



ANFÖRANDE

DATUM: 2003-03-05
TALARE: Vice riksbankschef Irma Rosenberg
PLATS: Finansanalytikernas förening

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registrator@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Penningpolitiken och den svenska ekonomin

Tack för inbjudan att få komma hit och tala vid finansanalytikernas förening. Det här är första gången som jag framträder i min nya roll som vice riksbankschef. Det är roligt att få komma ut och diskutera ekonomiska frågor. Samtidigt känns det lite nervöst, eftersom jag vet att jag står inför en församling som är van att granska och tolka uttalanden från Riksbanken. En skillnad nu jämfört med mitt tidigare arbete är att man som direktionsledamot i viss mån måste lägga band på sig när man pratar. Detta framför allt för att inte skapa missförstånd bland aktörerna på finansmarknaden som försöker översätta det som centralbanksföreträdare säger till framtida räntepolitik. Det här gör att några av er kanske inte riktigt känner igen mig; min ambition är dock att vara så uppriktig och tydlig som det är möjligt att vara.

Det jag tänkte inleda med att tala om idag är konjunkturutvecklingen de gångna åren, därefter vända blicken framåt och diskutera de utmaningar som såväl internationell som svensk konjunktur står inför och avsluta med att säga något om penningpolitiken.

De som följt de konjunkturbedömningar jag gjort vet att jag ibland inte delat Riksbankens slutsatser. Kom ihåg att det inte ska tolkas som att jag har en annan uppfattning kring vilka uppgifter Riksbanken har. Jag tycker att det är bra att det förs en öppen diskussion kring den förda politiken. Och jag hoppas att ni deltar i den eftersom tanken med en öppen centralbank är att underlätta en sådan diskussion och att detta ska kunna bidra till att förbättra penningpolitiken.

Samlad inflationsbild i fokus för Riksbanken

Låt mig börja med att beskriva hur Riksbanken arbetar. Riksbanken har av riksdagen tilldelats två mål: att upprätthålla ett fast penningvärde samt att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Det är det första av dessa mål som jag kommer att uppehålla mig vid idag.

Riksbanken har definierat målet för penningpolitiken till att begränsa inflationen till 2 procent med ett toleransintervall för avvikelser från denna nivå på plus/minus 1 procentenhet. Toleransintervallet visar att avvikelser är troliga men att dessa ska begränsas.

■ Målet är formulerat i termer av konsumentprisindex (KPI) som är ett brett index bestående av priserna på en korg av varor och tjänster som genomsnittshushållet i Sverige konsumerar. Eftersom räntekostnader och indirekta skatter som ingår i KPI inte bedöms påverka inflationen varaktigt har Riksbanken valt att normalt fokusera på UND1X som är ett index som bortser från dessa faktorer. Från tid till annan kan det finnas skäl att bortse också från andra prisförändringar som bedöms vara temporära. Ambitionen är då att tydligt klargöra också detta.

Genom att bl.a. höja och sänka styrräntan – reporäntan – försöker Riksbanken påverka inflationen. I och med att inflationen svårigen låter sig styras på kort sikt gör Riksbanken en bedömning av utvecklingen de kommande 1-2 åren. Det är ungefär så lång tid det brukar antas att det tar för en räntejustering att vandra genom ekonomin och få fullt effekt på prisökningstakten, dvs. inflationen.

Som stöd för utformningen av penningpolitiken har Riksbanken en enkel handlingsregel. Väntas inflationen utifrån en samlad bild över- eller understiga målet justeras, enligt denna regel, normalt styrräntan.

I analysen av inflationsutsikterna är det framför allt fyra faktorer som framstår som centrala för utformningen av penningpolitiken: utvecklingen av det totala resursutnyttjandet, internationella prisutvecklingen, växelkursen samt allmänhetens inflationsförväntningar.

Inflationstrycket varierar med efterfrågeläget och förändringar av *resursutnyttjandet*. Ju starkare uppgång i efterfrågan i förhållande till produktionspotentialen desto 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 måste analysera hela konjunkturbilden, trots att det egentligen är inflationen som är vår målvariabel.

Den *internationella prisutvecklingen*, där t ex oljepriset är en viktig faktor, påverkar den inhemska inflationen genom importen. En bedömning av det internationella resursutnyttjandet kan t ex ge en fingervisning om hur de internationella priserna kan komma att utvecklas.

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 på konkurrenskraften för svenska varor och tjänster och därmed på efterfrågeläget och resursutnyttjandet.

Inflationsförväntningarna bland hushåll och företag kan också påverka pris- och lönebildningen och därmed inflationen. Ett syfte med ett tydligt inflationsmål och en penningpolitik styrd av detta är att allmänhetens förväntningar ska vara förankrade vid inflationsmålet.

Samtidigt ska man komma ihåg att Riksbanken tvingas hantera många andra faktorer som påverkar prisutvecklingen. Det handlar framför allt om tillfälliga faktorer, t.ex. utbudshocker av olika slag, vilka ofta kan vara svåra att förutsäga. Men framför allt kan det vara svårt att med penningpolitik förhindra att de slår igenom på inflationen. Penningpolitiken verkar först på längre sikt, dessutom når den inte alltid fram till källan för prisuppgången. En centralbank kan t ex inte förhindra att oljepriserna stiger i spåren av oron för krig i Mellanöstern. Däremot skulle man naturligtvis kunna tänka sig att centralbanken snabbt försöker strama åt efterfrågan i landet för att därigenom pressa ned priserna på andra områden för att den genomsnittliga prisökningstakten ska vara i linje med målet.

Att fokus ligger på inflationen de kommande 1-2 åren innebär dock att penningpolitiken bedrivs gradvis, lite pö om pö istället för med stora kast i politiken. Därmed kan man förhoppningsvis undvika att skapa onödiga variationer i efterfrågan vilket i sig kan ha en negativ inverkan på produktion och sysselsättning. Fokus på de kommande 1-2 åren innebär alltså att tillfälliga upp- eller nedgångar i inflationen kan tillåtas. Det är dock viktigt att Riksbanken är tydlig i sin kommunikation med att man anser att uppgången är tillfällig och väntas klinga av.

Engångsvisa skift i prisnivån kan påverka inflationsutsikterna mer varaktigt om aktörerna inte tror att t ex en uppgång är tillfällig utan gör bedömningen att den kan komma att bli bestående och därför vill kompensera sig för uppgången. Om detta inträffar måste penningpolitiken ingripa, 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.

Paralleller mellan dagens situation och 2001 samt 2002

Låt oss då titta på det aktuella läget och börja med prisuppgången. Nu liksom under våren 2001 har inflationen stigit på grund av att tillfälliga faktorer dragit upp den allmänna prisnivån. Under 2001 drog galna ko-sjukan och mul- och klövsjukan upp köttpriserna och dåliga skördar gjorde att priset på frukt och grönsaker sköt i höjden. Då liksom nu var det också brist i kraftbolagens vattenmagasin som drog upp elpriserna. I nuläget är det el- och oljepriserna som skjutit i höjden och pressat upp inflationstalen över målet i januari. Det framgår inte minst om man separerar energipriserna från inflationssiffrorna för januari (Diagram 1).

Riksbankens bedömning är att inflationsuppgången är tillfällig liksom den var 2001, och att det redan under senvåren och sommaren finns skäl att vänta sig en lägre inflation. Vår bedömning bygger dock på att de som sätter priser och löner inte söker kompensera sig för den tillfälliga prisuppgången. Skulle det inträffa riskerar det att framkalla tendenser till en inflationsspiral, något som Riksbanken inte bara stillatigande kan åse. Samtidigt vore det mycket olyckligt, framför allt mot bakgrund av de utmaningar svensk ekonomi står inför, att tvingas hantera spridningseffekter av energiprisuppgången med räntehöjningar.

Tittar man på konjunkturen tycker jag att likheterna mellan dagens situation och denna tidpunkt förra året är mer slående än med 2001. Jag tänker framför allt på att konjunkturutsikterna då präglades av en stor osäkerhet om hur långt anpassningsprocessen hade kommit efter de gångna årens överoptimism som lett till högt uppdrivna börskurser och alltför stora investeringar bland företagen i USA. Låt mig backa ungefär ett år tillbaka i tiden och se vilka slutsatser som kan dras från det gångna året och vilka implikationer det kan tänkas ha på utvecklingen framöver.

Utvecklingen 2002 till 2003

I början av förra året kunde man se tecken som tydde på att det började ljusna på konjunkturhimlen. Jag arbetade då inte i Riksbanken så bli inte förvånade om delar av historiebegrivningen inte riktigt överensstämmer med Riksbankens så som den kommer till uttryck i inflationsrapporterna.

Tecknen på en vändning var mest uttalade i USA, men det fanns också vissa signaler om att en återhämtning stod för dörren även i Europa. Neddragningen av lagren såg ut att ha kommit en god bit på väg, vilket brukar vara en första förutsättning för att produktionen ska vända uppåt. Men för att en produktionsökning framkallad av en lageranpassning skall bli bestående måste den efterhand stödjas av en varaktig efterfrågeökning. Hushållens konsumtion fortsatte att öka men någon uppgång i investeringar kom inte till stånd. Obalanserna i det amerikanska näringslivet var kanske mer påtagliga än vad många hade räknat med. Konkurer och redovisningsskandaler skapade ytterligare oro på finansmarknaderna som föll i en takt som snarast förde tankarna till 1930-talskrisen.

I Europa handlade de positiva konjunkturtecknen framför allt om mer optimistiska förväntningar, förväntningar som sedan inte kom att infrias. Särskilt euroområdet största ekonomi, Tyskland, visade sig vara i sämre skick än väntat. Det handlade dock inte om obalanser liknade de amerikanska utan snarare om strukturproblem som att arbetslösheten hade etablerat sig på en hög nivå och svaga offentliga finanser vilket bl.a. försvårade möjligheterna att bedriva en ekonomisk politik som kunde fungera som stöd för konjunkturen. Den väntade draghjälpen från andra sidan Atlanten för exportindustrin blev dessutom svagare än väntat.

I Sverige fick avmattningen under 2001 begränsad effekt på bl.a. sysselsättningen. Riksbankens bedömningar i början av 2002 tydde på att resursutnyttjandet var relativt ansträngt. Den ekonomiska politiken hade genom bl.a. lägre skatter och högre transfereringar en stimulerande inverkan på ekonomin. Mot den bakgrunden valde Riksbanken, när signalerna om en återhämtning i början av 2002 blev allt tydligare, att höja styrräntan vid två tillfällen under våren med sammanlagt 0,5 procentenheter till 4,25 procent. Höjningarna ska också ses i ljuset av att inflationen då fortfarande låg kvar på en hög nivå och riskerade att påverka inflationsförväntningarna negativt. Under våren vände prisökningstakten som prognostiserat ned mot målet på 2 procent.

Jag gjorde en lite annan bedömning som extern konjunkturbedömare än Riksbanken. Det gällde dels den internationella bilden där det var osäkert om det verkligen skett en vändning, dels resursutnyttjandet i Sverige och risken för spänningar som skulle kunna orsaka stigande inflation. Den höga löneökningstakt vi hade då tolkade jag som en eftersläpningseffekt av en överhettad arbetsmarknad under år 2000 och en bit in på 2001. Bristituationen på arbetsmarknaden hade på våren 2002 lättat markant. I tjänstesektorerna, liksom på byggsidan, hade kapacitetsutnyttjandet fallit betydligt vilket talade för att löneökningarna skulle komma att dämpas efterhand. Jag uppfattade därför inflationsrisken som mindre påtaglig och såg inget omedelbart behov av en räntehöjning.

Klart är att inflationsrisken Riksbanken tyckte sig se minskade i takt med att oron på de finansiella marknaderna växte i spåren av konkurser och företagsskandaler i USA. Efterhand ökade också osäkerheten till följd av den säkerhetspolitiska utvecklingen. Den finansiella oron smittade gradvis av sig på den reala ekonomin; företags- och konsumentförtroendet började falla i flera länder under sommaren och det blev efter hand allt tydligare att den samlade efterfrågan påverkades negativt. Detta bidrog till att Riksbanken kunde sänka räntan två gånger under hösten, åtgärder som jag utifrån min bedömning tyckte vara riktiga.

Vad vi nu kan konstatera är att frågorna som gäcker prognosmakarna idag är ungefär desamma som för cirka ett år sedan och domineras av frågan hur pass långt anpassningsprocessen efter aktiebubblan har kommit. Förutsättningarna att göra bedömningar försvåras dessutom idag av hotet om krig i Mellanöstern. Vi vet inte om det kommer att bli av eller hur det kommer att sluta. Krisen skapar också en osäkerhet som gör det svårt att tolka konjunktursignalerna korrekt. Och, ju längre krisen drar ut på tiden desto större är risken att osäkerheten i sig kan få negativa effekter på den realekonomiska utvecklingen.

Låt mig nu vända blicken framåt och diskutera utvecklingen de kommande 1-2 åren.

Förutsättningarna för en återhämtning i USA på plats...

En skillnad jämfört med för ett år sedan är att anpassningen av obalanserna i den amerikanska ekonomin troligen har kommit ytterligare en bit på väg. Saneringen av balansräkningarna har fortsatt, produktiviteten är stark och normala konjunkturmönster ger vid handen att förutsättningarna för en ökning under våren av industriproduktionen borde vara relativt gynnsamma. Låga lagernivåer i förhållande till försäljningen samt en investeringskvot som ligger under den långsiktiga trenden talar för detta. En expansiv ekonomisk politik ger ytterligare grund för optimism. Men frågan de flesta ställer sig nu liksom 2002 är alltså om anpassningen efter obalanserna kommit tillräckligt långt för att vi ska få se en bred och varaktig ökning i efterfrågan som kan ta över som drivkraft för en uppgång i produktionen. Något entydigt svar är alltför tidigt att ge.

Ser vi till hushållen i USA kan vi konstatera att de sedan inflationsrapporten i december blivit mer pessimistiska. Förklaringen kan vara den säkerhetspolitiska oron och den fortsatt svaga börsutvecklingen. Ett fortsatt högt oljepris försämrar därtill disponibelinkomsterna. Men den expansiva ekonomiska politiken motverkar delvis dessa effekter.

■ Sammantaget tycker jag att bilden av en utdragen återhämtning i USA, där tillväxten under året successivt ökar och gradvis når upp till ekonomins långsiktigt hållbara nivå, i stor utsträckning står sig.

... samtidigt som förutsättningarna för en vändning i euroområdet är sämre

Den sammantagna internationella återhämtning som väntas ske under året ser inte ut att bli lika stark som Riksbanken räknade med i december. Bakgrunden är att utvecklingen i euroområdet i allmänhet och Tyskland i synnerhet ser något dystrare ut jämfört med tidigare. Euroområdets exportindustri hämmas av den internationella osäkerheten, men också av en starkare euro samtidigt som en svagare arbetsmarknad spiller över på hushållens konsumtionsutrymme och framtidstro.

Det här gör att de internationella konjunkturutsikterna ser något sämre ut, vilket direktionen också konstaterade vid det penningpolitiska mötet den 6 februari. Bedömningen utgår dock ifrån att Irakkonflikten utvecklas i en riktning som inte riskerar att påtagligt försämra utsikterna.

Flack tillväxtbana för den svenska ekonomin

Den finansiella oron har också påverkat svensk ekonomi. Industriproduktionen har stått och stampat under hösten och orderingången har inte riktigt velat vända upp. Det är kanske inte så konstigt i ljuset av den avvaktan som råder på viktiga exportmarknader. Men i takt med att den internationella konjunkturen förbättras väntas det tillsammans med ett cykliskt mönster för bl.a. investeringar ge draghjälp åt industriproduktionen i Sverige.

De svenska hushållen har de under det senaste halvåret blivit mer pessimistiska i synen på framtiden, vilket kanske är begripligt om man betänker de negativa nyheter som de konfronterats med: stigande energipriser, höjda skatter och väntade besparingar. Konsumtionsutrymmet pressas framöver av dessa faktorer. Samtidigt var hushållens sparande högt 2002 vilket gör att kan finnas ett visst utrymme att öka konsumtionen trots de åtstramande effekterna.

Sammantaget tror jag att det finns skäl att också skriva ned den svenska tillväxttakten något för de närmaste åren. Den väntade uppgången bedöms bli något flackare. Även i detta fall förutsätter det hela att Irakkonflikten inte utvecklas i en riktning som markant riskerar att försämra utsikterna.

Utformningen av penningpolitiken

Avgörande för utformningen av penningpolitiken framöver är den samlade bilden av inflationsutsikterna. En något mer dämpad efterfrågeutveckling såväl i Sverige som internationellt väntas leda till att kapacitetsutnyttjandet bli något mindre ansträngt. Samtidigt har energipriserna dragit upp inflationen. Riksbankens bedömning är dock att inflationsuppgången är tillfällig och att det redan under senvåren och sommaren finns skäl att vänta sig en lägre inflation. Men det förutsätter som jag sa tidigare att pris- och lönesättare inte försöker kompensera sig för den tillfälliga prisuppgången.

Sammantaget handlar det alltså om att väga riskerna, bl.a. för en svagare konjunkturutveckling mot risken att inflationsuppgången får spridningseffekter.

Det är vad direktionen har att göra på det penningpolitiska mötet den 17 mars.