

# Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

---

TISDAGEN DEN 19 MARS 2002

## Den aktuella penningpolitiken

Inledning vid utfrågningen i riksdagens finansutskott

Först vill jag tacka för möjligheten att få komma hit och diskutera svensk ekonomi och penningpolitik med utskottets ledamöter. Riksbanken ska, enligt riksbankslagen, minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse till finansutskottet om penningpolitiken. Idag på morgonen har 2002 års första redogörelse överlämnats. I den finns en beskrivning av hur Riksbanken ser på den ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna. I min inledning här idag ska jag göra en sammanfattning av rapporten och därutöver diskutera vilka slutsatser Riksbankens direktion har dragit och konsekvenserna för penningpolitiken. Därefter ser jag fram emot diskussionen med finansutskottets ledamöter och jag ska göra mitt bästa att försöka svara på era frågor.

### Ljusning för världsekonomin

Förra gången vi träffades här i utskottet i höstas präglades diskussionen i hög grad av terroristattackerna den 11 september i USA och deras effekter. Det rådde då betydande osäkerhet om hur stor inverkan attackerna skulle komma att få på den redan svaga konjunkturen. Attentaten ökade osäkerheten och riskerade att försämra framtidstron bland hushåll och företag, vilket bedömdes få en negativ effekt på efterfrågan. Eftersom inflationstrycket varierar med efterfrågeläget och förändringar av resursutnyttjandet kom händelserna att påverka utformningen av penningpolitiken i många länder, däribland Sverige.

Nu, ett halvår senare, kommer emellertid allt fler tecken på att konjunkturen i vår omvärld är på väg att förbättras. Attentatens inverkan på världsekonomin blev dessbättre begränsad, även om naturligtvis vissa sektorer som flyg- och försäkringsbranschen drabbats hårt av attackerna och dess efterdyningar. Under fjolåret höll också allt för stora lager tillbaka produktionen. Anpassningen av lagren ser nu ut att ha kommit

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

långt, vilket är en positiv signal för produktionen. En viss optimism har börjat sprida sig. Orderböckerna verkar stabiliseras och i en del fall förbättras. Till detta kommer att den samlade ekonomiska politiken är expansiv i många länder, vilket ger förloppet extra näring.

För att återhämtningen i världsekonomin ska komma igång ordentligt och förstärkas krävs emellertid att den åtföljs av en bred och uthållig efterfrågeökning. En produktionsökning som endast får stöd av att lagren är allt för små och behöver fyllas på riskerar att bli relativt kortlivad. På denna punkt kan det finnas viss osäkerhet. Obalanserna är alltför stora i USA och aktiemarknaden är högt värderad, både i ett historiskt perspektiv och i förhållande till den här fasen av konjunkturcykeln.

Det finns lite olika syn på den amerikanska situationen bland bedömare. Många lägger fokus på och oroas av strukturella obalanser i den amerikanska ekonomin. Anpassningsproblem efter en allt för kraftig optimism bland hushåll och företag i slutet av 1990-talet, med obalanser i ekonomin som följd, kommer att göra återhämtningen långsammare än normalt. En del går till och med längre och menar att korrigeringen kan bli mer drastisk och bryta tillväxten i världsekonomin under de närmaste åren. Andra, som är mer optimistiska, lyfter istället fram produktivitetstillväxten i den amerikanska ekonomin. Om den fortsätter att vara hög finns det färre skäl för att vara orolig för obalanserna eftersom en högre potentiell tillväxt medger större inkomstökningar som kan bära skuldbördan.

Någon snabb korrigerings av obalanserna står inte i förgrunden för den analys Riksbanken nu gör. Men det finns nog skäl att räkna med att tillväxten under de närmaste åren inte blir lika hög i den amerikanska ekonomin som i slutet av 1990-talet. Skulle en snabbare anpassning av obalanserna ändå inträffa måste Riksbanken självfallet ta hänsyn till det framöver vid uppläggnings av penningpolitiken.

Vänder vi sedan blicken mot Europa är tecknen på en återhämtning färre. Utsikterna för euroområdet största ekonomi Tyskland är fortsatt osäkra. Men om man granskar de ledande indikatorerna kan man konstatera att företagen blivit mer positiva. Euroområdet har inte byggt upp obalanser liknande dem i USA, vilket kan underlätta återhämtningen. Även i Europa är den ekonomiska politiken också märkbart expansiv även om utrymmet för finanspolitiken inte är lika stort på den här sidan av Atlanten. Stelheter på produkt- och arbetsmarknader verkar sannolikt också bromsande på uppgången.

Sammantaget är det alltså svårt att se att den förestående konjunkturuppgången skulle bli lika snabb som i tidigare återhämtningsfaser. Men bilden av världsekonomin är ändå väsentligt ljusare jämfört med i höstas, och konturerna av en vändning blir allt tydligare.

### **Inflationen i Sverige hög**

Om den bild vi presenterar i inflationsrapporten stämmer kommer svensk ekonomi att ha upplevt den mildaste konjunkturedgången på över 30 år. Ökningstakten i BNP dämpades visserligen under 2001, men några negativa tillväxttal har inte förekommit enligt Statistiska centralbyråns statistik. Situationen på arbetsmarknaden har inte heller försämrats i den utsträckning som varit vanligt. Inte heller har några allvarliga obalanser utvecklats. Så här långt finns det alltså anledning att se positivt på den ekono-

miska situationen; de flesta ledande indikatorer tyder på att ekonomin återhämtar sig och att konjunkturen vänder upp under 2002.

Ett problem är dock att inflationen under en tid legat tydligt över Riksbankens mål på 2 procent.

Den förhållandevis höga inflationen kan till *viss del* förklaras av olika s.k. utbudsstörningar som lyft prisnivån på t.ex. el, kött, frukt och grönsaker. Prisstörningarna har haft att göra bl.a. med en dålig tillgång på vatten i kraftmagasinen till följd av den snöfattiga vintern förra året, sjukdomar bland korna samt ovanligt kallt väder i Europa i höstas som gjort att skördarna slagit fel. Den här typen av störningar kan som sagt lyfta den allmänna prisnivån och leda till en temporär höjning av inflationstakten, vilket de också gjort.

Men även exklusive dessa prisökningar har inflationen stigit. Det finns, som vi varit inne på i flera av fjolårets inflationsrapporter, sannolikt flera samverkande förklaringar till detta. En förklaring är att resursutnyttjandet i den svenska ekonomin troligen har varit något högre än väntat. Det är i sin tur troligen en förklaring till att lönerna – särskilt i de inhemska sektorerna – ökat mer än väntat. När samtidigt produktiviteten utvecklats svagt, antagligen i huvudsak av konjunkturella skäl, har det medfört ett tryck uppåt på priserna. Uppgången i priserna har under senare år troligtvis mildrats av att vinstandelen i ekonomin i stort har pressats tillbaka. Men därmed har också utrymmet minskat för företagen att "svälja" fortsatta kostnadsökningar och svag underliggande produktivitetstillväxt.

Allt detta reser naturligtvis frågor om den potentiella tillväxten, resursutnyttjandet, inflationstrycket, konkurrenssituationen på olika marknader och ekonomins funktionssätt.

### **Högre resursutnyttjande än väntat**

Allt sedan inflationsförväntningarna närmast sig inflationsmålet någon gång vid mitten av 1990-talet har resursutnyttjandet varit en mycket viktig del inflationsprognoserna och därmed för penningpolitikens uppläggning. Resursutnyttjandet speglar förhållandet mellan faktisk efterfrågan och vad ekonomin förmår att producera varaktigt utan att priser och löner börjar accelerera.

Låt mig genast säga att den potentiella tillväxten, resursutnyttjandet och inflationsbenägenheten i vid mening inte är några direkt mätbara storheter. Riksbanken har under en längre tid uppmärksammat och analyserat frågor som rör dessa områden och gjort utförliga redovisningar i de senaste årens inflationsrapporter. Även om vi i huvudsak pekat på olika utbudsstörningar som skäl till det senaste årets relativt höga inflationstakt har vi också från början lyft fram andra tänkbara kompletterande förklaringar. Så här sa vi t.ex. i inflationsrapporten från i maj förra året:

*"Riskerna förknippade med den inhemska efterfrågan och utväxlingen mellan tillväxt och inflation i Sverige utgör en något större uppåtrisk för inflationen än i föregående rapport. Visserligen har inflationsprognosen i huvudscenariot reviderats upp med hänsyn tagen till den överraskande höga inflationen, men det har huvudsakligen skett för det närmaste året. Det kan inte uteslutas att den högre registrerade inflationen delvis är ett tecken på att resursutnyttjandet är mer ansträngt än vad som antagits i huvudscenariot."*

(s. 24, inflationsrapport 2001:2).

Riksbanken har i den inflationsrapport som idag presenterats reviderat upp resursutnyttjandet något. Det har skett bl.a. mot bakgrund av att den underliggande pris- och lönestegringstakten rört sig sakta uppåt under en tid. På motsvarande sätt – men med motsatt förtecken – tog vi under senare delen av 1990-talet intryck av att inflationen gång efter gång överraskade oss positivt. Efter de justeringar vi nu gjort finns det mindre lediga resurser som kan tas i anspråk utan att pris- och lönestegringstakten tilltar. Det inverkar i sin tur på inflationsutsikterna framöver, särskilt i ljuset av att konjunkturen i såväl Sverige som i omvärlden ser ut att förbättras och att den samlade ekonomiska politiken är expansiv.

Den här analysen har kopplingar till utvecklingen på arbetsmarknaden. Trots en svagare efterfrågan i ekonomin i stort under 2001 har detta inte givit återverkningar på sysselsättningen. Arbetslösheten har på det hela taget varit stabil. Såväl ekonomin i stort som arbetsmarknaden har karaktäriserats av en tudelning. Produktionen och sysselsättningen inom industrin har minskat, samtidigt som efterfrågan och antalet nya arbetstillfällen inom tjänstesektorn har ökat. Samtidigt har löner och priser stigit främst inom tjänstesektorn.

Riksbanken har alltså i ljuset av det som hänt med priser och löner under det senaste året gradvis ändrat sin syn något på den svenska ekonomins inflationsbenägenhet. Ett högre resursutnyttjande i kombination med snabba löneökningar och en svag växelkurs har medfört ett något högre inflationstryck. Detta påverkar den prognos som nu presenteras. Parallellt fortsätter förstås vårt arbete med att utveckla vår analys och att tolka de nya data som kommer in.

### **Stigande inflation**

Sammantaget konstaterar Riksbanken i inflationsrapporten att inkommande statistik bekräftar att konjunkturen i Sverige sannolikt har bottnat. Den expansiva finanspolitiken bidrar till en stark utveckling av hushållens disponibla inkomster under de närmaste åren och lägger grunden för både en högre privat konsumtion och ett ökat sparande. Exporten ökar gradvis under perioden men relativt försiktigt både därför att den internationella konjunkturuppgången är avvaktande till att börja med och därför att kronan väntas stärkas. BNP bedöms öka med 1,6 procent i år men accelererar sedan till mellan 2,5 och 3 procent under de kommande åren, vilket såvitt kan bedömas är något mer än vad svensk ekonomi klarar av varaktigt utan att det uppstår inflationsdrivande spänningar.

Det höga resursutnyttjandet gör att arbetskraftskostnaderna bedöms öka något mer än vad vi räknade med i inflationsrapporten i december. Den inhemska inflationen blir bl.a. därför något högre under prognosperioden jämfört med tidigare bedömningar. KPI-inflationen stannar på 2,2 procent på ett års sikt och på 2,4 procent på två års sikt. Motsvarande prognos för det underliggande måttet, UNDIX, är en ökning med 2,2 procent både på ett och två års sikt. Det är det senare måttet som främst står i fokus för penningpolitiken.

I denna prisprognos bedöms att de utbudsstörningar som nu präglar inflationssiffrorna successivt falla ur tolv månaderstalen under sensvåren. Därmed väntas inflationen närma sig 2 procent under försommaren. Samtidigt gör det mer ansträngda resursut-

nyttjandet, som den starkare konjunkturen leder till, att inflationen därefter väntas öka något igen.

När det gäller riskbilden handlar den främst om det inhemska inflationstrycket. Om resursutnyttjandet är mer ansträngt än vad Riksbanken nu räknar med eller om den potentiella tillväxttakten överskattas, finns risken att inflationen hamnar högre framöver än i vårt huvudscenario. När riskbilden beaktas hamnar den underliggande inflationen, mätt med UNDEX, på 2,3 procent både på ett och två års sikt.

### **Slutsatser för penningpolitiken**

Låt mig avslutningsvis säga några ord om penningpolitiken.

I ljuset av allt tydligare tecken på en återhämtning av konjunkturen och ett något mer ansträngt resursutnyttjande än väntat har Riksbankens direktion beslutat att höja reporäntan med 0,25 procentenheter, från 3,75 till 4,0 procent. Genom att värna om prisstabiliteten bidrar vi till att skapa förutsättningar för en stabil och uthållig produktions- och sysselsättningsutveckling i svensk ekonomi.

Den högre inflationen under fjolåret och vår bedömning att den inte enbart är av tillfällig art har redan påverkat penningpolitiken. Inte minst gällde detta i somras, när vi höjde räntan till följd av oro för att den lågt värderade kronan i kombination med ett förhållandevis högt resursutnyttjande skulle kunna medföra att den högre inflationen bet sig fast. I september sänkte vi i likhet med andra centralbanker styrräntan med 0,5 procentenheter, men under senare delen av hösten gick vi försiktigare fram med räntesänkningar än t.ex. Europeiska centralbanken. I våra bedömningar har det sedan i maj funnits en risk för en högre inhemska inflation som vägts in i besluten. Från att vid ingången till 2001 ha legat lägre med den svenska reporäntan jämfört med motsvarande räntor i euroområdet och i USA ligger vi nu högre.

När vi blickar framåt är det som vanligt så att vi inte binder upp oss. Vad vi kommer att göra eller inte göra med reporäntan beror på den nya information som inkommer och på hur vi värderar den, de nya analyser vi gör osv. Betydelsen av detta förhållningsätt åskådliggörs väl av det som inträffade ifjol. Vare sig negativa eller positiva överraskningar kan uteslutas. Vi måste vara beredda att förhålla oss till dem.

Detta sagt, är inflationen relativt hög även om den, som vi räknar med, kommer ner en hel del det närmaste halvåret. Också resursutnyttjandet är sannolikt relativt högt. Avgörande för ränteutvecklingen blir då – så länge inflationsförväntningarna håller sig i schack – hur konjunkturen utvecklas.

Om konjunkturen fortsätter att förstärkas som väntat – och om det inte finns skäl att ändra synen på inflationsbenägenheten – är det rimligt att anta att ränteläget i Sverige successivt kommer att anpassas uppåt. Detta kommer inte som en överraskning för aktörerna på de finansiella marknaderna. En sådan utveckling är en naturlig följd av att Riksbanken tar sin uppgift att säkra en löne- och prisökningstakt i linje med inflationsmålet på allvar i en situation när aktiviteten i svensk ekonomi gradvis blir starkare.

Man skulle här kunna anspela på vad den kände nationalekonomen Knut Wicksell framhöll på sin tid; det handlar om att söka den "naturliga" räntenivå där ekonomin kan expandera utan att priser och löner ökar för snabbt.