

# Penningpolitiken

## SNS konferens om konjunkturläget

Låt mig börja med att tacka för att jag fått komma hit och tala om penningpolitiken. Konjunkturkonferenserna är en god tradition och i Riksbanken värdesätter vi möjligheten att i detta forum få medverka i en diskussion om penningpolitiken.

Idag har jag tänkt uppehålla mig vid fyra ämnesområden. Inledningsvis tänker jag tala om den principiella ram som vägleder Riksbanken när vi arbetar med inflationsmål. Därefter tänker jag följa fjolårets uppläggning och något kommentera vad som hänt på penningpolitikens område sedan vi sågs här för ett år sedan. Den tredje punkten är en diskussion om inflationsutsikterna framöver, som tar avstamp i den senaste inflationsrapporten. Till slut tänkte jag beröra två faktorer som är viktiga för bedömningen av inflationen; finanspolitiken och lönebildningen.

### **1. Den principiella ramen för inflationsmålpolitiken**

För att förstå hur Riksbanken arbetar är det viktigt att ha grunddragen i den tanke-ram som vägleder penningpolitiken klar för sig. En sådan ram är med nödvändighet schematisk och förenklad, men den är likväl ett stöd för tanken.

Målet för penningpolitiken är att värna penningvärdet. Bakom denna målformulering ligger insikten att det är genom att säkra en låg och stabil inflation som penningpolitiken bäst kan bidra till att skapa långsiktigt gynnsamma förutsättningar för tillväxt, sysselsättning och välbefinnande. I Sverige, liksom i en rad andra länder, bedrivs numera penningpolitiken med direkt ledning av ett inflationsmål. Med andra ord finns det inget mellanliggande mål mellan instrumentet, styrräntan, och det slutliga målet, låg inflation.

### *Inflationsprognosen central*

Eftersläpningar mellan en penningpolitisk åtgärd och effekterna på efterfrågan och inflationstryck gör att prognoser över framtida inflation är ett centralt medel när det gäller genomförandet av politiken. Inflationsbedömningar, i likhet med de flesta andra ekonomiska prognoser, är naturligtvis behäftade med osäkerhet. Därför arbetar Riksbanken inte med enskilda punktskattningar av den framtida inflationen. I praktiken är prognosen en sannolikhetsfördelning med ett antal mer eller mindre troliga utfall.

Med ledning av såväl modellberäkningar som konjunkturprognoser av mer traditionell typ tas scenarier för hela ekonomin och speciellt för inflationen fram. Normalt identifieras ett huvudscenario. Med hjälp av en analys av särskilda osäkra ”nyckelfaktorer” i bedömningen analyseras, diskuteras och sannolikhetsbedöms alternativa inflationsscenarier. Det är scenarier som i den aktuella bedömningen anses som något mindre troliga än huvudscenariet, men där de faktorer som påkallar särskild vaksamhet lyfts fram.

### *Efterfrågeläget och inflationsförväntningarna*

I inflationsbedömningen använder sig Riksbanken av ett brett spektrum av indikatorer. Dessa kan naturligen delas in i två grupper; de som ger en bild av utvecklingen av utbuds- och efterfrågeförhållandena i ekonomin och de som hjälper till att fånga förväntningarna om den framtida inflationstakten.

*Inflationsförväntningarna* är viktiga som mått på förtroendet för att Riksbanken ska lyckas uppnå inflationsmålet. De spelar en central roll i inflationsbedömningen bl.a. genom att förväntningar om framtida inflation påverkar pris- och lönebildningen.

När det gäller *utbuds- och efterfrågeförhållandena* i ekonomin är utgångspunkten för resonemanget att efterfrågan inte i längden kan växa snabbare än produktionskapaciteten - den potentiella produktionsnivån. En efterfrågenivå som innebär att ekonomins resurser utnyttjas mer än vad som är långsiktigt hållbart resulterar så småningom i flaskhalsar och andra bristfenomen, som i sin tur leder till prisökningar. Det är lätt att åskådliggöra denna tankegång genom att se hur kapacitetsutnyttjandet i hela ekonomin mätt med det s.k. produktionsgapet har utvecklats i relation till inflationen. (*Diagram 1*) Sambandet är som synes tydligt.

För att uppnå inflationsmålet är det viktigt att penningpolitiken avvägs så att efterfrågan i ekonomin varken växer för snabbt eller för långsamt utan i den takt som ekonomin kan klara med hjälp av bl.a. nya investeringar, förbättrad effektivitet och god tillgång på arbetskraft. Om den framtida efterfrågan bedöms bli för hög behöver penningpolitiken stramas åt och tvärtom. På så sätt kan en penningpolitik som inriktas mot ett inflationsmål bidra till att minska svängningarna i ekonomin.

### *Anpassning till inflationsmålet*

Principerna för hur penningpolitiken utformas kan formuleras som en enkel tumregel: Om inflationsprognosen (eller snarare sannolikhetsfördelningen över olika möjliga utfall) - under antagande om en oförändrad styrränta - talar för att infla-

tionen kommer att vara i linje med målet på ett à två års sikt är penningpolitiken rätt avvägd. Om bedömningen visar att inflationen riskerar att överstiga (understiga) inflationsmålet är penningpolitiken för expansiv (stram), och styr-räntan bör då höjas (sänkas).

En viktig fråga i sådana situationer är över vilken tidshorisont denna bedömning bör göras och därmed hur snabb och kraftig en omläggning bör vara. Mycket talar för att omläggningen bör ske gradvis och att den tidshorisont, över vilken penningpolitiken syftar till att nå inflationsmålet, inte bör vara alltför kort. Det är bl.a. därför vi brukar tala om att inflationsmålet ska ses i ett lite längre, årligt perspektiv.

För det första finns en oundviklig *osäkerhet om effekterna* av penningpolitiska förändringar på inflation och efterfrågan, både vad gäller storlek och fördröjning. Under sådana förhållandena verkar det intuitivt rimligt att gå försiktigt fram och noga utvärdera den förda penningpolitiken med hjälp av all ny inkommande information.

För det andra riskerar kraftiga omslag i penningpolitiken att *skapa onödigt instabilitet* i reala variabler som produktion och sysselsättning. Försiktiga och gradvisa ränteförändringar, som istället får verka under något längre tid, är därför att föredra. En längre horisont, över vilken inflationsmålet ska nås, och en gradvis anpassning av penningpolitiken, gör det möjligt att uppnå inflationsmålet och samtidigt i viss utsträckning stabilisera reala variabler.

Av det här följer också något som har en bäring på dagens situation; det är viktigt att penningpolitiken läggs om i tid. Genom att i god tid motverka ett stigande inflationstryck behöver inte åtgärderna vara så kraftfulla. Risken för att inflationsdrivande spänningar ska uppstå i konjunkturuppgången blir mindre. Det samma gäller risken för att inflationsförväntningarna ska stiga. Därmed kan svängningarna i ränteläget komma att bli mindre och inverkan på den reala ekonomin mer dämpad. Den amerikanska penningpolitiken kan tjäna som illustrativt exempel på hur en centralbank med små ränteförändringar, såväl uppåt som nedåt, under de senaste åren förefaller ha lyckats med att hålla inflationen låg samtidigt som ekonomin uppvisat en stabil och god tillväxt.

Två reservationer är emellertid på sin plats:

- Man bör inte överskatta penningpolitikens möjligheter att genom *"finkalibrering"* utjämna konjunkturrella svängningar i ekonomin. Erfarenheten visar att detta är svårt bl.a. därför att den nödvändiga *kunskapen saknas* och utvecklingen mer eller mindre regelbundet störs av faktorer som man inte kan förutsäga.
- I praktiken måste hänsyn tas till vilket *förtroende* den förda politiken åtnjuter. Om det råder osäkerhet kring den ekonomiska politikens möjligheter att långsiktigt klara inflationsmålet kan t.ex. en strategi som syftar till att gradvis få ned inflationen mot målet leda till problem genom att förstärka osäkerheten ytterligare. Det kan vara värt att understryka att det i detta sammanhang inte endast är penningpolitiken som är av betydelse. Historiska erfarenheter, inte minst i Sverige, visar att även finanspolitiken måste utformas på ett sätt som långsiktigt

är i överensstämmelse med prisstabilitet för att inflationspolitiken ska åtnjuta fullt förtroende.

## 2. Utvecklingen under det senaste året

### *Från obalans till trovärdighet*

När vi sågs här för ungefär ett år sedan hade Riksbanken successivt sänkt räntan sedan början av 1996. Räntesänkningarna pågick till december, då reporäntan kommit ner till strax över 4 procent. Sammanlagt hade räntan då sänkts med nära 5 procentenheter.

Finansministern brukar berömma sig av att vara världsmästare i budgetsanering. Utan att ta ställning till detta påstående står det klart att förtroendet för den ekonomiska politiken - som detta kommer till uttryck i bl.a. växelkursen och i ränteutvecklingen på marknaden - ökade markant under 1995. Detta gjorde det i sin tur möjligt för Riksbanken att sänka räntan radikalt. Dock är Sverige inte unikt. En snarlik utveckling, med snabba räntesänkningar i kölvattnet av en statsfinansiell konsolidering, har också skett i t.ex. Kanada.

När Riksbanken inledde räntesänkningarna i början av 1996 var bakgrunden en tydlig förbättring av inflationsbilden under sommaren och hösten 1995. Den positiva utvecklingen hängde i hög grad samman med att kronan förstärktes efter flera år med en kraftig undervärdering. Den starkare kronan öppnade för en bättre balans i den monetära stimulansen från ränta respektive växelkurs. Tack vare den lägre räntenivån fick den inhemska efterfrågan i början av 1996 ett välbehövligt stöd.

Inflationsförväntningarna hos såväl hushåll som företag hade gradvis krupit ner, vilket visade att ekonomins aktörer i allt större utsträckning började ställa in sig på att den låga inflationstakten skulle bli bestående. I mycket handlade räntenedgången under 1996 om en anpassning av ränteläget från en ekonomi med stora obalanser och trovärdighetsproblem till en ekonomi med bättre balans och växande förtroende för den ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet.

### *Penningpolitisk stimulans*

I inflationsrapporten från december i fjol sades att tecknen på en återhämtning i den inhemska ekonomin var tydliga. Samtidigt ansåg Riksbanken att risken för överhettning var liten, eftersom återhämtningen startade från en låg nivå. Den samlade bedömningen var att det kunde finnas ytterligare något utrymme för penningpolitiska lättnader. Att marknaden delade denna bedömning framgår av de implicita terminsräntorna vid denna tid. (*Diagram 2*)

Inflationsbedömningen byggde bl.a. på ett antagande om att kronan skulle stärkas något. Denna förstärkning uteblev; kronan försvagades istället med 6 procent från november 1996 fram till juni 1997. I detta läge valde Riksbanken att inte sänka räntorna ytterligare. Försvagningen föreföll vara av varaktig karaktär och påverkade efterfrågan i sådan omfattning att någon ytterligare sänkning av räntorna inte bedömdes vara påkallad. I inflationsrapporten i mars konstaterade Riksbanken

att penningpolitiken var väl avvägd och att de stora sänkningarna av reporäntan behövde utvärderas. Samma bedömning gjordes i juni.

Konjunkturen förefaller i år i huvudsak ha utvecklats enligt Riksbankens bedömning. Med facit i hand förefaller det som om återhämtningen kom igång lite senare än förväntat. Å andra sidan tycks den - i varje fall under andra kvartalet - ha accelererat så mycket att genomsnittssiffran för året bör bli i linje med prognosen.

För första gången sedan Riksbanken började arbeta med ett inflationsmål är nu svensk ekonomi på väg in i en högkonjunktur. En viktig förklaring till detta är det stöd ekonomin har fått under de senaste åren från penningpolitiken. Marknadens förväntningar visar nu att diskussionen bland ekonomins aktörer inte längre handlar *om* utan *när* en räntehöjning kommer att ske.

### 3. Det ekonomiska läget

#### *Bred uppgång*

I inflationsrapporten i september tecknade Riksbanken en relativt ljus bild av den ekonomiska utvecklingen i Sverige, även om det inte var en bild utan reservationer. Återhämtningen förefaller fortsätta. Sedan konjunkturen bottnade under sommaren 1993 har svensk ekonomi vuxit med mer än 2,5 procent i genomsnitt, vilket är mer än under 80-talet. Uppgången under första halvåret i år visar också en mer balanserad utveckling där, den inhemska efterfrågan i ökad utsträckning bidrar till tillväxten (*Diagram 3*).

Industrikonjunkturen förstärks nu ytterligare och olika barometerdata visar att orderingången från både export - och hemmamarknaden fortsätter att öka (*Diagram 4*). Flera faktorer talar för att lönsamheten är god i stora delar av näringslivet. Kronans växelkurs har gynnat exportföretagens lönsamhet samtidigt som produktivitetens utvecklingen är god (*Diagram 5*). Produktiviteten inom industrin ökade med nästan mer än 7 procent under första halvåret i år jämfört med samma period i fjol. Totalt i ekonomin, inklusive offentlig sektor, ökade produktiviteten med nära 4 procent.

Mot bakgrund av den snabba tillväxten i industrin är det inte förvånande att kapacitetsutnyttjandet stiger. Andelen företag som uppgav att tillgången på produktionsfaktorer begränsar produktionen steg mellan första och andra kvartalet och bristtalen för vissa yrkesarbetare närmar sig de nivåer som rådde under den tillfälliga konjunkturtoppen 1995.

Även den privata konsumtionen förefaller nu öka i en snabbare takt. Exempelvis steg omsättningen i detaljhandeln med omkring 4 procent under första halvåret 1997 jämfört med samma period i fjol. (*Diagram 6*)

Uppgången i den privata konsumtionen sker trots att hushållens inkomster hålls tillbaka av de skattehöjningar och utgiftsneddragningar som beslutats under senare år. Den strama finanspolitiken har medfört att hushållens reala disponibla inkomster minskat under 1995 och 1996, trots att antalet arbetade timmar ökat och trots att de genomsnittliga timlönerna växt betydligt mer än konsumentpriserna.

(Diagram 7) Budgetsaneringen fortsätter under de närmaste åren om än i långsammare takt. Hushållens reala disponibla inkomster kommer troligen att öka svagt under 1997. En mer märkbar uppgång väntas 1998 och 1999.

Hushållens förväntningar om den egna och om landets ekonomi förbättrades rejält i september efter en mindre tillbakagång i augusti. Detta avspeglas också i den tydliga uppgången i villapriser och ännu mer i aktier. HIP-undersökningen för september visar att hushållen är mer optimistiska om utsikterna på arbetsmarknaden. För första gången sedan 1995 är andelen hushåll som tror att arbetslösheten skall minska klart större än andelen som tror på ökad arbetslöshet. Det finns också tecken på att efterfrågeläget på arbetsmarknaden förbättras. Antalet nyanmälda lediga platser ökade under perioden juni-augusti med 15 procent på årsbasis och en viss förbättring i sysselsättningen kan skönjas.

Sammanfattningsvis talar det mesta för en god efterfrågeutveckling de närmaste åren. Exporten bör kunna fortsätta växa i relativt snabb takt. Samtidigt räknar Riksbanken med att tillväxten i den privat konsumtionen tilltar och att den offentliga konsumtionen i varje fall inte minskar. I inflationsrapportens huvudscenario är BNP-ökningen runt 2 procent i år och omkring 3 procent 1998. Under 1999 bedöms tillväxten stiga ytterligare något.

#### *Produktionsgapet sluts*

Riksbanken räknar alltså med att konjunkturen förstärks under de närmaste åren. I inflationsrapporten gjorde vi klart att risken för en utveckling som är svagare än i huvudscenariot har minskat sedan i våras. Den information som kommit senare understryker detta.

Svårigheten i att bedöma inflationen ligger för närvarande främst i osäkerhet om ekonomins utbudssida. Det är därför särskilt centralt att följa olika indikatorer på tillståndet i ekonomin som ger en bild av hur den förstärkta efterfrågan påverkar utvecklingen på arbetsmarknaden och på olika varumarknader. Hur utvecklas olika mått på t.ex. kapacitetsutnyttjandet och vilken bild får man genom att följa prisutvecklingen i ekonomin?

Inflationen mätt som förändringen av konsumentprisindex har stigit snabbt under 1997. Tolv månaderstalet var nere på 0 procent under ett par månader i våras och har sedan dess i ganska snabb takt rört sig uppåt till 1,9 procent för september månad. Huvuddragen i denna utveckling är inte någon överraskning. En orsak till att KPI stigit är höjda indirekta skatter på bl.a. tobak och en uppgång i flera olika administrativt satta priser. En annan faktor är att räntenedgången 1996-1997 har en avtagande inverkan på konsumentpriserna. Sammantaget innebär detta att KPI närmar sig de olika mått på underliggande inflation som Riksbanken arbetar med. (Diagram 8.) Utfallet av KPI för september blev emellertid något större än Riksbanken och många andra bedömare räknat med. Även om man inte ska dra några stora växlar på en enskild siffra understryker både KPI:s utveckling och utvecklingen av ett par av de olika måtten på underliggande inflation att det är viktigt med en skärpt uppmärksamhet.

Den tillväxt Riksbanken räknar med i inflationsrapportens huvudscenario är högre än den tillväxt vi bedömer att ekonomin tål långsiktigt utan att bristfenomen uppträder och att inflationen skjuter fart (den potentiella tillväxten). Detta innebär att den överskottskapacitet som finns idag gradvis kommer att försvinna. Hur stor är då överkapaciteten? Riksbanken uppskattar det sk. produktionsgapet med flera olika metoder. (*Diagram 9.*) När vi vägt ihop resultatet av de olika skattningarna - och tagit hänsyn till all övrig information om kapacitetsutnyttjandet - har vi gjort bedömningen att det finns en överskottskapacitet i ekonomin som helhet som uppgår till ca 2 procent av BNP. Med de tillväxttakter vi räknar med - och med en potentiell tillväxt på drygt 2 procent under de närmaste åren - kommer alltså produktionsgapet att slutas någon gång under 1999.

I inflationsrapporten redovisas också annan information som ger en bild av när inflationen kan tänkas börja accelerera. Beräkningar av den strukturella arbetslösheten - och därmed indirekt av den arbetslöshet som går att förena med en stabil och låg inflation - antyder att det finns risker för inflationen också på kortare sikt.

Den *takt* med vilken kapacitetsutnyttjandet stiger kan också ha betydelse för inflationstakten. Om de lediga resurserna minskar i snabb takt kan resultatet bli ökade inflationsimpulser även om det fortfarande finns överskottskapacitet totalt sett i ekonomin.

#### 4. Finanspolitiken

##### *Två effekter*

I varje bedömning av inflationsutsikterna är den finanspolitiska inriktningen väsentlig. Finanspolitiken påverkar villkoren för penningpolitiken på två olika sätt.

- För det första påverkar graden av stramhet eller expansion i finanspolitiken *efterfrågeläget i ekonomin*. Detta är finanspolitikens traditionella inverkan på konjunkturläget.
- För det andra är *förtroendet för den långsiktiga hållbarheten* i finanspolitiken av betydelse för det penningpolitiska klimatet. Om statens underskott förefaller öka på ett okontrollerat sätt kan osäkerhet uppstå om problemen över huvud ska kunna redas ut. Risken för att låginflationspolitiken ska överges och statsmakterna välja att inflatera bort skulden kan i denna situation upplevas som påtaglig oberoende av vilka budskap som ges från officiellt håll.

Den pågående budgetsaneringen dämpar efterfrågan i ekonomin. Skattehöjningar och minskade transfereringar har dragit ned hushållens inkomster med motsvarande 3 – 4 procent per år. Belastningen på hushållens inkomster var sannolikt som störst 1996, men även i år och nästa år är finanspolitiken mätt på detta sätt stram. Till detta kommer det besparingstryck som budgetsaneringen lett till för den offentliga verksamheten. Mot den här bakgrunden råder det ingen tvekan om att finanspolitiken under senare år bidragit till att minska inflationstrycket och att den därmed också möjliggjort en lättnad i penningpolitiken.

Länge medförde dock de stora underskotten – trots att omfattande besparingsprogram presenterades - att det fanns en mer fundamental, långsiktig oro kring det svenska politiska systemets förmåga att reda upp de statsfinansiella problemen. Denna oro var en central faktor bakom den under 1990 till 1995 återkommande ränte- och valutaoron. Situationen har i detta avseende förändrats. Budgetsaneringen är en viktig förklaring till att kronan stärkts sedan krisåren och till den kraftiga nedgången i de långa räntorna. Finanspolitiken har alltså också på detta sätt öppnat för en mer expansiv penningpolitik.

Samtidigt har budgetsaneringen medfört en ökad optimism, som tillsammans med räntefallet, har bidragit till stigande aktiekurser och till återhämtningen på bostadsmarknaden. Detta har ökat hushållens förmögenhetsvärden och skapat ett utrymme för konsumtion. I så måtto har alltså den strama finanspolitiken sammantaget bidragit till en stimulans för ekonomin. Detta är inget unikt. Akademiska studier har visat att åtgärder för att sanera en stats finanser kan ha en expansiv effekt på den ekonomiska utvecklingen särskilt i situationer när det finns en oro för den långsiktiga hållbarheten i statsfinanserna. När kronan samtidigt stärkts, vilket dämpat tillväxten i de konkurrensutsatta delarna av ekonomin något, har Sverige fått en bättre balans i ekonomins tillväxt.

#### *Minska statens skuld*

Hur ska den fastlagda finanspolitiken värderas i detta ljus? Klart är att finanspolitiken de närmaste åren verkar bli mindre stram. Under 1998 och 1999 förefaller den dock fortfarande innebära att staten tar ifrån hushållen en del av deras inkomstökningar. Också i ett internationellt perspektiv är politiken stram. Inte i något land förbättras det s.k. strukturella underskottet (som det beräknas av OECD) lika snabbt mellan 1997 och 1998.

Den oro man kan ha är mer långsiktig. De svenska statsfinanserna är starkt konjunktur känsliga, det visar ett antal olika studier. Det finns argument för att denna känslighet kan ha minskat, men ingen vet med säkerhet hur det förhåller sig. Här behöver ett fördjupat arbete göras. Konjunktur känsligheten hänger samman med de offentliga utgifternas och skatternas omfattning, men också med olika systems konstruktion. Till detta kommer en i debatten försummad faktor; den politik som faktiskt bedrivits under de senaste konjunkturcyklerna. Erfarenheten här är inte helt igenom positiv. Finanspolitiken har inte utformats så att den samlade effekten varit stabiliserande på ekonomin.

Det är mot denna bakgrund som Riksbanken argumenterat för att en ambitionen för finanspolitiken under de närmaste åren bör vara att reducera statsskulden. Ur penningpolitisk synpunkt skulle detta vara bra eftersom det minskar risken för att en situation skulle uppkomma någon gång i framtiden, när den långsiktiga hållbarheten i statens finanser åter skulle ifrågasättas.

En politik som reducerar konjunktur känsligheten och bidrar till att statens skuld krymper skapar också bättre förutsättningar för en stabil produktions- och sysselsättningsutveckling genom att minska risken för kraftiga åtstramningar i nästa konjunkturedgång. Det är något av en paradox – och svår förståeligt när man betänker vad som hände i början av 1990-talet - att det finns de i debatten som idag



mitt i konjunkturuppgången av arbetslöshetsskäl vill försvaga statens finanser. Nu om någonsin är det tid för att "samla i ladorna".

## 5. Lönebildningen

### *Förutsättningar för bättre utfall*

En faktor som är kritisk för inflationsbedömningen i dagsläget är den framtida löneutvecklingen. Preliminära uppgifter om löneutvecklingen hittills i år ger vid handen att löneökningstakten har dämpats. Den ligger nu strax under 4 procent för hela ekonomin. Det kan tyda på att lönebildningen håller på att anpassa sig till en ekonomi med låg inflation.

Avtalsrörelsen 1998 kommer att bli en viktig mätare på om det finns fog för en sådan optimism. Stora delar av de gällande avtalen förhandlas då om. Vid den senaste större avtalsrundan 1995 resulterade avtalen i alltför höga löneökningar. Detta trots att runt tolv procent av arbetskraften då var öppet arbetslös eller befann sig i arbetsmarknadsåtgärder.

Den här gången ter sig förutsättningarna för löneutfall som är förenliga med en balanserad ekonomisk utveckling i vissa avseenden gynnsammare; vi har en prisutveckling som kommit ned till nivåer runt inflationsmålet samtidigt som vinstnivåerna inom exportindustrin är lägre. Å andra sidan är konjunkturuppgången bredare än 1994-1995.

Inflationsförväntningar hos arbetsmarknadens parter tyder på att de ser framför sig en fortsatt inflationstakt i nivå med inflationsmålet. (*Diagram 10*) Det är viktigt. Debatten kring lönerörelsen visar också att det vuxit fram en ökad insikt om att en inflationstakt runt två procent ska utgöra utgångspunkten för de nominella lönekraven. Flera viktiga aktörer på arbetsmarknaden har uttalat att de har inflationsmålet som utgångspunkt för sitt agerande. På så vis börjar vi i Sverige åter närma oss en värld av den typ vi befann oss i under de första efterkrigstidsdecennierna, med fasta spelregler för arbetsmarknadens parter. Då var det fråga om en regim med fast växelkurs (det s.k. Betton Woods-systemet). Nu har vi en rörlig växelkurs med inflationsmål.

### *Produktivitet av olika slag*

Det verkliga problemet med löneökningar som skapar inflationstryck ligger idag i effekterna på sysselsättningen inte på inflationen. Om löneökningstakten drivs upp så högt att inflationsmålet hotas är det Riksbankens skyldighet att höja styrräntan. Därmed kommer inflationen i varje fall på något års sikt att komma i linje med målet.

Mellan lönebildningen och produktivitetens utvecklingen finns det viktiga samband. Det är förbättringar i produktiviteten som skapar utrymme för reallöneökningar. Men också motsatsen kan faktiskt gälla; löneökningar kan driva på produktivitetens utvecklingen. Det är därför viktigt att göra en distinktion mellan olika slags produktivitetstillväxt.

Normalt antas hög produktivitet vara en följd av investeringar, nya effektivare arbetsmetoder och teknisk utveckling. Genom exempelvis en bättre teknik ökar värdet av arbetsinsatsen. Produktivetsförbättringar av detta slag *skapar ett utrymme för reala löneökningar*. Utvecklingen under det senaste seklet visar att en dramatisk ökning av produktiviteten har kunnat gå hand i hand både med en tillväxt i real-lönerna och med en snabb uppgång i sysselsättningen. (*Diagram 11*)

Till detta kommer produktivetsförbättringar som är en följd av att *konjunkturen förstärks*. När efterfrågan och därmed produktionen ökar kan det ofta i början av en konjunkturuppgång ske utan att nya resurser behöver sättas in.

En hög uppmätt produktivitet kan emellertid också vara *orsakad av höga real-löneökningar*, som drivits igenom av löntagarna. Löneökningarna skapar i detta fall ett tryck hos företagen att minska lönekostnaderna i produktionen genom rationaliseringar. I statistiken kommer även detta att registreras som ökad arbetsproduktivitet.

I praktiken är det inte lätt att skilja mellan olika sorters produktivitet; den höga produktivitetstillväxten under de senaste åren har antagligen haft drag av alla tre. Det som är viktigt att understryka är att det inte är den historiska produktivitetstillväxten som kan läggas till grund för löneökningar utan uppskattningar av hur produktiviteten av den först nämnda – mer fundamentala – sorten utvecklas. Att räkna in också produktivitetstillväxt av de senare slagen riskerar att driva på utslagningen av arbetsplatser.

## 6. Avslutning

Låt mig avslutningsvis komma tillbaka till den penningpolitiska tankeramen och penningpolitiken framöver. Penningpolitikens uppgift är att värna penningvärdet. Politiken måste läggas om när inflationsprognoserna inte stämmer överens med målet. Penningpolitik bedrivs i en miljö där det råder osäkerhet om ekonomins funktionssätt, osäkerhet i tolkning av ny information och om effekterna av styr-ränteförändringar. För att undvika tvära kast i produktion och sysselsättning och skapa stabilitet bör penningpolitiken anpassas gradvis och med god framförhållning.

För första gången sedan den fasta växelkursen övergavs och Riksbanken formulerade det nuvarande inflationsmålet är svensk ekonomi på väg in i en högkonjunktur med både stark inhemsk efterfrågan och en stark exporttillväxt. I inflationsrapporten i september gjorde Riksbanken klart att risken för en svagare utveckling minskat sedan junirapporten. Senare information stöder denna bild.

Osäkerheten i bedömningen kretsar nu främst kring ekonomins utbudssida. Ännu har Sverige inte genomgått en bred konjunkturuppgång sedan låginflationsregimen etablerades i början av 1990-talet.

Det mesta talar för att aktivitetsnivån och resursutnyttjandet stigit ytterligare under hösten. Fortfarande finns dock enligt Riksbankens bedömning ledig kapacitet.

tet för att möta en uppgång. Vår bedömning är därför att penningpolitiken för närvarande är väl avvägd.

Efterhand som aktiviteten i ekonomin stärks och siktet för penningpolitiken flyttas framåt i tiden måste penningpolitiken gradvis anpassas från att ge en expansiv effekt till att ge en mer neutral effekt på ekonomin. Tidpunkten och takten för denna anpassning måste kontinuerligt prövas mot den nya information som kommer.