

# Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

---

MÅNDAGEN DEN 4 OKTOBER 1999

## Några aktuella penningpolitiska frågor

### Stora räntedagen

Den svenska ekonomin har under 1999 visat en imponerande styrka. Under första halvåret beräknas BNP ha stigit med 3,4 procent jämfört med motsvarande period förra året. Sysselsättningen har samtidigt stigit med ungefär 100.000 personer. Arbetslösheten har dock inte minskat i motsvarande utsträckning eftersom många åter sökt sig ut på arbetsmarknaden när det finns arbete. Såväl den totala som den öppna arbetslösheten faller dock tillbaka från tidigare höga nivåer.

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 hittills i år.

Bilden efter sommaren tycks bekräfta att tillväxten och sysselsättningen fortsätter att utvecklas gynnsamt och det förefaller inte finnas några omedelbara hot mot prisstabiliteten. Men det gäller naturligtvis att vara vaksam, särskilt som svensk ekonomi befinner sig i ett uppåtgående konjunkturläge. Riksbanken måste blicka ganska långt framåt då vi fattar beslut om ränteförändringar eftersom politiken verkar med eftersläpning. Det är inflationsutsikterna om ett till två år som är centrala för våra avvägningar.

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

## En titt i backspegeln

Den aktuella bilden av svensk ekonomi står i skarp kontrast till den situation som rådde då vi träffades på Stora räntedagen förra hösten. Då präglades stämningen av Asienkrisen, den ryska betalningsinställelsen, problemen i hedgefonden Long Term Capital Management och de fallande kurserna på de internationella aktie-marknaderna.

Problemen i Long Term Capital Management väckte farhågor om att banker runt om i världen skulle bli så försiktiga i sin kreditgivning att detta i sig skulle förlama världsekonomin. Ett tecken på att en sådan kreditåtstramning faktiskt var i annalkande under förra hösten var de ökade skillnaderna i räntevillkor mellan låntagare med hög respektive lägre kreditvärdighet som visade sig på marknaden.

Den finansiella krisen förra hösten bedömdes alltså få negativa reala effekter utöver de problem som krisen i Asien orsakade. Prognosmakare ändrade sina bedömningar och reviderade ned tillväxt- och inflationsutsikterna för världsekonomin. Det gjorde även centralbanker runt om i världen och Riksbanken var inget undantag. Styrräntor sänktes i flera länder. Mellan försommaren 1998 och våren 1999 sänkte Riksbanken reporäntan i flera steg från 4,40 till 2,90 procent, d.v.s. med 150 räntepunkter.

Av allt att döma har centralbankernas agerande mildrat effekterna från de olika finansiella störningar som världsekonomin upplevt de senaste åren. Samtidigt har det funnits inslag av självläkande krafter i processen. Allt detta har gjort att utsikterna för de närmaste åren åter ter sig gynnsamma, såväl för världsekonomin i stort som för den svenska ekonomin.

Samtidigt kan den internationella ekonomin komma att utsättas för nya oväntade störningar. Vi måste komma ihåg att det inte var någon som förutspådde Asienkrisens omfattning och förlopp. Inte heller uppmärksammades på ett tidigt stadium de risker som förorsakade den internationella finansorn förra hösten.

Vår kunskap om den här typen av fenomen är begränsad. Frågan är om vi någonsin kommer att kunna göra goda förutsägelser på detta område. De modeller med ledande indikatorer som nu prövas är ofta 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 snabbt kan förvärras. Aktiekurserna, inte minst i USA, är högt uppdrivna. De obalanser som finns i den amerikanska ekonomin kan komma att påverka utvecklingen framöver. Men eftersom dessa förlopp är genuint svåra att förutspå kan centralbankerna inte göra mycket annat än att ta sig an en ny situation om den skulle råka inträffa.

## Reporäntan för låg i ett längre perspektiv

Efter de sänkningar som genomförts ligger idag reporäntan på 2,9 procent. Detta är troligen en nivå som är för låg över en hel konjunkturcykel även i en ekonomi där inflationsförväntningarna stabiliserats kring inflationsmålet på 2 procent.

Penningpolitikens inriktning kan för närvarande alltså betecknas som relativt expansiv. Även finanspolitiken kommer med de åtgärder som föreslagits att ha en mer expansiv effekt på efterfrågan framöver. Det bidrar normalt, och i frånvaro av negativa störningar, till att den faktiska BNP-utvecklingen växer i snabbare takt än vad ekonomin i längden klarar av. Om detta tillåts pågå för länge kan olika typer av flaskhalsproblem och inflationstendenser uppstå. Efter hand kan även den mer långsiktigt förväntade inflationen justeras upp. Detta kan leda till en pris- och lönespiral som gör att inflationsmålet överskrids.

Med den uppgift som Riksbanken fått sig tilldelad av riksdagen, ”att upprätthålla ett fast penningvärde”, måste en sådan utveckling förhindras. För att motverka att inflationen tar fart i samband med en konjunkturuppgång måste alltså reporäntans nivå förr eller senare normaliseras. Inom Riksbanken pågår också en diskussion kring detta, något som framgår av det offentligt gjorda protokollet från direktionens sammanträde den 12 augusti. Vår uppgift är alltså mot denna bakgrund att avgöra när – inte om - det är lämpligt att inleda rörelsen mot en mindre expansiv penningpolitik.

Rent allmänt kan man säga följande om valet av tidpunkt för den typen av penningpolitiska åtgärder: Om Riksbanken väntar för länge med att genomföra en nödvändig ränteförändring finns risken att räntehöjningen - när den väl kommer - måste bli större för att överhettning och inflationstendenser ska kunna undvikas. Detta skulle kunna leda till alltför stor instabilitet i produktion och sysselsättning.

Att en högre reporänta inte behöver innebära ett hinder för en fortsatt gynnsam utveckling och till och med rentav en förutsättning för en uthållig bra sysselsättning och tillväxt illustreras av den amerikanska centralbankens agerande. Genom väl avvägda höjningar av styrräntan verkar den amerikanska centralbanken ha bidragit till den längsta tillväxtperiod i USA under efterkrigstiden. Den amerikanska styrräntan har pendlat mellan 4,5 och 6 procent efter den gradvisa höjningen från 3 procent mellan 1994 och 1995.

När allt detta väl är sagt måste man också lägga till att det inte är alldeles enkelt att åstadkomma en väl avvägd höjning av reporäntan varken vad gäller tidpunkt eller storlek. Man kan förstås tänka sig ett tidigt agerande och genomföra en mindre räntehöjning, trots att det inte finns några egentliga indikationer på framväxande inflationstryck. En sådan åtgärd kan ses som en försäkring mot det dåliga utfall som en acceleration av inflationen skulle kunna innebära. Men det finns också andra aspekter, som det enligt min mening är viktigt att analysera och som bör vägas in.

## Minskad inflationsbenägenhet?

Ett skäl till att agera med extra eftertänksamhet i penningpolitiken är att utväxlingen mellan tillväxt och inflation kan ha förändrats. Under hela 1990-talet har inflation och realekonomisk aktivitet i många länder - däribland Sverige - utvecklats

på ett sätt som förefaller vara svårt att förklara med hjälp av historiska erfarenheter av sambandet mellan dessa båda variabler.

Detta har givit upphov till en diskussion, bl.a. i USA, om makroekonomin nu befinner sig i en ny strukturell situation som medför att ekonomin kan växa snabbare än tidigare utan att inflationstendenser behöver uppstå. En av drivkrafterna bakom den nya och bättre fungerande amerikanska ekonomin brukar ibland sägas vara den snabba utvecklingen av data- och telekommunikation. Resultatet är att denna utveckling förbättrar produktions- och distributionsprocesserna och därmed lägger grunden för en snabbare produktivitetstillväxt.

För USA:s del tycks produktiviteten ha ökat mer påtagligt. Det finns bedömare som räknar med att den potentiella tillväxttakten kan ha stigit från 2 upp till 3 procent per år och kanske rentav ytterligare något.

Det mesta pekar också på att arbetsproduktiviteten i Sverige ökat snabbare under 1990-talet jämfört med 1980-talet. Det handlar kanske om en halv procentenhet. Det är också det som ligger bakom den vanliga – men inte helt säkra – uppskattningen att svensk ekonomi numera kan växa uthålligt med 2 till 2,5 procent per år. Men någon mer påtaglig ökning av produktiviteten, och därmed tillväxtpotentialen, i likhet med den amerikanska finner vi ännu så länge inte i svenska data. Där emot är det sannolikt så att den snabba utvecklingen av data- och telekommunikation kommer att ha en stark inverkan på produktions- och distributionsprocesserna också i vårt land framöver. Sverige ligger långt framme när det gäller användandet av Internet. Det är emellertid ännu så länge oklart när denna utveckling ger effekter på tillväxten i vid mening.

En intressant observation är att uppgången i den amerikanska produktivitetstillväxten inträffade ganska sent i konjunkturcykeln. Där är den svenska ekonomin inte ännu. I en normal konjunkturcykel, utan någon förändring i ekonomins potentiella tillväxt, visar statistiken att produktivitetstillväxten tenderar att avta ju längre fram i uppgångsfasen ekonomin befinner sig. Så var det t.ex. i Sverige i slutet av 1980-talet.

Möjligen betar sig en ekonomi annorlunda i ett läge då låg inflation etablerats, vilket skulle kunna tala för en bättre produktivitetstillväxt även i Sverige under nästa och påföljande år. Utvecklingen i Storbritannien stämmer dock inte med denna bild. Konjunkturen där har varit starkare relativt sett de allra flesta andra länder i Europa, men inte heller där syns än så länge några tydliga tecken på bättre produktivitetstillväxt.

Om det inte direkt går att peka på en påtagligt snabbare produktivitet som orsak till den lägre inflationsbenägenheten i Sverige under 1990-talet jämfört med historiska samband, vad kan då vara förklaringen? Låt mig diskutera två möjligheter; själva inflationsprocessen och graden av lediga resurser och i det sammanhanget analysera vad de betyder för den framtida inflationen.

### **Har inflationsprocessen ändrats?**

Den kanske mest näraliggande förklaringen till att inflationen blivit lägre under 1990-talet än vad historiska samband mellan inflation och efterfrågeutveckling an-

nars skulle tyda på är sannolikt den omfattande nedgången av inflationsförväntningarna. Studier inom Riksbanken ger också argument som talar i den riktningen.

Från att ha legat på mellan 6 och 8 procent under 1970- och 80-talen har de mer långsiktiga inflationsförväntningarna gradvis fallit till ca 2 procent under de senaste åren. Det är en imponerande utveckling och i grunden ett resultat av det regimskifte som genomförts sedan slutet av 1980-talet inom en rad olika områden. Det förefaller också som om förväntningarna nu är relativt stabilt förankrade kring den nivån.

När väl en låginflationsregim etablerats och allmänheten ställt in sig på långsiktigt låga prisstegringar bestäms inflationen i huvudsak av hur efterfrågan i ekonomin förhåller sig till produktionskapaciteten. Men i en desinflationsprocess verkar både ett lågt kapacitetsutnyttjande och fallande inflationsförväntningarna nedpressande på den faktiska inflationen. Det kan då se ut som om sambandet mellan efterfrågeläget och inflationen påverkats. Bilden under 1990-talet har dominerats av nedgången i den förväntade inflationen. Det har helt enkelt gjort det svårt att analysera det partiella sambandet mellan efterfrågeläget och inflationen. Det gäller inte minst då storheter som produktionsgap och strukturell arbetslöshet och deras inverkan på inflationsprocessen blir svåra att fastställa statistiskt.

Det tycks dock finnas visst stöd för hypotesen att inflationens känslighet för ändringar i resursutnyttjandet har ändrats under 1990-talet jämfört med 1980-talet. Både anekdotisk information och mer genomarbetade studier förefaller tala för det. Kanske är det så att inflationsprocessen påverkas av den låginflationsmiljö som Sverige nu upplever. Många studier har tidigare visat att låg inflationen också är förknippad med låg variabilitet i inflationstakten. Vad vi ännu inte vet är om denna lägre känslighet för variationer i efterfrågeläget är helt symmetrisk.. Det finns naturligtvis en möjlighet att den är förknippad med ett lågt resursutnyttjande och att situationen kan ändras när faktisk BNP närmar sig ekonomins mer långsiktiga tillväxtbana.

### **Hur mycket lediga resurser finns det?**

Det låga resursutnyttjandet efter krisen i början av 1990-talet har haft en nedpressande inverkan på den fallande inflationstakten, även om inverkan från de sjunkande inflationsförväntningarna tycks ha dominerat. Nu växer efterfrågan snabbare än vad som är långsiktigt hållbart. Då hamnar naturligen graden av lediga resurser i centrum för inflationsanalysen.

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 under 1990-talet tyder dock på en högre flexibilitet hos företagen än tidigare, såväl vad gäller användningen av den existerande kapitalstocken som investeringar i ny teknik, maskiner och anläggningar när efterfrågan stiger. Det talar snarast för att det inte är graden av lediga resurser på kapitalsidan som är det viktiga i nuläget.

Istället är det sannolikt arbetsmarknaden som bör stå i centrum för en analys av graden av lediga resurser i svensk ekonomi. För det talar också att lönerna är den tyngsta kostnadsposten när man analyserar prisutvecklingen på makronivå. Lönekostnaderna svarar nämligen för drygt två tredjedelar av BNP.

Även om arbetslösheten har fallit på senare tid ligger den alltså på en hög nivå. Detta gäller särskilt om man jämför med situationen under efterkrigstiden och fram till början av 1990-talet. Med det som utgångspunkt kanske en del skulle säga att det finns gott om lediga resurser i svensk ekonomi.

Men erfarenheten från andra europeiska länder har lärt oss att när en ekonomi utsatts för en svår störning, som den i början av 1990-talet, finns det en tendens att arbetslösheten fastnar - i vart fall under en tid - på en hög nivå. Inte ens med en expansiv ekonomisk politik går det att få ned denna s.k. strukturella arbetslöshet eller jämviktsarbetslöshet. Det enda som i slutändan åstadkoms om ett sådant försök ändå genomförs är en genomsnittligt högre inflation och sannolikt en sämre fungerande ekonomi. Orsaken är att lönekostnaderna tenderar att anpassa sig uppåt i takt med att den expansiva ekonomiska politiken verkar och förväntningarna om en långsiktigt högre inflation etableras.

Med detta synsätt skulle man alltså kunna dela upp arbetslösheten i en strukturell och en konjunkturell del. Om man mer precist kunde fastställa hur hög den strukturella delen av arbetslösheten är, vore det lite lättare att avgöra hur mycket expansionsutrymme det finns kvar i svensk ekonomi utöver den långsiktigt möjliga tillväxttakten.

Som alltid när man går från teori praktisk politik blir allt genast mycket svårare. Man måste förlita sig på uppskattningar och sådana är av naturen behäftade med osäkerhet och ska därför tolkas med försiktighet.

Uppskattningar som gjorts tyder på att den svenska jämviktsarbetslösheten har ökat under 1990-talets inledande år och ligger någonstans i intervallet 4,5 till 7,5 procent, uttryckt som öppen arbetslöshet.<sup>1</sup> Även OECD räknar med en kraftig ökning under 1990-talet och bedömer i en Sverigerapport att jämviktsarbetslösheten ligger omkring 6 procent.<sup>2</sup>

Alla är dock inte eniga om att jämviktsarbetslösheten skulle ha stigit kraftigt.<sup>3</sup> Även om vi inte kan vara säkra på var den exakta nivån ligger, talar ändå det faktum att den nuvarande höga arbetslösheten annars skulle ha en starkt återhållande inverkan på lönebildningen för att så är fallet. Den faktiska löneutvecklingen tyder dock inte på det. Tvärtom stiger lönerna i genomsnitt i Sverige alltså något snabbare än i våra viktigaste konkurrentländer.

Med tanke på att den öppna arbetslösheten för närvarande är omkring 6 procent och därmed inom det angivna intervallet för den strukturella arbetslösheten, eller jämviktsarbetslösheten, skulle detta tyda på att svensk ekonomi ligger relativt nära fullt resursutnyttjande. Men det är viktigt att Riksbanken inte genom sin penningpolitik i onödan hindrar arbetslösheten från att sjunka speciellt som beräkningarna av jämviktsarbetslösheten är mer eller mindre osäkra. All kompletterande information rörande utvecklingen på arbetsmarknaden bör därför utnyttjas.

---

<sup>1</sup> Se t.ex. Lars Calmfors, (1995), "Will high unemployment in Sweden become persistent?", Swedish Economic Policy Review, vol 2, No 1.

<sup>2</sup> Economic Surveys - Sweden 1999, OECD, Paris.

<sup>3</sup> Se t.ex. Rune Åberg, (1997), "Är stigande jämviktsarbetslöshet huvudproblemet på arbetsmarknaden?", Ekonomisk Debatt, årgång 25, nr 1.

I en ekonomi som kommer allt närmare kapacitetstaket bör man förvänta sig att vissa statistiska fenomen uppträder med ökad intensitet och frekvens. Även anekdotisk information talar i en sådan situation i samma riktning. Det handlar bl.a. om flaskhalsproblem på arbetsmarknaden och att företag rapporterar om svårigheter att rekrytera utbildad arbetskraft. Men det kan också visa sig i form av ökad benägenhet att ta till konfliktvapen, vare sig det handlar om vanliga strejker eller otillåtna konflikter. Företag tvingas också kompromissa med rekryteringskraven och måste anställa mindre kvalificerad personal för att kunna möta efterfrågan på varor och tjänster.

Under de senare månaderna har några sådana tecken kommit. Redan idag har företagen svårt att rekrytera exempelvis datakonsulter och en del andra yrkeskategorier. Läget i vissa delar av landet är också mer ansträngt än på andra. Det talar för att svensk ekonomi rör sig mot en situation där företagen får det gradvis allt svårare att möta efterfrågan på varor och tjänster. Med andra ord rör vi oss mot ett läge där efterfrågan ökar för snabbt. Samtidigt är det än så länge fråga om tämligen begränsade flaskhalsproblem. Det finns ännu inga tecken på en mer utbredd brist-situation som skulle kunna generera störande inflationsimpulser. Matchningen mellan arbetssökande och arbetstagare går fortfarande relativt smidigt och statistik för löneutvecklingen hittills i år visar om något på lite lägre ökningarna än väntat. Detta skulle kunna tala för en viss respitid för penningpolitiken.

### **Avslutning**

I morgon sammanträder Riksbankens direktion för att fatta tre olika beslut. För det första ska årets tredje inflationsrapport antas. Därefter ska vi enas om det anförande som jag ska hålla i riksdagens finansutskott på onsdag och som speglar direktionens syn på penningpolitiken. Sist men inte minst ska vi diskutera inflationsanalysens betydelse för den framtida reporäntan.

Den fråga vi har att ta ställning till är om reporäntan ska höjas eller hållas kvar på oförändrad nivå ännu ett tag. Jag har idag diskuterat några frågor som säkert kommer upp också vid morgondagens diskussion i direktionen. Som alltid handlar det om att skapa sig en sammanvägd bild utifrån den mängd av indikatorer på inflationstrycket som Riksbanken studerar. Med den nya direktionen handlar det också om att sex individers personliga uppfattning om denna bild ska sammanvägas till ett gemensamt penningpolitiskt beslut.

Men jag vill inte nu gå händelserna i förväg - resultatet av dessa diskussioner och sammanvägningar kommer att redovisas på onsdag.