

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

ONSDAGEN DEN 1 SEPTEMBER 1999

Läget i svensk ekonomi

Föreningssparbanken i Ulricehamn

Först vill jag tacka för inbjudan att komma till Ulricehamn och prata om ett ämne som ligger en riksbankschef varm om hjärtat, nämligen läget i svensk ekonomi. Min avsikt är att beskriva utvecklingen som jag ser den och diskutera något kring vilka konsekvenser det kan få för den framtida penningpolitiken.

Starkare konjunkturutveckling än väntat

De senaste månaderna har den inkommande statistiken visat att konjunkturen är starkare än vad de flesta prognosmakare trodde så sent som i våras. Såväl den inhemska efterfrågan som efterfrågan i vår omvärld har ökat mer än väntat. Under det första halvåret i år beräknas BNP ha stigit med 3,7 procent jämfört med motsvarande period förra året.

De flesta bedömare är i färd med att revidera upp sina prognoser, om så inte redan skett. Riksbanken bedömde i inflationsrapporten i juni att tillväxten skulle bli 2,5 procent i år och 3 procent både år 2000 och 2001. Vid direktionens penningpolitiska diskussion den 12 augusti gjorde vi emellertid bedömningen att tillväxten kan komma att bli 3,5 procent 1999. Vi ansåg också att det fanns orsak att revidera upp tillväxten för de två kommande åren, även om utsikterna för dessa båda år är mer osäkra.

Det är inte bara totalproduktionen som utvecklats bättre än väntat. Det har även sysselsättningen. Under första halvåret i år tillkom ungefär 100.000 nya jobb jämfört med samma period förra året. Många av dessa tillkom i den privata sektorn.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

Arbetslösheten minskar också, om vi bortser från den tillfälliga och säsongsmässiga ökningen som skett under sommaren. Detta sker dock inte i samma takt som sysselsättningen ökar. Många söker sig alltså åter in på arbetsmarknaden när det finns arbete.

Samtidigt har prisökningarna varit måttliga. Den underliggande inflationen (UNDIX) - d.v.s. inflationen rensad för räntekostnader samt indirekta skatter och subventioner - har pendlat i intervallet 1,0 till 1,5 procent i årstakt under våren. Andra mått visar också på låg inflation, även om en uppgång skett i vissa råvarupriser främst olja.

Sammantaget utvecklas alltså svensk ekonomi mycket bra. Vi är på väg in på det sjunde året av gynnsam ekonomisk tillväxt - ca 3 procent i genomsnitt per år sedan vändningen sommaren 1993. Samtidigt finns det idag inga omedelbara hot mot prisstabiliteten.

Stigande marknadsräntor

Det förbättrade konjunkturläget och förväntningar om ett något högre inflationsstryck jämfört med tidigare har medfört att marknadsräntorna stigit runt om i världen. Så har skett även här hemma. Under sommaren har exempelvis den femåriga statsobligationsräntan stigit med drygt 1 procentenhet.

Samtidigt med detta har också differensen mellan denna ränta och andra räntor ökat. Räntorna på de långa lån som bostadsinstituterna och företagen tar upp har därmed stigit relativt sett mer än den ränta som staten får betala för ett lån på samma löptid. En femårig bostadsobligationsränta har stigit med omkring 1,3 procentenheter sedan juni. Motsvarande utveckling har noterats på de internationella finansiella marknaderna.

Differenser av de här slaget brukar ofta öka när osäkerheten om ränteutvecklingen tilltar. Utöver osäkerheten om räntornas utveckling i konjunkturuppgången anges även millennieskiftet som en bidragande orsak till de ökade differenserna. Oro för begränsad likviditet vid årsskiftet anses leda till att en del placerare och långtagare försöker att tidigarelägga sina affärer.

I det här sammanhanget vill jag passa på att understryka att Riksbanken - med det ansvar vi har för penningpolitiken och den finansiella stabiliteten - har de verktyg som behövs för att hantera eventuella likviditetsproblem som kan uppstå. Detta, tillsammans med det omfattande förberedelsearbete som skett i den finansiella sektorn, gör att millennieskiftet inte borde ses som något allvarligt problem.

De ändrade förväntningarna om det framtida inflationstrycket har fört med sig att även förväntningarna om penningpolitiken reviderats. I prissättningen på de finansiella marknaderna finns inbyggda förväntningar om att flera centralbanker - däribland Riksbanken - kommer att höja sina styrräntor under de kommande åren.

Intressant att notera är att de högre marknadsräntor som vi ser idag skulle - om de består - få en direkt påverkan på inflationen via hushållens räntekostnader på samma sätt som de kraftigt fallande räntorna under de senaste åren drastiskt dragit ned inflationen. I det här läget skulle inflationen, mätt med KPI, ganska snabbt dras upp mot målnivån av de högre räntekostnaderna och överstiga den underliggande inflationen, UNDIX. Därmed uppstår samma situation som penningpoliti-

ken stått inför många gånger under senare år, men med motsatta förtecken. Ett försök att bemöta den effekten med en åtstramning av penningpolitiken skulle förvärra de direkta effekterna och öka inflationen mätt som KPI ytterligare. Det är också skälet till att det är inflationen rensad för tillfälliga faktorer som står i centrum för penningpolitiken.

Centrala frågor kring penningpolitiken i konjunkturuppgången

Direktionen i Riksbanken bekräftade för ett par veckor sedan att den starkare tillväxten kan komma att leda till ett ökat pristryck. Penningpolitiken kan därmed komma att behöva föras i mindre expansiv riktning framöver.

Men direktionen betonade också att svensk ekonomi ännu inte befinner sig i en sådan situation. Utväxlingen mellan tillväxt och inflation är osäker och tidigare samband måste därför prövas i ljuset av ny information.

Jag tycker att den slutsatsen fortfarande står sig.

När Riksbanken börjar tala om en mindre expansiv penningpolitik kan jag tänka mig att det reser en del frågor. Jag tänkte passa på att diskutera några av dem här ikväll.

En första fråga skulle kunna vara; varför måste Riksbanken förstöra feststämningen? Svensk ekonomi har äntligen kommit in i en period av god tillväxt, ökad sysselsättning och minskad arbetslöshet samtidigt som inflationen är låg. Varför måste företrädare för centralbanken tala om att räntan behöver höjas i en sådan situation? Kan inte det leda till att arbetslösheten ökar igen?

En andra fråga är hur snabbt svensk ekonomi kan växa utan att risker för inflation uppkommer? Kan det vara så att även den svenska ekonomin uppvisar nya tendenser såsom vissa bedömare hävdar gäller för den amerikanska, d.v.s. att tillväxten kan vara högre utan att inflationen tar fart? Om så är fallet, varför pratar då Riksbanken om behov av räntehöjningar?

Låt mig börja med den första frågan.

Varför förstöra feststämningen?

Historien lär oss att när efterfrågan ökar snabbare än vad ekonomin uthålligt förmår producera ökar efter hand risken för kapacitetsbegränsningar och flaskhalsar, vilket i sin tur leder till stigande priser och löner. Samtidigt är det så att en förändring av styrräntan inte får effekt på ekonomin förrän ett till två år senare, varför centralbanken måste blicka framåt för besluten om penningpolitiken idag. Om en situation av den här typen riskerar att uppstå är det därför bättre att på ett tidigt stadium söka bromsa förloppet med en mindre räntehöjning. Efterfrågan kan då fås att växa i samma takt som produktionskapaciteten i ekonomin, vilket kan ge en stabilare tillväxt. Genom att agera förutsägbart och i god tid kan förhoppningsvis kraftiga förändringar i ränteläget undvikas. Ekonomins aktörer kan samtidigt fortsätta att utgå från en stabilt låg inflation.

Utvecklingen i den amerikanska ekonomin är ett exempel på de goda resultat framåtsyftande penningpolitik kan åstadkomma. Genom en väl avvägd åtstramning

av penningpolitiken i god tid har den amerikanska centralbanken bidragit till en långvarig och hållbar tillväxt. Den amerikanska styrräntan har pendlat mellan omkring 4,5 och 6,0 procent efter den gradvisa höjningen från 3 procent mellan 1994 och 1995. Samtidigt har den amerikanska ekonomin utvecklats synnerligen väl och visat den längsta perioden med oavbruten tillväxt under efterkrigstiden. Det latent inflationstrycket har kunnat hållas tillbaka, utan att tillväxten har knäckts. Det var också sådana motiv som låg bakom höjningen i förra veckan. Saneringen av de amerikanska statsfinanserna har även bidragit till den positiva utvecklingen.

Om inflationen däremot redan har hunnit bli hög och förväntas bestå kan det istället tvinga centralbanken att ta i med större räntehöjningar för att på så vis markera sin vilja att nå inflationsmålet. Detta försvagar ekonomin och arbetslösheten riskerar att stiga igen.

Så här långt förefaller resonemanget - och vilket alternativ som är det mest fördelaktiga - te sig ganska enkelt, men nu börjar det svåra. Hur lyckas centralbanken åstadkomma en väl avvägd höjning såväl vad gäller tidpunkt som storlek? En kraftig och snabb räntehöjning skulle kunna leda till att efterfrågan dämpas för tidigt och för mycket, samtidigt som inflationen riskerar att underskrida prisstabilitetsmålet på 2 procent.¹ Det är naturligtvis inte önskvärt. Därmed är vi inne på min andra fråga. Hur snabb faktisk BNP-tillväxt klarar svensk ekonomi utan att inflationen tar fart?

Hur snabbt kan svensk ekonomi växa?

Det finns en tendens att i situationer av snabba förändringar använda etiketter av typ "den nya ekonomin". Rent logiskt skulle det innebära att det skulle finnas "en gammal ekonomi" som fungerat sämre. Jag tror att det är missvisande. Den svenska ekonomiska utvecklingen visar att det finns perioder i vår historia då den svenska ekonomin fungerat utomordentligt bra. 1950- och 60-talen är ett exempel. Samtidigt finns det perioder där det gått mindre bra. 1970- och 80-talen är en illustration på detta.

Begreppet ny ekonomi skulle kunna användas om jämförelsen enbart skulle gälla det nuvarande respektive det förra årtiondet. Det finns tecken på att svensk ekonomi fungerar bättre på 1990-talet än på 1980-talet. Men vad menas egentligen med detta begrepp.

En – av flera – tolkningar av uttrycket "ny ekonomi" är att ekonomins långsiktiga tillväxtbana skulle ligga högre till följd av en trendmässigt bättre produktivitetsutveckling. För varje given insats av produktionsfaktorerna arbete och kapital skulle alltså ekonomin kunna klara en snabbare tillväxt totalt sett. Om ekonomins utbudssida fungerar bättre kan följaktligen även dess efterfrågesida expandera snabbare utan att flaskhalsar och inflation uppkommer.

¹ Jag utgår då inte från konsumentprisindex utan från ett mått på underliggande inflation som t.ex. UNDIX, som SCB publicerar löpande för Riksbankens räkning. Det måttet är rensat för boenderäntor och indirekta skatter. Om Riksbanken höjer räntan för tidigt kan det dra upp boenderäntorna i en omfattning som ändå gör att KPI hamnar över målet, medan UNDIX hamnar under det. Vi har varit i den omvända situationen under senare år när räntan har sänkts.

En av drivkrafterna bakom den nya och bättre fungerande ekonomin i USA brukar ibland sägas vara den snabba utvecklingen av data- och telekommunikation. Tanken är att denna utveckling förbättrat produktions- och distributionsprocesserna och därmed lagt grunden för en snabbare produktivitetstillväxt i ekonomin.

För USA:s del räknar en del med att den potentiella tillväxttakten skulle ha höjts från 2 till 3 procent. Även i Sverige tycks den potentiella tillväxttakten ha ökat något - åtminstone jämfört med 1980-talet - men har av allt att döma inte blivit så hög som 3 procent per år.

En vanlig - men inte helt säker - uppskattning är att svensk ekonomi numera ut hålligt kan växa med 2 till 2,5 procent per år. Om tillväxten är högre än denna nivå sjunker arbetslösheten och om den är lägre stiger den. Nivån på arbetslösheten bestäms emellertid inte uteslutande av hur stark efterfrågetillväxten är. Andra faktorer spelar in - såsom ekonomins struktur - och vid någon nivå på arbetslösheten leder ökad stimulans av tillväxten enbart till att flaskhalsar och bristsituationer uppstår. Detta leder till att lönekostnaderna stiger på ett sätt som inte är förenligt med låg och stabil inflation.

BNP-utvecklingen under första halvåret 1999 på 3,7 procent ligger alltså över varje rimlig bedömning av hur snabbt svensk ekonomi kan växa långsiktigt. Under en period kan dock en så hög tillväxttakt vara möjlig om företagen har möjlighet att rekrytera den arbetskraft de behöver, t.ex. om ekonomin är på väg upp ur en situation med hög arbetslöshet. Så har varit fallet på den svenska arbetsmarknaden och löne- och pristryck har därmed kunnat förbli lågt. Några dramatiska förändringar väntas inte heller på löneområdet inom den närmaste framtiden. Men frågan är hur länge denna situation kan bestå i nuvarande konjunkturförlopp. Hur lågt kan arbetslösheten falla utan att det uppkommer mer allmänna rekryteringsproblem för företagen?

Redan idag - med den höga arbetslöshet som råder - är det svårt att rekrytera exempelvis datakonsulter och en del andra yrkeskategorier. Läget på vissa delar av arbetsmarknaden i Stockholm är också mer pressat än på andra orter. Men ännu så länge förefaller det vara frågan om tämligen begränsade flaskhalsproblem. Det finns ännu inga tecken på en mer utbredd bristsituation. Positiva tecken är att matchningen mellan arbetssökande och arbetstagare ännu så länge går förhållandevis smidigt och att bristen på yrkesarbetare inom industrin visserligen har stigit, men alltså ligger på en relativt sett låg nivå. Likaså har statistiken över löneglidningen hittills i år om något visat på lägre ökning än väntat.

God trovärdighet gynnar prisstabilitet

Erfarenheten från 1990-talet och längre tillbaka är att de samband man tyckt sig finna i olika ekonomiska modeller ständigt måste ses över och ifrågasättas. Framförallt kan de aldrig utnyttjas okritiskt för att göra prognoser om framtiden. Så mycket sker i olika ekonomier, inte minst med den ekonomiska politiken, att tidigare sanningar löpande måste omprövas.

Inflationen de senaste åren har dämpats av flera skäl. Den importerade inflationen har varit låg till följd av dämpade råvarupriser i samband med Asienkrisen. Dessutom har den svenska produktiviteten utvecklats mer gynnsamt än tidigare. Ett annat viktigt skäl är att förtroendet för penningpolitiken och den ekonomiska poli-

tiken i stort ökat. Varje mätning som görs, liksom den underliggande prissättningen i marknaden, visar att ingen förväntar sig att inflationen på lite sikt ska hamna annat än på 2 procent.

Inflationsmålet förefaller därmed utgöra ett tydligt ankare för prisbildningen. Under 1970- och 1980-talen var det inte bara aktivitetsläget i svensk ekonomi som påverkade inflationsutsikterna. Relativt tvära kast i de mer långsiktiga inflationsförväntningarna bidrog också. Några sådana kast finns inte på samma sätt idag. Ekonomins aktörer räknar helt enkelt, och på goda grunder, med att Riksbanken ska agera om det finns tecken på spirande inflation. I en sån värld står framför allt ekonomins aktivitetsläge i centrum för den övergripande prisbildningen. Den förbättrade trovärdigheten är alltså en ytterligare faktor som kan ha bidragit till en lägre nivå på inflationen trots en relativt stark tillväxt.

Samtidigt ligger det ett stort ansvar på Riksbanken att noga följa de mer långsiktiga inflationsförväntningarna för att bibehålla den trovärdighet som vunnits under senare år.

Svåra bedömningar om efterfrågan

En fråga som naturligtvis måste finnas med i bedömningarna är om den snabbare efterfrågetillväxt vi upplevt, inte minst under 1999, kommer att bestå. I detta sammanhang är det viktigt att tänka på att så länge penningpolitiken är expansiv kommer normalt efterfrågeutvecklingen att vara snabbare än vad som i längden är möjligt. Men en viss åtstramning av ekonomin har förstås redan påbörjats via uppgången i långa räntor de senaste månaderna.

Samtidigt kan dock såväl den svenska som den internationella ekonomin komma att utsättas för oväntade störningar. Vi måste komma ihåg att det inte var någon som förutspådde Asienkrisens omfattning och förlopp. Inte heller uppmärksammades de risker som låg till grund för den internationella finansorn förra hösten på ett tidigt stadium. Vår kunskap om den här typen av fenomen är ännu så länge begränsad. Frågan är om vi någonsin kommer att kunna göra säkra förutsägelser på detta område. De modeller som nu prövas är helt enkelt för grova. De tenderar att slå larm om händelser som aldrig inträffar och missa de som faktiskt gör det.

Även om bilden ser ljus ut vet vi att det finns länder i världsekonomin som är sårbara och där läget kan förvärras. Likaså är aktiekurserna inte minst i USA högt uppdrivna. Den amerikanska ekonomin har även obalanser som kan komma att påverka utvecklingen framöver.

Men man kan också tänka sig att efterfrågan i Sverige kan komma att växa ännu snabbare. Vi vet inte hur andra delar av den ekonomiska politiken kommer att läggas upp mer i detalj. Jag tänker särskilt på den aktuella diskussionen om skattepolitikens inriktning. Riksbanken är på intet sätt motståndare till skattesänkningar. Tvärtom skulle strategiska skattesänkningar kunna göra att svensk ekonomi fungerar bättre och därmed kunna växa snabbare. Men det är vår skyldighet att varna för en skattepolitik som ytterligare skulle driva på en redan snabb konsumtionsutveckling och därmed leda till överhettning i svensk ekonomi. Samtidigt tror jag att olika beslutsfattare är medvetna om dessa risker.

Alla dessa faktorer gör sammantaget att bedömningar om den framtida efterfrågeutvecklingen är svåra att göra. Det finns alltså skäl att noga följa utvecklingen.

Avslutning

För egen del ser jag i dagsläget inga direkta, omedelbara hot mot prisstabiliteten i den svenska ekonomin. Jag tror emellertid att en fortsatt stark efterfrågeutveckling - allt annat lika - ställer krav på att vi i Riksbankens direktion funderar kring hur vi bäst kan vinnlägga oss om en fortsatt stabil tillväxt i den svenska ekonomin. Med vilken takt och med vilken säkerhetsmarginal ska efterfrågan återföras till den takt som är långsiktigt hållbar? Behöver vi skaffa oss den försäkring som en tidig, mindre räntehöjning innebär? Eller kan vi vänta? Det är något man kan ha lite olika uppfattningar om.

Min egen uppfattning är att det ännu inte finns skäl att minska den expansiva effekten på svensk ekonomi som penningpolitiken för närvarande har. Någon gång i konjunkturuppgången kommer det att krävas en ändring av penningpolitiken, men jag anser fortfarande att det är en öppen fråga när så ska ske. Jag och mina direktionskolleger - och alla de som analyserar oss - måste noga följa den statistik som kommer. Ny kunskap och nya insikter måste kontinuerligt vävas in i analysen.

Att - som det står i lagstiftningen - upprätthålla ett fast penningvärde betyder alltså att Riksbanken ger sitt bidrag till att tillväxten i svensk ekonomi blir uthållig.