

Anförande

Vice riksbankschef Kerstin Hessius

ONSDAGEN DEN 1 DECEMBER 1999

Inflationsmålet, konjunkturläget och den nya ekonomin

Nationalekonomiska föreningen

Jag vill börja med att tacka för inbjudan att komma och tala på nationalekonomiska föreningens möte och ser fram emot kvällens diskussion. Sverige är nu inne på det sjuende år med inflationsmål sedan det annonserades i början 1993. Flera OECD-länder bedriver också sedan flera år inflationsmålspolitik. Detta innebär att det idag finns en rik källa av erfarenheter att ösa ur.

Jag tänkte ikväll ta upp utmaningar för penningpolitiken i en inflationsmålsregim, främst med tanke på Sveriges situation. Hur aktiv bör en självständig centralbank vara vad gäller att stabilisera konjunkturen? Vilken form av samspel mellan penning- och finanspolitik leder till en gynnsam ekonomisk utveckling när penningpolitiken inriktas mot ett inflationsmål? Detta är givetvis en stor fråga så jag tänker avgränsa mig till några få centrala aspekter. Avslutningsvis har jag tänkt att säga något om den "nya ekonomin".

Stabila förutsättningar snarare än stabiliseringspolitik

Stabila förutsättningar i form av mindre variabilitet i den reala ekonomin innebär högre välfärd för samhället som helhet.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

En central fråga är om kortsiktig stabiliseringspolitik mer allmänt bör bedrivas för att söka bidra till en långsiktig hög real tillväxt. Det är här värt att poängtera att penning- och finanspolitiken reagerar med olika snabbhet på förändrade ekonomiska förhållanden.

Riksbanken kan i princip när som helst ändra sin styrränta för att stimulera eller strama åt efterfrågan. Samtidigt väntas dock den största effekten uppstå först på 1-2 års sikt. Det innebär att penningpolitikens utformning främst bör vara långsiktig.

Finanspolitiken kan däremot få stora direkta effekter på ekonomin men kan i sina viktigaste delar endast ändras med viss tröghet. Det finns en administrativ kostnad förknippad med att t.ex. ändra skattesatser och ändrade regler tar tid att genomföra. Detta innebär att finanspolitiken är svår att snabbt anpassa till ändrade ekonomiska utsikter.

Slutsatsen är att även om penningpolitiken omedelbart kan reagera på ett förändrat ekonomiskt läge bör varken penning- eller finanspolitiken syfta till att kortsiktigt påverka konjunkturläget d.v.s. stabiliseringspolitik av "fine-tuningkaraktär". I stället bör såväl penning- som finanspolitik utformas så att långsiktiga stabila förutsättningar skapas.

Penningpolitikens bidrag till välfärden är just att med inflationsmålspolitik skapa så stabila förutsättningar som möjligt i ekonomin. I Riksbankslagen är detta formulerat så att målet för Riksbankens verksamhet ska vara att upprätthålla ett fast penningvärde och att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.

Finanspolitikens roll borde bl. a. vara att utforma skattesystemet så att bästa förutsättningar för en så hög potentiell produktion som möjligt skapas.

Såväl förändringarna i den statliga budgetprocessen som kravet på överskottsmålet i det offentliga sparandet över en konjunkturcykel verkar för att skapa ett större förtroende för finanspolitiken. Budgetpolitikens inriktning är, i likhet med penningpolitikens, av stor betydelse för den ekonomiska utvecklingen. Är de grundläggande spelreglerna stabila vågar aktörerna i en ekonomi fatta långsiktiga beslut.

Det vore i och för sig också önskvärt att penningpolitiken och finanspolitiken samverkar på ett sådant sätt att stora variationer i sysselsättning och tillväxt dämpas, d.v.s. i syfte att minska konjunktursvängningarna runt den potentiella tillväxten.

Eftersom detta i praktiken kan vara svårt att åstadkomma är en fråga hur samspelet mellan finanspolitiken och penningpolitiken kan ske på bästa sätt inom ramen för inflationsmålsregimen.

Vad händer i en inflationsmåls ekonomi om finanspolitiken inte tar några som helst hänsyn till konjunkturläget?

Vad händer t.ex. i en högkonjunktur om finanspolitiken förs i en alltför expansiv riktning? Skulle det *inte finnas ett trovärdigt nominellt ankare* i ekonomin, t.ex. i form av ett inflationsmål, ökar efterfrågan ytterligare. Detta leder i sin tur till att företag, särskilt i ett läge där produktionen begränsas av flaskhalsar, tenderar att höja sina priser; därtill skulle arbetstagare kräva högre löner, vilket sammantaget skulle skapa en spiral med stigande inflationstryck, t.ex. som vi upplevde på 1980-talet.

Anpassningen mot en högre prisnivå kan ske under en längre period, men kommer gradvis att sätta igång processer som bromsar tillväxten. Detta är ett uttryck för den hävdvunna teorin att det inte på lång sikt går att höja ekonomins produktionsförmåga via kortsiktig stimulanspolitik.

Vad händer i detta förlopp om centralbanken har ett inflationsmål? Med ett ökat inflationstryck i ekonomin kommer centralbanken strama åt penningpolitiken för att inte inflationsmålet ska överskridas.

Resultatet av ett sådant förlopp skulle bli en ofördelaktig policy-mix. Den finanspolitiska stimulansen motverkas av penningpolitiken, vilket leder till att även de kortsiktigt positiva effekterna av stimulansen blir mindre eller rentav negativa. Om dessutom den finanspolitiska stimulansen är mycket kraftig skulle detta kunna bidra till förväntningar om ökad risk för att inflationsmålet inte kan upprätthållas, vilket i så fall leder till stigande inflationsförväntningar och högre riskpremier på svenska räntebärande papper. Detta kan också leda till ökad osäkerhet bland hushåll och företag om såväl utvecklingen för statliga intäkter och utgifter som penningpolitikens utformning. Detta kan vara kostsamt för ekonomin om det medför att investeringar inte genomförs och att beslut om resursallokering blir onödigt försiktiga. Sammantaget blir det alltså kostsamt att bedriva en alltför expansiv finanspolitik även när penningpolitiken styrs av ett explicit inflationsmål.

En god policy-mix ger bättre förutsättningar

En bättre policy-mix uppstår om finanspolitikens inriktning inte bidrar till att öka inflationsriskpremierna, vilket den kan göra genom att framstå som långsiktigt hållbar. Överskottsmålet i det offentliga sparandet är ett föredömligt exempel.

Allmänhetens förtroende för den ekonomiska politiken kan bl. a. avläsas i inflationsförväntningarna, som inte väsentligt bör avvika från Riksbankens inflationsmål. När inflationsförväntningarna avviker från målet på längre sikt – uppåt eller nedåt – implicerar detta att penningpolitiken bör läggas om för att styra förväntningarna tillbaka mot målet.

I detta sammanhang är det viktigt att nämna att en centralbank med hög trovärdighet för sitt inflationsmål ofta har större handlingsutrymme än en med låg trovärdighet. Anta t.ex. att en ekonomi där trovärdigheten för inflationsmålet är hög utsätts för en positiv konjunkturstörning som leder till högre efterfrågan. Eftersom inflationsriskpremierna är låga behöver inte arbetstagare kräva extra hög nominell lön för att försäkra sig mot oväntat hög inflation. Det beror på att det förväntas att centralbanken kommer att strama åt penningpolitiken. Detta innebär i sin tur att den åtstramning som krävs sannolikt kan bli mindre än för en centralbank som ännu inte etablerat sin trovärdighet.

För att mer konkret diskutera den svenska situationen kan man säga att de makroekonomiska förutsättningarna idag är gynnsamma: inflationen är låg, budgetunderskott har vänts till överskott och tillväxtutsikterna är goda. Ekonomisk politik är dock en kontinuerlig lärprocess och de senaste årens framgångar ska inte tas som intäkt för att strukturproblemen är lösta. På arbetsmarknaden kvarstår t.ex. strukturella stelheter; skattetrycket är fortfarande högt vilket oundvikligen snedvrider incitament till arbete och sparande. Vad gäller penningpolitiken har

trovärdigheten hos inflationsmålsregimen knappast ännu testats i en konjunkturuppgång.

Vad innebär detta för hur mycket och hur ofta penningpolitiken bör reagera på ändrade ekonomiska utsikter? Detta är förstås en fråga som direktionen löpande tar ställning till och kommunicerar sin syn på via inflationsrapporter, protokoll och tal. Vad man kan säga mer allmänt är att behovet av åtgärder bör bero på utsikterna för den inhemska efterfrågan, på hur stram finanspolitiken är samt på omvärldsutvecklingen. Därtill har inflationsförväntningar en central roll som en övergripande indikator på inflationstrycket. I en situation med låga inflationsriskpremier kan även en självständig centralbank med prisstabilitetsmål bidra till att stabilisera konjunkturen runt den potentiella tillväxten.

Hur långt sträcker sig detta ansvar? Riksbankens förtydligande om målet innebär att den årliga inflationen mätt med KPI normalt ska begränsas till 2 procent med en toleransintervall om ± 1 procentenhet. Vid en avvikelse från målet ska inflationen normalt återföras till målet på 1-2 års sikt. Vid en större avvikelse, som exempelvis orsakats av en betydande extern störning, kan det dock finnas skäl att förlänga målhorisonten för att begränsa fluktuationerna i produktion och sysselsättning. Med andra ord kan det under sådana omständigheter vara alltför svårt eller kostsamt för penningpolitiken att snabbt återföra inflationen till målet.

Den ”nya ekonomin”

Låt mig nu ta upp en annan fråga som diskuteras livligt i både media och akademiska kretsar: förekomsten av en s.k. ”ny ekonomi”. Det är främst mot den amerikanska ekonomin som blickarna riktas när man talar om detta. Mycket förefaller kunna rymmas inom begreppet. I detta sammanhang definierar jag ”ny ekonomi” som en ökning av ekonomins tillväxtpotential.

Under de senaste åren har tillväxten i amerikansk ekonomi överträffat de flesta prognoser. Tillväxttakten har inte bara varit historiskt sett hög under denna konjunkturuppgång, omkring 3,5 procent per år i genomsnitt sedan i slutet av 1991, den har dessutom varit mycket stabil och osedvanligt långvarig. Samtidigt har arbetslösheten fallit ned mot 4 procent. Så låga nivåer har inte skådats sedan 1960-talet. Till skillnad från tidigare högkonjunkturer har emellertid ingen ökning av inflationstakten skett och den underliggande inflationstakten har mer än halverats sedan 1991, från över 4 till 2 procent. Statsfinanserna har kraftigt förbättrats, från ett underskott på 5 procent av BNP 1991 till ett förväntat överskott på omkring 1 procent i år.

Ser man till produktivitet per arbetad timme i det amerikanska näringslivet, som kanske är det bästa måttet för hur god ett lands tillväxtpotential är på lite sikt, har denna ökat kraftigt, drygt 2,5 procent i genomsnitt sedan 1997. Detta kan jämföras med en genomsnittlig produktivitetstillväxt på omkring 1,5 procent under perioden 1974-96. En stor del av den förbättrade arbetsproduktiviteten kan hänföras till mycket höga investeringar s.k. ”capital deepening”. Inte minst stora investeringar i datorutrustning har gjorts. Trots att arbetslösheten under perioden fortsatt att falla har produktivitetstillväxten varit imponerande hög. Detta är anmärkningsvärt med tanke på att nya arbetstillfällen främst skapats inom

tjänstesektorn, vilken vanligtvis har en relativt lägre produktivitetsökning än industrin

Tre huvudgrupper av orsaker till den goda amerikanska utvecklingen kan urskiljas:

En viktig orsak bakom uppgången förefaller vara *god ekonomisk politik*. Finanspolitiken har sedan i början av 1990-talet varit inställd på att uppnå budgetbalans, och sedan något år tillbaka är budgeten balanserad. För att nå detta har skatter höjts, utgifter minskats och budgetprocessen stramats upp. Penningpolitiken har inriktats på att hålla inflationen låg och stabil och har lyckats med att avvärja både destabiliserande inflations- och deflationstryck tidigt. Policy-mixen av penning- och finanspolitik framstår alltså som om den varit gynnsam.

En mängd *strukturella faktorer* förefaller ha varit viktiga. Avregleringar inom många sektorer och den ökade globaliseringen har skärpt en redan hård konkurrens och ökat trycket på arbetsmarknadens parter, vilket gjort arbetsmarknaden mer flexibel och arbetskraften mer lättroblig. Ökad och mer effektiv användning av ny teknologi (IT) har höjt produktiviteten och användandet av JIT (Just in Time Inventory Management) har gjort att matchningen av utbud och efterfrågan i ekonomin har blivit bättre. Den ökade öppenheten i ekonomin, bl.a. som en följd av NAFTA och GATT-avtalen, har gjort att utrikeshandeln har fungerat som en "chockabsorberare" för fluktuationer i inhemsk efterfrågan.

Slutligen verkar *lyckosamma omständigheter* gjort sitt. Med det kalla krigets slut i början av 1990-talet frigjordes resurser, främst från militärsektorn, som kunde användas mer produktivt i den privata sektorn. Vidare har såväl Mexikokrisen som Asienkrisen varit chocker utifrån som dämpat vissa överhettningstendenser och därmed inflationen, utan att för den skull leda in ekonomin i recession. Under kriser tycks en "flykt till kvalité" ha lett till fallande långräntor vilket gynnat börskurserna och stärkt dollarn. Utländska investerare har varit villiga att finansiera de amerikanska bytesbalansunderskotten, som för närvarande uppgår till ca 4 procent av BNP.

Sammantaget verkar det troligt att en viss höjning av tillväxtpotentialen skett i USA under 1990-talet och att inflationsbenägenheten har minskat. Hur mycket är emellertid en öppen fråga. OECD har exempelvis höjt sitt estimat för potentiell tillväxttakt till strax över 3 procent. Tillväxten har dock under de tre senaste åren uppgått till över 4 procent i genomsnitt, vilket innebär att vissa av de faktorer som diskuterats ovan uppfattas vara av temporär karaktär och att tillväxten förväntas att mattas i takt med att dessa klingar av.

Under den mycket starka uppgången i amerikansk ekonomi har det samtidigt byggts upp betydande obalanser. Bl.a. har underskottet i bytesbalansen aldrig varit så stort som nu och konsumtionen har under den senaste tiden ökat snabbare än hushållens inkomster vilket gjort att sparkvoten blivit rekordlåg. Förr eller senare kommer dessa obalanser att behöva korrigeras. En diskussion kring hur detta kan komma att ske ligger emellertid utanför vad jag har tänkt att prata om ikväll.

Finns det spår av en "ny ekonomi" i Sverige?

- Sedan Sverige övergick från fast växelkurs till ett inflationsmål, har penningpolitiken utformats för att nå målet och därigenom skapa trovärdighet. Penningpolitiken har lyckats att stabilisera priserna och de

långsiktiga inflationsförväntningarna ligger i dagsläget nära Riksbankens mål på 2 procent. Effekterna av att finanspolitiken har lagts om, vilket bl.a. inneburit att budgetprocessen reformerats och att ett tak för statens utgifter har införts, har varit goda. Detta manifesteras bl.a. av de budgetöverskott som nu uppvisas. Sammantaget har vi kommit en god bit på väg att uppnå makroekonomisk stabilitet och förefaller därför uppfylla kravet på en "god ekonomisk politik" även om vi uppfyllt detta under en väsentlig kortare tid än USA.

- Ser man å andra sidan till strukturella faktorer var kanske våra problem också värre i utgångsläget. Den svenska ekonomin är mindre konkurrensutsatt än den amerikanska. Exempelvis är den svenska prisnivån, även rensad för momsskillnader, mellan 15-20 procent högre i genomsnitt än i USA. En mängd avregleringar, som för länge sedan genomförts i USA, såsom exempelvis avregleringen av transportsektorn, har mer nyligen genomförts i Sverige och mycket talar för att vi inte sett det fulla genomslaget av detta. Konkurrensen på många marknader förväntas dock framgent öka i Sverige som en följd av bl.a. den ökade globaliseringen och Europaintegrationen. Ett område där mycket lite gjorts är arbetsmarknaden som i jämförelse med den amerikanska är stel och reglerad.
- Vad beträffar införande av ny teknologi har Sverige tagit till sig denna i högre utsträckning än många andra OECD-länder. Exempelvis har vi flest antal internetanvändare per capita i hela världen.
- Den svenska ekonomin är, liksom den amerikanska, mycket öppen mot omvärlden och Sverige har en lång tradition av frihandel. Detta motverkar i viss mån tendenserna till begränsning av konkurrensen på den svenska marknaden.
- Vi har å andra sidan inte hittills i statistiken sett några tydliga tecken på den nya ekonomins genomslag. Exempelvis uppvisar inte Sverige alls den starka investeringsutveckling som varit i USA under de senaste fyra till sex åren. Vidare finns inte heller tecken på att arbetsproduktiviteten ökat speciellt kraftigt, vilket förefaller ha varit en viktig del i den starka amerikanska utvecklingen.

Enligt Direktionens bedömning, som redovisades i inflationsrapport 1999:3, har utväxlingen mellan inflation och tillväxt ha förbättrats något även om osäkerhet råder över storleksordningen. Sammantaget förefaller den svenska ekonomin *endast delvis* genomgått de strukturella förändringar som den amerikanska ekonomin gjort. Det återstår att se om den "nya ekonomin" kan få ytterligare genomslag i Sverige.