

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

TISDAGEN DEN 27 MARS 2001

Den aktuella penningpolitiken

Inledning vid utfrågning i riksdagens finansutskott

Först vill jag tacka för inbjudan att komma till finansutskottet. Jag tycker det är stimulerande att få komma hit och diskutera den aktuella penningpolitiken med utskottets ledamöter. Det är viktigt för Riksbankens legitimitet hos svenska folket att penningpolitiken diskuteras öppet. Ett mer lämpligt samtalsforum än här i riksdagen med representanter för vår huvudman kan jag inte tänka mig.

Flera år av stark ekonomisk expansion – men risk för avmattning

Svensk ekonomi har flera år av stark expansion bakom sig. Samtidigt har inflationen varit låg. Såvitt vi idag kan bedöma har det bland annat berott på att svensk ekonomi fungerat bättre. Men delvis har det också varit fråga om en konjunkturellt betingat förlopp. Det fanns nämligen gott om lediga resurser att ta i anspråk efter den ekonomiska kris som svepte över vårt land i början av 1990-talet. Det minskade risken för att produktionsuppgången snabbt skulle slå i taket.

Förr eller senare riskerar dock en alltför snabb och ihållande efterfrågeökning att skapa obalanser i ekonomin, varvid pris- och lönestegringar normalt brukar tillta. En sådan utveckling kan leda till recession med fallande produktion och stigande arbetslöshet.

Penningpolitik som styr efter ett inflationsmål söker i grund och botten att få efterfrågeutvecklingen i ekonomin att anpassa sig till den långsiktiga tillväxtbanan. Det är inte lätt ska jag säga och vi ska inte överdriva våra möjligheter. Men mot slutet av förra året blev det dags för svensk ekonomi att så smått börja växla ned till den tillväxttakt som är förenlig med en långsiktigt stabil utveckling. När vi senast sågs här i utskottet i början av oktober förra året diskuterade vi tillsammans i de här

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

termerna. Min slutsats var då att om den starka konjunkturuppgången fortsatte skulle reporäntan behöva höjas.

Andra centralbanker runt om i världen hade under en tid befunnit sig i en liknande situation. Exempelvis höjde den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, under 1999 och 2000 successivt sin styrränta till 6,5 procent. I Europa stramade Europeiska centralbanken (ECB) åt under förra året och räntan höjdes till 4,75 procent. I Storbritannien beslutade Bank of England under förra året att höja sin styrränta till 6,0 procent.

Jag minns att åtskilliga bedömare under förra året räknade med relativt stora räntehöjningar även i Sverige. De tyckte sig se tydliga tecken på att svensk ekonomi var på väg mot överhettning och argumenterade ganska kraftigt för att Riksbanken därför borde agera snabbt med början under höstan 1999 och sedan stegvis fortsätta fram till sommaren förra året för att undanröja hoten de såg i fjärran.

Riksbanken gjorde dock en annan bedömning och valde istället att gå mer försiktigt fram med räntehöjningar. Enligt vår mening motiverade helt enkelt inte de relativt gynnsamma inflationsutsikterna och den annalkande avmattningen i världskonjunkturen en stramare penningpolitik under förra året.

Men i december vidtog vi dock en – vad jag skulle vilja kalla för – ”försiktighetsåtgärd”. Vi höjde reporäntan med 0,25 procentenheter från 3,75 till 4,0 procent. Låt mig försöka illustrera det ekonomiska förloppet med en liknelse som jag brukar använda från trafiken. Svenska ekonomi var på väg mot en korsning med de olika risker som det kan föra med sig när man kör bil. Då är det naturligt att låta något på gasen av försiktighets skull. Nu när vi passerat vägkorsningen handlar frågorna mer om hur brant den uppförbacke är som vi kan ana nalkas bakom nästa kurva. Är gaspedalen på lagom nivå eller behövs det mindre eller rentav mer gas för en fortsatt stabil färd?

Med detta som bakgrund har vi i Riksbanken, i samband med arbetet med dagens inflationsrapport, haft att bedöma huruvida avmattningen i världskonjunkturen är av den omfattning att efterfrågeutvecklingen i Sverige, så att säga, av sig självt anpassar sig ned mot den långsiktiga tillväxtbanan. En sådan anpassning är, som jag sagt tidigare, en förutsättning för fortsatt stabil ekonomisk utveckling med låg inflation. Om världskonjunkturen hade varit fortsatt stark hade det varit rimligt att räkna med fortsatta räntehöjningar från Riksbankens sida.

Kastar man ett öga på de hot som vi såg i december och som riskerade att driva upp inflationen över vår inflationsprognos så framstår de efter årsskiftet som mindre bekymmersamma. Samtidigt har orosmolnen över den amerikanska ekonomin tätat och blivit allt mörkare. Den amerikanska centralbanken har sen i början av året sänkt styrräntan med 1,5 procentenheter. Federal Reserve genomförde först i januari en för marknaden oväntat räntesänkning, både när det gäller storlek och tidpunkt. Sänkningen gjordes mellan två ordinarie penningpolitiska möten. Ytterligare en sänkning kom i slutet av januari och sedan en i förra veckan, den 20 mars. Negativa nyheter från världsekonomin i allmänhet och vissa företag i synnerhet har duggat tätt och aktiekurserna på de internationella börserna har fortsatt att vara turbulenta.

Den amerikanska ekonomin svårbedömd

I fokus står den amerikanska ekonomin. Hur den kommer att utvecklas har stor betydelse för svensk ekonomi. För att skapa oss en tydlig bild av situationen måste vi försöka utröna hur olika förlopp kan komma att påverka oss.

Den amerikanska ekonomin har under 1990-talet upplevt den längsta konjunkturuppgången någonsin utan allvarliga tecken på accelererande priser och löner. En bättre fungerande ekonomi med högt konkurrenstryck och bra fungerande produkt- och arbetsmarknad men också ny teknik som data- och telekommunikation anses ha bidragit till att lyfta den potentiella tillväxttakten. Men trots detta, eller kanske rentav på grund av detta, utvecklades obalanser i kölvattnet av euforin. De snabbt stigande börskurserna mot slutet av 1990-talet tycks ha varit ett uttryck för en alltför kraftig förväntan om framtida vinster och inkomster. Hushållen ökade sin konsumtion, bland annat som en följd av den växande aktieförmögenheten, mer än vad de löpande inkomsterna medgav. Företagen ökade sina investeringar i snabb takt för att möta den växande efterfrågan. Höga aktiekurser både stimulerade anskaffningen av och skapade en riklig tillgång på nytt riskvilligt kapital.

Den stigande efterfrågan och utbyggnaden av den amerikanska ekonomins utbudssida skedde i en takt som byggde på förväntningar som helt enkelt inte skulle kunna infrias. De amerikanska hushållen in-tecknade framtida inkomster i så hög grad för sin löpande konsumtion att det inte blev något sparande kvar för att finansiera företagens investeringar. Sparandeunderskottet ökade, vilket visade sig i det växande bytesbalansunderskottet med omvärlden och stora mängder kapital måste importeras. Kapitalimporten stimulerades av de till synes ändlöst växande förväntningarna om fortsatt stigande aktiekurser på den amerikanska börsen och fortsatte till den grad att dollarkursen steg till höga höjder i förhållande till andra valutor.

Den stigande dollarkursen liksom de omfattande realinvesteringarna, som tog sig uttryck i betydande rationaliseringar, höll tillbaka de prisimpulser som ett stigande lönekostnadstryck annars normalt skulle ha lett till.

Frågan är om den amerikanska ekonomins uppsving under 1990-talet inneburit ett nytt konjunkturmönster jämfört med tidigare cykler under efterkrigstiden. Det sedvanliga mönstret har varit att efterfrågan ökat och så småningom lett till spänningar då ekonomins utbudssida blivit mer och mer ansträngd med stigande inflationstryck som följd. Stigande inflation har normalt fungerat som varningssignal för beslutsfattare om att den ekonomiska politiken behöver stramas åt.

Den senaste cykeln tycks emellertid mer ha varit frukten av ett dynamiskt samspel mellan ekonomins efterfrågesida och dess utbudssida. Teknologiska landvinningar har bidragit till höjd produktivitet. En gradvis stigande efterfrågan från konsumenter och företag tycks med den nya teknikens hjälp ha drivit på en allt snabbare utbyggnad av utbudssidan och därefter stimulerat till ytterligare efterfrågetillväxt i en sorts expansiv cirkel. Den traditionella alarmklockan, det vill säga inflationen, har inte ringt eftersom produktivitetsvinsterna och apprecierande valutakurs hållit tillbaka det inhemska kostnadstrycket. Däremot har andra varningsklockor ringt, jag tänker då på tillgångspriser, sparande och obalanser.

Historiskt sett finns det flera exempel på hur förväntningar om stigande vinster och inkomster drivit på efterfrågan och utbyggnaden av produktionssidan och lagt grund för en spiralliknande expansion. Vi måste sannolikt gå tillbaka till mellan-

krigstiden eller tiden före första världskriget för att hitta mer utbredda spår av liknande konjunkturförlopp. Det har till en början varit fråga om innovativa och positiva förlopp, men i uppgångsfasernas mer mogna skeden har den euroforiska utvecklingen oftast skapat fundamentala obalanser i den reala ekonomin som det ibland tagit tid och krävt stora ansträngningar att komma till rätta med.

Idag går det inte att säga i vilken utsträckning den amerikanska ekonomin kommer att uppleva ett längre och svårare anpassningsförlopp. Det är sannolikt mot den bakgrunden som man ska se den amerikanska centralbankens agerande under senare år. Genom en rad räntehöjningar under 1999 och 2000 ville man av allt att döma söka hålla tillbaka euforin och överexpansionen. När sedan vändningen i ekonomin blev uppenbar såg man det som önskvärt att söka begränsa omfattningen i stämmningsomslaget med hjälp av de kraftfulla räntesänkningarna vi sett under 2001

Det är just den amerikanska centralbankens kraftfulla agerande som ligger till grund för den syn som vissa bedömare har att den nuvarande avmattningen i konjunkturen blir tämligen mild och kortvarig. Skulle den internationella konjunkturen komma in i en återhämtningsfas talar det mesta för att efterfrågan i svensk ekonomi åter komma att växa snabbt. Då kommer de tidigare kapacitetsrestriktionerna åter på dagordningen med åtföljande risker för en acceleration av inflations-takten.

Läget är alltså svårbedömt och jag ska erkänna att avvägningarna i Riksbankens direktion i samband med framtagandet av denna inflationsrapport har varit svårare än normalt. I och för sig kan man ju säga att varje bedömning av framtiden är svår, men det nuvarande internationella konjunkturläget är kanske det besvärligaste som vi haft att göra med på tio år.

Tillväxt med en balanserad inflationsbild

I inflationsrapporten har vi stannat för ett huvudscenari som innebär en svagare realekonomisk utveckling i omvärlden, med nedgången USA i förgrunden. BNP-tillväxten går ned från de senaste årens 3 till 4 procents årliga ökning till omkring 2,5 procent under de kommande åren. BNP-siffran för det fjärde kvartalet förra året antyder att avmattningen redan är igång. Vissa bedömare har liknat det vid en mjuklandning. Det mesta pekar mot att det är frågan om en anpassning av efterfrågan till den långsiktiga tillväxtbanan mer än en regelrätt konjunkturedgång med risk för recession.

Att den svenska ekonomin idag är i god balans efter flera år med god tillväxt och prisstabilitet samt att de offentliga finanserna nu också är i ett förhållandevis gott skick är till hjälp i den här situationen. Ett antal år med effektiv inflationsbekämpning och budgetkonsolidering har ökat handlingsfriheten i den ekonomiska politiken och gjort det relativt sett mindre svårt att hantera en nedgång i konjunkturen.

Den anpassning som vi nu ser framför oss kommer till stånd genom flera olika kanaler: Exporten saktar av som en följd av en långsammare internationell konjunktur. Den minskade orderingången och mindre uttalade kapacitetsrestriktioner verkar i sin tur dämpande på investeringarna. Börsfall och sjunkande optimism bland hushållen gör att den privata konsumtionen växer i ett lugnare tempo. Därutöver hålls efterfrågan temporärt tillbaks av en lageranpassning under innevaran-

de år. På arbetsmarknaden syns redan en utplaning av antalet nyanmälda lediga platser, vilket visar att sysselsättningsuppgången kommer att bli långsammare under de närmaste åren.

Denna realekonomiska bild i huvudscenariot ger en relativt stabil inflationsutveckling kring målet på 2 procent under kommande år, mätt både med konsumentprisindex och andra mått på den så kallade underliggande inflationen.

Riskerna kring huvudprognosen är *främst* koncentrerade till två olika scenarier som drar åt olika håll.

Det första scenariot handlar förstås om risken för en djupare global konjunkturlidgång med ytterligare börsfall. Den svenska ekonomin skulle påverkas via lägre exportmarknadstillväxt och dämpad efterfrågan hos företag och hushåll. Detta skulle hålla tillbaka inflationstrycket i Sverige jämfört med huvudprognosen. Nedåtrisken för den svenska inflationen skulle dock begränsas något av en fortsatt svag kronkurs till följd av den svagare internationella konjunkturen och en oro för dess effekter på svensk ekonomi.

Det andra scenariot innebär en risk för högre inhemsk inflation. Avtalsrörelsen är inte klar än och de signaler vi får på det här området är i flera fall inte uppmuntrande. Skulle de kvarvarande avtalen komma ut högre än de nivåer som hittills avtalats kan inflationstrycket öka, både direkt av de höga avtalen och indirekt genom en ökad risk för kompenserande löneglidning. Det kan heller inte uteslutas att produktivitetens utvecklingen kan komma att bli lägre än vad som förutsatts i huvudprognosen, med stigande kostnadstryck som följd. Till detta kan fogas en risk för att kronans depreciering kan hålla i sig även om konjunkturen förstärks. Det skulle kunna generera inflationsimpulser.

Sammantaget ser dock Riksbankens direktions en asymmetrisk riskbild. Sannolikheten är alltså större för en något lägre inflation än för en högre. Den riskjusterade inflationsprognosen hamnar sammantaget ett par tiondelar under den målsatta nivån kring 2 procent för de närmaste åren. Samtidigt är marginalerna så små att vi gjort bedömningen att inte nu göra någon ändring av reporäntan. I detta sammanhang är det värt att påminna om att Riksbankens styrränta redan i utgångsläget ligger under den i många andra industriländer. Samtidigt är kronan mycket svag. Detta talar för att det är klokt att avvakta ännu någon tid för att se åt vilket håll utvecklingen verkar gå.

Nästa möte om penningpolitiken äger rum den 26 april

Avslutningsvis kan konstateras att den bild som avtecknas i huvudprognosen av den realekonomiska utvecklingen liksom av prisstegringarna ter sig relativt gynnsam. Efter flera års snabb expansion väntas en anpassning ske och en utplaning med låg och stabil inflation.

Samtidigt som det i och för sig kan tyckas som att vi anser att allt är frid och fröjd i den svenska ekonomin måste det ändå konstateras att förloppet i den amerikanska ekonomin är svårbedömt. Det kan bli realekonomiska förändringar och återverkningar på svensk ekonomi samt på de internationella kapital- och valutamarknaderna som idag inte kan bedömas med någon större precision. Det är alltså ett

förlopp som måste följas och även framgent analyseras noga, vilket också Riksbanken avser att göra framöver under våren.

Vi är redo att agera om det skulle behövas och när bilden blir mer tydlig. Närmast kommer vi att återvända till en analys av läget och en diskussion om penningpolitiken om en månad – den 26 april.