetera Riksbankens uppfattning att om inte de mer långsiktiga inflationsförväntningarna påverkas bör tillfälliga prisrörelser spela en underordnad roll i penningpolitiken. Ett motsatt synsätt skulle tvinga fram drastiska penningpolitiska åtgärder, som skulle kunna destabilisera produktion och sysselsättning. Det är självfallet inte önskvärt.

Teoretiskt sett skulle det naturligtvis vara möjligt att åstadkomma en större ökning i KPI från nuvarande 0,4 procent enbart genom att *höja* räntan. Det skulle spå på inflationen, mätt som KPI, via högre boenderäntor. Självfallet bör penningpolitiken inte bedrivas på så sätt.

Man måste komma ihåg att det finns stora fördelar med att formulera målet för penningpolitiken i termer av förändringen av konsumentprisindex. Det är ett brett och välkänt mått på inflation. Samtidigt är det dock ett problem – inte minst för finansutskottet – att det är svårt att utvärdera penningpolitiken i efterhand till följd av KPI:s konstruktion. Detta blir dessutom än viktigare om Riksbanken får den självständiga ställning som det förslag innebär som snart skall behandlas av riksdagen. Att använda en målvariabel, som konsumentprisindex, och ofta tvingas peka på faktorer som orsakar tillfälliga avvikelser är inte idealiskt.

Men man måste också komma ihåg att det finns en hel del som talar för att den här typen av omfattande prisrörelser av tillfällig natur vi upplevt inte tillhör vanligheterna. De hänger till övervägande del samman med att förtroendet för den ekonomiska politiken ökat markant under senare år. Det är t.ex. få perioder i historien som kännetecknas av att boenderäntorna faller från ca 14 procent ned till nuvarande nivå kring 5 procent. Problemet med en målformulering i termer av konsumentprisindex bör därför inte överdrivas. Riksbanken har för att underlätta utvärderingen av penningpolitiken givit Statistiska Centralbyrån i uppdrag att samtidigt med konsumentprisindex även publicera olika mått på den underliggande inflationen.

Det är också viktigt att komma ihåg att penningpolitiken påverkar ekonomin med en viss eftersläpning. Om inflationen en viss månad ligger utanför toleransintervallet kan centralbanken inte återföra inflationen till målet direkt nästa månad. Det är därför viktigt för en centralbank att ange en prognos för inflationen. Detta har två stora fördelar. Dels kan centralbanken explicit tala om på vilken tidshorisont inflationen kan återföras till målet. Dels ges allmänheten en möjlighet att direkt kontrollera om penningpolitiken kan betraktas som väl avvägd. Om prognosen inte ligger på inflationsmålet på den horisont som penningpolitiken har sin största effekt - ett till två år - så ska styrräntan ändras.

Tillväxt utan sysselsättning

Även om tillväxten i svensk ekonomi varit bra under de senaste fem åren har inte arbetslösheten minskat i motsvarande utsträckning. Utvecklingen efter 1993 är mycket talande, då kurvan för produktionen tydligt vänder uppåt, medan sysselsättningen ligger kvar på i stort sett oförändrat låg nivå. **(Bild 3)** Detta tyder på att den låga sysselsättningen i första hand inte beror på vare sig att efterfrågan varit för låg i svensk ekonomi eller att tillväxtpotentialen är för liten.

En del av sysselsättningsproblemet kan ha att göra med att det av allt att döma är kapitalintensiva sektorer som främst bidragit till tillväxten under de senaste fem åren. En mer balanserad tillväxt framöver skulle troligen medge en ökad efterfrågan på arbetskraft. Men sannolikt ligger förklaringen till den svaga sysselsättningsutvecklingen också på ett djupare plan. Svensk näringsliv i stort har, med den struktur som utvecklats, under flera decennier valt att bedriva sin produktion med en relativt sett allt större insats av kapital på bekostnad av användningen av arbetskraft.

Det faktum att vissa länder har haft en varaktigt gynnsam sysselsättningsutveckling beror ofta inte på hög tillväxt, utan snarare på att produktionsprocessen som helhet, varit mer sysselsättningsintensiv. Om ett land samtidigt har en hög och stabil tillväxt, å ena sidan, och svag sysselsättningsutveckling, å den andra, antyder det att det finns strukturella problem med i bilden. Det bör också tilläggas att Sverige delar problemet med sk. jobless growth med andra – men dock inte alla - länder i Europa.

2. DEN FÖRDA PENNINGPOLITIKEN

Varningslamporna blinkade rött för ett år sedan

För ett år sedan var tecknen många på att ekonomin skulle fortsätta att växa i snabb takt. Samtidigt föreföll det som om kapacitetsutnyttjandet skulle öka inom de närmaste åren och att inflationen därmed skulle komma att stiga något. Krisen i Asien förväntades leda till en viss dämpning av inflationstrycket, men inte i tillräcklig utsträckning.

De flesta varningslamporna blinkade således rött och Riksbanken lade därför om politiken. Reporäntan höjdes i december förra året med från 4,10 till 4,35 procent.

Jag beskrev denna planerade omläggning av penningpolitiken i oktober förra året här i finansutskottet som att det var fråga om en rörelse från en expansiv till en mer neutral penningpolitik. Det handlade alltså om att få ekonomin att färdas med den hastighet som ekonomins struktur medger – inte om att stanna färden. Genom en gradvis omläggning av penningpolitiken skulle tillväxttakten anpassas till en långsiktigt hållbar bana. Ekonomin skulle därmed inte drabbas av kapacitetsbrist och inflation. Avsikten var att i ett tidigt skede göra en liten räntehöjning för att förhindra att problem skulle uppstå senare och att större räntehöjningar skulle krävas för att föra inflationen tillbaka till målet. På detta sätt skulle såväl prisnivån som tillväxten bli mer stabil.

I inflationsrapporten i december 1997 hade vi emellertid ett riskscenario som talade för en lägre inflation än i huvudscenariot. Vi konstaterade då att "för att den

ekonomiska krisen ska få betydande effekter på inflationen måste utvecklingen förvärras i en sådan omfattning att den internationella konjunkturen allvarligt försvagas".

Effekterna av Asienkrisen blev också större än vad vi antagit i vårt huvudscenario. Under det första halvåret reviderades huvudbedömningen successivt ned. Framförallt sågs *riskerna* för en svagare utveckling som allt större. Den penningpolitiska omläggningen fortsatte därmed inte såsom tänkt. Riskerna för en svagare utveckling gjorde att reporäntan hölls oförändrad under våren. I samband med inflationsrapporten i juni gjorde Riksbanken bedömningen att inflationsriskerna hade ändrats. Vi publicerade en inflationsprognos som på ett till två års sikt - på basis av en oförändrad reporänta - innebar en prisstegringstakt under målet på 2 procent. I linje med Riksbankens handlingsregel sänktes därför reporäntan från 4,35 procent till 4,10 procent i början av sommaren.

Ökad oro på de finansiella marknaderna och lägre internationell tillväxt

I inflationsrapporten i september konstaterade Riksbanken att den realekonomiska bilden fortfarande såg relativt bra ut. I vårt huvudscenario förväntades tillväxten fortsätta att vara stabil och inflationen långsamt stiga mot målet på ett till två års sikt. Inflationsbanan startade dock från en lägre nivå.

Risken för en svagare utveckling internationellt till följd av Asienkrisen hade tilltagit. Bilden komplicerades emellertid av att kronkursen försvagats markant, vilket kunde påverka inflationen i motsatt riktning. Riksbanken har med den nuvarande valutakursregimen ingen målsatt nivå för kronans kurs, men den måste ändå vägas in tillsammans med andra faktorer i en bedömning av den framtida inflationen.

Från penningpolitisk horisont är det effekten på inflationen via kronans inverkan på produktionen – i första hand i exportsektorn – och så småningom resursutnyttjande som under senare år visat sig vara den mest intressanta. De effekter som en kronförsvagning kan få på importpriserna bör i likhet med andra temporära prISRörelser spela en underordnad roll, såvitt inte de medelfristiga inflationsförväntningarna påverkas.

Den penningpolitiska miljön var turbulent och svårbedömd i september och under en del av oktober, dvs före och omedelbart efter det att inflationsrapporten presenterades. Situationen var svårbedömd också utifrån fler aspekter än den internationella oron. Riksdagsvalet och osäkerheten kring den kommande finanspolitiska uppläggnings inverkade också. Sammantaget gjorde detta att Riksbanken höll en oförändrad reporänta. En eventuell räntesänkning kunde vara aktuell först då inflationsutsikterna klarnade.

Under hösten tilltog den finansiella oron ytterligare. Den ryska regeringens betalningsinställelse i mitten av augusti och de problem som uppdagades i den amerikanska hedgefonden Long Term Capital Management i slutet av september bidrog till den markant ökade nervositeten. Aktiekurserna föll runt om i världen och den finansiella krisen spred sig vidare till andra framväxande marknader som hittills inte drabbats av krisen. De fallande börskurserna och krisens spridning till

andra marknader riskerade att ge effekter via minskad exportefterfrågan och genom ökad försiktighet bland konsumenter och företagare.

Problemen i Long Term Capital väckte emellertid farhågor för en betydligt allvarligare risk som tidigare inte diskuterats i någon större utsträckning - risken att bankerna skulle bli så försiktiga i sin kreditgivning att detta i sig skulle förlama världsekonomin. Då bankerna försöker att dra ned på sin exponering och minska sina balansräkningar för att undvika kreditförluster minskar möjligheten att få tillgång till lånekapital. Detta kan - om rädslan för risk blir alltför stor - komma att drabba även goda låntagare och leda till att den totala aktivitetsnivån i världsekonomin påverkas allvarligt. Ett tecken på en annalkande kreditstramning var de ökade ränteskillnaderna mellan låntagare med hög respektive lägre kreditvärdighet som visade sig på marknaden.

Den finansiella krisen bedömdes på detta sätt få negativa reala effekter. Prognosmakare ändrade sina bedömningar och reviderade ned tillväxt- och inflationsutsikterna för världsekonomin. Riksbanken justerade också ned sin bedömning av utvecklingen i omvärlden.

3. DEN AKTUELLA PENNINGPOLITIKEN

Riksbanken sänkte reporäntan den 3 november

Bedömningen att tillväxten i vår omvärld kommer att bli svagare än vad vi tidigare räknat med ledde Riksbanken till slutsatsen att inflationen skulle komma att underskrida målet de kommande ett till två åren om reporäntan hölls oförändrad. Resursutnyttjandet skulle bli lägre och inflationstrycket avta. Flera tecken på detta visade sig i statistiken - nettoexporten hade försvagats, lageruppyggnaden hade ökat och utlåningen till företagen ökade i en något långsammare takt. Den finansiella oron hade också påverkat hushållens framtidstro i något negativ riktning, vilket kunde ge en lägre konsumtionstakt än tidigare förväntat. De dämpande effekterna bedömdes få större inverkan på inflationsutvecklingen än den stimulans som den svagare kronan kan ge. Oron på de finansiella marknaderna hade också avtagit något. Riksbanken beslutade mot denna bakgrund att sänka reporäntan med 25 räntepunkter till 3,85 procent den 3 november.

Det bör påpekas att Riksbankens nedrevidering av efterfrågebilden och inflationsutsikterna i svensk ekonomi inte innehåller någon dramatik. Redan i inflationsrapporten i september var inflationsbanan under 2 procent under en stor del av prognosperioden. Revideringen är ändå tillräcklig för att påverka Riksbankens arbetsbetingelser.

För att öka handlingsfriheten i penningpolitikens uppläggning beslutade fullmäktige igår att sänka den sk. räntekorridoren inom vilken reporäntan löper. Inlåningsräntan sänktes med 0,5 procentenheter till 3,25 procent och utlåningsräntan med 0,5 procentenheter till 4,75 procent.

Oron för en ofrivillig neddragning av kreditgivningen - och de allvarliga konsekvenser det skulle kunna få - har också inneburit att centralbankerna skärpt bevakningen av det finansiella systemet. För Riksbankens del betyder det kontakt

med de stora bankerna och ökad bevakning av bankernas finansieringssituation i samarbete med Finansinspektionen.

Det svenska banksystemet förefaller i stort vara stabilt. Det är också den slutsats vi drog i 1998 års andra Finansmarknadsrapport som offentliggjordes igår. Utlåningen till de mest drabbade länderna är relativt låg. För säkerhets skull har bankerna dock byggt upp likviditetsreserver i det fall att situationen på den internationella marknaden skulle förvärras. Kreditgivningen på den svenska marknaden förefaller inte så här långt ha påverkats negativt. Riksbanken har inte heller fått några indikationer på att de svenska bankerna har för avsikt att dra ned på utlåningen till inhemska sektorer.

En viss dämpning av den globala finansorn tycks ha skett under den allra senaste tiden. Om detta är ett tecken på det lugn som brukar inställa sig då man befinner sig mitt inne i centrum av ett lågtryck är idag svårt att säga. Det är idag svårt att bedöma om den internationella finansiella oron kommer tillbaka, eller om lågtrycket har dragit bort. Riksbanken fortsätter därför analysen av banksystemet med förhöjd beredskap till dess att situationen stabiliserats.

Det som skett på den internationella arenan har påkallat åtgärder av kortsiktig natur för att skapa förutsättningar för det globala finanssystemet att kunna fullgöra sin uppgift. På längre sikt måste arbetet inriktas på att skapa ett internationellt regelverk och system som begränsar risken för – och helst förhindrar – att denna typ av kriser överhuvudtaget kan uppkomma. Det som nu har hänt visar på tydliga brister i det globala finanssystemets sätt att fungera. Men det är också viktigt att betona att ”frihandel” på det finansiella området med stor sannolikhet kan ge betydande välfärdsvinster precis som är fallet när det gäller fri handel med varor och tjänster.

Senaste årets händelser visar på de villkor som råder för prognoser i allmänhet och penningpolitik med inflationsmål i synnerhet - att utifrån en rad indikatorer försöka att bilda sig en bestämd uppfattning om den framtida utvecklingen. Tyvärr kan centralbanker inte avvakta den fullständiga informationen innan vi agerar, eftersom våra åtgärder får full effekt först efter en tid. Att reagera när alla pusselbitarna fallit på plats är för sent. Sannolikt skulle det leda till att vi måste ta i med större åtgärder för att fortlöpande nå målet för penningpolitiken. En sådan närsynt politik skulle leda till större instabilitet i ekonomin.

Asienkrisen med dess förlopp och spridning till industriländerna, är en händelse som fått större effekter än vad vi tidigare räknade med. Jag kan inte utesluta att det kan komma att krävas ytterligare justeringar av penningpolitiken i den riktning som vi nyligen gjort för att inflationsmålet skall nås. En svagare utveckling i vår omvärld påverkar även förhållandena här hemma.