

Den aktuella penningpolitiken

AV URBAN BÄCKSTRÖM

Urban Bäckström är riksbankschef. Detta anförande höll han som inledning vid finansutskottets utfrågning den 6 oktober 1999.

Tack för inbjudan att komma hit och diskutera den aktuella penningpolitiken. Riksbanken har i dag, i enlighet med sjätte kapitlet fjärde paragrafen i lagen (1988:1385) om Sveriges Riksbank, lämnat 1999 års andra skriftliga redogörelse om penningpolitiken till finansutskottet. Denna redogörelse är också 1999 års tredje inflationsrapport. Jag kommer i min inledning att kort sammanfatta innehållet i redogörelsen och ge Riksbankens syn på förutsättningarna för den aktuella penningpolitiken.

Imponerande utveckling i svensk ekonomi

Den inkommande statistiken under sommaren visade på en starkare konjunktur än vad de flesta prognosmakare trodde så sent som i våras. Under det första halvåret i år beräknas BNP ha stigit med 3,4 procent. Samtidigt är det aktuella inflationstrycket lågt.

Sammantaget uppvisar svensk ekonomi en imponerande utveckling. Faktum är att olika makroekonomiska nyckeltal inte på flera decennier visat sådan styrka. Tillväxten är god, inflationen låg, bytesbalansen och de offentliga finanserna visar på överskott. Sist men inte minst skapas fler jobb i den svenska ekonomin än vi varit vana vid tidigare. Det medför att arbetslösheten faller, även om den alltjämt ligger på en högre nivå än vad som traditionellt gällt under tidigare decennier.

Situationen såsom den avtecknar sig nu är således helt annorlunda än den vi upplevde förra hösten. Det senaste året har inneburit omfattande revideringar av utsikterna för svensk ekonomi bland olika konjunkturbedömare, och Riksbanken är härvidlag inget undantag.

Sammantaget uppvisar svensk ekonomi en imponerande utveckling.

Penningpolitiken det senaste året

Under förra hösten tilltog oron på de finansiella marknaderna till följd av bland annat de problem som uppdagades i den amerikanska hedgefonden Long Term Capital Management och till följd av den ryska betalningsinställelsen. Den finansiella krisen bedömdes få negativa reala effekter utöver de problem som krisen i Asien orsakade. Internationella prognosmakare som IMF och OECD reviderade därför ned tillväxt- och inflationsutsikterna för världsekonomin. Riksbanken reviderade också ned sin prognos. Trots att de inhemska sektorerna växte i relativt god takt och att den svenska kronan visade fortsatt svaghet tydde den sammantagna bilden ändå på en svagare tillväxt och inflation i den svenska ekonomin under prognosperioden. Riksbanken sänkte därför räntan i november och december från 4,10 till 3,40 procent.

De första månaderna på det nya året präglades av Asienkrisens fortsatta verkningar i världsekonomin, med en svagare internationell efterfrågan.

De första månaderna på det nya året präglades av Asienkrisens fortsatta verkningar i världsekonomin, med en svagare internationell efterfrågan. För att förhindra att detta skulle leda till en svagare ekonomisk utveck-

ling i Sverige och en ännu svagare inflationsutveckling sänkte Riksbanken räntan ytterligare i två steg under februari och mars, till 2,90 procent.

Under senvåren och sommaren stabiliserades läget. Den lättare penningpolitiken – såväl i Sverige som på många andra håll i världsekonomin – är ett viktigt skäl till att utvecklingen förbättrats de senaste månaderna och att prognoserna blivit mer positiva. Trots att statistiken visat på starkare konjunkturutveckling har inflationen legat i linje med de prognoser som Riksbanken gjort. Det har bidragit till att reporäntan hållits oförändrad sedan i mars.

I augusti var inflationen, mätt med KPI, 0,6 procent. Samtidigt var den underliggande inflationen, mätt med UND1X, 1,5 procent. Utvecklingen av indirekta skatter och subventioner samt direkta räntekostnader för hushållen fortsätter att ge en underliggande inflation som ligger högre än KPI-inflationen.

De ekonomiska utsikterna för 1999 fram till 2001

Vi går nu in i en period av stark tillväxt, både i omvärlden och i Sverige.

Vad gäller den internationella utvecklingen bedömer Riksbanken att tillväxten i OECD-området kommer att uppgå till knappt 2,5 procent per år till och med 2001. Det mesta talar för att Asienkrisens effekter nu klingar av och att till-

växtmarknaderna växer sig starkare de närmaste två åren. Det gäller framför allt de krisdrabbade länderna i Sydostasien, men även i viss mån Latinamerika och Östeuropa. Även i Japan har den tidigare risken för tillväxtfall vänts till en försiktig optimism om en konjunkturuppgång. Utsikterna för euroområdet har också förbättrats, med en återhämtning i industrisektorn och större optimism bland konsumenterna. I USA ser högkonjunkturen ut att förlängas även till innevarande år, och konjunkturedgången kan bli mjukare och mer försiktig än vad som tidigare befarades.

Trots en starkare internationell tillväxt lär pristrycket från utlandet bli svagt. En av orsakerna till detta är att det sammantaget fortfarande finns kvar ledig kapacitet i världsekonomin efter Asienkrisen. Ökad priskonkurrens samt förväntad appreciering av kronan bidrar också till ett svagt pristryck från utlandet.

Trots en starkare internationell tillväxt lär pristrycket från utlandet bli svagt.

Konjunkturutsikterna ser ljusare ut även i Sverige. Det beror inte bara på de positiva konjunktursignalerna från omvärlden, och deras förväntade effekter på den svenska ekonomin, utan även på att den inhemska efterfrågan utvecklas starkare. Såväl hushåll som företag är optimistiska inför framtiden. Optimismen kan tillskrivas flera faktorer. Reallöner och sysselsättning ökar snabbt och den offentliga sektorns finanser stärks. Finanspolitiken antas nu blir något mer expansiv under 2000 och 2001. Sammantaget bedöms BNP växa med 3,6 procent 1999, 3,8 procent 2000 och 3,0 procent 2001. Dessa bedömningar baseras på det tekniska antagandet att reporäntan hålls oförändrad.

Sammantaget innebär den starka tillväxten att de lediga resurser som i nuläget finns kvar i den svenska ekonomin i snabbare takt kommer att tas i anspråk de närmaste åren

Inflationen bedöms stiga något snabbare framöver än vad Riksbanken tidigare antagit.

än vad Riksbanken tidigare förutsatt. Inflationen bedöms därmed stiga något snabbare framöver än vad Riksbanken tidigare antagit. I huvudscenariot bedöms den underliggande inflationen, mätt med UNDI_X, uppgå till 1,8 procent på ett års sikt och 2,1 procent på två års sikt. Samtidigt bedöms KPI uppgå till 1,1 procent på ett års sikt och 2,0 procent på två års sikt.

KPI-inflationen närmar sig därmed den underliggande inflationen. Orsaken till detta är bland annat att räntekostnaderna för hushållen inte längre drar ned den faktiska inflationen i samma utsträckning som tidigare. Med andra ord, på samma sätt som de kraftigt fallande räntorna drastiskt drog ned KPI-inflationen under den underliggande trenden så tenderar hushållens räntekostnader nu att föra dem närmare varandra. Som jag konstaterat tidigare här i utskottet bör pen-

ningpolitiken bortse från dessa direkta ränteeffekter eftersom en reporänteförändring på kort sikt enbart spär på de initiala effekterna. Det är också av denna anledning som Riksbanken för närvarande inriktar politiken på den underliggande inflationen mätt som UNDI_X.

Tillfälliga faktorer – ändrade indirekta skatter, subventioner och räntekostnader för egna hem – bedöms hålla tillbaka ökningen av konsumentprisindex med 0,5 procentenheter på ett års sikt. Räntekostnaderna ger fortfarande ett negativt bidrag, vilket beror på att egnahemsägarna håller på att fullborda omläggningen av sina lån från en tidigare hög räntenivå till den lägre nivå som gäller i dag. Det är en process som tagit tid och som sammanhänger med de tidigare långa bindningstiderna på lån till egna hem. På två års sikt bedöms dock de tillfälliga faktorerna bidra till att höja KPI med 0,1 procentenhet.

Inflationen har blivit lägre än vad den borde enligt historiska mönster.

Det faktum att den starka tillväxten i varje fall inte hittills har genererat en uppgång i inflationen på motsvarande sätt som i tidigare konjunkturuppgångar har skapat en diskussion om huruvida utväxlingen mellan inflation och tillväxt förändrats under 1990-talet. Inflationen har blivit lägre än vad den borde vara enligt historiska mönster. Förhållandet mellan tillväxt och inflation är naturligtvis av avgörande betydelse för bedömningen av den framtida prisutvecklingen och därmed för penningpolitikens utformning.

Det är inte möjligt att göra någon slutgiltig bedömning på detta område. Fallande inflationsförväntningar, osäkerhet om den potentiella tillväxttaktens nivå och produktionsgapets storlek, men också om arbetsmarknadens funktionssätt, har bidragit till att komplicera analysen. Riksbanken måste vara uppmärksam på alla tecken som kan stödja eller förkasta hypotesen om en lägre utväxling mellan tillväxt och inflation. Vi har vid flera tillfällen under senare år reviderat vår syn på detta samband, och det har vi gjort även i denna rapport. Men Riksbanken är inte ensam om att göra den bedömningen. Utväxlingen mellan tillväxt och inflation har även ändrats av olika internationella bedömare för OECD-området i stort. För svensk del bedöms bland annat de låga och stabila inflationsförväntningarna, en ökad konkurrens liksom EU-medlemskapet bidra till en bättre utväxling.

I inflationsrapporten kompletteras Riksbankens huvudscenario för inflationsprognosen med en analys av olika risker som kan uppstå. Riskbilden har förändrats något sedan den förra prognosen, och risken för att inflationen ska bli högre än i huvudscenariot antas nu vara större än att den ska bli lägre. Bakom de ökade uppåtriskerna ligger farhågor för att inflationen ska reagera snabbare på uppgången i konjunkturen, främst att mer allvarliga bristsituationer ska uppstå på arbetsmarknaden, med en starkare löneutveckling som följd.

Samtidigt som uppåtriskerna förefaller ha ökat förefaller riskerna för en nedgång i världskonjunkturen ha minskat. Fortfarande kvarstår emellertid risken för att den internationella konjunkturen ska dämpas påtagligt till följd av en kraftig korrigerings av de högt uppdrivna börskurserna och de obalanser i

sparandet som kännetecknat den amerikanska ekonomin under senare år. Detta skulle få effekter på prisutvecklingen i Sverige. Risken för finansiella bubblor, vars sammanbrott kan få allvarliga realekonomiska effekter, är något Riksbanken, liksom övriga centralbanker, måste vara uppmärksam på.

Risken för finansiella bubblor, vars sammanbrott kan få allvarliga realekonomiska effekter, är något Riksbanken, liksom övriga centralbanker, måste vara uppmärksam på.

Penningpolitiken

Redan efter sommaren konstaterade Riksbankens direktion, vid det penningpolitiska sammanträdet den 12 augusti, att en starkare tillväxt i svensk ekonomi och ett ökat utnyttjande av produktionsresurserna talar för ett stigande tryck på priserna. Detta talar i sin tur för att penningpolitiken kan komma att behöva föras i en mindre expansiv riktning framöver. Två av ledamöterna i direktionen ville även genomföra en mindre höjning redan i augusti.

Huvudscenariot i den inflationsrapport som publiceras i dag innebär inte att utvecklingen av inflationen framöver skulle utgöra ett hot mot prisstabiliteten. Men varje inflationsprognos är förknippad med osäkerhet, och även riskbilden är av betydelse för penningpolitikens utformning. I dagens rapport dras slutsatsen att det är mer sannolikt att inflationen blir högre jämfört med huvudscenariot än att den blir lägre. Kom också ihåg att penningpolitiken måste blicka ett till två år framåt i tiden för att kunna göra störst nytta.

Penningpolitiken måste blicka ett till två år framåt i tiden för att kunna göra störst nytta.

Det talar för att Riksbanken går mot en situation där reporäntan kommer att höjas. I går fattade direktionen dock beslut om oförändrad reporänta, men om utvecklingen fortsätter i linje med de bedömningar vi nu gör, kommer – förr eller senare – reporäntan att behöva höjas. Skulle det inträffa någon internationell störning som väntas dämpa utvecklingen eller om det kommer indikationer på att ekonomins förlopp eller prisutveckling väntas bli lugnare får naturligtvis detta tas med vid de bedömningar som framöver kommer att göras.

Varför högre reporänta?

En reporänta på 2,90 procent är troligen för låg sett över en hel konjunkturcykel, även i en ekonomi där inflationsförväntningarna stabiliserats kring inflationsmålet på 2 procent.

Penningpolitikens inriktning kan mot den bakgrunden betecknas som expansiv. Detta motverkas inte av en stram finanspolitik. Det bidrar normalt, och i frånvaro av negativa störningar, till att den faktiska BNP-utvecklingen växer i snabbare takt än vad ekonomin i längden klarar av. Om detta tillåts pågå för länge uppkommer olika typer av flaskhalsproblem som kan leda till att inflationen stiger.

Med den uppgift som Riksbanken fått sig tilldelad av riksdagen, "att upprätthålla ett fast penningvärde", måste en sådan utveckling förhindras. För att motverka att inflationen tar fart i samband med en konjunkturuppgång måste alltså reporäntans nivå förr eller senare normaliseras.

Allmänt sett är det viktigt att en höjning av reporäntan inte dröjer för länge. Väntar en centralbank för länge finns risken att räntehöjningen måste bli större för att överhettning och inflationstendenser ska kunna undvikas. Skulle detta inträffa riskerar alltså nästa lågkonjunktur att bli djupare och svårare än annars.

Att en högre reporänta rentav är en förutsättning för en god och uthållig tillväxt och sysselsättningsutveckling illustreras av den amerikanska centralbankens agerande.

Att en högre reporänta inte är ett hinder för en fortsatt gynnsam utveckling och till och med rentav en förutsättning för en god och uthållig tillväxt och sysselsättningsutveckling illustreras av den amerikanska centralbankens agerande. Detta är ett bra exempel på

hur en framåtsyftande penningpolitik kan bidra till en uthållig tillväxt. Utformningen av den amerikanska penningpolitiken under 1990-talet – med åtstramningar i god tid – har bidragit till att den amerikanska ekonomin nu upplever den längsta tillväxtperioden under efterkrigstiden.

En ekonomi som växer snabbt kan uppleva tillfälliga flaskhalsproblem eftersom nya anläggningar inte alltid kan tas i bruk vid exakt den tid då efterfrågeökningen kommer. Erfarenheten under 1990-talet tyder dock på en högre flexibilitet än tidigare när det gäller såväl användningen av den existerande kapitalstocken som att förhållandevis snabbt investera i ny teknik, maskiner och anläggningar när efterfrågan stiger. Detta talar snarast för att det inte är graden av lediga resurser på kapitalsidan som är det viktiga i nuläget. I stället är det sannolikt arbetsmarknaden som bör stå i centrum för en analys av graden av lediga resurser i svensk ekonomi. För det talar också att lönerna är den tyngsta kostnadsposten när

man analyserar prisutvecklingen på makronivå. Lönekostnaderna svarar nämligen för drygt två tredjedelar av BNP.

Även om arbetslösheten har fallit på senare tid ligger den alltså på en hög nivå, särskilt om man jämför med förhållandena under efterkrigstiden och fram till början av 1990-talet. Med det som utgångspunkt kanske en del skulle säga att det finns gott om lediga resurser i svensk ekonomi. Men erfarenheten från andra europeiska länder har lärt oss att när en ekonomi utsatts för en svår störning, som den i början av 1990-talet, finns det en tendens att arbetslösheten fastnar – i vart fall under en tid – på en hög nivå.

De skattningar som gjorts av jämviktsarbetslösheten i den svenska ekonomin tyder på att denna har ökat under 1990-talets inledande år och nu ligger någonstans i intervallet 4,5 till 7,5 procent, uttryckt som öppen ar-


Det är viktigt att Riksbanken inte med sin penningpolitik i onödan hindrar arbetslösheten från att sjunka.

betslöshet. Eftersom den öppna arbetslösheten för närvarande befinner sig inom detta intervall skulle det tala för att svensk ekonomi i dagsläget är nära fullt resursutnyttjande. Skattningar av jämviktsarbetslösheten är emellertid osäkra. Det är viktigt att Riksbanken inte med sin penningpolitik i onödan hindrar arbetslösheten från att sjunka. All kompletterande information rörande utvecklingen på arbetsmarknaden måste utnyttjas. Vi måste alltså tränga djupare för att bygga under en eventuell slutsats om att ekonomin närmar sig fullt resursutnyttjande.

I en ekonomi som kommer allt närmare kapacitetstaket bör man förvänta sig att vissa statistiska fenomen uppträder med ökad intensitet och frekvens. Även anekdotisk information talar i en sådan situation i samma riktning. Det handlar bland annat om flaskhalsproblem på arbetsmarknaden och att företag rapporterar om svårigheter att rekrytera utbildad arbetskraft. Men det kan också visa sig i form av ökad benägenhet att ta till konfliktvapen, vare sig det handlar om vanliga strejker eller otillåtna konflikter. Företag tvingas också kompromissa med rekryteringskraven och måste anställa mindre kvalificerad personal för att kunna möta efterfrågan på varor och tjänster.

Under senare månader har några sådana tecken kommit. Redan i dag är det svårt att rekrytera exempelvis datakonsulter och en del andra yrkeskategorier. Läget på vissa orter är också mer pressat än på andra. Det antyder att företagen gradvis får det allt svårare att möta efterfrågan på varor och tjänster. Med andra ord rör vi oss mot ett läge där efterfrågan ökar för snabbt. Samtidigt är det än så länge fråga om tämligen begränsade flaskhalsproblem.

Det finns alltså ännu inga tecken på en mer utbredd bristsituation som skulle kunna generera störande inflationsimpulser, men riskbilden har ändrats. Läget



Det finns ännu inga tecken på en mer utbredd bristsituation som skulle kunna generera störande inflationsimpulser, men riskbilden har ändrats.

I tidigare högkonjunkturer har den ekonomiska politiken ofta stramats åt för sent.

kan dock snabbt förändras och det måste Riksbanken vara vaksam på. Vi måste vara beredda att arbeta med förebyggande åtgärder.

I tidigare högkonjunkturer, under 1970- och 80-talen, har den ekonomiska politiken ofta stramats åt för sent. Det har normalt lett till att produktions- och sysselsättningstillväxten bromsat in och att arbetslösheten stigit.

Det får inte ske denna gång. Syftet med att så småningom normalisera reporäntan är att anpassa BNP-tillväxten till den långsiktiga tillväxtbanan, med fortsatt sysselsättningstillväxt och så låg arbetslöshet som ekonomins struktur medger.

Det är med denna utgångspunkt som vi ska se de utmaningar som penningpolitiken står inför framöver. Detta är innebörden av prisstabilitet. Det är också så vi i Riksbankens direktion uppfattar det uppdrag som riksdagen givit oss.