

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

TORSDAG DEN 23 OKTOBER 1997

Den aktuella penningpolitiken

Inledning av riksbankschef Urban Bäckström vid
Finansutskottets utfrågning den 23 oktober 1997

Tack för inbjudan att komma till utskottet och få diskutera svensk ekonomi och den aktuella penningpolitiken. I min inledning idag tänker jag börja med att kort summera de senaste årens utveckling i svensk ekonomi för att därefter komma in på den aktuella uppläggningsen av penningpolitiken. Avslutningsvis tänker jag blicka framåt. Min framställning bygger på den senaste Inflationsrapporten och vad som hänt sedan den presenterades.

Från tudelad ekonomi till bredare expansion

Svensk ekonomi går nu in på femte året av ekonomisk expansion sedan den djupa krisen vid 1990-talets inledning. Sedan vändningen sommaren 1993 har BNP stigit med drygt 2,5 procent per år i genomsnitt. Under samma period har inflationen i genomsnitt bara varit ca 2 procent per år. Utvecklingen står i skarp kontrast mot 1970- och 1980-talen då tillväxten var ungefär 2 procent och inflationen ca 8 procent per år i genomsnitt. På ett område ser det dock ännu så länge dystert ut. Jag tänker på arbetsmarknaden och sysselsättningsutvecklingen. Om en ekonomi har en bra tillväxt men ändå svag sysselsättningsutveckling och bestående hög arbetslöshet talar mycket för att strukturella problem på arbetsmarknaden finns med i bilden.

Även om tillväxten varit tillfredsställande de senaste åren visade det sig ändå svårt för svensk ekonomi att få till stånd en bredare uppgång i den ekonomiska aktiviteten. BNP-ökningen kom inledningsvis till ungefär tre fjärdedelar från industri-sektorn, som endast utgör ca 20 procent av svensk ekonomi. Det skapade ganska snabbt flaskhalsproblem och olika typer av inflationsimpulser. Det säger sig självt

att den relativt sett lilla industrisektorn inte i längden kan bära upp en tillväxt som är högre än den som hela ekonomin åstadkom under 1970- och 1980-talen.

Problemet med den tvådelade ekonomin - en blomstrande exportinriktad industrisektor och en ganska svag återhämtning i mer inhemskt orienterade sektorer - hängde bl.a. samman med låg tilltro till den ekonomiska politikens vilja och förmåga att långsiktigt vidmakthålla en låg inflation. Det berodde i sin tur på Sveriges dåliga historia på detta område och på de svåra problemen i statens budget. De långa marknadsräntorna varierade kraftigt och steg rentav under 1994 och 1995 till nivåer som rådde under inflationsåren. Kronan fortsatte sin trendmässiga försvagning från 1970- och 1980-talen. Det bristande förtroendet för inriktningen av svensk ekonomisk politik innebar att Riksbanken inte hade något större manöverutrymme. Trots sänkningar av styrräntan under våren 1994 steg ändå nästan alla marknadsräntor och särskilt räntor på värdepapper med längre löptid. Successivt närmade sig Sverige en punkt där den ekonomiska politiken måste visa att den stabilitetsorienterade inriktningen var allvarligt menad.

Den penningpolitiska åtstramningen och kanske i ännu högre utsträckning den finanspolitiska konsolideringen ledde successivt till att Sveriges vilja och förmåga att varaktigt vidmakthålla en låg inflation fick ökad trovärdighet. Det bildade bakgrunden till att reporäntan kunde sänkas under 1996 till den lägsta nivån sedan i början av 1960-talet. En låg inflation och minskade inflationsförväntningar gav också utslag i fallande långa marknadsräntor, samtidigt som kronan stärktes från de tidigare bottennivåerna. Sedan december 1996 har reporäntan legat oförändrad på 4,10 procent.

Sammantaget skapades alltså efter hand förutsättningar för en bredare expansion i svensk ekonomi. Med den eftersläpning som vanligen präglar den ekonomiska politiken har vi följaktligen under 1997 kunnat notera en omsvängning av stämmningsläget hos hushållen, som bl.a. lett till en uppgång i privatkonsumtionen, allt medan exporten fortsätter att expandera. Svensk ekonomi är på väg in i en högkonjunktur med både stark inhemsk efterfrågan och en stark exporttillväxt.

Den penningpolitik som Riksbanken bedriver idag får inte full effekt förrän ett till två år framåt i tiden. Det innebär att vi måste göra bedömningar av inflationsutvecklingen så långt fram som 1999. En sådan analys görs i den inflationsrapport, som presenterades för några veckor sedan. Jag skall strax komma tillbaka till den rapporten och vad som hänt sedan dess, men först vill jag på ett mer *principiellt* sätt diskutera hur penningpolitiken är tänkt att bedrivas över en hel konjunkturcykel.

Penningpolitiken över konjunkturcykeln

Det förs idag en diskussion bland sparare och investerare rörande inte om - utan när - Riksbanken kommer att höja styrräntan. En förväntad uppgång i reporäntan går också att utläsa ur strukturen på marknadsräntorna. Den sammantagna uppfattningen hos de finansiella aktörerna tycks vara att en höjning av reporäntan är trolig någon gång under den kommande vintern.

Valet av tidpunkt för en ändring av penningpolitiken bestäms av den inflationsbedömning som Riksbanken gör. Den enkla tumregel som Riksbanken arbetar efter kan formuleras på följande sätt: Om inflationsbedömningen - under antagande om oförändrad styrränta - talar för att inflationen 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 penningpolitikens utformning för expansiv (kontraktiv), och reporäntan bör då höjas (sänkas).

Det är ännu inte dags att höja räntan, men när vi kommer dit skall vår åtgärd förhoppningsvis ses som en naturlig del av en penningpolitik som är inriktad på prisstabilitet. Vår ambition är att agera förutsägbart och i god tid för att undvika större förändringar av ränteläget.

Att en diskussion om inriktning av penningpolitiken förs är i grunden ändå ganska naturligt. Skälet är att effekterna av den sammantagna penningpolitiken i Sverige för närvarande kan betecknas som expansiv, samtidigt som konjunkturen förstärks.

Den korta realräntan ligger mellan 2 och 2,5 procent beroende på löptid och val av mått på inflationsförväntningar. Även om det inte är alldeles enkelt att definiera vad en neutral penningpolitik innebär för den korta realräntan är det ändå så att detta är en jämförelsevis låg ränta, vilket bör verka stimulerande på den totala efterfrågan i ekonomin. Till detta kommer att nivån på den *reala växelkursen* är relativt svag jämfört med en rimligt långsiktig jämviktsväxelkurs. Därmed har också kronan en stimulerande inverkan. De sammanlagda effekterna av korta räntor och växelkurs verkar således understödjande för uppgången i svensk ekonomi.

En *expansiv* penningpolitisk inriktning leder - allt annat lika - till att efterfrågan i ekonomin successivt accelererar. Det kan efter hand leda till att den faktiska tillväxten blir snabbare än vad som i längden är förenligt med ekonomins långsiktiga tillväxtbana. Ekonomins förmåga att möta en trendmässigt hög efterfrågan är inte utan gränser. I takt med att lediga resurser tas i anspråk och det s.k. produktionsgapet sluts uppstår olika typer av flaskhalsproblem på arbetsmarknaden eller på realkapitalsidan. Det är i en sådan situation som inflationen kan börja accelerera.

För att undvika att bristfenomen uppstår och inflationen skjuter fart gäller det att penningpolitiken inte är för expansiv för länge i uppgångsfaser utan att den i god tid läggs om i mer *neutral* riktning innan produktionsgapet slutits, med tanke på den eftersläpning som penningpolitiken är förknippad med. Det bidrar till att efterfrågan kan fortsätta att växa i en takt som ekonomin klarar av med hjälp av bl.a. nya investeringar, förbättrad effektivitet och tillgång på arbetskraft utan att inflationsdrivande flaskhalsproblem uppstår. En sådan ändring av penningpolitiken görs inte för att bryta av ekonomins expansion utan för att få tillväxten att bli mer varaktig. En rörelse från en expansiv riktning mot en mer neutral penningpolitik handlar alltså om att få ekonomin att färdas med den hastighet som ekonomins struktur medger - inte om att stanna färden. Det är heller inte fråga om en egentlig åtstramning av penningpolitiken, utan om en rörelse som ger en mindre expansiv inriktning.

Ibland förekommer i den allmänna diskussionen en syn på Riksbankens penningpolitik som innebär att ändringar av reporäntan skulle vara ett uttryck för "belöning" eller "bestraffning" och rikta sig mot åtgärder som vidtagits av antingen det politiska systemet eller av arbetsmarknadens parter i samband med avtalsrörelser. Vad jag här sökt förklara är att räntesänkningar och räntehöjningar är naturliga inslag i penningpolitiken över konjunkturcykeln. Det hindrar naturligtvis inte att en expansiv eller kontraktiv finanspolitik påverkar utformningen av penningpolitiken, liksom låga eller höga löneavtal gör det. Men min poäng är att ändringar av styrräntan i grunden är något som är naturligt över en konjunkturcykel och att de syftar till att skapa förutsättningar en uthållig tillväxt och låg inflation.

Om en centralbank väntar för länge med att lägga om penningpolitiken från en expansiv till en mer neutral inriktning riskerar flaskhalsproblemen att bli mer utbredda och ekonomin överhettas. Det gör att inflationen inte bara stiger utan även att företag och hushåll börjar vänja sig vid en högre inflationstakt. Då kan i stället en **kontraktiv** uppläggning av penningpolitiken framtvingas för att återföra inflationen till den målsatta. Väntar centralbanken för länge kan alltså räntehöjningar

na bli desto högre. En sådan väntan gör att obalanser och spänningar hinner bygga upp i ekonomin i en omfattning som leder till ekonomiska bakslag. Sådana ekonomiska förlopp känner vi igen från 1970- och 1980-talen och kanske inte minst från början av 1990-talet.

Mot denna bakgrund är det uppenbart att det är bättre om en centralbank agerar på ett tidigt stadium i lägen när kapaciteten i ekonomin riskerar att komma under tryck.

Vad händer med inflationen?

Bedömningen i Inflationsrapporten, som presenterades för drygt en månad sedan, är att den svenska ekonomin kommer att växa med omkring 2 procent 1997 och omkring 3 procent 1998. Under 1999 väntas BNP öka med drygt 3 procent. Bakom detta ligger bedömningen att exporten fortsätter att öka i en relativt snabb takt på en växande världsmarknad. Till detta kommer att tillväxten i privatkonsumtionen ökar samtidigt som den offentliga konsumtionen i varje fall inte längre minskar.

Tillväxten i den svenska ekonomin under 1998 och 1999 kommer därmed med all sannolikhet att överstiga den potentiella tillväxten, som uppskattas till drygt 2 procent per år. Den breda uppgången i alla de stora efterfrågekomponenterna sätter därför gradvis en press på tillgängliga resurser i ekonomin. Resursutnyttjandet stiger successivt, något som det redan finns indikatorer på. Allt fler företag har exempelvis börjat rapportera att tillgången på produktionsfaktorer, snarare än efterfrågan, begränsar produktionen.

Gapet mellan den totala efterfrågan och de totala produktionsresurserna är en viktig, om än svårfångad, indikator på inflationstrycket. Riksbankens bedömning är att det s.k. produktionsgapet, som är ett sätt att försöka fånga graden av lediga resurser i hela ekonomin, är 2 procent av BNP. Det skulle, med Inflationsrapportens BNP-prognos, innebära att gapet gradvis sluts någon gång under 1999, i vart fall mot slutet av det året.

På basis av bedömningen av resursutnyttjandet och andra faktorer gjorde Riksbanken i inflationsrapporten prognosen att konsumentprisindex, mätt som årsgenomsnitt, kommer att öka med omkring 1 procent 1997 och med omkring 2 procent både 1998 och 1999. Under de två senare åren bedömdes takten komma att vara något ökande. Detta är huvudscenariot.

Men inflationsbedömningar är, i likhet med de flesta andra prognoser, behäftade med osäkerhet. Därför arbetar vi i våra prognoser inte enbart med enskilda punktskattningar av den framtida inflationen som underlag för penningpolitiken. I praktiken är det fråga om att ta fram ett antal olika utfall för vilka en sannolikhetsbedömning görs. Normalt arbetar vi med ett huvudscenario och ett par sidoscenarier.

Konjunkturen kan bli starkare än vad vi räknat med och därmed inflationen något högre, men det är också möjligt att den kan bli svagare med åtföljande lägre inflationsutfall. Det mesta tyder dock på att risken för en utveckling som är påtagligt svagare än huvudscenariots har minskat sedan Inflationsrapporten.

Det finns naturligtvis osäkerhet i prognoserna för alla efterfrågekomponenterna, men prognosen för privatkonsumtionens ökning är särskilt intressant att diskutera eftersom den svarar för omkring hälften av den totala efterfrågan. Det finns en del faktorer som talar för att den skulle kunna växa snabbare än de flesta idag räknar med.

Bakgrunden är att budgetsaneringen under ett antal år har hållit tillbaka tillväxten i hushållens disponibla inkomster. Efter 1998 väntas dock finanspolitikens di-

rekt åtstramande effekt på hushållens ekonomi avta. Men den privata konsumtionen har, trots en svag eller negativ inkomstutveckling, ändå vuxit under flera år om än i ganska långsam takt. Skälet är att det inte bara är inkomstutvecklingen som spelar en roll för privatkonsumtionen. Också den förmögenhetsökning som skett har en inverkan på hushållens utgiftsbeslut, liksom deras syn på framtiden.

Under senare tid har framtidstron bland hushållen ökat högst påtagligt. Sedan några år har priserna på egna hem ökat och aktiekurserna har stigit kraftigt. Hushållens realiserade och orealiserade kapitalvinster motsvarar i år totalt sett ca 25 procent av deras inkomster, vilket är en lika hög siffra som vid slutet av 1980-talet. Det vore förvånande om inte en sådan förmögenhetsökning inte förr eller senare bidrog till ökad konsumtionsefterfrågan. Frågan är emellertid hur snabbt den privata konsumtionen kommer att öka.

Det här resonemanget gäller om uppgången i de olika tillgångspriserna står sig. Uppgången på den svenska aktiebörsen är, sedan vändningen hösten 1992, en av de största som ägt rum sedan början av 1920-talet, vilket är så långt tillbaka som det finns statistik tillgänglig. Den samlade värderingen av företagens vinster ligger också på historiskt sett höga nivåer. Det innebär att den nuvarande kursnivån förutsätter en fortsatt snabb vinsttillväxt under flera år framöver. Mindre förändringar i denna framtidsbild kan påverka dagens aktiekurser.

En annan osäkerhetsbild handlar om ekonomins utbudssida. Vi vet inte med någon exakt säkerhet hur mycket ekonomin kan producera utan att inflationen stiger. Dessutom är det inte bara graden av lediga resurser totalt sett som kan påverka inflationen. Även den *takt* med vilket resursutnyttjandet stiger kan ha betydelse. Om de lediga resurserna minskar i snabb takt kan resultatet bli ökade inflationsimpulser även om det fortfarande finns överskottskapacitet totalt sett.

Inflationen, mätt som förändringen av konsumentprisindex, har stigit snabbt under 1997. Tolvmånaderstalet 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. Bara under september månad steg KPI med 0,9 procent, vilket var mer än de flesta bedömare räknade med. Siffran har också lett till viss osäkerhet hos sparare och investerare. Frågan är om uppgången i inflationen är ett uttryck för en ny och oförutsedd tendens?

Huvuddragen i denna utveckling är ingen överraskning. En orsak till stigande KPI är höjda indirekta skatter på bl.a. tobak och en uppgång i flera 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.

Utfallet av KPI för september blev dock något större än Riksbanken räknat med. Man skall förvisso inte dra några bestämda slutsatser av en enstaka siffra, men det är ändå viktigt att skärpa uppmärksamheten på prisutvecklingen under de närmaste månaderna.

Normalt sett är det den underliggande eller trendmässiga inflationen som står i centrum för penningpolitiken. Det gäller såvitt inte temporära priseffekter påverkar inflationsförväntningarna. I en miljö där inflationsförväntningarna är fast förankrade vid inflationsmålet har penningpolitiken ett visst manöverutrymme. Men om den väntade inflationen börjar röra sig uppåt måste vaksamheten finnas, särskilt som penningpolitiken nu har en stimulerande inverkan på ekonomin. Att den väntade inflationen spelar en viktig roll för pris- och lönebildningen såg vi inte minst i samband med avtalsrörelsen 1995. Då tycks förväntningarna om den framtida inflationen ha legat på drygt 4 procent, vilket sannolikt bidrog till de alltför höga löneökningar som sedan följde. Med tanke på att svensk ekonomi står inför

en mycket viktig avtalsrörelse får det inte råda någon tvekan om att Riksbanken tar inflationsmålet på största allvar.

Den framtida lönebildningen är ytterligare en riskfaktor som Riksbanken måste väga in. Det finns uppmuntrande tecken som tyder på att lönebildningen är på rätt väg - även om parterna börjat ägna sig åt viss budgivning. Det är ofta en process som kan ge bilden av skiftande realism. Det är viktigt att komma ihåg att lönebildning inte enbart är en fråga om på vilken nivå *avtalen* sluts. För att bedöma löneutfallen måste hänsyn också tas till den sk. *löneglidningen* som bestäms av utbuds- och efterfrågeförhållanden på arbetsmarknaden. Ju sämre arbetsmarknaden fungerar, desto snabbare uppkommer flaskhalsproblem som leder till ökad löneglidning. Redan nu syns, trots den höga arbetslösheten, tendenser till brist på arbetskraft inom vissa sektorer.

Avslutning - Väl avvägd penningpolitik, men riskbilden ändrad

En penningpolitik som syftar till bevarad prisstabilitet är inte oförenlig med en snabbt växande ekonomi. Förutsättningarna är att ekonomins utbudssida fungerar så bra att tillväxten inte ger upphov till inflationsimpulser. Om å andra sidan ekonomins struktur medger enbart en måttlig tillväxt måste efterfrågan och därmed penningpolitiken anpassas därefter. Alternativet är en utveckling då efterfrågan passerar den gräns där ekonomin inte längre förmår att producera utan inflationsdrivande flaskhalsproblem. En stigande inflation är ett hot mot en varaktig tillväxt och kan t.o.m. leda till allvarliga ekonomiska bakslag, vilket historien lärt oss.

Efter hand som aktiviteten i ekonomin stärks och siktet för penningpolitiken flyttas framåt i tiden måste Riksbankens politik gradvis lämna den expansiva fas den nu befinner sig i. Tidpunkten för en sådan ändring måste prövas mot ny information och det går inte idag att säga när det inträffar.

Som vi nu ser det är penningpolitiken väl avvägd. Vår inflationsprognos för de närmaste åren har inte ändrats, även om riskbilden skiftat något.