

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

TISDAGEN DEN 2 FEBRUARI 1999

Vad händer med kronan och räntan?

Stockholms Handelskammars och
Veckans Affärers konferens

Tack för inbjudan att komma hit och diskutera under titeln "Vad händer med kronan och räntan?". Jag tänker koncentrera huvuddelen av mitt anförande kring den aktuella penningpolitiken och de faktorer som kan komma att bli avgörande för hur politiken ska formuleras framöver. Den penningpolitiska beslutsprocessen har emellertid förändrats i och med att en direktion med sex personer nu leder Riksbanken och fattar de penningpolitiska besluten. Jag inleder därför med en kort beskrivning av hur de penningpolitiska besluten kommer att fattas och redovisas i den nya miljön.

DEN NYA PENNINGPOLITISKA BESLUTSPROCESSEN

Torsdagen den 11 februari klockan 13.00 möts den nya direktionen i Riksbanken för sitt första s.k. särskilda penningpolitiska sammanträde. Detta möte kommer att ägnas åt en mer omfattande penningpolitisk diskussion än vid de sedvanliga mötena och mynna ut i ett beslut om hur penningpolitiken ska utformas framöver. Diskussionen ska återges i ett sammanträdesprotokoll som offentliggörs den 6 april, d.v.s. med omkring 8 veckors eftersläpning. Men redan dagen efter mötet – kl. 9.30 på fredagen den 12 februari - kommer en kommuniké att publiceras som kortfattat redogör för motiven till det beslut som fattats.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

Den här typen av särskilda penningpolitiska sammanträden kommer att hållas 8-10 gånger per år. Protokollen kommer att offentliggöras med 6-8 veckors eftersläpning. Visst kan penningpolitiska frågor dyka upp på agendan även mellan dessa möten. Det gäller särskilt som reporäntan normalt beslutas var fjortonde dag och annonseras för de följande två veckorna. Men tanken är att de löpande besluten om reporäntan ska baseras på den diskussion som förts vid de särskilda penningpolitiska mötena. Det ska alltså finnas särskilda behov för att någon mer utförlig diskussion om penningpolitiken ska förekomma mellan de större mötena.

Detta är ett nytt sätt att arbeta för Riksbanken. Även tiderna för annonsering av besluten är ny. De penningpolitiska besluten ska nu publiceras på fredagar klockan 09.30. I vissa fall kan vi emellertid frånga denna regel, bl.a. i samband med att inflationsrapporten publiceras. Så här långt tycker jag att de flesta marknadsaktörer i sina nyhetsbrev verkar ha uppfattat hur vi tänkt oss den nya ordningen. Det är både bra och viktigt.

Det kan hända att direktionsledamöterna inte blir eniga i vissa situationer. Vi tvingas då till en mer formell omröstning. Av protokollen kommer det att framgå hur utfallet blivit. Om ingenting nämns har fullständig enighet rått. I annat fall kommer namnet eller namnen på de som har en avvikande uppfattning att antecknas.

Oenighet i direktionen är självfallet ingenting som bör eftersträvas. Tvärtom är jag övertygad om att alla sex ledamöter kommer att söka ha en så kollegial inställning som möjligt. Det tycker jag arbetet hittills redan har visat. Samtidigt kommer man inte ifrån att penningpolitik handlar om att väga samman olika faktorer till en samlad bedömning av den framtida inflationsbilden. I den sammanvägningen kan man inte utesluta att olika personer drar skilda slutsatser, något som inte enbart skulle vara negativt. Det skulle rentav kunna ha den fördelen att det visar att utformningen av penningpolitiken ofta baseras på komplicerade och svåra bedömningar.

Redan nu kan man i tidningsintervjuer och kommentarer se att olika direktionsledamöter ger uttryck för vissa nyansskillnader i inflationsbedömningen. Även det är något som alla de som följer penningpolitiken får vänja sig vid. Det borgar i sin tur för att olika aspekter kring penningpolitikens uppläggning kommer att belysas väl när vi för våra diskussioner i Riksbanken. Det är också en konsekvens av den öppenhet som Riksbanken arbetar för och som den nya lagstiftningen också i grunden förutsätter.

DEN AKTUELLA PENNINGPOLITIKEN

Perspektiv på svensk ekonomi

Utvecklingen i den svenska ekonomin har varit ganska bra under de år som gått sedan krisen i början av 90-talet. Tillväxten har varit relativt hög samtidigt som inflationen bibehållits på en låg nivå.

BNP har vuxit med närmare 3 procent i genomsnitt per år sedan sommaren 1993. Sverige är med andra ord inne på det sjätte året av gynnsam ekonomisk tillväxt. En tillväxttakt på 3 procent är i stort sett samma takt som vid konjunkturuppgången under 1980-talet. Det är dock markant högre än de

2 procent som var det årliga genomsnittet för hela tjuugoårsperioden mellan 1970 och 1990 och kanske 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 ekonomins kapacitet varit förhållandevis stor. De medelfristiga inflationsförväntningarna har gradvis stabiliserats kring inflationsmålet på 2 procent.

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. Vid vissa tillfällen har också den trendmässiga inflationen blivit lägre än vad vi förväntat. Som Riksbanken framhållit tidigare ska normalt temporära inflationseffekter spela en underordnad roll vid utformningen av penningpolitiken. Vi arbetar på att förtydliga tillämpningen av målformuleringen, så att det inte ska råda någon oklarhet om hur vi bör se på de direkta effekterna på konsumentpriserna av förändringar i t.ex. räntekostnader för egna hem och indirekta skatter.

Förutsättningarna för den internationella utvecklingen ändrades

I inflationsrapporten i september i höstas pekade Riksbanken på att risken hade tilltagit för en svagare utveckling internationellt, till följd av Asienkrisen. Bilden komplicerades dock av att kronkursen försvagats markant, vilket kunde påverka inflationen i motsatt riktning. Kronan påverkar inflationen via resursutnyttjandet i ekonomin och via importprisernas utveckling. Under de senaste två åren har kronkursen främst påverkat inflationen via den första av dessa två effekter. Effekterna på importpriserna bör ses som tillfälliga och därmed spela en underordnad roll i penningpolitiken, så länge det inte medför att de medelfristiga inflationsförväntningarna påverkas. Rörelserna i kronan är således enbart intressant om det påverkar den mer trendmässiga inflationsutvecklingen, även om stabilitet i växelkursen är att föredra i en liten, öppen ekonomi.

Den penningpolitiska miljön var turbulent och svårbedömd i september och under en del av oktober 1998, dvs före och omedelbart efter det att inflationsrapporten presenterades. Förutom den internationella oron fanns även osäkerhet kring den kommande finanspolitiska uppläggnings efter riksdagsvalet. Sammantaget gjorde detta att Riksbanken höll reporäntan oförändrad. En eventuell räntesänkning kunde bli aktuell först då inflationsutsikterna klarnade.

Under hösten tilltog den finansiella oron. 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 dittills 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 också i industriländerna.

Problemen i Long Term Capital väckte även farhågor för en betydligt allvarligare utveckling nämligen att bankerna i industriländerna skulle bli så försiktiga i sin kreditgivning att detta i sig skulle förlama världsekonomin.

De allt tydligare signalerna om en internationell avmattning, förstärkta av en tilltagande turbulens på de finansiella marknaderna, gjorde att Riksbanken ändrade sin bedömning av svensk ekonomi och inflationsutveckling. Det motiverade en viss lättnad i penningpolitiken. I november sänktes därför reporäntan i två steg från 4,10 till 3,60 procent.

Även i inflationsrapporten i december gjordes bedömningen att prisutvecklingen, mätt såväl som procentuell förändring av KPI som i termer av underliggande inflation, skulle komma att understiga Riksbankens prisstabilitetsmål på 2 procent på ett till två års sikt. Den 16 december sänktes därför reporäntan med ytterligare 0,2 procentenheter till 3,40 procent. Med denna sänkning lämnades ansvaret för penningpolitikens fortsatta uppläggning till den nya riksbanksdirektionen som skulle tillträda vid årsskiftet.

Stark avslutning på 1998

Det mesta tyder på att den svenska ekonomin utvecklats tämligen starkt under slutet av 1998. Några BNP-siffror har ännu inte publicerats, men på basis av den statistik som finns att tillgå tycks fjärde kvartalet ha utvecklats bra. Den starka utvecklingen kan främst tillskrivas expansionen i de inhemska sektorerna, inte minst inom detaljhandelssektorn. Det är ingen dramatisk utveckling, men i november ökade detaljhandelsförsäljningen enligt SCB med 3,3% jämfört med året innan. Enligt HUI blev också julhandeln hygglig. Även investeringarnas bidrag till tillväxten verkar ha utvecklats väl. Detta gör sammantaget att också sysselsättningen ökar mer än under de närmast föregående åren. Som en konsekvens av detta har arbetslösheten minskat under 1998.

Det omedelbara inflationstrycket är fortsatt lågt. Inflationstakten, mätt med KPI, fortsätter att visa negativa tal. Utfallet i december blev också lägre än väntat. Konsumentpriserna föll med 0,6 procent mellan december 1997 och 1998, vilket kan jämföras med Riksbankens prognos i den senaste inflationsrapporten på ett fall med 0,3 procent. Men en del av förklaringen är att Riksbanken har sänkt reporäntan, vilket lett till att boenderäntorna fallit. Trots att vi sänker reporäntan till följd av en gynnsam inflationsprognos uppkommer alltså den initiala effekten att inflationen, som den mäts med KPI, sjunker ytterligare. Dessutom fortsatte råvarupriserna att falla. Däremot låg den inhemska underliggande inflationstakten (UNDINHX) kvar på 1,6 procent i december, vilket var oförändrat mot föregående månad. Detta var ändå något under vår prognos.

Den amerikanska börsutvecklingen kan innebära risker

Den globala finansornen dämpades mot slutet av året. Ränteskillnaderna mellan olika marknadssegment krympte åter och börsfallen stannade upp. Sannolikheten för att världsekonomin skulle förbli svag under en rad av år minskade därmed.

Den senaste tidens utveckling i Brasilien har bidragit till att oron tilltagit något igen på de internationella finansiella marknaderna. Återigen har en tillflykt till mer säkra placeringar skett internationellt, men nu i mer begränsad omfattning än i höstas. Den brasilianska valutan har dock deprecierats påtagligt.

Det är svårt att i dagsläget slå fast exakt vilka effekter den brasilianska krisen kan komma att få på världsekonomin. Den fortsatta utvecklingen i Brasilien - och därmed riskerna för spridningseffekter till Latinamerika och övriga delar av världsekonomin - kommer att bero på hur de nationella myndigheterna agerar för att lägga grunden för en sund ekonomisk utveckling. Inte minst erfarenheterna från vår egen ekonomiska situation i början av 1990-talet visar att en övergång från fast till flytande växelkurs inte i sig erbjuder någon slutlig lösning på ekonomiska problem. Snarare krävs ett samlat program för att förstärka förtroendet där inte minst budgetpolitiken spelar en viktig roll. Även ett tydligt mål och en sammanhållen tankesammanhang för penningpolitiken kan bidra till förtroendet för den ekonomiska politiken. Det är dock troligt att redan den utveckling vi hittills sett i Brasilien kommer att verka dämpande på tillväxten i Latinamerika och även i någon utsträckning på tillväxten i OECD-området som helhet.

Den amerikanska ekonomin fortsätter att uppvisa styrka trots en osedvanligt lång högkonjunktur. Tillväxten var mycket stark mot slutet av 1998. En viss avmattning förutses dock framöver till följd av en svag internationell utveckling, men även till följd av en dämpad konsumtion. De högt värderade börskurserna framhålls som en riskfaktor i den amerikanska ekonomiska utvecklingen. Den amerikanska börsen har återtagit hela det börsfall som ägde rum under hösten och nya all-time-high kurser har noterats. Börskurserna anses av flera bedömare vara överdrivna utifrån de vinster som företagen förväntas generera framöver, varför det talas om en kommande korrigering. Givet börsuppgångens viktiga roll i uppgången av den amerikanska ekonomin skulle ett fall i kurserna på motsvarande sätt kunna leda till en avmattning.

För såväl euroområdet som den japanska ekonomin förefaller utsikterna för i varje fall det närmaste året ha försämrats något sedan inflationsrapporten. I euroområdet har särskilt industrikonjunkturen försvagats. Konsumtionsutvecklingen förefaller att vara relativt god. Samtidigt är hushållens framtidssyn nära sammankopplad med sysselsättningsutvecklingen, inte minst i Tyskland.

Den internationella bilden kan därmed knappast sägas ha ljusnat sedan inflationsrapporten publicerades i december. Riskerna för en svagare utveckling förefaller också finnas kvar i bilden.

Svagare industrikonjunktur, men hittills bra inhemsk efterfrågan

I den svenska ekonomin tyder statistiken på att industrikonjunkturen kan komma att försämrans ytterligare. Samtidigt visar hushållens förväntningar om utvecklingen av den egna ekonomin på en fortsatt relativt god utveckling av den privata konsumtionen. Ökad sysselsättning och en god utveckling av den reala disponibla inkomsten, inte minst till följd av låga inflationstal, ger anledning till hushållens optimism.

Liksom tidigare i höstas finns det emellertid en osäkerhet om hållbarheten i denna utveckling. Osäkerheten bygger bland annat på de skillnader som finns mellan hushållens och företagens framtidsbedömningar. Negativa nyheter från näringslivet kan öka pessimismen hos hushållen. Vissa tendenser märks också till att hushållen under senare tid även blivit något mindre optimistiska vad gäller utvecklingen av den egna ekonomin.

Läget vad gäller det samlade resursutnyttjandet tyder på att det fortfarande finns lediga resurser i den svenska ekonomin. Det verkar i sin tur dämpande på inflationsutvecklingen.

Den svagare industrikonjunkturen har inneburit en svagare nettoexport. Om utvecklingen följer tidigare konjunkturmönster kan vi stå inför ett omslag i lagercykeln. Dessutom kan det visa sig – om den svagare industrikonjunkturen håller i sig – att investeringarna avtar något senare i år. Utvecklingen av BNP-tillväxten i år och nästa år bestäms således av hur den inhemska efterfrågan balanserar mot utrikeshandelns och industrikonjunkturs utveckling.

I bedömningen av det framtida inflationstrycket får man emellertid inte glömma bort att den förhållandevis kraftiga nedgången i marknadsräntorna som skett under det senaste året har en stimulerande inverkan på svensk ekonomi. Den tioåriga svenska räntan har fallit med nära 2 procentenheter sedan januari förra året. Den korta räntan har sjunkit med drygt en procentenhet. Sannolikt har endast en del av effekterna från räntefallet hittills arbetat sig fram via ekonomins olika kanaler. Det gör att en del av effekterna ännu ligger framför oss.

Den särskilda penningpolitiska diskussionen i Riksbanken den 11 februari kommer således att i hög grad handla om att söka bedöma utsikterna för världsekonomin och hur detta påverkar svensk ekonomi. Dessutom gäller det att försöka bilda sig en uppfattning om huruvida den positiva utvecklingen i de inhemska sektorerna kommer att bestå och hur efterfråge- och utbudsförhållandena påverkar prisutvecklingen.

Ett viktigt skäl till att inrikta penningpolitiken på prisstabilitet handlar om stabiliteten i den ekonomiska utvecklingen. Man ska inte ha några överdrivna förväntningar på möjligheterna att finjustera ekonomin, men en inriktning på prisstabilitet bör normalt leda till en balanserad utveckling också i den reala ekonomin.

Även om vi som företrädare Riksbanken ständigt talar om inflationsutsikterna skulle man lika gärna formulera den fråga som vi söker

analysera på följande sätt: Hur bör Riksbanken agera med reporäntan för att den gynnsamma utvecklingen i svensk ekonomi under senare år ska bli bestående?