Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

TORSDAGEN DEN 7 MARS 2002

Svensk ekonomi och penningpolitik

Skånes Provinsbank
Helsingborg

Först vill jag tacka för inbjudan att komma hit till Helsingborg och diskutera svensk ekonomi och penningpolitik. För mig personligen är det särskilt intressant att vara här eftersom jag bodde och arbetade i Helsingborg några år under 1980-talet.

Av protokollet från Riksbankens senaste penningpolitiska möte, den 7 februari, framgår att direktionen bl.a. drog slutsatsen att riskbilden har förskjutits något och att det nu föreligger en tendens till uppåtrisk för inflationen på ett till två års sikt.

Vidare gjorde direktionen den samlade bedömning att tidpunkten för en räntehöjning sannolikt inte ligger så långt fram i tiden om indikatorer för konjunkturen fortsätter att bekräfta en uppgång och om inflationen fortsätter att vara hög.

Jag tänkte ta denna bedömning som utgångspunkt för mitt anförande här idag och sätta in den i sitt sammanhang och sedan i någon utsträckning försöka blicka framåt.

Inflationsutsikterna bestämmer reporäntan

När Riksbanken bestämmer reporäntan står en analys av den framtida inflationen i Sverige i centrum. Det är framför allt tre faktorer som ligger till grund för denna analys: utvecklingen av det totala resursutnyttjandet, allmänhetens inflationsförväntningar samt växelkursutvecklingen.

Inflationstrycket varierar normalt med efterfrågeläget och förändringar av *resursutnyttjandet*. Ju starkare uppgång i förhållande till produktionspotentialen desto

Telefon 08-787 00 00 | Telefax 08 - 21 05 31 | E-post registratorn@riksbank.se

större är risken för att priser och löner stiger snabbare och vice versa. Det är därför som vi som arbetar i centralbanker runt om i världen ofta talar om konjunkturbilden, trots att det egentligen är inflationen som är vår målvariabel.

Utvecklingen av *kronans värde* spelar roll för inflationsbedömningen. En växelkursförändring har en direkt inverkan på inflationen genom att priset på importerade varor och tjänster påverkas, men också indirekt via den aggregerade efterfrågan. Förändras kronans värde i förhållande till andra viktiga handelsvalutor får det effekter för svenska varors och tjänsters konkurrenskraft.

Ser vi sedan till *inflationsförväntningarna* bland hushåll och företag påverkar dessa den faktiska pris- och lönebildningen och därmed inflation. Ändras förväntningsbilden riskerar det att få genomslag i prisbildningen om inte Riksbanken agerar via penningpolitiken.

Men Riksbanken tvingas hantera även andra impulser till prisutvecklingen än dessa. Det kan exempelvis röra sig om dålig tillgång på vatten i kraftmagasinen till följd av en snöfattig vinter som var fallet under förra våren, sjukdomar bland korna som driver upp köttpriset eller ovanligt kallt väder i Europa som gör att priset på frukt och grönt stiger. Den här är prisstörningar som kan leda till stora skift i den allmänna prisnivån, men som sannolikt bara har en temporär effekt på inflationen. Om vi tänker oss att det sker en sådan störning en viss månad, kommer det att ge utslag på den årliga inflationstakten under ett års tid för att därefter klinga av. Eftersom vi normalt räknar med att det tar längre tid än ett år innan penningpolitiken får sin fulla effekt på inflationen följer att det blir svårt och inte heller så meningsfullt att motverka sådana temporära prisimpulser. Därför står istället inflationsprognosen på ett till två års sikt i fokus för penningpolitiken.

Engångsvisa skift i prisnivån kan emellertid påverka inflationsutsikterna mer varaktigt om de har en inverkan på den allmänna föreställning om den långsiktiga inflationstakten. Kort sagt; om en hög temporär inflation leder oss alla till att tro att inflationen också under de kommande åren blir hög måste penningpolitiken ingripa. I en sådan situation kan det vara viktigt att reagera resolut, även om konjunkturläget i sig kanske inte ger anledning till oro för inflationen, för att förhindra att inflationen via förväntningsbildningen biter sig fast. Skälet är helt enkelt att det är mer kostsamt i termer av sänkt produktion och sysselsättning att tvinga ner inflationsförväntningarna när de väl etablerat sig på en för hög nivå än att förhindra att de stiger.

Det är alltså bedömningar av dessa slag som ligger till grund för den samlade bild som vi i Riksbankens direktion skapar oss av inflationsutsikterna. Vi går igenom dem från olika vinklar, tittar på risker och möjligheter. Fyra gånger om året gör Riksbanken en mer fullständig rapport. Just nu är vi inne i arbetet med 2002 års första inflationsrapport. Låt mig tillägga att man enkelt kan ladda ner dessa rapporter från vår hemsida - www.riksbank.se - för den som är intresserad. Det gäller inte bara texter utan även de nog så intressanta siffrorna bakom diagrammen.

Centralbankens vägval

Varje centralbank som har ett explicit mål måste göra ett val. I sin mest extrema form kan denna valsituation se ut så här: Antingen siktar centralbanken på att vid

varje tidpunkt hålla inflationen på målet eller så medger man att det kan ske avvikelser kanske till och med under ganska långa perioder.

Ska inflationen alltid ligga nära målet krävs det ständigt stora justeringar av reporäntan, vilket leder till tvära kast i marknadsräntor, produktion och sysselsättning. Medges emellertid tillfälliga avvikelser från centralbankens mål kan penningpolitiken bedrivas på ett mjukare sätt. En gradvis anpassning av produktion och sysselsättning leder till att inflationen så småningom hamnar i linje med målet.

Det finns nackdelar med dessa båda handlingsalternativ. Stora åtgärder med reporäntan riskerar att medföra negativa effekter på sysselsättning och produktion. Det kan på sikt leda till att allmänhetens stöd för centralbanken och den penningpolitiska regimen gröps ur. Samtidigt kan en alltför stor acceptans för stora avvikelser från inflationsmålet försvaga tilltron till inflationsmålet och leda till stigande inflationsförväntningar samt medföra att kostnaderna för att så småningom föra tillbaka inflationen till målet blir stora.

Detta gör att centralbanker ofta väljer en penningpolitisk strategi som ligger någonstans mellan de båda extremlägena. Inte för stora utslag med räntan, men heller inte tveka att ändra den om det behövs. Normalt bedriver Riksbanken penningpolitiken med sikte på inflationen ett till två år framåt i tiden. Nackdelen med det är att reporäntan måste bestämmas med hjälp av prognoser och prognoser kan slå fel. Det uppkommer ständigt prisstörningar som inte är konjunkturrelaterade men som slår igenom på inflationstakten. Fördelen med en framåtblickande politik är att penningpolitiken kan bedrivas mjukare, men ändå med en bestämd hand. Riksbanken reagerar bestämt på inflationsprognoser, men eftersom prognoser innebär en bedömning av vilka inflationsimpulser som är tillfälliga, förhindras överreaktioner.

De utbudsstörningar som skett under det senaste året – och som jag nämnde tidigare – är exempel på prisfluktuationer som kan orsaka avvikelser från inflationsmålet med den penningpolitiska strategi som Riksbanken valt. Att tillfälliga faktorer kan påverka inflationstakten har hänt förr. Under exempelvis några år i slutet av 1990-talet var det de successiva avregleringarna på el- och teleområdena som skapade avvikelser från inflationsmålet men med den skillnaden att det då handlade om att målet istället underskreds. Nu har det omvända skett. Med vår penningpolitiska strategi så är detta en naturlig del i att göra en rimlig avvägning mellan att upprätthålla det fasta penningvärdet och att undvika allt för stora variationer i den ekonomiska aktiviteten. Inflationstakten kommer även om Riksbanken alltid siktar mot målet att så att säga svänga runt målet – det kan inte nog betonas. Men tittar vi i backspegeln kan vi konstatera att inflationen har legat väldigt nära inflationsmålet i genomsnitt sedan det infördes. Avsikten är att det ska vara så även i framtiden.

Allt fler tecken på konjunkturåterhämtning

Det är alltså inte de tillfälliga prisstörningarna som orsakar störst bekymmer: Värre är det om det inte går att utesluta att en del av en inflationsuppgång kan vara resultatet av en tidigare stark konjunktur. Sådana effekter brukar komma med viss eftersläpning och dröja sig kvar. Stigande kostnader hos företagen kan efterhand i en stark högkonjunktur börja övervältras på konsumenterna i form av höjda priser. Kanske är det just det vi sett under den senaste tiden, åtminstone i någon utsträck-

ning. Att statistik nu visar att lönerna i genomsnitt i vårt land stiger i en något snabbare takt än vad som är förenligt med ett inflationsmål på 2 procent kan stödja en sådan slutsats. Det kan tala för att resursutnyttjandet är något mer ansträngt än vi tidigare räknat med.

Skulle aktiviteten i svensk ekonomi endast växa måttligt och inflationstrycket således tendera att avta efter hand, skulle inflationsrisken dämpas. Men om konjunkturen snarare visar tecken på att ”piggna till” finns det risk för att den redan höga inflationstakten lever kvar och byggs in i våra föreställningar om den mer långsiktiga inflationstakten, vilket bl.a. skulle kunna påverka kommande löneförhandlingar. Det får naturligtvis inte ske.

Granskar vi konjunkturbilden så som den avtecknar sig idag, framgår det att tecknen blir allt fler om att konjunkturen i omvärlden, framför allt i USA, är på bättringsvägen. Detta är något som påverkar situationen också för svensk ekonomi. Ett flertal ledande indikatorer talar i den riktningen. Även om det finns risker i uppgångsfasen, som jag ska återkomma till, talar ändå en hel del för att en återhämtning i såväl vår omvärld som i Sverige ändå kan vara på väg att materialiseras senare under året.

En faktor som ofta bidrar till omslag i konjunkturläget är företagens lagerhantering. Välfyllda lager och sjunkande försäljning gör ofta att företagen drar ned på produktionen så att den sjunker mer än efterfrågan. Lageranpassningen driver därigenom till en början på konjunkturen nedåt. När neddragningen av lagren så småningom går mot sitt slut kan företagen höja produktionen igen utan att efterfrågan ännu börjat öka. Detta driver på konjunkturuppgången och kanske är det just denna positiva effekt som kan vara på väg. Det finns tecken på det i framför allt USA, men även i Sverige.

För att återhämtning ska bestå krävs det att den åtföljs av en bred och uthållig efterfrågeökning, annars riskerar den att bli relativt kortlivad. Det kan på denna punkt fortfarande finnas viss osäkerhet – kanske främst när det gäller den amerikanska ekonomin.

Obalanserna är alltjämt stora i den amerikanska ekonomin och aktiemarknaden är högt värderad, både i ett historiskt perspektiv och i förhållande till den här fasen av konjunkturcykeln. En hög produktivitet jämfört med omvärlden kan dock minska oron för dessa problem. Hushållens sparande i förhållande till disponibla inkomster har visserligen ökat något sedan slutet av förra året men är fortfarande mycket lågt jämfört med tidigare år. Arbetslösheten stiger alltjämt. Mot denna bakgrund finns det skäl att räkna med att tillväxten under de närmaste åren inte blir lika hög som i slutet av 1990-talet. I ljuset av att den samlade ekonomiska politiken är expansiv bör dock återhämtningen ske successivt under andra halvåret, men det finns givetvis risker både på upp- och nedsidan.

Vänder vi sedan blicken mot Europa tycks det inte finnas några entydiga tecken på en kraftig återhämtning. Granskar man ledande indikatorer kan man visserligen konstatera att företagen blivit mer positiva. Utsikten för euroområdets största ekonomi Tyskland är emellertid fortsatt osäker och arbetslösheten stiger från en i utgångsläget hög nivå. Euroområdet har inte byggt upp obalanser liknande dem i USA vilket kan underlätta för att återhämtningen, när den väl kommer till stånd, håller i sig.

I Sverige har den ekonomiska politiken laddat upp med en hel del stimulanser som kan bidra till att en bredare efterfrågeutveckling kan komma igång när lagercykeln nu börjar verka i gynnsam riktning och utsikterna för den internationella ekonomin blir allt ljusare. Till följd av bl.a. lägre skatter och ökade transfereringar talar det mesta för att hushållens köpkraft kommer att öka förhållandevis starkt i år. Riksbankens styrränta är förhållandevis låg sett över en hel konjunkturcykel. Med tanke på inflationstakten kan man säga att den reala styrräntan, dvs. reporäntan minus inflationen, ligger lågt i ljuset av att konjunkturen repar sig. Till detta kommer den svaga kronan som dämpat effekterna av den internationella konjunkturnedgången och som nu bidrar till att stimulera den exportorienterade sektorn. Allt detta innebär icke oväsentliga stimulanser för den allmänna efterfrågan i svensk ekonomi.

Hur stort tryck på gaspedalen behövs?

Om inflationen, även bortsett från de temporära effekterna, ligger över målet i utgångsläget, konjunkturen är på väg upp och den ekonomiska politiken samtidigt verkar expansivt på ekonomin bör penningpolitiken bidra till att lätta något på gaspedalen. Men om det mesta av den för höga inflationen är ett resultat av temporära prisnivåhöjningar och om konjunkturuppgången ännu inte är säkrad, ja, då kan det vara på sin plats att vänta något med att justera upp styrräntan.

Det är nog bl.a. kring dessa aspekter som den penningpolitiska diskussionen i Riksbanken kommer att kretsa när direktionen slutligen ska justera den kommande inflationsrapporten den 18 mars. Det är fortfarande ett antal dagar kvar fram till dess och en del statistik kommer att publiceras under denna tid. Steg för steg måste vi sex som sitter i Riksbankens direktion forma vår uppfattning under de kommande knappa två veckorna och bestämma oss för om reporäntan skall höjas något redan i mars eller om det möjligen finns tid att vänta ytterligare. Personligen delar jag den oro för inflationsutsikterna som flera av mina kollegor gett utryck för i tal den senaste tiden.