



ANFÖRANDE

DATUM: 2003-03-18
TALARE: Riksbankschef Lars Heikensten
PLATS: Riksdagens finansutskott

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

■ Inledning om penningpolitiken

Låt mig börja med att tacka för möjligheten att komma hit till utskottet och berätta om penningpolitiken. Det är första gången jag kommer hit till utskottet i egenskap av riksbankschef för att diskutera penningpolitiken. Jag har sett fram mot dagens sammanträde med er, som är vår ägare och jag ska göra vad jag kan för att ge er den information ni behöver.

Ursprungligen kom dessa öppna utskottssammanträden till på Riksbankens eget initiativ. Det var ett uttryck för vår strävan att bidra till en öppen diskussion om penningpolitiken i samhället, en strävan som sedan tagit sig många andra uttryck: fylliga inflationsrapporter, en tydlig handlingsregel som kan utvärderas, publicerade diskussionsprotokoll, osv. Numera är sammanträdena en del av vår lagstiftning.

Att utskottet noga följer våra förehavanden har blivit än viktigare sedan Riksbanken fick en självständig ställning. Just dessa sammanträden visar den koppling som finns mellan oss och de demokratiskt valda organen i Sverige. De åskådliggör att vi inte verkar i något slags demokratiskt vakuum, vilket ibland hävdas i debatten.

Läget i världsekonomin och den svenska ekonomin präglas just nu av oro och osäkerhet orsakad av Irak-frågan. Vad världens centralbanker kan göra i detta läge är att fortsätta bedriva sin politik på ett konsekvent sätt för att därigenom i alla fall inte spä på osäkerheten och öka pessimismen. Om aktörerna på de finansiella marknaderna för några år sedan kan sägas ha visat en stark vilja att ta risker och en ibland kanske överdriven optimism finns det idag tendenser åt andra hållet, framförallt om man ser till rubriker i media eller lyssnar till marknadsaktörer. Centralbankerna kan balansera detta genom att upprätthålla trovärdighet för prisstabilitet och säkra ett väl fungerande betalningssystem.

Riksbanken strävar efter att bedriva en penningpolitik som är tydlig och trovärdig och allmänt accepterad såväl av allmänheten i Sverige som av aktörerna på de finansiella marknaderna. Därför har vi deklarerat ett explicit mål för den årliga inflationstakten och förklarat att vi under normala omständigheter försöker hålla oss till en enkel handlingsregel; om prognoserna för inflationen på ett till två års sikt överstiger inflationsmålet höjer vi räntan, och vice versa om prognoserna understiger målet. Denna tydliga tankemått gör det lättare att påverka förväntningarna i samhället om penningpolitiken och att utvärdera

politiken i efterhand. Både vi själva och utomstående bedömare kan ta ställning till om politiken är vettigt upplagd i förhållande till målet, om prognoserna vi gör är rimliga, och om vi följer de principer vi själva deklarerat för hur inflationsmålet ska nås.

Idag tänker jag börja med att beskriva den aktuella penningpolitiska situationen och sedan blicka tillbaka på utvecklingen de senaste åren. Den senare diskussionen visar, vilket inte är förvånande, att det i praktiken inte alltid är så lätt att avgöra vad som är en lämplig penningpolitik, trots att målet för politiken är klart och principerna bakom den verkar ganska enkla.

Den aktuella penningpolitiken

Högre energipriser bakom stigande inflation

Inflationen överskrider i dag inflationsmålet. De senaste tolv månaderna har inflationen (UND1X) stigit med 3,3 procent. Betyder detta att penningpolitiken varit för expansiv, eller att räntan borde höjas nu? Nej, det gör det inte. Åtminstone tror vi inte det. Att inflationen gått upp den senaste tiden beror på kraftiga prishöjningar på ett fåtal komponenter i UND1X, främst el och olja. Exklusive energipriser har UND1X stigit med 1,9 procent under det senaste året, dvs. väldigt nära inflationsmålet.

Det är väl känt och accepterat att penningpolitiken inte har så stora omedelbara effekter på den aktuella inflationen, vilket är en anledning till att räntan sätts med hänsyn till förändringar i den prognostiserade inflationen än den faktiska. Om vi hela tiden försökte hålla inflationen nära målet skulle det leda till stora svängningar i ränteläget med negativa konsekvenser för ekonomin som helhet. Detta gäller speciellt när ekonomin drabbas av s.k. utbudsstörningar, som samtidigt leder till höjda priser och lägre produktion. Höjningarna av el- och oljepriser är exempel på sådana utbudsstörningar. Därför är det viktigt att särskilja energiprishöjningarnas effekter från effekterna av andra drivkrafter bakom inflationen. Detta är också helt i linje med det förtydligande av inflationsmålet som Riksbanken offentliggjorde 1999.

Riksbankens bedömning är att energipriserna på ett till två års sikt kommer att falla tillbaka till ungefär samma nivåer som prognostiserades före höjningarna. I dessa prognoser ligger en mindre trendmässig höjning av elpriserna.

Osäkerhet i samband Irak-konflikten

Att bedöma mer exakt hur mycket som är en tillfällig uppgång i inflationen och hur mycket som beror på mer varaktiga tendenser är en grannlaga uppgift. Här spelar konjunkturbedömningen, både för Sverige och för omvärlden, stor roll. Den osäkerhet som just nu råder i världsekonomin gör det svårare än vanligt att tolka olika konjunkturindikatorer och att förutsäga den framtida utvecklingen. När svaga siffror kommer in från olika håll är det svårt att veta om de är en följd av att konjunkturuppgången är på väg att bromsas upp av mer grundläggande skäl, som t.ex. att hushållen vill öka sitt sparande för att kompensera sig för de stora börsfallen, eller om det bara handlar om en handlingsförlamning i väntan på att Irak-krisen ska lösas upp.

Bedömningarna av konjunkturläget och än mer oljepriserna beror i hög grad på de antaganden som görs om hur den säkerhetspolitiska situationen kommer att utvecklas. Låt mig innan jag ger mig in på detta understryka det i och för sig självklara; med ett krig följer

■ annat än ekonomiska konsekvenser av den typ som Riksbanken har anledning att fundera över i en inflationsbedömning, främst ett stort mänskligt lidande. Låt mig också säga att vi på detta område – när det gäller säkerhetspolitik - naturligtvis är amatörer, även om vi försökt utnyttja de internationella kontakter vi har när vi lagt fast vår prognos.

I Riksbankens huvudscenario antas en lösning nås i Irak-konflikten som inte ger anledning att väsentligt ompröva den bild vi haft av en gradvis återhämtning i konjunkturen. De undersökningar vi gjort tyder på att de makroekonomiska konsekvenserna av ett kort krig inte blir så annorlunda jämfört med en mindre dramatisk utveckling. I denna mening kan man säga att vårt huvudscenario är konsistent med såväl en fredlig lösning som ett kort krig. I inflationsrapporten utvecklar vi närmare hur vi bedömer effekterna av en sämre utveckling, vilken självfallet inte kan uteslutas.

En svagare återhämtning

Allt fler indikatorer har under de senaste månaderna pekat på att konjunkturs återhämtning i omvärlden kommer att bli mer utdragen. Jämfört med den bedömning vi gjorde i december är det framförallt utsikterna för euroområdet som försämrats. Sammantaget gör vi bedömningen att tillväxten i omvärlden blir något lägre i år än vad vi trodde när vi gjorde vår förra prognos i december. Att vi reviderat vår prognos för tillväxten i omvärlden innebär också att vi räknar med ett något mindre ansträngt resursutnyttjande i världsekonomin.

Den något långsammare återhämtningen för världsekonomin får återverkningar också på utvecklingen i Sverige. Tillväxten i år väntas nu bli lägre än ifjol och nästan en halv procentenhet lägre än vad vi hade anledning att räkna med i december; 1,7 procent istället för 2,1 procent. Detta får till följd att vi även räknar med att det under de kommande åren finns något mer lediga resurser i svensk ekonomi än vi tidigare utgått från. Vår prognos av resursutnyttjandet i Sverige har också påverkats av de revideringar som SCB nyligen gjort av nationalräkenskaperna. Dessa tyder på att produktivitetstillväxten i ekonomin varit högre än tidigare beräknat under större delen av 1990-talet. Det tyder i sin tur på att ekonomins långsiktiga, potentiella tillväxttakt också kan vara något högre.

Sammanfattningsvis kan jag konstatera att konjunkturbilden i omvärlden och Sverige är likartad i den meningen att det tycks finnas en del lediga resurser och att tillväxten inte kommer att överstiga den långsiktigt möjliga de närmaste åren. Utvecklingen dämpas just nu av oron kring Irak. Det råder också fortfarande stor osäkerhet om hur stora anpassningar som återstår efter den tidigare mycket kraftiga uppgången i aktiepriser och andra tillgångspriser. Det finns siffror som talar för att det mesta av anpassningarna nu är avklarade, men bilden är inte entydig. Samtidigt pågår ändå en återhämtning efter vad som på många håll, inte minst i Sverige, måste betraktas som en ganska mild avmattning. Våra prognoser pekar på en genomsnittlig BNP-tillväxt de närmaste åren i linje med ekonomins långsiktigt hållbara och resursutnyttjandet väntas under perioden bli i stort sett oförändrat. Detta innebär att konjunktur- och arbetsmarknadsläget inte väntas utöva något större tryck på priser och löner just nu eller under de närmaste åren.

Det finns naturligtvis en risk för att utvecklingen kommer att följa helt andra banor än vi räknat med i vårt huvudscenario. Det skulle i sin tur kunna påverka inflationen både uppåt och nedåt. Den nedåtrisk vi främst oroar oss för är kopplad till den internationella utvecklingen. Inte minst i euroområdet finns problem som kan leda till en svagare

utveckling. Uppåtriskerna hänger främst samman med den inhemska pris- och lönebildningen. Energiprisuppgången pressar upp kostnaderna i andra delar av ekonomin och kan på så sätt spridas vidare. Den kan också påverka förväntningar och löneutveckling. Vi står inför en avtalsrörelse till hösten som spelar en avgörande roll för den ekonomiska utvecklingen framöver. Sammantaget har vi landat i bedömningen att riskbilden är neutral, vi ser lika stora risker för att inflationsbanan i vårt huvudscenario underskrids som att den överskrids.

Reporäntan sänks med 0.25 procentenheter

Riksbankens sammantagna bedömning är att inflationen mätt med det mått som på senare tid väglett politiken, UND1X, på ett till två års sikt kommer att något underskrida inflationsmålet. Bilden är emellertid något mer komplicerad än så. Trots att detta talar för att sänka reporäntan har beslutet inte varit självklart. En viktig orsak till att målet underskrids på ett till två års sikt är nämligen att el- och oljepriserna beräknas falla tillbaka från dagens höga nivåer och det är inte självklart att detta prisfall bör få påverka politiken. Rensat för energipriserna förväntas inflationen vara i linje med målet på två års sikt.

De prognoser för inflationen som presenteras i inflationsrapporten ger utrymme för en sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter. Det är också det beslut Riksbankens direktion tog igår. En viktig omständighet som påverkade beslutet var också den oro och osäkerhet som präglar världsekonomin och som riskerar att leda till en väsentligt sämre konjunkturutveckling på kort sikt än i huvudscenariot. Hur penningpolitiken ska utformas framöver är i dagsläget svårbedömt och kommer bland annat bero på utvecklingen av Irakrisen och vilka effekter denna kan få för inflationsutsikterna.

Innan jag går över till att diskutera historien låt mig understryka en sak till. Vilket beslut om reporäntan som vi bedömer vara lämpligt är avhängigt av vilken inriktning den ekonomiska politiken totalt sett väntas få. Under senare tid har röster höjts för att det i nuvarande läge skulle kunna vara lämpligt att motverka försvagningen av ekonomin med en mer expansiv inriktad finanspolitik. En del debattörer menar till och med att det i dagsläget skulle vara önskvärt att ge upp de principer som väglett budgetpolitiken under senare år, med utgiftstak och överskottsmål. Det tror jag inte alls på. Om det finns ett kortsiktigt manöverutrymme, och det är möjligt att få en högre tillväxt och sysselsättning utan att inflationsmålet hotas, bör detta tillvaratas genom att reporäntan sänks. Att släppa det finanspolitiska regelverket när det för första gången kan komma att testas rejält skulle sända en mycket negativ signal till alla de som bedömer den svenska ekonomiska utvecklingen. Det skulle i sin tur riskera att få direkt kontraproduktiva effekter för räntan och därmed på den ekonomiska utvecklingen.

Penningpolitiken 2000–2002

Låt mig så komma till utvecklingen av inflationen och den förda penningpolitiken i ett lite längre bakåtblickande perspektiv. Riksbanken har i inflationsrapporten publicerat ett underlag som är tänkt att underlätta utvärderingen av penningpolitiken åren 2000–2002.

Fokus i min diskussion kommer att vara inställt på senare delen av denna period. Bakgrunden är att utvecklingen 2000-2001 fick en ordentlig belysning redan i fjolårets utvärdering.

Prisuppgången och penningpolitiken 2001

Att inflationen hamnade över målet under andra halvan av 2001 och första halvan av 2002 hade i stor utsträckning att göra med utbudsstörningar liknande de vi upplever idag. Livsmedelspriserna steg kraftigt till följd av galna ko-sjukan, mul- och klövsjukan och höjda priser på frukt och grönsaker till följd av vädret. Det skedde också en uppgång av elpriserna. Riksbankens bedömning var då, som nu, att dessa prishöjningar i allt väsentligt var tillfälliga och att inflationen snart skulle gå ned.

Så visade sig också bli fallet, och i denna mening var inflationsuppgången 2001 inte något allvarligt penningpolitiskt problem. Inflationen steg emellertid även rensat för mat och energi; det tycks ha funnits en stigande trend i olika mått på den underliggande inflationen från början av 1999 till början av 2002. I efterhand har det visat sig att Riksbanken och andra prognosmakare när vi gjorde prognoser för 2002, under åren 2000 och 2001, överskattade BNP-tillväxten och underskattade inflationen. Kanske var vi något för optimistiska om ekonomins förmåga att växa utan att inflationen skulle skjuta fart. Detta ska emellertid ses mot bakgrund av att prognoserna tidigare slagit fel åt andra hållet, när ekonomin i Sverige och omvärlden växte mycket snabbt samtidigt som inflationen var låg.

Den överraskande prisuppgången under 2001 kom att påverka politiken. Även om Riksbanken gjorde bedömningen – redan i maj 2001 – att uppgången i allt väsentligt var tillfällig kvarstod en oro för att den i större utsträckning än vi räknat med avspeglade ett högt resursutnyttjande. När det fanns tecken på att inflationsförväntningarna var på väg att stiga under 2001 samtidigt som kronan försvagades gjorde vi bedömningen att det var nödvändigt att ingripa, och höjde reporäntan med en kvarts procentenheter. Detta skedde i början av juli 2001. Ett par månader senare, efter terrorattackerna i USA den 11 september, valde Riksbanken dock att sänka styrräntan med 0,5 procentenheter i ljuset av försämrade konjunkturutsikter och en väntad lägre inflation. Några ytterligare sänkningar genomfördes inte. Orsaken var att en försiktig uppgång i konjunkturen förväntades framöver och att resursutnyttjandet bedömdes vara relativt högt trots avmattningen. Jämfört med andra länder var också finanspolitiken påtagligt expansiv samtidigt som en svag växelkurs gav draghjälp åt den svenska ekonomin.

Utvecklingen under 2002

Under våren 2002 höjdes reporäntan vid två tillfällen med 0,25 procentenheter. Bakgrunden var att resursutnyttjandet fortfarande bedömdes vara relativt högt och att konjunkturen i det perspektiv politiken inriktades på väntades bli påtagligt starkare med åtföljande högre inflation. Till bilden hörde att inflationen fortfarande var hög och att det kvarstod en osäkerhet om detta delvis hängde samman med resursutnyttjandet.

Återhämtningen kom dock av sig bland annat i kölvattnet av fortsatta fall på världens aktiebörser. Samtidigt bekräftades den tidigare bedömningen att inflationsuppgången under 2001 i allt väsentligt varit tillfällig; inflationen var nu åter i linje med målet vilket minskade osäkerheten kring eventuella spridningsrisker. I ljuset av denna utveckling sänktes reporäntan två gånger under hösten med 0,25 procentenheter.

Det finns både viktiga likheter och skillnader mellan situationen nu och den som rådde under 2001. Inflationen har stigit kraftigt nu som då till följd av några lätt urskiljbara utbudsstörningar, med vad som antagligen är ganska snabbt övergående effekter. Den säkerhetspolitiska oron har haft negativa effekter på världsekonomin alltsedan den 11

september 2001. Men det finns också viktiga skillnader. Kronan försvagades i början av 2001, vilket tillsammans med tendens till högre inflationsförväntningar föranledde en räntehöjning. Det senaste året har kronan varit förhållandevis stabil mot euron och förstärkts mot dollarn. Förväntningarna om konjunkturen såg också annorlunda ut 2001 jämfört med idag. Fram till början av hösten var de inställda på en relativt hög tillväxt och ett stigande resursutnyttjande, om än på en något lägre tillväxt än man förväntat sig ett år tidigare. Idag är förväntningarna inställda på ett i stort sett oförändrat resursutnyttjande. Därmed är inte heller pristrycket högt så länge inga andrahandseffekter av energiprishöjning uppkommer.

Prognoser vägleder politiken

Låt mig avslutningsvis understryka två viktiga saker när det gäller utvärderingar av penningpolitiken. För det första har Riksbanken, i likhet med flera andra länder med tydliga inflationsmål, valt att vara framåtblickande i sina penningpolitiska beslut. Detta framgår tydligt när den faktiska politiken i utvärderingsappendixen jämförs med enkla regelbaserade beslut utifrån till exempel observerad BNP-tillväxt eller den aktuella inflationen. Innebörden av detta är förstås att *prognoser* av inflationen och BNP-tillväxten blir mer avgörande för penningpolitiken än de *faktiskt observerade* tillväxttakterna i prisnivån och BNP. En nackdel med denna politik är att prognosmissar får effekter på politiken. Men en fördel, som vi anser överväger, är att penningpolitiken blir mindre ryckig, mer förutsägbar och på det hela taget mer stabiliserande för den ekonomiska utvecklingen. Visst kunde Riksbanken ha höjt räntan mer när inflationen steg på grund av höjda mat- och energipriser under 2001. Men hade detta givit en snabb dämpning av inflationen och mer fördelaktig utveckling av ekonomin? Jag tror inte det.

För det andra är det svårt att både göra och utvärdera prognoser, eftersom vår bild av historien och dagsläget ständigt ändras till följd av revideringar av statistiken. De senaste revideringarna har inneburit en uppjustering av BNP och produktiviteten i Sverige under åren 1993–2002. Riksbanken gjorde under 2000 och 2001 bedömningen att det fanns lediga resurser i ekonomin och att inflationstrycket därför var måttligt. När den faktiska inflationen steg såg vi oss tvungna att ompröva denna bild, och en viss justering var antagligen befogad. Men de senaste siffrorna tyder ändå på att den ursprungliga bedömningen var till stora delar riktig. Det är viktigt att inte ryckas med av den allra färskaste statistiken och snabbt rita nya trender som man följer.

Framtida utvärdering av Riksbanken

Låt mig avsluta med att understryka något jag betonade redan inledningsvis. Vi har ambitionen att ge er i utskottet ett så bra underlag för era bedömningar och diskussioner som möjligt. Om ni har önskemål och synpunkter på hur det underlagsmaterial och den information ni har fått idag skulle kunna vidareutvecklas får ni naturligtvis gärna återkomma till oss även i andra former. Vi ska göra vad vi kan för att möta era önskemål.

Tack för ordet.