

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

ONSDAGEN DEN 16 FEBRUARI 2000

Svensk ekonomi och penningpolitik

FöreningsSparbankens kapitalmarknadsdag
i Malmö

Riksbankens höjning av reporäntan

För att förstå grunden till Riksbankens två höjningar av reporäntan från 2,90 till 3,75 procent, i november förra året och nu senast för knappt 2 veckor sedan, måste vi gå tillbaka till 1998. Då präglades stämningen i världsekonomin och Sverige av Asienkrisen, den ryska betalningsinställelsen, problemen i hedgefonden Long Term Capital Management och de fallande kurserna på aktiemarknaderna.

Den finansiella krisen hösten 1998 bedömdes få negativa reala effekter utöver de direkta problem som krisen i Asien orsakade. Prognosmakare ändrade sina bedömningar och reviderade ned produktions- 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.

Centralbankernas agerande mildrade sannolikt effekterna från de olika störningarna. De bidrog till att marknadsaktörernas paniktendenser hejdades och sedan vändes till en mera optimistisk bedömning av framtiden. Samtidigt har det funnits inslag av självläkande krafter i processen. Allt detta har medverkat till en snabb återhämtning såväl av världsekonomin i stort som av den svenska ekonomin.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

Den aktuella bilden av många ekonomier står alltså i skarp kontrast till de farhågor som rådde under 1998 och vid inledningen till 1999. Tillväxtutsikterna i världsekonomin har förbättrats påtagligt och riskerna på inflationsområdet har förändrats. Det är också skälet till att flera centralbanker justerat upp sina styrräntor förra hösten och under inledningen av innevarande år.

Från ett principiellt perspektiv kan man säga att inflationstrycket varierar med konjunkturen. En stark konjunktur leder till att efterfrågan stiger snabbare än ekonomins kapacitetstillväxt, något som normalt leder till att pris- och lönestegringarna skjuter fart på sikt. Omvänt kan en svag efterfrågan leda till att inflationen på 1-2 års sikt bedöms ligga under målet. Det första fallet bör i regel innebära att reporäntan höjs och i det andra att den sänks. På så sätt varierar reporäntan med konjunkturläget så att inflationen hålls mer eller mindre konstant och i linje med målet.

När graden av lediga resurser i ekonomin successivt minskar i samband med att konjunkturen förbättras måste alltså reporäntan höjas. Det är det arbetet som Riksbanken inlett med de höjningar som skett sedan i höstas.

Innebörden av det jag sagt är att det bör finnas en reporänta som är förenlig med en stabil inflation och där efterfrågan ökar i takt med kapacitetstillväxten och ekonomin i övrigt är i balans. Det är kring denna räntenivå som den faktiska reporäntan alltså borde variera i takt med konjunkturons växlingar. Med vilken takt kan då svensk ekonomi växa uthålligt och vilken reporänta är förenlig med den tillväxttakten?

Hur snabbt kan svensk ekonomi växa varaktigt?

Ett enkelt sätt att söka uppskatta den potentiella tillväxttakten är att lägga ihop siffran för den väntade mer trendmässiga ökningstakten i arbetskraftsutbudet med tillväxten i arbetsproduktiviteten.

Enligt de senaste bedömningarna väntas arbetskraften öka med 0,5 procent per år fram till 2008. Den siffran bygger bl.a. på befolkningsutvecklingen och arbetskraftsdeltagandet.¹ När det gäller arbetsproduktiviteten pekar det mesta på att den ökat snabbare under 1990-talet jämfört med 1970- och 80-talen. Mellan 1974 och 1993 ökade exempelvis arbetsproduktiviteten med ungefär 1,4 procent per år i genomsnitt. Sedan 1994 ligger motsvarande siffra ca 1,9 procent. Man kan i och för sig hävda att vi upplevt en konjunkturuppgång sedan sommaren 1993 och att det därför inte är så konstigt att produktiviteten då ökar snabbare än den trendmässiga. Men slutsatsen står sig ändå om vi jämför med motsvarande fas av konjunkturuppgången på 1980-talet. Arbetsproduktiviteten verkar växa ungefär en halv procentenhet snabbare jämfört med tidigare. Det skulle alltså innebära att den potentiella tillväxttakten uppgår till mellan 2 och 2,5 procent per år. Men frågan är om man bara kan skriva fram den historiska produktivitetstillväxten?

Det är här diskussionen om den s.k. Nya Ekonomin kommer in i bilden. I USA har produktivitetstillväxten ökat påtagligt under senare år. Ett skäl bakom detta är investeringsboomen under 1990-talet. Företagens investeringar har nära nog fördubblats sedan 1990 och en mycket stor del har skett i ny informationsteknologi. Det har lett till vad som med ekonomers jargong brukar kallas "capital deepening",

¹ Se Bilaga 1 till LU 1999/2000, Befolkning, arbetskraft och sysselsättning.

vilket är detsamma som att kapitalanvändningen per anställd ökat i produktionen. Ett viktigt inslag är alltså att den nya IT-teknologin tycks fått spridningseffekter i form av produktivetsförbättringar i övriga delar av den amerikanska ekonomin. Många bedömare ser därmed möjligheten att den amerikanska ekonomin kan växa med så mycket som uppåt 3 till 3,5 procent innan bristsituationer uppstår och inflationen tar fart.

Det finns ingenting som hindrar att motsvarande utveckling sker i andra länder om den nya informationsteknologins möjligheter tas till vara också där. Men än så länge kan vi inte se att produktivitetstillväxten ökat på samma sätt i den svenska ekonomin. Vi kan heller inte registrera samma investeringsökning, vilket annars vore en ledande indikator på att den nya tekniken håller på att införas på bred front. Detta visar sig bl.a. genom att kapitalstocken i det amerikanska näringslivet har ökat dubbelt så snabbt som i det svenska under loppet av 1990-talet.

Man kan i och för sig fråga sig om inte den högt värderade Stockholmsbörsen är ett uttryck för en förväntan om ökad produktivitetstillväxt också i vårt land. När individuella företags värderingar summeras får vi ett mått på vad som förväntas för hela börsen. Denna värdering måste rimligen också spegla en förväntan om hur hela ekonomin ska komma att utvecklas. Och det är fullt klart att om dagens aktiekurser ska ses som rimliga måste det till en påtagligt ökad vinststillväxt i framtiden. Detta kan alltså tolkas som förväntningar om ökad produktivitet i hela ekonomin och därför som en förväntan också om en högre produktionspotential. Alternativt är åtminstone delar av aktiemarknaden övervärderad. Man kan naturligtvis inte utesluta att en kombination av båda dessa faktorer förklarar aktiebörsens utveckling.

Än så länge verkar det dock alltför riskfyllt att räkna med att den svenska tillväxtpotentialen skulle ha rört sig upp mot den amerikanska. Det är möjligt – och kanske rentav troligt – att liknande utbudseffekter kommer att uppträda framöver och Riksbanken måste vara vaksam på det, men för dagen verkar det säkrast att räkna med en potentiell BNP-tillväxt på mellan 2 och 2,5 procent per år.

.....men tillfälligt kan tillväxten vara högre

Sysselsättningen kan öka snabbare än den trendmässiga och årliga halva procentenheten om arbetskraften inte är fullt utnyttjad. Ekonomin kan då under en övergångsperiod växa snabbare än den potentiella tillväxten.

Fortfarande ligger den svenska arbetslösheten högt i ett historiskt perspektiv. Mot den bakgrunden kanske man skulle kunna tro att det finns gott om ledig arbetskraft som står till arbetsmarknadens förfogande. En del flaskhalsproblem har dock börjat göra sig gällande, vilket är en indikation på att finns ett begränsat antal personer som har rätt utbildning och yrkeserfarenhet för de jobb som finns tillgängliga.

Statistiken från AMS visar också att antalet *kvarstående* lediga platser vid landets arbetsförmedlingar ökat till den högsta nivån sedan 1990. Av Konjunkturinstitutets barometerundersökningar framgår vidare att vissa branscher nu har svårt att rekrytera arbetskraft med rätt utbildning och yrkeserfarenhet. Problemen förstärks av att en stor del av produktionsökningen och därmed sysselsättningstillväxten är kon-

centrerad till storstadsområdena och högskoleorterna. Detta gör att produktions- och sysselsättningstillväxten i svensk ekonomi så smått börjar hämmas av flaskhalsproblem. Infrastrukturen i vid mening i storstäderna, och kanske framför allt i Stockholmsområdet, kan komma att påverka möjligheterna på sikt att dra nytta av den efterfrågan som finns i ekonomin. De snabbt stigande bostadsrätts- och villapriserna i Stockholmsområdet är en tydlig illustration på vissa problem på ekonomins utbudssida. Bristen på hyreslägenheter – eller kanske snarare bristen på rörlighet på hyresmarknaden – ett annat sådant tecken.

Arbetslöshet kommer alltså framöver att inte enbart bero på efterfrågan på arbetskraft. Utbudssidan i form av graden av yrkesmässig och geografisk rörlighet kommer framöver att spela in alltmer.

Slutsatsen är alltså att svensk ekonomi den närmaste tiden skulle kunna växa snabbare än den uppskattning av den potentiella BNP-tillväxten som nyss gjordes på mellan 2 och 2,5 procent per år. Men det gäller bara övergångsvis så länge det finns arbetskraft tillgänglig med rätt utbildning och yrkeserfarenhet men möjlighet att finnas i rätt geografiskt område.

Nationalräkenskaperna, som presenterades före jul, visar att BNP växte med drygt 3,5 procent under de tre första kvartalen förra året. Det är svårt att göra en precis uppskattning om vad som hände under det fjärde kvartalet, men om något tycks efterfrågeutvecklingen snarast ha tilltagit. Det verkar t.ex. som om privatkonsumtionen utvecklats starkt till följd av en ovanligt bra julhandel. Ledande indikatorer på det området talar också för en fortsatt stark utveckling framöver. Jag tänker t.ex. på indikatorer på hushållens framtidsoptimism, snabb ökning av penningmängden och kraftigt stigande tillgångspriser.

Det skulle alltså innebära att den snabba ökning som sker i dagsläget förr eller senare leder till överhettning och en ökning av inflationstakten, om ingenting görs. Utvecklingen är bl.a. ett resultat av den stimulerande inriktning som penningpolitiken haft sedan räntesänkningarna inleddes 1998. Detta illustrerar alltså att den reporänta på 2,90, som gällde fram till november förra året, är för låg sett över hela konjunkturcykeln. En BNP-ökning på 3,5 till 4 procent, som i dagsläget, växer efterfrågan klart snabbare än de 2 till 2,5 procenten som ekonomin i längden klarar av. Det kan bara fortgå under en begränsad övergångstid, dvs. så länge det finns arbetskraft som passar för de lediga jobben.

Räntehöjningarna räcker kanske inte, men inflationsutsikterna bestämmer takten

Eftersom penningpolitiken fungerar som när man manövrerar en oljetanker, dvs. det tar ganska lång tid innan de åtgärder som vidtas idag får effekt var det nödvändigt att lägga om kursen i riktning mot en mer neutral penningpolitik. Den snabba BNP-ökningen kommer alltså att fortsätta ytterligare en tid men sedan att successivt, efter kanske ett till två år, börja anpassa sig i riktning mot vad ekonomin i längden klarar av.

Uppgiften som Riksbanken är i färd med att söka lösa är att få ekonomin att växla över från en mer eller mindre vanlig konjunkturuppgång till ett förlopp med mer varaktig tillväxt i svensk ekonomi. Det är ingen enkel uppgift men den ligger impli-

cit i vårt uppdrag från riksdagen att ”upprätthålla ett stabilt penningvärde”. Som jag sa inledningsvis innebär normalt en låg och stabil inflationstakt att ekonomin fortsätter att expandera längs sin långsiktiga tillväxtbana.

Det går dock inte att vara säker på att de räntehöjningar som är gjorda räcker för att en sådan anpassning till ekonomins tillväxtbana ska komma till stånd. Sannolikt är penningpolitikens inverkan på efterfrågan fortfarande stimulerande. Det går dock inte att säga exakt vid vilken reporänta som penningpolitikens inverkan är mer neutral. Vi har helt enkelt inte den kunskapen. Det är sannolikt dessutom så att denna nivå varierar över tiden.

En empirisk vägledning kan man få genom att studera andra länder som ligger före Sverige i konjunkturcykeln. Exempelvis visar den amerikanska centralbankens agerande att det är en fördel för ekonomin att vara förutseende och höja räntan för att gradvis reducera penningpolitikens stimulerande inverkan. I februari 1994 började den amerikanska centralbanken höja sin styrränta i några steg från 3 procent för att sedan låta den pendla mellan mer normala nivåer mellan 4,5 och 6 procent. Därmed lyckades man – och låt mig betona det – förhindra en stigande inflation utan att ekonomin till följd av detta hamnade i recession. Tvärtom har den amerikanska ekonomin upplevt den längsta högkonjunkturen under efterkrigstiden. Även om detta förstås inte uteslutande är penningpolitikens förtjänst, så visar den amerikanska utvecklingen att en väl avvägd räntehöjning i högsta grad kan bidra till att ge goda effekter på ekonomin, givet att man också beaktar uthålligheten i tillväxtförloppet.

Jag framhåller inte det amerikanska exemplet för att säga att Riksbanken redan bestämt sig för att slå till med nya och snabba räntehöjningar inom den närmaste tiden. Det är inte så vi arbetar. Alla som följer vårt agerande vet att det är vår inflationsprognos som står i centrum för de penningpolitiska åtgärderna.

Den bedömning som Riksbankens direktion gjorde i samband med den senaste räntehöjningen var att inflationen endast ökar måttligt och kommer att vara ungefär i linje med målet på ett till två års sikt. Här gäller det naturligtvis att komma ihåg att den bedömningen kan komma att ändras i takt med att ny information inkommer och tidsperspektivet för konjunkturuppgången flyttas framåt. I det korta perspektivet ser det dock lite annorlunda ut. Under våren kan inflationstakten t.o.m. komma att falla något som ett resultat av bl.a. avregleringen på teleområdet, men det perspektiv som vi arbetar med i penningpolitiken ligger som sagt längre bort än så.

Svår uppgift att göra prognoser

Den svåra uppgiften för Riksbanken är att göra prognoser på den sikt, vanligen ett till två år, som det brukar sägas att det tar för en ränteåtgärd att få full effekt. Alla som kommit i kontakt med någon form av prognosverksamhet vet hur svårt det kan vara och att prognoserna inte sällan slår fel. Vi skulle i och för sig kunna fästa större vikt vid den aktuella, snarare än den prognosticerade inflationstakten, men då skulle det sannolikt krävas ganska stora ändringar av reporäntan för att hålla inflationstakten stabilt kring målet. Det skulle å andra sidan leda till tvära kast i den reala ekonomin, vilket naturligtvis inte är önskvärt.

Finns det då ingenting som talar för att ränteändringar har börjat slå igenom snabbare? Alltfler egnahemsägare har ju börjat ta lån med rörlig ränta istället för som tidigare ha bundna lån. Talar inte det för ett snabbare genomslag för penningpolitiken? Jo, det kan göra det men det finns också andra faktorer som kan tala i den andra riktningen, att penningpolitikens genomslag kan ha blivit långsammare. Det är t.ex. kostsamt att ändra priser för olika aktörer i en ekonomi. En av fördelarna med en låg och stabil inflationstakt är just möjligheten att sluta kontrakt med längre löptider. I den mån prisändringar har kommit att bli trögrörligare av detta skäl nu när låginflationsregimen etablerats är alltså innebörden att det tar längre tid för penningpolitiken att få genomslag på prisutvecklingen. Slutsatsen är alltså att det finns argument som talar i båda riktningarna när det gäller tidsprofilen för penningpolitikens genomslag.

Problemet med att prognoser kan slå fel begränsas dock av att penningpolitiken bedrivs fortlöpande över tiden. Dessutom kan inkommande aktuell information om ekonomins utveckling tillmätas större vikt i prognossammanhang än händelser som ännu inte inträffat och som ligger lägre bort i tiden. På så sätt kan prognoser revideras löpande. Penningpolitiska steg kan också vara större när reporäntan ligger förhållandevis långt bort från en mer neutral penningpolitik och mindre när man kommer mer nära.

Det finns alltså olika möjligheter att kompensera för det faktum att prognoser om den ekonomiska utvecklingen långt fram i tiden inte sällan slår fel och ändå beakta att det tar förhållandevis lång tid för penningpolitiken att slå igenom fullt ut.

Avslutning

Låt mig avsluta med att säga att som vi alla vet är Riksbankens huvudbry visserligen den framtida inflationen i svensk ekonomi. Men vårt funderande kring hur vi ska få inflationen att ligga på en stabil nivå kring målet om 2 procent kan lika gärna ses som att vi tänker på hur Riksbanken - med hjälp av reporäntan – kan bidra till att den gynnsamma utvecklingen i den svenska ekonomin består. I många situationer är nämligen vårt uppdrag från riksdagen - "att upprätthålla ett fast penningvärde" – helt förenligt med önskan att Riksbanken ska bidra till en så stabil produktions- och sysselsättningsutveckling i svensk ekonomi som möjligt.