

# Anförande

Riksbankschefen Urban Bäckström

---

TISDAGEN DEN 16 OKTOBER 2001

## Den aktuella penningpolitiken

### Inledning vid utfrågningen i riksdagens finansutskott

Riksbanken ska, enligt riksbankslagen, minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse till finansutskottet om penningpolitiken. Idag på morgonen har 2001 års andra redogörelse överlämnats. I min inledning till dagens utfrågning ska jag kort beskriva hur Riksbanken ser på penningpolitiken och den ekonomiska utvecklingen i vårt land. Därefter ser jag fram emot diskussionen med finansutskottets ledamöter och jag ska göra mitt bästa för att försöka svara på de frågor som ställs.

Låt mig börja med att säga att perioden sedan vi sågs här i utskottet förra gången har varit fylld av händelser. En del mycket dramatiska och tragiska. Framst tänker jag på terrorattackerna i New York och Washington den 11 september. Men också på det ekonomiska området har mycket hänt. Nedgången har fördjupats samtidigt som inflationen överraskat på uppsidan. Riksbanken har också ändrat räntan. I dessa dagar utspelas även ett storpolitiskt skeende i samband med det som nu pågår i Afghanistan. Till detta kommer flygolyckan på Milanos flygplats i förra veckan då ett SAS-plan kraschade med många svenskar bland offren. Trots att vi är mitt uppe i en tid av stort mänskligt lidande är det min och mina kollegor i Riksbankens direktionens uppgift att rapportera till utskottet om våra bedömningar av ekonomin och inflationen, något som även inkluderar konsekvenserna av dessa tragiska händelser. Låt mig dock understryka att osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen under de närmaste kvartalen är ovanligt stor. Jag tänker börja med att kort rekapitulera de senaste månadernas utveckling och redogöra för Riksbankens penningpolitiska åtgärder.

#### **De senaste månadernas utveckling**

Kort efter publiceringen av den förra inflationsrapporten i maj, skedde en kraftig depreciering av kronan från en redan svag nivå. För att nå de nivåer Riksbanken

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

räknade med för kronan under senare delen av prognosperioden krävdes därmed en ännu mer markerad appreciering. Det verkade inte troligt. Den sammantagna effekten av ett relativt högt resursutnyttjande, överraskande snabba prisstegringar och större osäkerhet om den framtida kronbanan ansågs innebära en ökad risk för stigande inflationsförväntningar. Det här var bakgrunden till att Riksbanken i mitten av juni beslutade att genomföra interventioner på valutamarknaden. Även om interventioner historiskt sett visat sig svåra att genomföra bedömde Riksbanken att det var värt ett försök. Ibland framställs det som om Riksbanken skulle ha förlorat en massa pengar på operationen. Det finns det knappast skäl att tro eftersom vi köpt kronor i ett läge när vi bedömt att kronan varit undervärderad.

Vid det penningpolitiska mötet den 5 juli kvarstod risken för att inflationsmålet skulle komma att överskridas inom den tidshorisont på ett till två år som Riksbanken normalt arbetar efter. Situationen var densamma som när interventionerna började genomföras med undantag att kronans dramatiska fall bromsats upp. Resursutnyttjandet bedömdes vara högt, trots avmattningen, och det fanns inte skäl att se mer optimistiskt på kronans utveckling i ett lite längre perspektiv. De betydande prisökningarna som hade skett de senaste månaderna, även om de i huvudsak bedömdes vara tillfälliga, riskerade också att påverka inflationsförväntningarna. Även om det fanns tecken på att tillväxten mattats i euroområdet och Japan bedömdes utvecklingen i USA i slutet av året bidra till en gradvis återhämtning som skulle spridas till fler länder. Efter en samlad bedömning av dessa faktorer beslutade Riksbanken att höja reporäntan från 4 till 4,25 procent.

Inflationsförväntningarna, som enligt en del indikatorer stigit något under våren, återgick under sommaren till att vara i linje med inflationsmålet. Växelkursen stabiliserades.

Vid det penningpolitiska mötet den 23 augusti var Riksbankens prognos att inflationen på två års sikt skulle komma att uppgå till ungefär 2 procent. Mot denna bakgrund lämnades reporäntan oförändrad. Både internationellt och i Sverige bedömdes efterfrågeutvecklingen ha försvagats ytterligare. Därmed borde de risker som var förknippade med den svaga kronan bli något lägre.

Tydligare och fler tecken i augusti på en mer markerad konjunkturavmattning utomlands och i Sverige bidrog till att aktiekurserna föll. För kronan, som hade apprecierat i juli, var detta negativt på samma vis som det varit under våren.

I början av hösten förstärktes bilden av en internationell konjunkturedgång ytterligare. Flera indikatorer talade för ett försämrat efterfrågeläge i USA redan innan terrordåden inträffade. Den osäkerhet attackerna medfört riskerade ytterligare att dämpa efterfrågan i omvärlden. Efter det att centralbankerna i USA och en rad andra länder justerat ned sina styrräntor den 17 september, beslutade Riksbanken samma dag att sänka reporäntan med 0,5 procentenheter. Risken bedömdes ha ökat för att inflationen skulle underskrida målet på två års sikt, främst till följd av att företagens och hushållens framtidstro kunde komma att försämrats, med en djupare och mer långvarig nedgång som följd. Terrorattackerna skapade en stor osäkerhet på de finansiella marknaderna.

Av det jag nu sagt framgår att det som färgat penningpolitiken under de senaste månaderna är en vikande konjunktur, BNP tillväxten har fallit från de senaste

årens 3 till 4 procent ned till en takt av mellan 1 och 1,5 procent. Samtidigt har kronan försvagats med i runda tal 15 procent sedan förra året. Till bilden hör också att inflationen trots den lägre efterfrågetillväxten överraskat på uppsidan.

Dessa krafter har påverkat Riksbankens inflationsprognoser med olika styrka under de senaste månaderna. Grovt sett kan man säga att när konjunkturen försvagas – vid given potentiell tillväxttakt – dämpas efter hand inflationen. En svag kronkurs däremot drar åt andra hållet och kan leda till högre prisstegringar direkt via stigande importpriser och indirekt via en stimulans av konjunkturen från exportsidan. Snabba växelkursförändringar kan därutöver påverka inflationsförväntningarna, ett problem som förstärkts av att inflationen överraskat negativt.

Kronförsvagningen på försommaren, efter det att Riksbanken presenterat årets andra inflationsrapport, berodde sannolikt på en kombination av försvagad exportkonjunktur och portföljanpassningar. Utfallen för den faktiska inflationen hade också blivit överraskande höga under senvåren. Om högre inflationsförväntningar tillåts slå rot och så småningom även manifesteras i en fallande valutakurs kan allmänhetens förtroende för att penningpolitiken systematiskt strävar efter en inflationstakt i linje med målet på 2 procent naggas i kanten. Kronförsvagningen under denna period var en isolerad svensk händelse, vilket gjorde den allvarligare.

I efterdyningarna av attentaten den 11 september skedde också en kronförsvagning, men det fanns goda skäl att tolka den annorlunda. Det uppstod en allmän osäkerhet på de finansiella marknaderna och omfattande portföljjusteringar ägde rum efter terrorrattacken. Mönstret från liknande perioder är tydligt, exempelvis från hösten 1998 då Ryssland ställde in betalningen på delar av statsskulden och en stor amerikansk hedgefond kollapsade. Vad som sker är att vissa valutor försvagas, andra – särskilt stora – valutor förstärks, aktiekurser faller, långa räntor är oförändrade eller stiger, korta räntor sjunker och guldpriset går upp. Denna källa till valutakursändringar brukar normalt vara övergående. En förstärkning av kronan har också skett den allra senaste tiden i takt med att marknaderna stabiliserats.

### **IT-bubblan har spruckit**

Förra gången vi sågs i mars stod vi mitt uppe i en global avmattning i allmänhet och i USA i synnerhet. Nedgången i den internationella konjunkturen hade även träffat Sverige.

Viktiga utlösande faktorer till den nästan samtida och kraftiga dämpningen i den globala bilden, och kanske framför allt i USA, var bl.a. stigande energipriser, uppgången i räntorna, fallet på aktiemarknaderna och den snabba omsvängningen i företagens investeringar. Förväntningar om en sämre vinstutveckling, en tydlig nedgång på världens börser och mer pessimistiska framtidsutsikter har medfört en kraftig investeringsnedgång.

Bedömare har använt sig av olika bokstäver för illustrera hur man trodde att den amerikanska ekonomin skulle utvecklas. V:et som stod för en snabb återhämtning och där obalanserna som byggts upp inte var några större problem mot bakgrund av de gynnsamma vinstutsikterna. I botten fanns en fortsatt starkt tro på en hög underliggande produktionstakt där teknikinvesteringar spelade en fortsatt viktig roll. Det var detta förlopp som många trodde på i våras.

Vissa bedömare, framför allt utanför USA, ifrågasatte dock den V-formade konjunkturbilden. Istället såg man en mer utdragen utvecklingen som mer liknade ett U. Överinvesteringar orsakade av en allt för stor optimism måste justeras, vilket kommer att ta tid. Ekonomisk-politiska åtgärder verkar igenom ekonomin med viss eftersläpning.

Det fanns också på några håll ett mer pessimistiskt scenario; den L-formade konjunkturen. Där tappar den amerikanska ekonomin näst intill styrfart. Obalanserna korrigeras smärtsamt, ekonomisk-politiska åtgärder har liten effekt och ekonomin utvecklas svagt.

Jag vill minnas att jag själv gjorde liknelsen med en banan här i utskottet i våras. Skälet till det var att Riksbanken trodde att konjunkturförloppet i många avseenden skulle följa det normala mönstret. Efter en tids expansion brukar det följa en period av avmattning. Ju längre uppgångsperioden varat desto mer troligt är det med en viss tids "paus" i tillväxtförloppet. Därför var det svårt att tro på det V-formade scenariot som de finansiella marknaderna då i huvudsak trodde på.

Hastigheten i förloppet har förstärkts med reaktionerna på den "överoptimism" som följde i spåren av det teknologiska genombrott och som kom att benämnas "den nya ekonomin". Den stigande efterfrågan och utbyggnaden av den amerikanska ekonomins utbudssida har skett i en takt som byggt på förväntningar som helt enkelt inte kunnat 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 företagets investeringar. Sparandeunderskottet ökade, vilket visade sig i ett växande bytesbalansunderskott 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.

Det finns inslag i den svenska bilden som liknar den i USA. Inte minst de snabbt stigande kurserna på aktiemarknaden, ökat beroende av den nya tekniken genom investeringar samt högt uppskrivande förväntningar på vinster och inkomster hos företag och hushåll. Det är ett skäl till att Sverige och en del andra länder drabbas hårt nu när IT-bubblan har spruckit.

Men historien lär oss att efter en period av, vad jag skulle vilja kalla för "växtvärk" återkommer optimismen om vad den nya tekniken kan åstadkomma. Varken den snabba nedgången i världskonjunkturen eller terrordåden bör ha rubbat på den nya teknikens möjligheter på lite längre sikt.

### **För hög inflation i nuläget**

I Sverige skedde under våren en överraskade uppgång i inflationen och som sedan dröjt sig kvar i prisserierna. I huvudsak, om än inte enbart, hänger dagens höga inflationssiffror samman med prisförändringar som kan bedömas vara av mer tillfällig karaktär: Mul- och klövsjukan, vissa metodmässiga ändringar i själva mätningarna av elpriserna samt andra höjningar av tele- och energipriserna. Utbudsstörningar som det här delvis var fråga om får normalt inte någon varaktig effekt på inflationstakten. Därför finns det anledning att tro att en hel del av dagens relativt höga

inflationssiffror kommer att klinga av när prisenivåhöjningarna faller ur jämförelsetalen med början någon gång under våren nästa år.

Samtidigt finns det inslag i inflationsbilden som sannolikt sammanhänger med det höga resursutnyttjandet i samband med den senaste högkonjunkturen. Det faktum att den inhemska inflationen, trots vikande konjunktur ökat skulle kunna peka mot att resursutnyttjandet underskattats något eller att utväxlingen mellan tillväxt och inflationen i vid mening av andra skäl är mindre gynnsam, än vad som tidigare antagits.

### **Återhämtning med inflationsutsikter i linje med målet**

I den inflationsrapport som nu ligger på bordet har vi stannat för ett huvudscenari som innebär en lägre internationell tillväxt jämfört med den bedömning vi presenterade i vår senaste inflationsrapport i maj.

Läget är särskilt komplicerat eftersom det, utöver den sedvanliga svårigheten att exakt bestämma när en vändpunkt inträffar i en konjunkturcykel, pågår en strukturell anpassning av sparande och investeringar, framför allt i USA, samtidigt som det också sker en kraftig omläggning av den ekonomiska politiken där i en mer expansiv riktning. Den säkerhetspolitiska utvecklingen, som naturligtvis är svår att värdera med traditionella ekonomiska verktyg, är ytterligare en väsentlig komplikation. Trots alla svårigheter att göra prognoser i dagsläget räknar Riksbanken med att efterfrågan i industriländerna vänder uppåt under andra halvan av nästa år. BNP-tillväxten i OECD-området beräknas bli 1 procent i år och 1,5 procent nästa år. En betydande osäkerhet omger självfallet vårt huvudscenari i den rådande situationen.

Vi räknar med att BNP-tillväxten i Sverige, blir lägre under de kommande åren än vad vi tidigare antagit. Lägre tillväxt i omvärlden, sämre utveckling på marknader för exportindustrin, svagare konsumtion och lägre investeringar bidrar till bedömningen.

Kronan har försvagats påtagligt det senaste året och realräntorna är låga. Den samlade effekten av kronan och räntorna verkar därför stimulerande på ekonomin. Under de kommande åren, vilket torde vara väl känt här i utskottet, bidrar även såväl ökade transfereringar som sänkta skatter till en snabb ökning av hushållens disponibla inkomster. Givet en gradvis återhämtning i omvärlden väntas denna sammantagna icke oväsentliga stimulans från den ekonomiska politikens sida leda till en gradvis uppgång i svensk ekonomi. BNP tillväxten väntas bli 1,3 procent i år samt 2,2 och 2,8 procent under 2002 respektive 2003.

Att BNP-tillväxten blir svagare, framför allt i år, än vi tidigare räknat med betyder att resursutnyttjandet blir lägre. Samtidigt innebär återhämtningen mot slutet av prognosperioden att resursutnyttjandet då åter befinner sig i en stigande fas.

Penningpolitiken utformas för närvarande med utgångspunkt från en bedömning av inflationen korrigerad för tillfälliga effekter av indirekta skatter, subventioner och räntekostnader för egna hem (UNDIX). I inflationsrapportens huvudscenari bedöms UNDIX vid en oförändrad reporäntan uppgå till 1,7 respektive 2,0 procent på ett respektive två års sikt.

Som jag nyss sagt är osäkerheten om den framtida inflationen större än i den förra inflationsrapporten. Det är naturligt med tanke på den konjunkturfas som svensk ekonomi nu befinner sig i och de händelser som inträffat. Därför blir riskbilden extra viktig. I den riskbilden som vi presenterar vägs olika faktorer samman som kan komma att påverka inflationen. Idag bedömer Riksbanken att denna riskbild är balanserad. Nedåtrisken som är förknippad med den internationella utvecklingen balanseras av uppåtrisken från en sämre utväxling mellan tillväxt och inflation i vid mening samt den svaga växelkursen. Men den balansen kan ändras vartefter utvecklingen fortskrider och innebära att räntepolitiken kan behöva justeras åt det ena eller andra hållet. Det blir i så fall något direktionen som vanligt får diskutera vid kommande penningpolitiska sammanträden. Jag vill särskilt betona att det kanske är viktigare än vanligt att noga följa vad som händer framöver.

Mot bakgrund av analysen i inflationsrapporten kom Riksbanken vid sitt sammanträde igår fram till att lämna reporäntan oförändrad.