

# Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

---

TISDAG DEN 30 SEPTEMBER 1997

## Vad händer med inflationen och räntan?

Anförande vid Stora Räntedagen  
den 30 september 1997

Först vill jag tacka för inbjudan och möjligheten att få diskutera svensk ekonomi och hur Riksbanken ser på inflationsutsikterna.

I den Inflationsrapport som Riksbanken presenterade förra veckan drogs slutsatsen att penningpolitiken i dagsläget är väl avvägd. I rapporten görs som alltid i detta sammanhang det tekniska antagandet att penningpolitiken är oförändrad, dvs att reporäntan ligger kvar på 4,10 procent, ända in i 1999 i syfte att analysera vad detta leder till för effekter på efterfrågan och prisutveckling. Detta antagande innebär naturligtvis inte att vi kan lova att reporäntan kommer att vara oförändrad de närmaste åren. Med en *väl avvägd* penningpolitik menar vi att reporäntan inte behöver ändras under den närmaste tiden för att inflationsmålet på 2 procent ska uppnås inom den tidshorisont som penningpolitiken verkar, dvs vanligen mellan 1 och 2 år. Men vår analys av ekonomin och inflationsriskerna för de kommande åren är inte utan reservationer.

Det sägs i rapporten att det med nuvarande konjunkturutveckling är särskilt viktigt att noga följa inkommande information för att bedöma om inflationsbilden ändras. Det är helt naturligt mot bakgrund av den uppåtgående konjunkturen och vår beslutsamhet att uppfylla prisstabilitetsmålet. Det finns osäkerhetsfaktorer och det är några sådana som jag tänker diskutera idag. Den diskussionen får dock inte förta huvudintrycket att svensk ekonomi idag har ett mycket bättre utgångsläge än på länge. Vi har goda förutsättningar att få uppleva en tid med varaktigt hög tillväxt och fortsatt låg inflation. Det är något som måste förvaltas väl.

En första osäkerhetsfaktor som är central för inflationsutvecklingen är *konjunkturförloppet*. Det reser i sin tur frågan om och hur *resursutnyttjandet* utvecklas i ekonomin. En andra faktor är utvecklingen av *inflationförväntningarna* och en tredje är *lönebildningen*. Låt mig ta dessa faktorer i tur och ordning, men först repetera något om grunderna för prisstabilitetsmålet.

## Prisstabilitetsmålet

Bortser vi från olika faktorer som orsakat engångsförändringar av prisnivån uppåt eller nedåt, och därmed endast tillfälligt påverkat inflationstakten, kan man konstatera att både faktisk och förväntad inflation under 1990-talet successivt närmat sig prisstabilitetsmålet. Vi håller därmed på att övergå från en situation då den ekonomiska politiken behövde inriktas på att *ta ned* inflationen till ett läge där det gäller att långsiktigt *hålla* prisutvecklingen i linje med prisstabilitetsmålet.

Av central betydelse för en sådan politik är ekonomins kapacitet att producera varor och tjänster. Denna är inte utan gränser. Historien lär oss att när efterfrågan ökar snabbare än vad ekonomin uthålligt förmår producera ökar efter hand risken för att kapacitetsbegränsningar och flaskhalsar leder till stigande priser och löner. Om en situation av den här typen riskerar att uppstå är det bättre att på ett tidigt stadium söka bromsa förloppet något med en liten räntehöjning så att efterfrågeutvecklingen blir i linje med utbyggnaden av ekonomins produktionskapacitet. Då kan tillväxten bli uthållig. Genom att agera förutsägbart och i god tid kan förhoppningsvis kraftiga förändringar i ränteläget undvikas och ekonomins aktörer kan samtidigt fortsätta att utgå från en stabilt låg inflation.

Det är viktigt att notera att den långsiktiga tillväxtbanan bestäms av faktorer som uppbyggnad och användning av fysiskt kapital, av hur arbetskraftens kunskaper utvecklas och används, samt av den tekniska utvecklingen. Ingen av dessa grundläggande tillväxtfaktorer kan *direkt* påverkas av förändringen av Riksbankens

reporänta. Vad penningpolitiken kan göra är att skapa säkerhet kring den framtida inflationsutvecklingen och därmed sannolikt *indirekt* bidra till att höja tillväxtpotentialen. En ryckig och odisciplinerad penningpolitik kan på samma sätt sänka produktionspotentialen.

En penningpolitik som syftar till att bevara en låg inflation behöver inte vara oförenlig med en ekonomi som växer med t.ex. 4 eller 5 procent. Förutsättningen för en så hög tillväxt är dock att ekonomins utbudssida fungerar så bra att tillväxten inte ger upphov till inflationsimpulser. Om ekonomins struktur å andra sidan enbart medger en tillväxt på 1 eller 2 procent, måste efterfrågan och därmed penningpolitiken anpassas efter det.

När prisstabilitetsmålet etablerats som ett trovärdigt riktmärke kan man säga att målsättningen att inflationen varaktigt varken stiger över eller faller under målet i normalfallet motsvaras av en strävan att ekonomin varken producerar över eller under sin långsiktigt uthålliga kapacitet. Penningpolitikens inriktning på att bidra till en stabil och uthållig tillväxt underlättas av prisstabilitetsmålets konstruktion. När konjunkturen försvagas blir inflationstrycket normalt lägre. Det kan ge utrymme för räntesänkningar. På samma vis finns det vanligen skäl att strama åt penningpolitiken efter en tid av stigande efterfrågan om den ökar snabbare än utbyggnaden av ekonomins kapacitet. Det är alltså fel att påstå att inga hänsyn tas i penningpolitiken till sysselsättning och tillväxt. Uppläggningsen av penningpolitiken innebär att hänsyn tas till produktions- och sysselsättningen så länge det inte äventyrar den låga inflationen. Denna typ av hänsynstagande sker automatiskt med den symmetriska inriktning som ett prisstabilitetsmål innebär.

Störningar som innebär engångsförändringar av prisnivån och som leder till tillfälligt högre eller lägre inflation ska normalt kunna fångas upp av toleransintervallet. Ibland kan sådana störningar dock bli så stora att inflationen hamnar utanför intervallet och att inflationsmålet, som skall utvärderas i ett längre, årligt perspektiv, inte uppfylls. Detta skedde som bekant under 1996 då inflationen, mätt för året som helhet, med några tiondelar understeg den lägre toleransgränsen. En viktig orsak var att den kraftiga räntesänkningen bidrog till att räntekostnaderna för egnahem minskade.

Vid situationer då inflationen hamnar utanför intervallet är det Riksbankens uppgift att dels ge en förklaring till det som inträffar, dels göra trovärdigt att penningpolitikens uppläggning är sådan att inflationen successivt återgår till målet på 2 procent. Det gäller oavsett om det handlar om ett överskridande av den övre toleransgränsen eller ett underskridande av den lägre toleransgränsen.

Den nedgång av KPI-talen som förra året ledde till att inflationen kom under den nedre gränsen för prisstabilitetsmålets toleransintervall var tillfällig. Den registrerade inflationen närmar sig nu åter den underliggande inflationen kring 2 procent. Detta är alltså en förutsedd ökning och i grunden inte något som påverkar penningpolitiken och det gjorde inte den tillfälliga nedgången förra året heller. Vårt agerande är alltså symmetriskt i detta avseende.

## **Konjunkturförloppet och resursutnyttjandet**

I Inflationsrapporten som presenterades förra veckan konstateras att återhämtningen i den svenska ekonomin fortsätter. Riksbanken bedömer, i likhet med tidigare, att BNP-ökningen kan bli omkring 2 procent i år och runt 3 procent under 1998 och 1999. Trots att ökningen av efterfrågan i ekonomin därmed sannolikt kommer att ligga över den tillväxttakt som ekonomins utbudssida i längden klarar av att möta, torde inte några generella kapacitetsbrister komma att uppstå under de närmaste åren. Det mesta talar nämligen för att det finns lediga resurser i ekonomin som kan tas i anspråk vid en sådan efterfrågeökning. Dessutom ser uppgången ut att bli relativt jämnt fördelad mellan export- och hemmamarknad, vilket också bidrar till att motverka inflationsdrivande flaskhalsproblem.

I frånvaro av allvarliga spänningar mellan ekonomins efterfråge- och utbudssida borde den underliggande inflationen vara i stort sett konstant under den tidshorisont som penningpolitiken arbetar med, dvs ett till två år framåt i tiden. Att ökningstakten av konsumentprisindex ändå kommer att tillta något framöver har att göra med tillfälliga faktorer, som jag pekade på tidigare. Den processen har redan börjat. Den registrerade inflationstakten har successivt stigit i år från som lägst 0 procent i våras till 1,5 procent enligt den senaste siffran. Den genomsnittliga inflationen enligt KPI väntas stiga från omkring 1 procent 1997 till omkring 2 procent 1998 och 1999.

Till följd av att penningpolitikens genomslag på efterfrågan präglas av lång eftersläpning, tvingas vi arbeta med mer eller mindre osäkra prognoser om konjunkturutvecklingen under de närmaste två åren. Vi är inte ensamma om att arbeta med prognoser. Det är något som många aktörer i ekonomin gör. Vi publicerar fyra Inflationsrapporter per år för att fortlöpande stämma av hur utvecklingen ter sig och vid behov kunna revidera bedömningarna.

Vi vet inte exakt hur mycket ekonomin kan producera utan att inflationen stiger. Så kallade produktionsgapsberäkningar - dvs försök att mäta skillnaden mellan

faktisk produktion och den produktionsnivå vid vilken inflationen riskerar att stiga - är i grunden för osäkra för att vara en exakt styråra för det penningpolitiska agerandet. Därför gäller det att också se hur resursutnyttjandet i ekonomins olika delar utvecklas.

Olika mått för industrin visar på ett något stigande kapacitetsutnyttjande mellan första och andra kvartalet i år i svensk ekonomi. I Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer har andelen företag som uppgav att det var tillgången på produktionsfaktorer som begränsade produktionen ökat något. Dessutom skedde under andra kvartalet en viss ökning av bristtalen för yrkesarbetare och tekniska tjänstemän. Även i tjänstesektorn har det skett en ökning av kapacitetsutnyttjandet. Likaså har leveranstiderna ökat något under andra kvartalet. Ytterligare tecken på att kapacitetsutnyttjandet har ökat i ekonomin är att andelen företag som har för avsikt att höja sina priser under tredje kvartalet är något större än de som säger att de kommer att sänka priserna.

Det mesta talar alltså för att resursutnyttjandet i ekonomin stigit något, men huvudhypotesen är ändå att tillgången på resurser alljämt är tillräckligt god för att kunna möta en stigande efterfrågan.

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 från uppgången 1994 och 1995, som i huvudsak var förlagd till industrisektorn, tyder visserligen på en högre flexibilitet än tidigare när det gäller såväl användning av den existerande kapitalstocken som att snabbt investera i nya maskiner och anläggningar när efterfrågan stiger. Men efterfrågan var då så starkt i industrisektorn att det ändå uppstod kapacitetsproblem med en acceleration av producentpriserna som följd. Det kan också ta en viss tid för företagen att få sitt arbetskraftsbehov tillgodosett till följd av "matchningsproblem" på arbetsmarknaden. Det är inte nödvändigtvis så att efterfrågan nu kommer i exakt de branscher och i de regioner som drabbades av efterfrågebortfall i början av 1990-talet. Den oförändrade nivån på antalet kvarstående lediga platser tyder på vissa matchningsproblem på arbetsmarknaden.

Den komplicerade strukturen i en ekonomi gör det nödvändigt att följa många olika faktorer för att skapa sig en bild av resursutnyttjandet i ekonomin och för att kunna bedöma om det finns en risk för flaskhalsproblem som kan leda till en acceleration av inflationen.

Ännu så länge tyder inte utvecklingen på att inflationsriskerna framöver skulle vara för stora. Men vi befinner oss i en uppåtgående konjunktur och det är nödvändigt att vara vaksam på om bilden förändras.

## Inflationsförväntningarna

Hur viktigt det är att få ned inflationsförväntningarna till en nivå som är i linje med prisstabilitetsmålet har under 1990-talet manifesterats genom en rad ekonomisk-politiska beslut. Formuleringen av målet för Riksbankens penningpolitik, åtstramningen av penningpolitiken mellan sommaren 1994 och under 1995 och flerparti-uppgörelsen om Riksbankens ställning är exempel på detta. Budgetsaneringen har också påverkats av prisstabilitetsmålet, även om den därutöver har styrts av andra motiv. Denna betoning av prisstabilitet har också lett till resultat.

Inflationsförväntningarna har, såsom de framkommer i olika enkätundersökningar, fallit markant under senare år. Nedgången i långa räntan, liksom den starkare kronan är också en återspeglning av detta. Kontrasten är nu stor till 1970- och 1980-talens inflation på i genomsnitt 8 procent per år.

Vi har kommit en bra bit på väg att etablera förtroende för låginflationspolitiken. Det är dock väsentligt att noga följa utvecklingen av inflationsförväntningarna i samband med den pågående konjunkturuppgången. Det får inte råda någon tvekan om prisstabilitetsmålet viktiga roll i den samlade ekonomiska politiken och att Riksbanken tar denna uppgift på fullaste allvar.

I en miljö där inflationsförväntningarna är fast förankrade vid inflationsmålet har penningpolitiken ett visst manöverutrymme och kan stödja återhämtningen i ekonomin. Det framgår inte minst av utvecklingen i de länder där låg inflation präglat utvecklingen en längre period. Det kan synas som en paradox att ju mer trovärdig en centralbank är i sin inflationsbekämpning, desto större manöverutrymme finns att stödja den allmänna ekonomiska politiken. Men ordningen måste vara precis denna. Först kommer trovärdigheten och sedan manöverutrymmet - inte tvärt om.

Det var detta synsätt som var vägledande för Riksbanken när vi väntade med att sänka styrräntan till i januari 1996 - vi ville arbeta med säkerhetsmarginaler och bekräfta inriktningen mot låg inflation. De som i debatten då inte såg penningpolitiken på detta sätt hoppas jag gör det idag. Det är genom prisstabilitet, låga inflationsförväntningar och därmed låga marknadsräntor över hela avkastningskurvan som penningpolitiken kan bidra till en *uthållig* - låt mig betona uthållig - tillväxt. Utan den trovärdighet som inflationsförväntningar i linje med målet innebär, riskerar penningpolitiska stimulanser att åter föra ekonomin tillbaka in i inflationseländet med negativa konsekvenser för produktion och

sysselsättning. Inte nödvändigtvis för att en marginell avvikelse från 2 procents inflation skulle vara katastrofal för ekonomins sätt att fungera, utan för att vi då skulle tappa det tydliga ankare som ett prisstabilitetsmål innebär för såväl den ekonomiska politiken som för ekonomins aktörer. Vi behöver bara gå tillbaka till i början av 1970-talet för att se vad en sådan förlust innebar för utvecklingen på ekonomins många områden. Sammanbrottet av Bretton Woods-systemet, som Sverige var medlem av, bildade upptakten till en lång period av varierande och hög inflation. Det är av den anledningen som inflationsmålet måste vårdas med omsorg. Det ger en tydlig referenspunkt och ett klart besked till olika beslutsfattare i ekonomin om den ekonomiska politikens inriktning.

I Sverige började låginflationsregimen etableras först i början av 1990-talet, vilket gör att vi måste vara speciellt vaksamma på om den politik som förs spiller över i stigande inflationsförväntningar. Risken för detta har med all sannolikhet minskat de senaste åren, dels med tanke på att inflationen varit låg, dels till följd av att statsmakterna i handling visat att prisstabilitet är en central del av den ekonomiska politiken. Men vaksamheten måste finnas, särskilt som nu när penningpolitiken har en stimulerande inverkan på ekonomin. Med inflationsförväntningar i linje med målet skapas stabila förutsättningar för de många kontrakt som ingås varje dag i en dynamisk ekonomi. Det gäller inte minst på arbetsmarknaden, vilket blir tydligt nu när vi står inför en mycket viktig avtalsrörelse.

## **Lönebildningen**

Lönebildningen påverkas naturligtvis i väsentlig grad av hur hög inflationen förväntas bli i framtiden. De senaste årens förhållandevis stora löneökningar, den höga arbetslösheten till trots, förklaras sannolikt till stor del av att då avtalen slöts förväntades inflationen bli betydligt högre än vad den faktiskt sedan blev. Löneökningarna hamnade därmed på en nivå som inte medgav en nedgång i arbetslösheten.

Förutom inflationsförväntningarna spelar de institutionella förhållandena på arbetsmarknaden, eller, mer allmänt uttryckt, arbetsmarknadens funktionssätt, en stor roll för löneutvecklingen. Det är svårt att idag ha någon klar uppfattning om huruvida de samtal som förts om den framtida lönebildningen samt de samarbetsavtal som träffats inom vissa delar av arbetsmarknaden kommer att leda till en bättre fungerande lönebildning från 1998. I grunden är det resultat som räknas och nivån på arbetslösheten ger en fingervisning om problemen inom lönebildningen.

Av stor betydelse för det framtida löneutrymmet är hur produktiviteten kommer att utvecklas. Den genomsnittliga ökningen i arbetsproduktiviteten har under 1990-talet varit betydligt högre än under 1980-talet. Frågan är dock om det handlar om en varaktig ökning som kan läggas till grund för den framtida lönebildningen eller om det finns förklaringar av mer tillfällig karaktär. Även om de senaste årens förändringar i den svenska ekonomin sannolikt kommer att resultera i en förbättrad framtida produktivitet, förefaller det vara för tidigt att idag dra långtgående slutsatser om ett strukturellt trendbrott i produktivitetens utveckling. Den högre produktiviteten under 1990-talet förefaller nämligen till en del kunna förklaras av faktorer av tillfällig karaktär. I samband med kostnadskrisen och den stora nedgången av produktionen i början av decenniet genomfördes stora rationaliseringar inom svenskt näringsliv. Dessa resulterade i att sysselsättningen, mätt såväl i antal anställda som i arbetade timmar, föll mer än produktionen under början av 1990-talet, vilket kunde avläsas i en ökad arbetsproduktivitet. En annan effekt av övergående natur som kan ha bidragit till den höga registrerade produktiviteten de senaste åren är att när konjunkturen stiger kan företagen normalt klara efterfrågeökningen i början av uppsvinget med den befintliga arbetsstyrkan. Historiskt sett har konjunkturuppgångar varit förknippade med större förbättringar av produktiviteten. Över konjunkturcykeln brukar emellertid sådana variationer i produktiviteten jämnas ut. Det kan dessutom inte uteslutas att de högre löneökningarna under senare år föranlett rationaliseringar som syftat till att motverka en uppgång i kostnaderna. Inte heller detta är en produktivitetseffekt som kan användas som ett argument för löneökningar, särskilt inte om målet är att få ned arbetslösheten.

Den framtida lönebildningen är alltså ytterligare en riskfaktor som Riksbanken måste väga in. Det finns uppmuntrande tecken som tyder på att lönebildningen är på rätt väg, men det är nödvändigt att också arbetslösheten minskar varaktigt för att man ska kunna säga att lönebildningen inte utgör något problem.

## **Avslutning**

Riksbankens bedömning är att penningpolitiken för närvarande är väl avvägd. En penningpolitik som styrs av ett prisstabilitetsmål innebär att det främst är den inhemska utvecklingen och bedömningen av den framtida inflationen i Sverige som bestämmer behovet av ränteförändring. Vi påverkas således inte direkt av om räntan höjs eller sänks i andra länder. Detta visade sig tidigare när andra länder sänkte



räntan och Riksbanken låg kvar på en högre nivå och det visar sig nu när Finland höjt sin styrränta medan vi håller räntan oförändrad.

Svensk ekonomi har goda förutsättningar att komma in i en fas med varaktigt hög tillväxt baserad på stabila makroekonomiska förhållanden. För att det ska vara möjligt måste vi vara vaksamma på om det inträffar förändringar som kan göra att inflation stiger. Detta är särskilt viktigt nu under de närmaste åren när tillväxten väntas ligga högre än den trendmässiga. Det är i detta läge viktigt att diskutera några av de risker som kan ligga framför oss, trots att läget verkar bra även med hänsyn till dessa risker som de ter sig i dag.

Om arbetsuppdelningen är sådan att vi i Riksbanken har till uppgift att identifiera potentiella risker, så kan förhoppningsvis alla andra ägna sig åt att dra fördel av den stabila ekonomiska utveckling som prisstabiliteten erbjuder. Det är flera decennier sedan svensk ekonomi upplevde så gynnsamma förhållanden som nu råder. Om arbetsmarknaden fungerar tillfredsställande kan utvecklingen också leda till att arbetslösheten varaktigt börjar minska under de närmaste åren. Den förestående uppgången kommer att visa om så blir fallet.