

Anförande

Vice riksbankschef Lars Heikensten

ONSDAG DEN 19 AUGUSTI 1998

Penningpolitiken och den ekonomiska utvecklingen

Kommunalekonomisk mäss, Malmö

Tack för inbjudan att komma hit och tala om den svenska ekonomin och penningpolitiken. Jag tänker inleda med en kort genomgång av hur Riksbanken arbetar med inflationsmålet. I detta sammanhang tänker jag också säga något om resultaten av de senaste årens ekonomiska politik. Därefter redovisar jag Riksbankens syn på den svenska ekonomin såsom den presenterades i vår senaste inflationsrapport i juni samt den ekonomiska utvecklingen sedan dess. Avslutningsvis återkommer jag till det lite längre perspektiv jag berört i inledningen. Avsikten är att anknyta till rubriken för detta seminarium och lyfta fram några faktorer som är avgörande för om vi ska lyckas skapa utrymme för ekonomisk expansion framöver.

1. Inflationsmålpolitiken - hur fungerar den?

Penningpolitikens uppgift är att upprätthålla ett fast penningvärde. Detta har närmare definierats som att den årliga inflationen - mätt som förändringen i konsumentprisindex, KPI - ska begränsas till 2 procent. För att fånga upp normala avvikelser kring detta mål till följd av bl.a. temporära effekter finns ett toleransintervall på +/- en procentenhet. Det kan dock inte uteslutas att avvikelserna blir större. I så fall är det viktigt för oss att förklara orsakerna och ange hur inflationen ska bringas tillbaka till målet.

Riksbankens instrument för att påverka konsumentpriserna är vår styrränta, reporäntan. Något förenklat kan man säga att Riksbanken, genom att förändra bankernas marginalränta, påverkar övriga svenska räntor och via dessa den

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

ekonomiska aktiviteten i Sverige och därigenom prisutvecklingen. Det bör emellertid understrykas att prisutvecklingen på kort- och medellång sikt även påverkas av andra faktorer, såsom finanspolitikens utformning och löneutvecklingen. Detta är skälet till att Riksbanken är mån om att även politiker och arbetsmarknadens parter verkar för låg inflation i de beslut som fattas. Det är också skälet till att jag återkommer till dessa frågor i slutet av mitt anförande. På lång sikt är emellertid penningpolitiken helt avgörande för inflationen.

Ränteförändringar påverkar främst priserna först efter ett till två år. De penningpolitiska besluten måste därmed fattas på basis av Riksbankens bedömningar idag av *prisutvecklingen i framtiden* och inte på aktuell inflationsstatistik. I kvartalsvisa inflationsrapporter presenterar vi därför löpande prognoser för inflationsutvecklingen med ledning av analys av en stor mängd indikatorer över utvecklingen i ekonomin och med stöd av ekonomiska modeller och kunskap om sambanden mellan olika delar av ekonomin. På basis av inflationsbedömningen drar Riksbanken slutsatser för penningpolitikens inriktning. En prognosticerad inflationstakt över den målsatta leder normalt till räntehöjningar medan en förväntad inflationstakt som underskrider målet medför att Riksbanken sänker reporäntan.

Inflationsbedömningen görs kontinuerligt. Med ny information - det kan röra sig om ny ekonomisk statistik eller tecken på att sambanden i ekonomin förändrats i något avseende - måste Riksbanken se över den fastlagda prognosen och göra revideringar om så krävs. Om en ny prognos visar att inflationen kommer att avvika från målet måste Riksbanken ändra reporäntan i enlighet med den nya bedömningen.

Bedömningar av den framtida inflationsutvecklingen - precis som all prognosverksamhet - är emellertid behäftad med osäkerhet och olika bedömare kan ha skilda uppfattningar om den mest sannolika utvecklingsbanan i framtiden. Det är därför inte förvånande - och egentligen snarare ett hälsotecken - att diskussionen kring våra inflationsbedömningar och penningpolitiken ibland är livlig. Även om bedömningarna av inflationsutvecklingen kan variera finns det numera ett brett stöd i det svenska samhället för att inrikta penningpolitiken på prisstabilitet.

2. De senaste åren

Svensk ekonomi genomgick, som alla vet, en djup kris i början av 1990-talet. Det här är inte tillfället att på djupet diskutera orsakerna till denna kris. Det får räcka med påpekandet att krisen hade sina rötter i strukturella svagheter i svensk ekonomi. Men den berodde också på stabiliseringspolitiska missgrepp under senare delen av 80-talet och de första åren på 90-talet.

Sedan produktionsfallet bromsades upp och tillväxten kom igång igen under 1993 har den ekonomiska utvecklingen i Sverige i flera avseenden varit bättre än väntat. Den ekonomiska tillväxten har i genomsnitt varit över 2,5 procent, vilket är högre än genomsnittet under 1980-talets högkonjunktur.

På ett sätt är detta kanske inte så överraskande. Den svaga kronkursen gav bra draghjälp åt exportsektorn och det fanns gott om ledig kapacitet. Ändå tror jag att

få väntade sig att så hög tillväxt skulle gå att förena med låg inflation. Sverige har under de här åren brutit med höginflationsdecenniernas politik och återknutit till en tidigare hundraårig tradition med ca 2 procents årlig prisökning. Inflationen har varit låg också i ett internationellt perspektiv och att döma av den inflation ekonomins aktörer väntar sig framöver har låginflationsregimen etablerats.

Tillväxtens sammansättning har också varit förmånlig. Efter två decennier med tillväxt som i hög grad utmärktes av stigande konsumtion - och med ökande utlandsskuld - har det varit hälsosamt med en tillväxt karakteriserad av stark exportefterfrågan och investeringar i industrin. Ett resultat har varit kraftiga bytesbalansöverskott sedan 1994, vilket gjort det möjligt att betala tillbaka på utlandsskulden.

En dramatisk omsvängning har också skett i den statsfinansiella bilden. Mycket stora underskott i statens budget har ersatts med ett överskott. Denna utveckling kan främst tillskrivas ekonomins återhämtning, på samma sätt som aktivitetsnedgången var den primära förklaringsfaktorn bakom det tidigare statsfinansiella raset. Men utan omfattande åtgärder för att sanera budgeten hade varken återhämtningen eller budgetförbättringen varit möjlig.

Självfallet passerar inte skattehöjningar eller utgiftsminskningar av den omfattning vi sett under senare år obemärkt. Hushållens inkomster har - särskilt under 1995-96 - pressats tillbaka kraftigt. Detsamma gäller den offentliga verksamheten.

I ett avseende har dock utvecklingen fortsatt att vara problematisk; sysselsättningen. Trots ekonomins återhämtning har det visat sig svårt att få till stånd en snabb sysselsättningstillväxt. Det förtjänar dock att påpekas att antalet jobb i den privata sektorn - och då särskilt i tjänstesektorn - faktiskt har ökat kontinuerligt sedan 1995. Detta har emellertid inte i tillräcklig utsträckning kunnat kompensera bortfallet av arbetsplatser i bl.a. offentlig sektor och byggverksamhet under 1990-talet.

Låt mig nu efter denna genomgång av de senaste årens utveckling gå över till en diskussion om hur vi i Riksbanken ser på de närmaste två åren, den tid vi behöver överblicka för att kunna bedriva penningpolitik.

3. Budskapet i juni

I Riksbankens senaste inflationsrapport i juni i år presenterade vi en prognos om utvecklingen i svensk ekonomi och implikationerna för inflationsutvecklingen fram till andra kvartalet år 2000. Vi bedömde då att de senaste årens utveckling, med hög tillväxt och låg inflation, skulle komma att fortsätta de närmaste åren.

Konjunkturuppgången antogs fortsätta under prognosperioden med en tillväxt på runt 2,5 procent i år och 3 procent de kommande två åren. Prognosen byggde i allt större utsträckning på en expansion av den inhemska efterfrågan, medan ökningen i exporten successivt förväntades minska. Den privata konsumtionen förväntades ta fart, bl.a. till följd av att hushållens inkomster ökar.

Även om ekonomin förväntades fortsätta att växa i god takt de kommande åren gjorde Riksbanken bedömningen att inflationstakten skulle förbli låg, t.o.m. lägre

än vad vi tidigare hade förväntat. Den starka efterfrågan antogs förvisso leda till ett visst ökat inflationstryck under prognosperioden, men inte i någon oroande utsträckning. Ett skäl till detta var att produktivitetstillväxten samtidigt bedömdes bli god, vilket talade för att ekonomin inte skulle nå full kapacitet under de närmaste två åren. Riksbanken förutsatte att det fanns överkapacitet i ekonomin som helhet, även om kapacitetsutnyttjandet var högt inom vissa sektorer.

Inflationstrycket från omvärlden bedömdes också bli lågt till följd av låg internationell inflation, låga råvarupriser och en något starkare krona.

Förväntningarna om den framtida inflationen bland hushåll och aktörer på de finansiella marknaderna respektive inom industrin visade att de trodde på en låg inflation framöver. Förtroendet för den ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet föreföll således vara väl etablerat.

Riksbanken framhöll att osäkerheten i bedömningen om den framtida inflationen främst gällde huruvida denna skulle komma att bli ännu lägre än vad vi prognostiserat i huvudscenariot. En av de främsta osäkerhetsfaktorerna var krisen i Asien och vilka effekter denna skulle kunna få på den internationella konjunkturen och prisutvecklingen. Riskerna fanns att krisen skulle få större effekter än vad som antagits i huvudscenariot i junirapporten och via en svag efterfrågan och låg inflation i omvärlden ge ännu lägre prisstegringar i svensk ekonomi.

Sammantaget ledde detta fram till att Riksbanken i junirapporten reviderade ned sin samlade inflationsbedömning för de kommande åren. Mot bakgrund av att inflationstakten bedömdes ligga under målet ett till två år fram i tiden bedömde Riksbanken att det, i varje fall för en tid, fanns utrymme för en något mer expansiv penningpolitik. Reporäntan sänktes därför med 25 räntepunkter.

4. Vad har hänt sedan inflationsrapporten?

Låt oss då titta på den faktiska utvecklingen sedan början av sommaren.

Lågt internationellt pristryck

Asienkrisen har fördjupats under sommaren och osäkerheten förefaller ha ökat om krisens fortsatta förlopp. Fler länder i området förväntas nu få en lägre produktion under året. En av de främsta orsakerna till den sämre utvecklingen är den svaga japanska ekonomin. Osäkerheten är stor om den japanska krisens spridningseffekter till andra delar av världen och om utvecklingen i länder som Ryssland och Kina.

Effekterna av krisen i Asien kan nu skönjas i den ekonomiska tillväxten i USA och Storbritannien. Dessa ekonomier uppvisar tecken på avmattning som kan härledas till minskad export till Asien, men tecken finns också på att den inhemska ekonomin kommer att mattas av i dessa länder.

Tillväxtsituationen i euroområdet ser emellertid mer positiv ut. Återhämtningen förefaller vara stabil - i allt större utsträckning på grund av en starkare inhemsk efterfrågan - och inflationen ser ut att förbli låg.

Den samlade bilden av den internationella konjunkturen visar en utveckling som är något svagare än Riksbankens prognos i juni. Det internationella

inflationstrycket är lågt. Till detta bidrar de omfattande problemen i den japanska ekonomin och oron på världens börser.

Stark svensk ekonomi

Den svenska ekonomin tycks emellertid växa i god takt. Som förväntat visar statistiken att den inhemska efterfrågan successivt ökar allt snabbare, medan utrikeshandeln mattas.

Den privata konsumtionen växer starkt och flera faktorer talar för en fortsatt stark konsumtionsutveckling; hushållens förväntningar om den framtida egna ekonomin fortsätter att stiga, sysselsättningen växer och de disponibla inkomsterna ökar till följd av den låga inflationen samtidigt som finanspolitiken inte längre är lika stram. Osäkerhet om börsutvecklingen kan möjligen verka i motsatt riktning, men de börsfall som noterats är trots allt en rekyl på en relativt kraftig uppgång. Sedan årsskiftet har den svenska börsern stigit med 20 procent. Statistiken visar att även den offentliga konsumtionen och bruttoinvesteringarna utvecklas starkt.

Utrikeshandeln avmattas dock; exporten växer i långsammare takt samtidigt som importen ökar. Flera signaler pekar mot att avmattningen i exporten fortsätter. Exportorderingen har försämrats och förtroendet hos företagets inköpschefer har avtagit. Exporten kan emellertid påverkas i motsatt riktning till följd av försvagningen av kronan.

Statistiken över inflationsutvecklingen visar att inflationstrycket är fortsatt lågt i den svenska ekonomin. Priserna föll under juni och juli med 0,2 procent. Detta innebar en inflationstakt på 0,6 procent för båda månaderna mätt som tolv månaderstal.

Sammantaget förefaller det som om tillväxten i den inhemska efterfrågan kan komma att överstiga den bedömning för 1998 som gjordes i inflationsrapporten. Å andra sidan kan utrikeshandeln komma att bli något svagare än vad vi räknade med i juni. De siffror som inkommit om den realekonomiska utvecklingen sedan den senaste inflationsrapporten förefaller alltså inte motivera några stora prognosrevideringar. Inte heller har sommarens siffror för inflationen eller de undersökningar som regelbundet görs om inflationsförväntningarna ändrat perspektiven från försommaren.

Svagare krona

I inflationsrapporten räknade vi med en viss förstärkning av kronan under prognosperioden. Under sommaren har kronan försvagats och jag vill passa på att kommentera hur jag ser på kronutvecklingen sedan juni. Försvagningen har till stor del ägt rum i augusti. I effektiva termer (TCW) har kronan försvagats med drygt 3 procent sedan början av juni, från 119 till 123. Gentemot dollarn och D-marken är försvagningen drygt 5 respektive drygt 3 procent under samma period.

Flera skäl anges till försvagningen av den svenska kronan. En viss nedgång skedde redan i maj-juni i samband med räntesänkningen. Därefter förefaller kronans ha pressats av Asienoron, som drabbat mindre, utrikeshandelsberoende industriländer. Några marknadsbedömare menar att länder med en hög andel råvaruexport fått se sin valuta försvagas i samband med råvaruprisnedgången. Den

förklaringen är egentligen inte särskilt bra för Sverige, då det är svårt att belägga att Sverige skulle vara särskilt råvaruberoende längre.

Börsoron anses också ha haft en stor effekt på kronan under senare tid genom att utländska aktörer avyttrat svenska aktier och därmed sålt kronor mot utländsk valuta. Någon ny information som motiverar en oro kring den svenska ekonomiska utvecklingen har inte tillkommit sedan den senaste inflationsrapporten. Försvagningen av kronan förefaller alltså inte bero på förändrad tro om de ekonomiska grundförutsättningarna i den svenska ekonomin. Samma bild ger de traditionella mått på trovärdighet som kan beräknas med ledning av prisutvecklingen på de finansiella marknaderna. Differensen såväl i de långa räntorna gentemot Tyskland som i de förväntade framtida korta räntorna tyder på ett fortsatt stort förtroende för låginflationspolitiken.

Låt mig i det här sammanhanget bara kort påminna om kronans roll för penningpolitiken. Riksbanken har inte något mål för kronans kurs, utan inriktar politiken mot ett inflationsmål. Kronan kan ses som en av de indikatorer som används för att förutsäga inflationstrycket i svensk ekonomi - om än en av de viktigaste. Om växelkursen försvagas eller förstärks *varaktigt* kommer detta - *allt annat lika* - att påverka inflationen.

Den svåra uppgiften är alltså att bedöma hur varaktig växelkursrörelsen är och att lägga den bedömningen till den samlade inflationsbilden. De ekonomiska grundförutsättningarna talar för en förstärkning av kronan de kommande åren. Av samma skäl tror vi att den nuvarande försvagningen är tillfällig och att kronan på sikt ska stärkas igen. Men - och det är värt att understryka - om den kronförsvagning vi nu har sett kan bedömas bli bestående finns det också skäl att räkna med att den svagare växelkursen leder till högre inflation än vad vi förutsåg i inflationsrapporten. Det får i så fall konsekvenser för penningpolitiken. Allt under förutsättningen - förstås - att inte inflationsbilden parallellt har förbättrats av andra skäl.

När kronan har försvagats under senare tid, och oron ökat för fortsatt turbulens i Asien och på världens börser, har detta slagit igenom i prissättningen på räntemarknaden. Den tidigare bedömningen på marknaden var att det fanns utrymme för ytterligare räntesänkningar. Nu är bilden mer splittrad. Det tycker jag i grunden är naturligt eftersom kronan är en viktig faktor när vi bedömer inflationsutvecklingen.

Den samlade bilden

Sammanfattningsvis kan konstateras att den statistik som inkommit sedan juni i stort stöder den uppfattning om inflationsutvecklingen som vi då redovisade. Statistiken för den realekonomiska utvecklingen och inflationen antyder snarast möjligheten att inflationen ska utvecklas svagare än i vårt huvudscenario i junirapporten. Det handlar dock i så fall antagligen om marginella revideringar. Kronan har emellertid inte utvecklats i enlighet med vår prognos, den har försvagats. Hur detta ska värderas och vägas samman med övriga faktorer i en samlad bedömning av inflationsperspektiven är en fråga Riksbanken återkommer till i inflationsrapporten den 28 september.

5. Slutord

Jag har givit Riksbankens bild av den aktuella ekonomiska utvecklingen. Låt mig nu återknyta till det lite längre tidsperspektiv jag anlade i början av detta anförande och till den fråga som utgör tema för dagens inbjudna talare. Finns det utrymme för expansion i den svenska ekonomin? I detta sammanhang koncentrerar jag mig på två områden som hänger nära samman med penningpolitiken - arbetsmarknadens funktionssätt och finanspolitiken.

Den ekonomiska politik som förts under de senaste åren med tyngdpunkten på prisstabilitet och sunda statsfinanser har i flera avseenden givit gynnsamma resultat. Tillväxten har varit hög samtidigt som inflationen kunnat bibehållas på låg nivå. Samtidigt har tillväxten haft en strukturellt önskvärd sammansättning med inriktning på export och industriell expansion. Detta skapar i sig en bättre grund för en varaktig tillväxt i konsumtion framöver. Utlandsskulden har börjat minska.

Också inför de närmaste åren ser perspektiven goda ut. Produktionen förefaller kunna växa relativt snabbt med svenska mått mätt samtidigt som inflationen är relativt låg.

Det finns emellertid skäl att betona att det vi ser knappast är den färdiga lösningen på våra problem utan snarare de första viktiga stegen på vägen mot en mer balanserad utveckling.

Den positiva utvecklingen i svensk ekonomi har, för det första, ännu i begränsad utsträckning omfattat den *svenska arbetsmarknaden*. En anpassning av löneökningstakten ner mot långsiktigt mer rimliga tal har påbörjats. Men hur varaktig denna anpassning är vet vi inte. Vad händer i nästa lönerörelse om kapacitetsutnyttjandet då är högt? Fungerar arbetsmarknaden i övrigt tillräckligt smidigt för att nya jobb ska skapas och tillsättas i tillräcklig takt? Det här är en nyckelfråga. Om vi i Sverige inte lyckas hitta bra lösningar när det gäller lönebildningen och arbetsmarknadens funktionssätt kommer det inte att gå att i längden släppa fram en så kraftig expansion som vi haft i ekonomin under senare år.

En andra aspekt på den ekonomiska politiken som - liksom arbetsmarknadens problem - nära sammanhänger med Riksbankens verksamhet är *finanspolitiken*. Under senare år har den underlättat för penningpolitiken i första hand genom att budgetsaneringen återgivit den ekonomiska politiken en grundläggande stadga, men också genom att mer direkt - i ett konjunkturellt perspektiv - hålla tillbaka efterfrågan och prisimpulser. Så har emellertid långt ifrån alltid varit fallet under de senaste decennierna. Tvärtom har finanspolitiken periodvis förstärkt de ekonomiska cyklerna.

Jag tycker det är angeläget att varna för en upprepning av denna typ av misstag. Mitt i konjunkturuppgången hörs nu krav på expansiv finanspolitik i form både av ökade offentliga utgifter och ofinansierade skattesänkningar. Det finns starka skäl av långsiktig karaktär för att använda konjunkturuppgången till att bygga upp offentliga överskott och "samla i ladorna". På detta sätt ökas handlingsutrymmet i den ekonomiska politiken framöver. Det blir lättare att hantera både kommande nedgångar i ekonomin och strukturella utmaningar som en åldrande befolkning. En stramare finanspolitik minskar också belastningen på penningpolitiken och

ökar sannolikheten för att vi också under de närmaste åren ska kunna ha låga räntor och en stabil utveckling med god tillväxt i produktion och sysselsättning.