

# Anförande

Vice Riksbankschef Kerstin Hessius

FREDAG DEN 29 OKTOBER 1999

## Den nya ekonomin och den långa boomen

Konjunkturbarometern för Östergötland  
Östgöta Enskilda Bank och Östsvenska Handelskammaren  
Mjärdevi Science Park, Linköping

Det är ingen överdrift att säga att läget i den svenska ekonomin idag ser betydligt ljusare ut än när jag talade här i Linköping för ett år sedan. Då diskuterades huruvida den privata konsumtionen, som var den primära motorn för efterfrågan, skulle kunna vända de negativa utsikterna i industrisektorn. Den finansiella turbulens som rådde i världsekonomin visade sig emellertid få begränsade reala konsekvenser. Centralbankernas agerande med räntesänkningar har sannolikt bidragit till den snabba återhämtningen.

De internationella konjunkturutsikterna är således avsevärt gynnsammare i dagsläget. I Sverige är optimismen inför framtiden stor såväl hos hushåll som företag och den inhemska efterfrågan förväntas fortsätta att utvecklas starkt de kommande åren. Sysselsättningen ökar nu också i hygglig fart samtidigt som den offentliga sektorns finanser stärks.

De flesta bedömare, Riksbanken inkluderad, har påtagligt reviderat upp prognoserna för BNP-tillväxten i år och de kommande åren. I takt med det förbättrade konjunkturläget har inflationsförväntningarna i ekonomin stigit något men ligger fortfarande på en låg nivå. Reporäntan ligger för närvarande på 2,9 procent och penningpolitikens inriktning är att beteckna som expansiv vilket kan bidra till att

SVERIGES RIKSBANK

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

den faktiska BNP-utvecklingen växer i snabbare takt än vad ekonomin i längden klarar av. Om detta tillåts pågå för länge uppkommer olika typer av flaskhalsproblem och inflationstendenser. Det måste givetvis förhindras.

I tidigare högkonjunkturer, under 1970- och 1980-talen, har ofta åtstramningar kommit för sent vilket har lett till att produktions- och sysselsättningstillväxten fått ett abrupt slut. Det får inte ske denna gång. Syftet med penningpolitiken är att anpassa BNP-utvecklingen till den långsiktiga tillväxtbanan, med fortsatt sysselsättningstillväxt och så låg arbetslöshet som ekonomins struktur medger.

Sammanfattningsvis ser det alltså i dagsläget ganska positivt ut för svensk ekonomi och den uppgift penningpolitiken står inför är att söka förlänga perioden av gynnsam ekonomisk utveckling.

## Den ”nya ekonomin” och den ”långa boomen”

Inspirerade av främst den amerikanska debatten finns det många som idag menar att denna positiva utveckling inte enbart avspeglar en konjunkturell återhämtning utan i hög grad är ett uttryck för vad som brukar betecknas ”den nya ekonomin”. Exakt hur denna ”nya ekonomi” definieras brukar variera något, men det förefaller som de flesta avser att ekonomin idag av olika anledningar har en högre tillväxtpotential än tidigare. Orsaker som brukar anges är bl a en ökad globalisering och utvecklingen och spridningen av informationsteknologin.

Hypotesen är intressant men man tvingas samtidigt konstatera att det än så länge är svårt att belägga om och i så fall hur mycket tillväxtpotentialen faktiskt ändrats. Detta innebär oundvikligen vissa restriktioner på det penningpolitiska manöverutrymmet. Det handlar här om att åstadkomma en balansgång där det gäller att inte i onödan lägga hämsko på ekonomin samtidigt som den mödosamt uppnådda trovärdigheten för inflationsmålet inte får gå förlorad.

Det finns emellertid en annan aspekt i den amerikanska debatten som fått väsentligt mindre uppmärksamhet än ”den nya ekonomin”, men som jag tycker är väl så viktig att föra fram, nämligen den roll som penningpolitiken förmodas ha spelat för den positiva utvecklingen de senaste tjugo åren. I USA talar man ofta om den ”långa boomen” (”the long boom”) med vilket man avser den period från början av 1980-talet fram till idag som kännetecknats av en hög tillväxt med en förhållandevis mild recession 1990-91.

(Diagram 1. Den långa ”boomen” (Anm. Tillväxten i USA 1970-1998))

Det finns olika hypoteser om orsakerna till denna positiva utveckling. Ofta antas dock den amerikanska centralbankens, Federal Reserves eller Feds, penningpolitik ha spelat en avgörande roll. Feds agerande de senaste tjugo åren skiljer sig

från den närmast föregående perioden genom att penningpolitiken mer aktivt och beslutsamt använts för att hålla inflationen låg och stabil. Därigenom har man lyckats undvika såväl överhettningar som de recessioner som ofta blir följden när en överhettad ekonomi snabbt vänder nedåt. Fed antas med andra ord ha lyckats göra recessionerna färre, mindre och kortare, främst genom att se till att ekonomin inte blivit överhettad. Det är viktigt att framhålla att det således inte är så – som man ibland får intrycket av i den svenska debatten – att den positiva utvecklingen i USA under de senaste tjugo åren berott på att den amerikanska centralbanken ”lutat sig tillbaka” och i hög grad låtit ekonomin ”sköta sig själv”, utan snarare tvärtom.

Om man försöker översätta detta till svenska förhållanden skulle det för Riksbankens vidkommande handla om att i framtiden försöka undvika de stora svängningar i ekonomisk aktivitet som devalveringspolitiken under 1970- och 1980-talen gav upphov till. Under denna period avlöste kostnadskriserna varandra och växelkursen korrigerades så många gånger att devalveringar till slut föreföll vara ett mer eller mindre naturligt inslag i de ekonomiska aktörernas kalkyler.

Det är naturligtvis svårt att avgöra exakt hur stora räntehöjningar som krävs för att undvika att den nuvarande starka konjunkturuppgången slår över i en överhettning. Detta inte minst därför att den nuvarande penningpolitiska regimen med ett explicit inflationsmål egentligen aldrig satts på ett sådant prov. Det finns med andra ord inga historiska erfarenheter att falla tillbaka på. De flesta, inklusive Riksbankens direktion, är emellertid överens om att dagens reporänta förr eller senare måste höjas, även om det finns olika uppfattningar om när och hur mycket.

Oavsett hur Riksbanken väljer att gå till väga kvarstår den viktiga principiella lärdomen av USA:s långa ”boom”: En lång period med en gynnsam realekonomisk utveckling är inte nödvändigtvis ett resultat av några revolutionerande exogena händelser, såsom uppkomsten av en ”ny ekonomi”. Det kan i minst lika hög grad vara ett resultat av en väl övervägd penningpolitik som på ett aktivt och vid behov ganska kraftfullt sätt ser till att överhettningar – och därigenom djupa recessioner – undviks. Vid en mer noggrann jämförelse mellan USA och Sverige måste man naturligtvis beakta även andra skillnader, t.ex. i arbetsmarknadens funktionssätt.

## Tillgångsprisernas roll

Det som jag skulle vilja ägna resterande del av mitt anförande åt är ett ämne som faktiskt också i dagsläget främst debatteras i USA, nämligen vilken roll tillgångspriser spelar – och bör spela – för penningpolitiken. Diskussionen i USA rör i första hand aktiemarknaden som av många anses vara övervärderad sedan lång tid tillbaka, även om några korrigeringar nedåt skett under den allra senaste tiden.

Den mest brännande frågan förefaller vara om och i så fall hur en centralbank bör agera då vissa tillgångspriser ökar kraftigt. Den amerikanske centralbankschefen Alan Greenspan har ibland talat om att aktiepriserna till stor del förefaller vara styrda av vad som närmast skulle kunna översättas med "irrationellt känslösvall" ("irrational exuberance").

Även om diskussionen om tillgångsprisernas roll för penningpolitiken i dagsläget främst fokuserar på situationen i USA tycker jag att den är väl värd att ta upp även i den svenska debatten. Anledningen är dels att frågan är av allmänt och principiellt intresse, dels att det knappast finns några skäl att utesluta att liknande situationer som i USA förr eller senare skulle kunna uppkomma även på de svenska tillgångsmarknaderna.

(Diagram 2. Utvecklingen på den amerikanska börsen)

### Hur påverkas ekonomin av svängningar i tillgångspriser?

En fråga av central betydelse i detta sammanhang är hur fluktuationer i tillgångspriser påverkar den reala ekonomin. Här finns det några olika kanaler. En mekanism är den s.k. förmögenhetseffekten som innebär att hushållen konsumerar mer då stigande tillgångspriser gör att de upplever att de blir rikare, och vice versa. En annan kanal – som av många anses vara minst lika viktig – är den som verkar via samspelet mellan kreditmarknaden och de ekonomiska aktörernas balansräkningar. När tillgångspriserna stiger så stiger också värdet på de säkerheter som hushåll och företag kan ställa ut när de lånar till konsumtion och investeringar. Större säkerheter gör att de lättare kan få lån eller att de kan få låna till en lägre kostnad, vilket gör att den aggregerade efterfrågan ökar. Stora svängningar i tillgångspriser kan via dessa kanaler få betydande effekter på den reala ekonomin.

(Diagram 3: USA Hushållens sparkvot och skuldsättning)

Varför kan det då vara viktigt för en centralbank att bry sig om hur tillgångspriserna utvecklas? En uppenbar anledning är att det är det naturligt för en centralbank med ett explicit inflationsmål att följa tillgångsprisernas utveckling eftersom de, som jag nyss framhöll, kan påverka den aggregerade efterfrågan i ekonomin. Efterfrågans utveckling påverkar ju i sin tur så småningom inflationen.

Under senare tid har dock diskussionen främst fokuserat på en annan anledning till varför centralbanker kan vilja beakta tillgångsprisernas utveckling, nämligen att en kollaps på överdrivet uppdrivna tillgångsmarknader kan få allvarliga konsekvenser för den reala ekonomin och i slutändan i vissa fall kan hota stabiliteten i det finansiella systemet. Utöver den måhända mer uppmärk-

sammade uppgiften att värna om penningvärdet är ju finansiell stabilitet något som centralbanker har att ansvara för, direkt eller indirekt. Ett inslag av detta finns även i den svenska lagtexten där det sägs att Riksbanken ska verka för att "främja ett säkert och effektivt betalningsväsende".

Den mekanism som oftast förmodas ge upphov till ett dramatiskt förlopp när tillgångsmarknader kollapsar är den effekt som verkar via kreditmarknaden och de ekonomiska aktörernas balansräkningar. När tillgångspriserna stiger mer än vad som är motiverat utifrån ekonomiska fundamenta så blir ett prisfall förr eller senare oundvikligt. En sådan korrigerande kan bli mycket kostsam om finansiella institutioner under perioden med stigande tillgångspriser i stor utsträckning har accepterat tillgångar som säkerhet för lånen. Då priserna plötsligt sjunker kraftigt minskar värdet av de säkerheter som ställts ut. Fallande tillgångspriser kan i en sådan process leda till förluster hos banker och andra finansiella intermediärer och i värsta fall en utbredd finansiell kris. Problemen kan dessutom förstärkas av växelkursfluktuationer. I krisen i Sydostasien, som är den mest påfallande exemplet på en sådan finansiell kris under senare tid, steg i många fall det reala värdet av de lån som tagits upp i utländsk valuta då inhemska valutor deprecierades kraftigt.

En förutsättning för denna typ av dramatiska förlopp är alltså att tillgångspriserna pressats upp utöver vad som motiveras av underliggande ekonomiska faktorer, s.k. fundamenta. Detta brukar beskrivas som att det uppstått en bubbla på tillgångsmarknaden.

Här kan det vara värt att stanna upp och reflektera en smula över penningpolitikens principiella förhållande till å ena sidan tillgångsmarknaderna och å andra sidan produkt- och varumarknaderna. Syftet med den inflationsmålspolitik som introducerats i Sverige och en rad andra länder under det senaste decenniet har i många fall varit att komma till rätta med återkommande överhettningar på produkt- och arbetsmarknaderna. Om man så vill skulle man – något oegentligt – kunna säga att den syftat till att undvika att de "bubblor" som från tid till annan tenderat att uppstå på dessa marknader. Inflationsmålpolitiken måste hittills överlag sägas ha lyckats väl i detta avseende och inflationsmålet förefaller idag utgöra ett trovärdigt riktmärke – ett nominellt ankare – för pris- och lönebildningen. Något motsvarande tydligt riktmärke finns emellertid inte på tillgångsmarknaderna. Det finns därmed heller inget egentligt hinder för att olika psykologiska faktorer, "irrationellt känslösvall", om man så vill, även i fortsättningen kommer att blåsa upp priset på olika typer av tillgångar utöver vad som rimligen kan motiveras av underliggande ekonomiska faktorer. Att en låg inflation ofta inte är tillräckligt för att åstadkomma en återhållsam prisutveckling på tillgångsmarknaderna illustreras av exempelvis de senaste årens utveckling på den amerikanska börsen. Det är förståeligt att detta kan upplevas som något av ett dilemma.

## Hur bör centralbanken agera?

Innebär då det att penningpolitiken i högre grad än vad som hittills varit fallet faktiskt bör användas för att aktivt motverka mer omfattande prisstegringar på tillgångsmarknaderna? Svaret på denna fråga är inte givet men enligt den uppfattning som idag är dominerande är svaret nej. Som beslutsfattare måste jag ändå hålla en dörr öppen. Det kan uppkomma situationer som idag är svåra att förutse där penningpolitiken kan behöva spela en roll.

Den kanske viktigaste anledningen till att normalt inte direkt försöka påverka tillgångspriser är att det är mycket svårt, för att inte säga omöjligt, att vara säker på när en ökning representerar en bubbla respektive när den är motiverad av förbättrade underliggande ekonomiska faktorer. Vilken penningpolitik som är lämplig beror i hög grad på vad som är den grundläggande drivkraften bakom tillgångsprisutvecklingen. Antag t.ex. att en ökning i aktiepriserna avspeglar att utsikterna för högre framtida företagsvinster har förbättrats som ett resultat av en snabbare underliggande produktivitetstillväxt. Prisökningen är således motiverad av en positiv utveckling av fundamenta, dvs. den har "verkliga", snarare än psykologiska, orsaker. I detta fall skulle en penningpolitisk åtstramning som ett svar på de ökade tillgångspriserna inte vara speciellt lyckad utan snarast kontraproduktiv. Om något borde ju den framtida inflationen bli *lägre* eftersom den snabbare underliggande produktivitetstillväxten har förbättrat ekonomins produktionsförmåga.

En annan anledning till varför det normalt sett inte är lämpligt att inrikta penningpolitiken på att aktivt motverka ökningarna i tillgångspriser är att även om man lyckas identifiera en bubbla kan det sannolikt vara svårt att "punktera" den med en sådan precision att man inte åstadkommer någon större skada på de finansiella marknaderna och ekonomin i övrigt.

Den gängse uppfattningen idag är således att centralbanker inte bör sträva efter att försöka styra tillgångsprisernas utveckling genom att med räntepolitik försöka "punktera" eventuella bubblor. Den dominerande strategin är i stället att mycket beslutsamt och på alla upptänkliga sätt försöka återskapa stabilitet vid de ganska fåtaliga tillfällen när tillgångsmarknader väl kollapsar.

## Inflationsmålspolitiken ett bra redskap

Många bedömare menar att den typ av penningpolitisk regim med ett explicit inflationsmål som tillämpas i bl.a. Sverige ändå är väl lämpad för att komma till rätta med problemen kring fluktuerande tillgångspriser. En anledning är att inflationsmålspolitiken innebär att penningpolitiken automatiskt justeras i en stabiliserande riktning i händelse av instabiliteter på tillgångsmarknaderna. Eftersom tillgångspriser, som jag redan påpekat, påverkar den aggregerade efterfrågan i ekonomin kommer räntorna att höjas när tillgångspriserna stiger och vice versa. Även om erfarenheten visar att några garantier inte kan lämnas, kan detta av olika orsaker förväntas ha en stabiliserande inverkan på tillgångsmarknaderna. För det första har makroekonomisk stabilitet i sig själv en

naderna. För det första har makroekonomisk stabilitet i sig själv en stabiliserande inverkan på finansiella marknader. För det andra kan överreaktioner i viss mån undvikas genom att aktörerna på de finansiella marknaderna förväntar sig att centralbanker reagerar på det sätt som inflationsmålspolitiken motiverar. För det tredje hjälper räntesänkningar till med att minska de obalanser som riskerar att uppkomma vid snabba fall i tillgångspriser. Ett trovärdigt inflationsmål ger dessutom penningpolitiken ett större handlingsutrymme då det gäller att motverka en finansiell kris.

Det kan emellertid finnas ett potentiellt dilemma med en penningpolitisk strategi som väntar med att reagera på förändringar i tillgångspriser till dess marknaden väl kollapsar. Vi vet nämligen idag ganska lite om hur incitamenten hos aktörerna på tillgångsmarknaderna påverkas av ett sådant "asymmetriskt" agerande där centralbanken är mer passiv när tillgångspriserna stiger men agerar kraftfullt när de väl faller. Möjligen skulle man här kunna dra en parallell till den devalveringspolitik som bedrevs i Sverige under 1970- och 1980-talen. Under denna period anpassades inflationsförväntningarna till ett ekonomiskpolitiskt reaktionsmönster där överdrivet höga pris- och löneökningar ackommoderades genom nedskrivningar av kronan. En hypotes är att liknande mekanismer kan uppstå vid en "asymmetrisk" behandling av tillgångspriserna: Om fallet i tillgångspriserna begränsas nedåt skulle det i viss mån kunna vara så att aktörerna på tillgångsmarknaderna inte upplever att en rigorös analys av ekonomiska fundamenta är lika viktig. Den penningpolitiska strategin att "vänta ut" bubblor skulle därmed själv kunna utgöra en grogrund för bubblor. Detta måste naturligtvis betraktas som en obekräftad, men intressant, hypotes där mer tankemöda krävs.

## Avslutning

I detta anförande har jag tagit upp några ämnen som är aktuella främst i den amerikanska debatten. Detta bör inte ses som ett uttryck för ett särskilt intresse för utvecklingen i USA utan främst som ett tecken på att den typ av penningpolitik som förs i USA och Sverige faktiskt har många gemensamma beröringspunkter. Många av de problem och frågeställningar som är aktuella där är aktuella även här, eller kan komma att bli det i framtiden. Jag tror därför att det kan finnas en del lärdomar att dra.

En lärdom, som jag tror är viktig, är att det, åtminstone i dagsläget, finns större anledning för penningpolitiken att ta fasta på den "långa boomen" än den "nya ekonomin". Med andra ord tror jag att det är en klokare principiell strategi att inrikta penningpolitiken på att undvika överhettningar – och därmed recessjoner – än att på förhand räkna hem stora hypotetiska framtida produktivitetsförbättringar som, om de inte realiserar, riskerar att leda till såväl trovärdighetsförluster som en drastisk inbromsning av ekonomin av den typ som vi så ofta råkat ut för de senaste decennierna.

Jag har också diskuterat olika frågeställningar förknippade med fluktuationer i tillgångspriser. Här är en ganska positiv slutsats att det nuvarande svenska penningpolitiska ramverket med ett explicit inflationsmål ger ganska goda möjligheter att tackla de problem som kan uppstå.