

# Anförande

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten

---

FREDAGEN DEN 17 NOVEMBER 2000

## Penningpolitiken

SNS konjunkturkonferens, Stockholm

Tack för inbjudan att komma hit och tala om penningpolitik. Om jag inte minns fel är detta femte gången som jag gästar SNS konjunkturkonferens som vice riksbankschef. Jag tycker att det blivit en trevlig tradition att en gång om året på det här sättet få diskutera penningpolitik med flera av landets ledande ekonomer och konjunkturbedömare.

Jag tänkte som vanligt inleda med att kort kommentera året som gått. Avstamp tänker jag ta i den bedömning vi gjorde i oktober i fjol. Trots att vi då hade en relativt optimistisk syn på inflationen har vi ändå blivit positivt överraskade. Utvecklingen det gångna året reser en rad frågor om ekonomins inflationsbenägenhet. Det här var ett ämne som var uppe för diskussion redan vid fjolårets konferens. Då mot bakgrund av att flera tongivande bedömare ansåg att vi underskattade inflationsrisken. En tredje fråga jag tänker beröra är de riktlinjer vi följer i penningpolitiken. Bedömare har under året kritiserat oss för att vi har ett alltför snävt synsätt när vi fattar beslut om reporäntan. Slutligen tänker jag blicka framåt och kommentera hur vi ser på inflationsutvecklingen de närmaste åren.

### **Inflationsbilden det gångna året**

I samband med att Riksbanken i oktober förra året presenterade årets tredje inflationsrapport skrev vi upp vår tillväxtprognos för Sverige de kommande åren. Bakgrunden var framför allt en mer gynnsam internationell konjunkturutveckling, men även den inhemska efterfrågan föreföll kunna utvecklas starkare än tidigare prognosticerat. Vår konjunkturprognos var i linje med de flesta andra bedömares. En del prognosmakare på marknaden trodde dock att hushållens konsumtion skulle stiga ännu mer. Bakgrunden var att stigande tillgångspriser i allmänhet, och

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

börsuppgången i synnerhet, bedömdes komma att öka hushållens konsumtionsvilja markant.

Samtidigt som tillväxtprognosen justerades upp höll Riksbanken i stora drag fast vid den inflationsbedömning som lagts fram under senvåren. Utväxlingen mellan tillväxt och inflation bedömdes alltså bli bättre än tidigare beräknat. Här avvek vi från flera bedömare och det föranledde en hel del diskussion.

Bakgrunden till vår prognos var att inflationsbilden hade överraskat positivt. Detta berodde antagligen inte bara på tillfälligheter, utan hängde istället samman med olika mer fundamentala faktorer i den ekonomiska utvecklingen som vi bedömde skulle komma att påverka inflationen också under de två år vi då överblickade.

Låt mig visa en bild på den inflationsbedömning som vi gjorde i oktober i fjol och på det faktiska utfallet (diagram 1). Jag har valt att redovisa bedömningen av UNDEX, eftersom detta mått på inflationen stått i fokus för penningpolitiken under det senaste året. Vidare redovisar jag importprisutvecklingen och ett mått på den inhemska underliggande inflationen UNDEXH. Som framgår av diagrammet trodde vi att inflationen skulle komma att stiga gradvis i takt med konjunkturuppgången. Detta skulle motverkas av låga – t.o.m. fallande – importpriser orsakade av en starkare krona, lägre oljepriser och ökad global konkurrens.

Även vår prognos har uppenbarligen, i varje fall hittills, underskridits. Än intressantare är kanske att den underliggande inhemska inflationen blivit påtagligt lägre. Detta är en utveckling som bedömare av svensk ekonomi inte kan blunda för, särskilt som överraskningar av det här slaget – om än inte lika dramatiska – varit legio under 1990-talet. Frågan är i vilken utsträckning vi bör överge gamla samband och istället våga tro på att de relationer som har gällt under de senaste åren även ska göra det framöver.

### **Varför har inflationen varit låg?**

Till att börja med är det viktigt att påminna sig om att det som hänt inte är unikt för Sverige. Även i många andra länder har inflationen överraskat positivt. Det ska dock understrykas att man inte i något land har ett fullständigt svar på frågan varför inflationen blivit så låg. Pusselbitar finns, men de tycks inte räcka till för att skapa en tydlig bild som kan förklara utvecklingen. Samtidigt kan vi som beslutsfattare inte luta oss tillbaka och säga att vi inte vet. Vi måste helt enkelt fatta beslut, och det är inte rimligt att till dess att tidsserierna är tillräckligt långa för att göra ekonometriska analyser, agera som om allt var som förr.

Jag hade nyligen glädjen att leda ett seminarium i BIS, centralbankernas centralbank, kring just dessa frågor. Mitt intryck från seminariet är att det har visat sig vara svårt att entydigt påvisa att det skett några strukturella skift i de samband som styr inflationen t.ex. i Phillipskurvmodeller av olika slag. I många länder, bl.a. i Sverige, ser man idag mer optimistiskt på t.ex. resursutnyttjandet. Som ni vet har vi också ett antal gånger under de senaste fem åren reviderat våra beräkningar för produktionsgapet. En möjlig förklaring – som jag finner rimlig – är att vi efter den djupa krisen i början av 1990-talet helt enkelt felbedömde gapets storlek. Tänkbart

är också att den trendmässiga produktiviteten utvecklats mer förmånligt än väntat och att detta minskat risken för flaskhalsar. Också för denna bedömning finns det visst stöd. Exempelvis har den totala faktorproduktiviteten i svensk ekonomi stigit under 1990-talet. Ytterligare en möjlighet är att arbetsmarknaden av olika skäl fungerar bättre. Även för detta finns det stöd, inte minst den snabba nedgången av arbetslösheten under senare år som kunnat ske utan att bristen på arbetskraft blivit akut. Kanske ska jag säga att vi också spårat vissa förändringar i inflations sambanden. Vi redovisade t.ex. i en av fjolårets inflationsrapporter en ruta där det framgår att genomslaget från ett visst produktionsgap på inflationen verkar ha minskat, vilket skulle kunna vara en följd t.ex. av de stabila inflationsförväntningarna.

På BIS-seminariet redovisades också ett par uppsatser som tydde på att de samband som styr prisutvecklingen på importerade varor har förändrats. Det är också den bild vi själva haft under senare år. Genomslaget från växelkursförändringar på inflationen är t.ex. mindre än tidigare. Det kan hänga ihop med en skärpt konkurrens i olika led. Det verkar också klart att permanenta växelkursförändringar får en annan och större effekt på priserna än rörelser som är en naturlig följd av dagens växelkursregim.

Utvecklingen under de allra senaste åren har tveklöst också gynnats av att el- och telemarknaderna avreglerats. Även om det idag inte är lätt att se några andra likartade förändringar, av motsvarande betydelse för prisökningstakten de närmaste åren, så kommer antagligen såväl avregleringar som allmänt ökad konkurrens att vara viktiga inslag i inflationsbilden.

Det finns också skäl att understryka att den låga inflationen i sig, i kombination med att allt fler länder bedriver en penningpolitik inriktad på låg inflation – och att centralbankerna har mandat att göra detta mer självständigt – antagligen har spelat en viktig roll för utvecklingen. Egentligen är det vad man borde vänta sig från läroböckerna där standardbudskapet är att inflationen är ett monetärt fenomen, som till syvende og sist avgörs av penningpolitiken och förtroendet för den. För klart är att låga och stabila inflationsförväntningar underlättar inflationsbekämpningen.

Jag tror att låginflationspolitiken har vidare implikationer. Den är antagligen en orsak till den högre produktivitsutvecklingen i Sverige på senare tid. Trycket på att genomföra förändringar är idag betydligt högre bland företagen än under 1980-talet. Förutsättningarna för arbetsmarknadens parter har också ändrats på ett sätt som mycket väl kan ha positiva effekter på enhetsarbetskostnaderna och i förlängningen på inflationen. En annan konsekvens är att åtgärder för att skärpa konkurrensen plötsligt blivit politiskt intressanta på ett sätt som de i varje fall inte var när jag arbetade med denna typ av frågor under 1980-talet. Genom att avreglera marknader och skärpa konkurrensen kan man få direkta avläsbara positiva effekter i form av lägre inflation och därmed lägre räntor och högre ekonomisk tillväxt. Även finanspolitiken kan med den stabiliseringspolitiska arbetsfördelning som numera råder mer koncentreras på långsiktiga strukturfrågor.

### **Diskussionen om Riksbanken arbetsätt**

Låt mig nu gå vidare och kort kommentera frågan om Riksbankens arbetsätt och tillämpningen av den s.k. handlingsregel som vi använder oss av. Det här är en fråga som jag tror aktualiserats under det senaste året just därför att inflationen och våra inflationsprognoser fortsatt att ge relativt svaga argument för reporäntehöjningar trots en stark konjunktur.

Enkelt uttryckt kan man säga att Riksbanken utformar penningpolitiken på basis av en prognos för inflationen på i första hand ett till två års sikt. Om inflationen förväntas överstiga målet på 2 procent under denna tidshorisont så höjs normalt räntan och vice versa.

Tanken med att formulera denna regel var att göra politiken mer begriplig både för oss själva och för omvärlden. Vi trodde också att en regel av det här slaget skulle kunna ge stadga åt beslutsfattandet och bidra till en ökad tilltro till penningpolitiken. Enligt min uppfattning har regeln i dessa avseenden fungerat som avsett. Inte minst skulle jag vilja betona att den bidragit till en mer strukturerad diskussion av penningpolitiska frågeställningar och därmed också till djupare förståelse för de avvägningar vi står inför.

Har vi då följt vår regel? Att döma av nästa diagram är svaret ja, (diagram 2). Vad ni ser är dels reporäntans faktiska utveckling, dels den reporänteutveckling som impliceras av de inflationsbedömningar som gjorts inom Riksbanken. Som ni ser har vi ganska väl följt våra egna prognoser och därmed alltså vår handlingsregel. Ni kan också se att det förekommit avvikelser, främst under de första åren med inflationsmål, något jag tror i huvudsak sammanhängande med en oro för växelkursen och för trovärdigheten för den nya regimen.

Samtidigt som jag alltså ser ett betydande värde med en regel av det här slaget vill jag understryka att avsikten aldrig varit att regeln skulle tillämpas mekaniskt. Det viktiga är att vi på längre sikt, egentligen i all framtid, säkrar vårt mål.

Det finns flera olika skäl till att vi valt att fokusera just på utvecklingen ett till två år fram i tiden. Att vi inte valt en kortare målhorisont hänger bl.a. samman med att ränteläget normalt påverkar ekonomin och inflationen med viss eftersläpning. Men effekter uppkommer också på kortare sikt t.ex. via växelkursen. Att utvecklingen bortom två år anses mindre viktig har bl.a. att göra med att det normalt sett är svårt att göra långfristiga prognoser. Även om det är utvecklingen på ett till två års sikt som i första hand vägleder penningpolitiken så finns det ändå normalt sett skäl att ta viss hänsyn till prognosen såväl för det närmaste året som för tiden bortom horisonten.

I praktiken är det heller inte rimligt att enbart fokusera på inflationen. För det första har vi enligt Riksbankslagen också ett ansvar för att betalningssystemet i stort fungerar, för den finansiella stabiliteten. För det andra ska vi, när vi säkrat dessa båda mål, också enligt Riksbankslagens förarbeten försöka bidra till att övriga mål för den ekonomiska politiken uppnås, som t.ex. en god ekonomisk tillväxt och en ökad sysselsättning. I praktiken innebär detta främst att vi bör försöka undvika att skapa kraftiga störningar och fluktuationer i tillväxt och sysselsättning när vi fattar våra beslut.

Det skulle alltså kunna finnas högst giltiga skäl för att avvika från handlingsregeln. Det viktiga är dock att vi har goda argument och att vi extra tydligt motiverar våra beslut när så sker. Det duger t.ex. inte att i allmänna termer tala om finansiella obalanser. Vi måste, som jag ser det, vara tydliga om vilka obalanser vi avser och varför vi tror att de utgör ett hot mot ekonomin framöver. Det är också viktigt att komma ihåg att handlingsregeln med en tvåårshorisont normalt sett bör ge oss tillräcklig tid för att reagera med penningpolitiken.

Låt mig avslutningsvis i denna del av mitt anförande säga att vi då och då möts av uppmaningen att vara mer pragmatiska och inte så bundna av vår tankeram. Ibland framförs förslaget om att vi borde agera mer som den amerikanska centralbanken gjort under senare år under Alan Greenspans ledning. I grunden tycker jag att det är ett aningslöst synsätt. Mindre tydliga principer för politiken, i kombination med en minskad öppenhet, garanterar ingalunda att politiken blir mer framgångsrik i det långa loppet. I själva verket tror jag på basis av ganska många års erfarenhet av ekonomiskt-politiskt beslutsfattande, att det är precis tvärtom.

### **Den ekonomiska utvecklingen de närmaste åren**

En lämplig utgångspunkt för en diskussion om de närmaste årens ekonomiska utveckling är den senaste inflationsrapporten. I vår bedömning utgick vi från att den internationella konjunkturen skulle försvagas något men ändå vara relativt stark. I OECD-området som helhet räknade vi med en BNP-tillväxt på 3,8 procent i år, och för de följande två åren med 3,0 respektive 2,7 procent. Inflationen skulle vara fortsatt relativt låg mot bakgrund av bl.a. hård konkurrens på de internationella marknaderna.

Vi räknade med att svensk ekonomi kommer att växa med 4 procent i år och 3,7 procent respektive 3,0 procent de kommande två åren. Den inhemska efterfrågan bedömdes komma att öka relativt snabbt och detta gäller såväl konsumtion som investeringar. En apprecierande krona bedömdes dock dämpa utvecklingen. Inflationen spåddes komma att öka gradvis och vara ungefär i linje med vårt mål på två års sikt.

Som vanligt pekade vi på olika risker i vår prognos. Vi lyfte bl.a. fram risken för att det höga oljepriset skulle ligga kvar på en hög nivå. Vi räknade också med möjligheten att växelkursen kunde utvecklas svagare än långsiktigt motiverat utifrån fundamentala bestämningsfaktorer. Utöver detta framhöll vi även risken för högre löneökningar. Det bedömdes föreligga en viss, om än liten, risk för ännu högre löneökningar än de dryga 4 procent vi antagit för de kommande två åren, till följd av t.ex. långt drivna kompensations- och följsamhetskrav på arbetsmarknaden. I den motsatta vägskålen - för lägre inflation än i huvudscenariot - talade främst positiva överraskningar i utbytesförhållandet mellan tillväxt och inflation av det slag som vi sett tidigare.

Hur står sig då denna bild som vi målade upp i oktoberrapporten idag? Ganska bra tycker jag.

Prisutvecklingen är hittills ungefär i linje med prognosen. Samtidigt har vi som väntat fått signaler om att den internationella konjunkturen håller på att mattas av.

Mönstret är tydligast i USA, men även i Europa förefaller tillväxten komma att växla ned något de närmaste åren.

Också i Sverige finns det tecken på att konjunkturförloppet blivit lugnare. Fortfarande växer ekonomin av allt att döma snabbt. Men både hushåll och företag har blivit något mindre optimistiska om framtiden. Orderböckerna fylls inte på i samma dramatiska takt som tidigare. I huvudsak är detta i linje med vad vi trodde i inflationsrapporten. Men självfallet följer vi utvecklingen noga. Det går inte att utesluta att förloppet skulle kunna bli mer dramatiskt, särskilt i USA. Oljepriset är fortsatt högt samtidigt som kronan försvagats. I detta avseende är alltså utvecklingen mer i linje med den riskbild vi skisserade på än med vår huvudprognos.

Börsutvecklingen har som alla vet varit svängig under det senaste halvåret. Nedgången hittills är dock inte en källa till någon stor oro. Under fjolåret och i början av detta år fanns det, som jag varit inne på tidigare, en del bedömare som framhöll börsuppgången som ett starkt skäl till att den svenska ekonomin riskerade att bli överhettad. I Riksbanken valde vi en mer avvaktande syn. Det finns ingen anledning av avvika från det synsättet nu. Vi bör därför se på frågan på ungefär samma sätt och inte överdriva riskerna med den sättnings som skett på börsen. Konsumtionen bärs i grunden upp av en stark inkomstutveckling som kan förklaras av ökad sysselsättning, god reallönstillväxt och en finanspolitik som är mindre stram än tidigare.

Avtalsrörelsen utgör ett visst orosmoment. I någon mening är så naturligtvis alltid fallet när många avtal ska slutas på samma gång eftersom löneandelen utgör ca 2/3 av ekonomin. Ingen annan enskild faktor är därför tillnärmelsevis lika viktig för hur det går med svensk ekonomi under de närmaste åren som just löneutvecklingen. Bilden inför de förhandlingar som nu inletts är blandad. Utfallen har hittills överraskat positivt och arbetsmarknadens parter förefaller utgå från inflationsmålet när de formulerar sina bud. De förväntningar på framtida löneutfall som vi kan mäta ser också relativt bra ut. Men det finns spänningar åskådliggjorda av nästa diagram (diagram 3). Där redovisas parallellt med utfall och förväntningar för löner också kvarstående lediga platser. Uppenbarligen blir det allt svårare att hitta rätt kompetens till de jobb som utannonseras. Rimligen innebär detta att risken för löneglidning är större än under de senaste åren. Vi har också kunnat notera att de bud som lagts är högre än inför föregående avtalsrörelse.

När vi funderar över inflationstrycket de kommande åren är resursutnyttjandet ett centralt begrepp. Det är avgörande för inflationstrycket, i varje fall så länge inflationsförväntningarna är parkerade runt vårt mål på 2 procent. I detta sammanhang kan nästa diagram vara instruktivt (diagram 4). Vi gör som ni vet ekonometriska skattningar av resursutnyttjandet i hela ekonomin s.k. produktionsgapsberäkningar. Om man tar sin startpunkt i hur dessa såg ut i oktober, och skriver fram dem med den prognos vi då redovisade för BNP, ser man att vi de närmaste åren för första gången på ett antal år förefaller få ett fullt resursutnyttjande och mer därtill. Kanske överdriver bilden risken för inflationsdrivande spänningar framöver. Konjunkturförloppet kan t.ex. bli något

lugnare än vi räknade med i oktober. Men även med tillväxttal på dryga 3 procent växer den svenska ekonomin sannolikt snabbare än den långsiktigt klarar av.

Låt mig avslutningsvis understryka det jag inledningsvis varit inne på, nämligen att det under 1990-talet varit svårt att prognosticera inflationen, såväl i Sverige som utomlands. Betydande förändringar har skett i våra ekonomier till följd bl.a. av att politiken numera är stabilitetsorienterad och att konkurrensen på olika sätt ökat. Under de senaste åren har inflationen i Sverige överraskat positivt trots en stark konjunkturuppgång och nya positiva överraskningar kan naturligtvis inte uteslutas. Men mycket talar nu för att resursutnyttjandet är relativt högt och att det kommer att fortsätta att stiga. Därmed ökar också inflationstrycket undan för undan.

Vi kommer att presentera en samlad värdering av inflationsperspektiven framöver i den kommande inflationsrapporten. I detta sammanhang ska vi också ta ställning till reporäntan. Det som skett under senare tid ändrar inte den bild jag hade i oktober. Även om det är för tidigt att nu precisera en tidpunkt kommer det antagligen att finnas skäl att höja reporäntan framöver.