Anförande

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten

TISDAG DEN 23 OKTOBER 2001

Några aktuella penningpolitiska frågor

Seminarium, SNS, Stockholm

Tack för inbjudan att komma hit och tala om penningpolitiken och det ekonomiska läget.

SNS konjunkturseminarium har en lång tradition, väl värd att vårda. För egen del är det sjätte gången jag talar här som vice riksbankschef. Jag tycker att det här är ett bra tillfälle både för att gå tillbaka och reflektera över vad som hänt på penningpolitikens område det senaste året och för att blicka framåt. Även idag tänkte jag följa den uppläggningen.

Den ekonomiska utvecklingen under de sista åren på 1990-talet och även ifjol var ur ekonomisk-politisk synpunkt relativt bekymmersfri. BNP-tillväxten överraskade gång på gång positivt. Samtidigt var inflationen lägre än väntat. Parallellt med detta förbättrades statens finanser snabbt.

Under fjolåret började dock tecken på en sämre utveckling att synas. Redan under vintern 2000 inleddes ett fall på aktiemarknaderna och under senare delen av hösten signalerade en del indikatorer en nedgång, först i USA, men i början av detta år även på andra håll. I början uppfattades skeendet som något tillfälligt, en ”blipp” i lagercykeln, eller en följd av en mindre anpassning i IT-sektorn etc. Aktiebörserna hade dock av allt att döma varit rejält övervärderade och det vore konstigt om inte detta medfört ”överinvesteringar” på sina håll, särskilt som uppgången varit så lång. Tydliga tecken fanns också på sparandeobalanser, särskilt i USA. Det fanns därför skäl att tro att nedgången – när den väl inletts – skulle kunna bli både relativt djup och långvarig. Mot denna bakgrund talade vi i marsrapporten i år inte så mycket om ett V-liknande förlopp, istället handlade det

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

mer om ett U eller en banan. Sedan dess har perspektiven förmörkats ytterligare, något jag återkommer till.

Ur penningpolitisk synpunkt behöver inte svängningar i konjunkturcykeln i sig innebära så stora problem utöver svårigheterna att förutsäga dem. Ett fallande resursutnyttjande bör t.ex. normalt generera en lägre inflation framöver. Det kan i sin tur öppna för räntesänkningar. Riktigt så enkelt har det emellertid inte varit under det senaste året. Två olika faktorer, delvis relaterade, har bidragit till detta. För det första har inflationen visat sig bli högre än väntat och dessutom högre än vårt mål. För det andra har kronan varit svagare än beräknat och vad som är motiverat utifrån den reala ekonomins utveckling. Den föll dessutom under en period under senvåren tämligen okontrollerbart och utan motsvarande rörelser i andra valutor. Detta har gjort vårt arbete svårare än under de närmast föregående åren.

Prisutvecklingen

Låt mig börja med att kommentera de höga inflationssiffrorna.

Svängningar i inflationen, en del av vardagen

En vanlig fråga jag fått på senare tid är om inflationsuppgången är uttryck för ett misslyckande. Exakt samma fråga brukade jag få för några år sedan när inflationen månad efter månad, för att inte säga år efter år, kom ut lägre än vi räknat med och under vårt mål på 2 procent. Jag tyckte i huvudsak inte då att det var ett misslyckande och det tycker jag i huvudsak inte nu heller. Nedgången var då främst en följd av faktorer som tillfälligt höll tillbaka inflationstrycket, trots en snabbt växande ekonomi och ett stigande kapacitetsutnyttjande. På samma sätt är uppgången idag primärt orsakad av tillfälliga faktorer. Då konstaterade vi att det vore möjligt att i någon mån få upp inflationen på kort sikt, men bara om räntorna sänktes drastiskt. Detsamma gäller idag, fast med motsatt förtecken. Ett sådant agerande skulle dock göra räntepolitiken ryckig och leda till onödiga svängningar i ekonomin, något vi bör undvika om det går.

Vad vi kan göra – och gör – är att alltid eftersträva att nå vårt mål på 2 procent. Gör vi det har vi gott hopp om att lyckas i längden. Det gäller särskilt om ekonomins aktörer litar på att vi gör det vi säger och att inflationen framöver blir vad den bedöms bli. Att döma av inflationsförväntningarna som de på olika vis uppmäts har vi på det hela taget lyckats med detta (Diagram 1). Trots kraftiga variationer i den faktiska inflationen har t.ex. penningmarknadens aktörer under en följd av år räknat med att vi får en inflation på ungefär 2 procent på sikt. Det har också varit en ganska korrekt bedömning. Hittills under åren med inflationsmål, dvs. från 1995 och framåt, har vi haft en genomsnittlig inflationstakt på cirka 1,3 procent mätt med KPI och cirka 1,8 procent mätt med UND1X.

Ska vi förebrå oss något är det kanske att vi trots försök till motsatsen ändå verkar ha skapat en föreställning på många håll i samhället om att vi kan nå vårt mål om inte alltid så åtminstone nästan jämnt. Så är det uppenbarligen inte. Inflationen fluktuerar, ibland mycket. Det här verkar också gälla för de flesta mindre länder. Det senare framgår om man jämför de deltagande länderna i t.ex. EMU med

inflationstakten i unionen som helhet. I Sverige förstärks möjligen svängningarna därutöver av att ekonomin på vissa väsentliga områden har en förhållandevis centraliserad prissättning, t.ex. på arbetsmarknaden och hyresmarknaden.

Det finns dock goda skäl att analysera de senaste inflationssiffrorna noga. Det har i huvudsak varit fråga om en prisuppgång på livsmedel och energi, men även på teleområdet (Diagram 2). Prisuppgångarna på livsmedel och el, särskilt under våren, hade att göra i huvudsak med faktorer relaterade till ekonomins utbudssida; mul- och klövsjukan, galna kosjukan, en snöfattig vinter, produktionsproblem i oljeraffinaderierna osv. Till bilden hör att just dessa varu- och tjänstekategorier normalt tillhör de som i KPI fluktuerar mest. Det är därför ingen tillfällighet att t.ex. våra kanadensiska kollegor har exkluderat just livsmedel och energi i det inflationsmått som i första hand styr penningpolitiken. De normalt ganska stora fluktuationerna är i sig en indikator på att prisuppgången på dessa varor och tjänster inte är ett uttryck för någon slags ketchupeffekt och att förutsättningarna för en återgång av priserna ned till nivåer i linje med målet bör vara relativt goda.

Inte bara tillfälliga effekter

Samtidigt vill jag absolut inte bagatellisera inflationsuppgången. Rensat för just de varu- och tjänstekategorier jag nämnt har inflationen ändå stigit mer än väntat och det har skett trots ett resursutnyttjande som – i varje fall numera – är lägre än vi räknat med tidigare. Det är huvudskälet till den mindre revidering vi gjort i vår senaste rapport i synen på hur resursutnyttjandet kan tänkas påverka inflationen.

En möjlig tolkning av revideringen är att vi nu tror att resursutnyttjandet under fjolåret var högre än vi räknade med tidigare. Denna tolkning är dock inte självklar; lönerna har trots allt kommit ut lägre i år, vilket de inte borde gjort om resursutnyttjandet varit mer ansträngt. En annan möjlighet är att bristande konkurrens lett till högre priser, även om resursutnyttjandet inte varit högre.

Tidigare redovisade Riksbanken regelbundet en uppdelning av priserna på marknadsprissatta varor och tjänster respektive administrativt prissatta. Den visade t.ex. 1996-1997 att de administrativt prissatta varorna och tjänsterna höll uppe inflationen trots ett lägre resursutnyttjande (Diagram 3). Möjligen ser vi nu liknande fenomen. När volymerna sjunker på en konkurrensmarknad leder det normalt till lägre priser, men motsatsen verkar nu gälla på sina håll. Det förefaller t.ex. gälla kommuner, som försöker kompensera skattebortfall med att höja priser på vatten, kollektivtrafik och dyl. Det gäller också att döma av medierna t.ex. luftfartsverket och vissa flygbolag.

Riksbanken har i och för sig ingen anledning att betrakta administrativt bestämda prisstegringar på annat vis än marknadsbestämda; de driver båda upp inflationen. Men det är förstås ett problem om de administrativt bestämda priserna stiger när resursutnyttjandet faller. Det försvårar i så fall i allra högsta grad för penningpolitiken. Därutöver väcker dessa observationer naturligtvis andra frågor, som det inte är Riksbankens utan riksdagens, landstingens och kommunernas sak att hantera och som har att göra med konkurrensförhållandena i svensk ekonomi.

Kronan

Diskussionens vågor har på senare tid också gått höga om kronan. Det är ganska naturligt när kronan dels har fluktuerat kraftigt, dels på det hela taget under de senaste åren har varit markant undervärderad.

Skillnader i inflation och tillväxt kunde tidigare förklara det mesta

I ett längre perspektiv går det att förklara en stor del av kronans försvagning. Under de senaste 30 åren handlar det om en nominell nedgång på cirka 90 procent. Minst hälften av detta kan motiveras med att Sverige under 1970- och 1980-talen hade en högre inflation än omvärlden. Den övervägande delen av återstoden av kronans reala depreciering kan förklaras av den relativa tillväxten och en försämrad terms of trade under samma tidsperiod. Men inga av dessa förklaringar duger för perioden med rörlig kurs sedan 1992. Vi har då haft en inflations-, tillväxt- och terms of trade-utveckling som står sig väl jämfört med omvärldens.

På kort sikt kan naturligtvis flödesfaktorer av olika slag spela in. Det är i efterhand lätt att se att de höga värderingarna relativt euron för ett och ett halvt år sedan kan ha påverkats både av exportframgångar och den snabbt stigande svenska börsen. Detta har under det senaste året vänts till sin motsats. Till bilden hör också omfattande aktieplaceringar utomlands, när gamla hinder för spridning av risker försvunnit inom pensionssystemet. Till detta har mer allmän finansiell oro tillstött i september. Prognosvärdet i variabler som dessa har dock visat sig vara lågt.

Själv tycker jag alltså inte att det alltid varit svårt att förstå den *riktning* upp och ner som kronan tagit under senare år. Svårare har det varit att tolka varför den tenderat att över tiden i genomsnitt värderas alltför lågt. En del av detta är antagligen en följd av att dollarn generellt sett varit övervärderad mot europeiska valutor. Därutöver tror jag att olika strukturella faktorer kan ha spelat in. Exempel på sådana skulle kunna vara skattesystemets utformning, företagens internationalisering och den påföljande utlokaliseringen av vissa funktioner, kronans ställning i ett Europa där euron får ökad betydelse osv.

För en del av dessa faktorer talar både principiella resonemang och mer eller mindre anekdotisk information. Det finns t.ex. anledning att tro att både kapitalvinstbeskattning och förmögenhetsbeskattning har effekter. Det finns också en restpost i statistiken, som i varje fall delvis skulle kunna hänga ihop med att exportföretag numera inte tar hem sina exportintäkter på samma vis som tidigare, vilket i sin tur kan vara en konsekvens av att en större del av de centrala funktionerna nu ligger utomlands. Hur stor den kvantitativa betydelsen är av dessa faktorer vet vi dock inte och för min del tror jag kanske inte att de ska överdramatiseras. Hur som helst är det frågor som det är viktigt att borra vidare i och det avser vi göra. Det vi hittills publicerat är en rapport om vad EMU kan tänkas betyda för kronan. Ganska lite, var slutsatsen om – och det är ett viktigt om – Sverige i andra avseenden erbjuder likvärdiga villkor för förmögenhetsbildning och företagande.

Kronans bidrag i inflationsbedömningen har varierat

Diskussionen under senaste halvåret har handlat en hel del om hur vi reagerat på kronan när vi utformat penningpolitiken. Vi har varit otydliga eller hattat under sommaren och hösten har det sagts. Låt mig då först säga att det här finns ett mönster som jag känner igen. Det är svårare att bedriva och tolka penningpolitiken när den påverkas påtagligt av andra faktorer än resursutnyttjandet, som t.ex. kronan eller inflationsförväntningarna. Avvägningarna är då mer komplicerade och Riksbanken ställs också inför större pedagogiska utmaningar. Besluten tenderar även att bli mer kontroversiella, eftersom målkonflikterna är tydliga, vilket i sig gör det naturligt med mer kritik.

När vi gör prognoser så beaktar vi alltid flera olika faktorer. En traditionell modell för att bestämma inflationen utifrån t.ex. ett Phillipskurvsamband pekar på resursutnyttjande, inflationsförväntningar och kronan som de centrala faktorerna. Men dessa faktorers relativa betydelse för inflationen varierar över tiden.

Låt mig åskådliggöra hur vi resonerat det senaste tre kvartalen med ett diagram med resursutnyttjandet, internationella priser som vi bedömde dem samt kronan (Diagram 4).

I december förra året var vi oroliga för kronan och effekterna på priserna. Det var i ett läge då ekonomins resurser fortfarande såg ut att bli allt mer ansträngda. Vi räknade då med 4 respektive 3,5 procents BNP-tillväxt 2000 och 2001. Det redan höga resursutnyttjandet förväntades alltså öka under prognosperioden. Sedan dess har vi ändrat vår syn på resursutnyttjandet en hel del. När vi nu ser facit av 2000 blev tillväxten 3,6 procent. I år tror vi att den blir 1,3 procent. Tillsammans gör detta att resursutnyttjandet blir mellan 2-3 procentenheter av BNP lägre vid slutet av innevarande år, en markant nedrevidering. Till bilden hör att nedgången hänger samman med en svag utveckling också i omvärlden. Vi har därför även reviderat ner även de internationella exportpriserna vilket också det motverkar effekterna på inflationen av den lägre kronan. Även om vi fortsatt att lyfta fram den svaga kronan som en risk för inflationen framstår alltså denna risk som lägre idag, främst i ljuset av de nedrevideringar som gjorts av kapacitetsutnyttjandet .

I juni tillstötte ytterligare några faktorer. Kronan föll plötsligt dramatiskt och nedgången var inte en följd av en generellt ökande finansiell oro utan föreföll vara specifik för Sverige. Detta var särskilt problematiskt mot bakgrund av att inflationen under de närmast föregående månaderna stigit påtagligt mer än väntat. Även om en stor del av denna uppgång antagligen var tillfällig bedömde Riksbanken att det fanns en risk för att inflationsförväntningarna skulle kunna komma att stiga. Hellre än att ta denna risk valde vi att höja räntan och att intervenera på valutamarknaden.

Prognosen

Avslutningsvis ska jag också kort säga något om framtiden. Det tänker jag göra med utgångspunkt främst från den senaste inflationsrapporten. Vi räknar där i huvudsceneriet med något som skulle kunna beskrivas som en normal konjunktur.

Drivkraften är där främst en internationell återhämning, goda disponibla inkomster och en relativt svag krona (Diagram 5).

Ingen ändrad syn på kronans fundamentala värde

När det gäller kronan gör vi en något mindre optimistisk bedömning framöver. Det beror egentligen inte på att någon ny information kommit in utan har primärt att göra med den svaga utvecklingen under det senaste året. För en variabel som är så notoriskt svår att prognosticera handlar antagandena inför framtiden alltid delvis om pedagogik. Avsikten denna gång var i hög grad att undvika en bedömning av inflationen som kunde uppfattas vara orealistisk. Men kronan svänger snabbare än vi hinner revidera bedömningarna vilket utvecklingen sedan vi lade fast prognosen visar.

I diskussionen efter rapportens publicerig har det antytts att Riksbanken tappat tron på kronan. Det tycker jag alltså är att ta i. Oberoende av den prognos vi lagt finns det dessutom, som jag ser det, inte några starka skäl att ändra synen på vad som är ett rimligt fundamentalt värde på lång sikt, lika lite som det fanns skäl att ändra de grundläggande värderingsprinciperna för aktier för ett par år sedan bara därför att aktiemarknaden stigit till rekordnivåer. Därmed inte sagt att det inte skulle kunna finnas skäl någon gång i framtiden att ändra sin syn på vad som är en rimlig kronnivå för den reala ekonomin. Men det beror i så fall på att man ändrat sin syn på Sveriges relativa produktionsförmåga, på terms of trade eller på någon annan mer fundamental variabel. I detta sammanhang är det viktigt att påminna sig om att en allt för lågt värderad krona får effekter som på sikt bör stärka kronan; handelsbalansen fortsätter vara stark, företagsvinsterna blir högre än på andra håll vilket gör svensk aktier attraktivare osv.

Om inte förr lär beräkningar av kronans fundamentala värde bli aktuella om Sverige ska gå med i EMU. Då måste vi ha en bild av vilken kurs som är tjänlig på längre sikt. Erfarenheten visar att när dess kurser sedan kommunicerats har de i hög grad varit styrande för markandens utveckling fram till själva inträdet.

Lägre resursutnyttjande men stora risker åt båda håll

I rapporten räknar vi med att inflationen ska falla tillbaka under våren nästa år. Det hänger i hög rad samman med att resursutnyttjandet i år blivit väsentligt lägre, men också med att de snabba prisuppgångarna från i våras inte fortsätter och att de tidigare effekterna därmed ebbar ut. Därefter ökar inflationstrycket i huvudscenariot åter något under bortre delen av prognosperioden, i takt med att ekonomin återhämtar sig i ganska snabb takt.

Stöd för denna bild får vi också om vi går bakom prissiffrorna och tittar hur löner och enhetsarbetskostnader utvecklas (Diagram 6). Ökningstakten är försiktig under hela prognosperioden och detta är fallet trots ganska ordentliga nedrevideringar av produktivitetstillväxten. Detta bör borga för att inflationen, även om den inte skulle gå ner fullt så mycket som beräknat, ändå håller sig på låga nivåer. Den samlade bedömningen är att inflationen, mätt med KPI och UND1X, kommer att ligga på 1,5 respektive 1,7 procent i september 2002 och på 2,1 respektive 2,0 procent i september 2003.

De viktigaste *nedåtriskerna* sammanhänger t.ex. med att anpassningen efter den långa högkonjunkturen i USA kan ta längre tid än väntat. Uppenbarligen kan också utvecklingen efter den 11 september med krig och terrordåd ta sig väldigt olika banor med starkt varierande utfall för världsekonomin. Till bilden hör också den mycket expansiva ekonomiska politik som nu bedrivs i många länder, inte minst Sverige. Det är verkligen laddat för en snabb vändning om framtidstron kommer tillbaka. Sammantaget bedöms ändå sannolikheten för en lägre inflation till följd av en djupare och mer utdragen nedgång i utlandet vara stor. En sådan utveckling skulle antagligen förlänga konjunkturnedgången i Sverige.

Det finns även risker för att inflationen blir högre än i huvudscenariot. En sådan risk sammanhänger med att inflationen stigit mer än väntat. Vi har valt att i huvudscenariot i viss mån ta intryck av de högre utfallen, men det är fråga om en ganska liten revidering. Precis så – med små försiktiga revideringar – hanterade vi tidigare de överraskande goda inflationsutfallen. När kunskaper saknas är det svårt att se att man kan agera så mycket annorlunda. Utöver den marginella förändring vi gjort i huvudscenariot har vi i riskbilden lagt in en *uppåtrisk* som härrör från kronan. Den utgör en uppåtrisk för inflationen, även om en fortsatt svag växelkurs antagligen är mest sannolik i kombination med en svagare konjunktur och därmed lägre resursutnyttjande.

Det finns alltid skäl att lyfta fram riskbilden som ett viktigt inslag i vår bedömning. Låt mig avslutningsvis betona detta extra mycket denna gång. Läget är på många vis ovanligt svårbedömt. Det är lätt att se att utvecklingen snabbt kan komma att följa andra banor än huvudscenariots. De kan i så fall komma att innebära både högre och lägre räntor än idag.