

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

FREDAGEN DEN 17 MARS 2000

Svensk penningpolitik

Penningpolitiskt forum

Gynnsam utveckling i svensk ekonomi

Svensk ekonomi utvecklas just nu bättre än på mycket länge. Statistiska Centralbyrån rapporterade i förra veckan att BNP växte med 3,8 procent i genomsnitt under 1999. Samtidigt tillkom nästan 90000 nya jobb under året, vilket är den största sysselsättningsökningen på 30 år.

Denna expansion sker i en miljö där pris- och lönestegringarna – åtminstone så här långt - hållit sig på förhållandevis låga nivåer, trots att det ekonomiska uppsvinget fortgått i över sex år med en genomsnittlig årlig BNP-tillväxt på omkring 3 procent.

Ett viktigt skäl till detta är givetvis de lediga resurser som fanns efter krisen i början av 1990-talet, men även att inflationsförväntningarna förankrats kring målet. Det är en indikation på att det är fråga om ett balanserat förlopp, åtminstone så här långt. Det understryks ytterligare av att ekonomin visar överskott i såväl statsfinanser som i bytesbalansen. Vem hade för tio år sedan kunnat tro att svensk ekonomi skulle komma in i en sån gynnsam bana?

Nationalräkenskaperna, som nu finns för det nya basåret från 1980 och framåt, visar på en intressant omständighet. Investeringarna spelar en framträdande roll i det konjunkturförlopp som svensk ekonomi varit inne i sedan sommaren 1993. Det är dock inte fråga om samma investeringslyft som i USA.

Snabbt stigande investeringar i ny produktionsutrustning ger i längden en högre produktionspotential. Det är säkert en orsak till att produktiviteten ökat något snabbare under 1990-talet jämfört med 1980-talet. Det har medverkat till att höja

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

den potentiella tillväxttakten i svensk ekonomi, något som alltså gör det möjligt för ekonomin att växa uthålligt något snabbare. Historiskt sett är det dock än så länge fråga om en ganska måttlig ökning av produktivitetstillväxten.

Diagram: Arbetsproduktivitet mellan 1870 till 1999

Ett tillväxtförlopp som drivs av investeringar kan dock skapa goda cirklar. Ekonomins utbudssida genererar ökad efterfrågan och en gynnsamt sammansatt efterfrågan tenderar att förstärka utbudssidan ytterligare.

Ökade investeringar tenderar som sagt att driva fram en ökad produktivitetstillväxt. En ökad produktivitetstillväxt innebär i sin tur att förväntningarna på företagens framtida vinststillväxt justeras upp, vilket ofta leder till stigande aktiekurser. Högre värderingar av företag stimulerar både dessa företag att investera ytterligare och gör det även möjligt för nya företag att få tillgång till riskvilligt kapital för vidare expansion. Samtidigt upplever de hushåll som äger aktier att deras nettotillgångar, i alla fall på papperet, ökat i värde. Högre förmögenhetsvärden och optimistiska framtidsförväntningar leder till snabbare ökning i konsumtionen.

Diagram: Investeringarnas andel av BNP

Sedan 1950-talet finns tre tydliga kortare eller längre perioder av snabbt stigande investeringar.

Den första perioden sträckte sig från början av 1950-talet fram till 1967. Kapitalstocken byggdes upp under denna period och lade grund för en förhållandevis stor rationaliseringspotential i näringslivet. Produktivitetstillväxten blev också, som vi alla vet, snabb i ett historiskt perspektiv och investeringsperioden långt utdragen i tiden. En bidragande orsak – men alls inte den enda förklaringen till den snabba investeringsökningen – var det omfattande bostadsbyggandet.

Investeringarnas andel av BNP nådde en topp i samband med recessionen omkring 1967. Vinstandelarna i företagen sjönk, den första och andra oljekrisen ägde rum under 1970-talet, strukturella problem gjorde sig gällande i svensk ekonomi och investeringarnas andel av BNP föll kraftigt mellan 1967 och 1982. En hel del av detta fall förklaras av minskade bostadsinvesteringar, men även exklusive bostäderna fanns klara tendenser till stagnation av investeringsandelen. Om något visade utvecklingen t.o.m. på en viss minskning. Samtidigt försvagades produktionspotentialen. Sverige halkade efter andra länder när det gällde tillväxt. Reallönerna stagnerade.

Den andra perioden av snabb investeringsökning inleddes efter devalveringen 1982 och sträckte sig fram till slutet av 1980-talet. Det verkar dock inte som om produktionspotentialen i svensk ekonomi påverkades. Ekonomin överhettades vid ganska måttliga tillväxttal i slutet av 1980-talet och produktivitetstillväxten avtog markant.

1980-talet uppvisade faktiskt den svagaste produktivitetstillväxten sedan industrialismens fick sitt genombrott i vårt land omkring 1870. Det talar för att det under den här perioden inte handlade så mycket om produktiva investeringar som bidrar till att lyfta produktionspotentialen. Statistiken visar också att det – i vart fall i slutet av 1980-talet - i stor utsträckning var fråga om investeringar i kommersiella fastigheter i samband med spekulationsåren.

Den tredje investeringsperioden inleddes i samband med konjunkturvändningen sommaren 1993. Kronan deprecierades, vinstandelen i näringslivet steg, världskon-

junkturen förbättrades, exporten och industriproduktionen sköt fart. Bruttoinvesteringarna spelade en viktig roll i tillväxtförloppet. Tendensen är också mer uttalad om man rensar för bostadsinvesteringar.

Investeringsdriven tillväxt kan leda till olika förlopp

Att bedöma hur uthålligt ett pågående tillväxtförlopp är, är inte så enkelt. Beroende på hur växelverkan mellan ekonomins utbudssida och efterfrågesida utvecklas över tiden kan man teckna några olika scenarier:

- En första möjlighet är att utbudssidan i ekonomin byggs ut för snabbt och uppbyggnaden av kapitalstocken går för långt om investeringsverksamheten präglas av överoptimism. Det kan bli en sorts spekulation i reala investeringar. I ett sånt förlopp kommer förr eller senare ett bakslag, utan att det nödvändigtvis föregås av en acceleration av pris- och lönestegringarna. Ett sådant bakslag kan medföra att den reala ekonomin tvingas in i ett besvärligt nedåtriktat anpassningsförlopp. Frågan är om inte den japanska ekonomins nedgång under 1990-talet har haft den här typen av inslag. Sannolikt bidrog även "överinvesteringar" i fastigheter till den svenska problemen i början av 1990-talet.
- En andra möjlighet är att snabbt stigande tillgångspriser drar med sig en likaledes snabb kreditexpansion. Förmögenhetsexpansionen genererar i det här fallet efterfrågan på finansiella placeringar, snarare än på varor och tjänster. Avkastningen på dessa finansiella investeringar är till en början långt högre än lånekostnaden. En sådan finansiell bubbla skapar sårbarhet inte bara i hushålls- och företags balansräkningar utan även i det finansiella systemet i stort. Förr eller senare vänder emellertid överoptimismen och ett svårt finansiellt anpassningsförlopp sätter igång kanske t.o.m. problem i banksektorn uppstår. Även detta är något som har varit karaktäristiskt för den japanska ekonomin. Sverige och en hel del andra länder har också upplevt liknande förlopp.
- En tredje möjlighet är att efterfrågeutvecklingen blir för snabb, trots en snabbare utbyggnad av kapitalstock och utbudssida. Optimismen om framtida inkomster blir för stor. Resultatet blir då en klassisk acceleration av pris- och lönestegringarna.
- En fjärde möjlighet – och det är självfallet det bästa alternativet – är att växelspillet mellan ekonomins utbuds- och efterfrågesida utvecklas harmoniskt och går hand i hand. I den situationen sker en balanserad tillväxt och tillväxtbanan tenderar – i vart fall under en tid - att vara högre än tidigare. Investeringsperioden från början av 1950-talet fram till mitten av 1960-talet är ett exempel på en sådan lång period.

Det som brukar betecknas som den nya ekonomin drivs av en kraftig investeringsvåg där den nya tekniken successivt sprids i hela ekonomin och effektiviserar produktionen, men utvecklingen kan alltså ta flera olika vägar. Allt är inte ljusst eller i den världen, även om man i den allmänna diskussionen lätt kan få det intrycket, men den rymmer onekligen en hel del intressanta utmaningar och möjligheter för konsumenter, entreprenörer, aktörer i det finansiella systemet och inte minst för ekonomisk politiska beslutsfattare. Men det gäller att inte aktörer i någon del av ekonomin blir alltför optimistisk och fattar oöverlagda beslut. Då kan de goda cirk-

larna övergå i eufori. Historien lär oss att förloppet då slutar med mer eller mindre häftiga bakslag.

För en centralbank gäller det att alltså att se till att inflationstakten är stabilt förankrad kring målet, men den måste också främja effektivitet och säkerhet i det finansiella systemet i stort. En stabilt låg inflation är i det här perspektivet en indikator på att ekonomins efterfråge- och utbudssida utvecklas på ett harmoniskt sätt över tiden. Men som jag nyss sagt måste vi också följa utvecklingen i det finansiella systemet i stort för att säkerställa att inga obalanser i övrigt byggs upp som kan hota en gynnsam utveckling i ekonomin. Erfarenheten från slutet av 1980-talet och början av 1990-talet kastar fortfarande sin skugga över oss.

Balanserad utveckling i svensk ekonomi

För Sveriges del tycks utvecklingen så här långt präglas av stabilitet. Siffrorna för inflationstakten har vid flera tillfällen snarast kommit in lägre än vad de flesta bedömare, inklusive Riksbanken, räknat med. Det tycks i dagsläget även råda sans och måtta i kreditexpansionen. Tillgångspriserna har dock rusat i väg på ett sätt som avspeglar betydande förväntningar på väsentligt snabbare ekonomisk tillväxt i vårt land jämfört med tidigare. På den här punkten finns det alltså skäl att hissa en varningsflagga.

Företrädare för Riksbanken har tidigare sagt att vi är avvaktande men inte avvisande till den s.k. nya ekonomin. Vi har hittills inte sett några påtagliga tecken på en acceleration av produktivitetstillväxten i svensk ekonomi, liknande den i USA. Som jag tidigare sa tycks produktivitetstillväxten ha ökat under 1990-talet jämfört med 1980-talet, men någon kraftig acceleration har vi ännu inte sett, inte heller i de senaste nationalräkenskaperna. Men vi följer utvecklingen mycket noga och letar efter tecken. Sverige är ju ett land som ofta rankas i det absoluta toppskiktet när det gäller IT också i bredare mening än enbart Internetanvändning bland befolkningen där vi faktiskt ligger bäst till bland alla länder.

Ökningen av produktiviteten under andra halvan av 1999 är dock en intressant observation. Likaså noterar vi att den inhemska underliggande inflationen är låg trots en stark efterfrågeutveckling.

Svensk ekonomi rör sig mot fullt resursutnyttjande

Att efterfrågan i svensk ekonomi, trots detta, ändå växer snabbare än vad utbudssidan i längden klarar av visar sig i det faktum att arbetslösheten faller. Det är i grunden bra, särskilt efter den period av historiskt sett mycket hög arbetslöshet som präglat vårt land under 1990-talet. Men någonstans går en gräns där företagen får svårt att rekrytera arbetskraft med rätt utbildning och yrkeserfarenhet. Redan idag finns sådana tendenser inom vissa branscher och på vissa orter. Dessutom har det visat sig att arbetslösheten bland högutbildade snabbt har kommit ner till omkring 3 procent medan arbetslösheten för personer med lägre utbildning har dröjt sig kvar på över 6 procent.

Att en arbetsmarknad som präglas av fallande arbetslöshet successivt blir mer ansträngd är inte onaturligt. Problemet för en centralbank är att veta när detta riskerar att spilla över i en acceleration av lönekostnadsökningarna så att inflationsmålet

hotas. Lönerna svarar för den helt dominerande delen av företagens kostnader och snabbt stigande löner är därför en väsentlig drivkraft i ett inflationsförlopp.

Men här finns två problem som en centralbank måste hantera. En acceleration av löneökningarna kommer i regel med en viss fördröjning efter det att mer utbredda brister på arbetsmarknaden börjat uppkomma. Samtidigt tar det ganska lång tid för en räntehöjning att få full effekt. I Riksbanken har vi talat om en fördröjning på ett till två år, men exaktheten i den siffran kan vi förstås inte vara helt säkra på. Men det finns i dagsläget inga belägg för att denna period skulle ha blivit väsentligt kortare. Det finns argument som talar i båda riktningarna. Mot den bakgrunden finns det två möjliga utvecklingsvägar som det alltså gäller att undvika för en centralbank.

Den ena är att centralbanken agerar för tidigt i konjunkturuppgången så att arbetslösheten dröjer sig kvar på en onödigt hög nivå och ekonomin i stort hindras att utnyttja sin fulla potential.

Den andra är att centralbanken agerar för sent. Ett förlopp med accelererande löne- och prisstegringar hinner sätta i gång. Penningpolitiken måste då få en stram utformning och efterfrågan i ekonomin bromsas upp tvärt för att inflationstakten ska fås att återvända till målet.

Båda fallen innebär onödiga realekonomiska kostnader och är därför oönskade. Sättet att undvika att hamna i den här typen av situationen är att göra prognoser på inflationen så att centralbanken kan styra reporäntan med sikte på ungefär samma horisont som penningpolitiken får sitt genomslag på inflationen. Förloppet blir på så sätt lugnare både när det gäller styrräntans utveckling och för den reala ekonomin, dvs. för produktion och sysselsättning.

Prognoser kan slå fel – men det går att hantera

Som jag nyss sagt måste penningpolitiken vara framåtblickande. Annars skulle vi skapa instabilitet snarare än stabilitet i den reala ekonomin.

Men detta ställer mycket stora krav både på prognosmakare och makromodellbyggare. För det första måste inflationen prognosticeras på ett till två års sikt, vilket bl.a. kräver hygglig precision vad gäller t.ex. sambandet mellan resursutnyttjandet och inflationen. För det andra krävs en kunskap om hur en eventuell styrränteförändring ger utslag på inflationen både styrkemässigt och vad gäller tidsprofil.

Det är uppenbart att prognosmakare och makroekonomer inklusive centralbanker ställts inför stora utmaningar under 1990-talet. Exempelvis har inflationsprognoserna ofta legat högre än de faktiska utfallen. Det finns många orsaker till detta. Den svenska ekonomin, liksom andra ekonomier, omvandlas för närvarande snabbt. Det kan innebära att samband mellan efterfrågan och inflationen ändras. Ett skäl kan vara att prissättningsbeteendet är annorlunda när inflationstakten är låg jämfört med när den är hög. Ett annat kan vara att ekonomin är utsatt för en allt starkare konkurrens genom avregleringar internt eller till följd av den allmänna globaliseringen, eller genom en kombination av de båda drivkrafterna. Ett tredje skäl kan vara att ekonomins potential flyttas när produktivitetstillväxten ändras.

Riksbanken, liksom andra prognosmakare, arbetar emellertid intensivt och kontinuerligt med att förbättra prognoserna. Ju mer erfarenhet vi får av den nya pen-

ningpolitiska regimen och dess konsekvenser för makroekonomin, desto bättre bör prognoser och makroekonomiska bedömningar kunna bli.

I den föränderliga värld vi lever i kan dessutom inkommande aktuell information om ekonomins utveckling behöva tillmätas större betydelse än mer formella modellresultat, som nödvändigtvis måste bygga på historiska samband.

Det bör alltså finnas möjligheter att bättre hantera det faktum att prognoser om den ekonomiska utvecklingen långt fram i tiden aldrig kan göras med fullständig precision och ändå beakta att det tar förhållandevis lång tid för penningpolitiken att slå igenom fullt ut.

Nivån på räntan ett viktigt komplement i inflationsbedömningen

Som jag påpekade inledningsvis ser den svenska ekonomiska utvecklingen stark ut och uppgiften för Riksbanken är att ge sitt bidrag till att den utvecklingen kan fortsätta. En del i detta arbete är, som jag nyss sa, att hålla inflationstakten kring det uppsatta målet.

Riksbanken kan påverka inflationstakten i ekonomin genom att söka anpassa den samlade efterfrågan i ekonomin till den långsiktiga tillväxtbanan och/eller påverka förväntningarna om den framtida inflationen.

Enligt vår enkla handlingsregel för penningpolitiken ska reporäntan höjas när prognosen för inflationen överstiger den målsatta och omvänt. För att efterfrågan i ekonomin faktiskt ska påverkas är det dock viktigt att det är den reala reporäntan som ändras, vilket sen påverkar den reala räntan på lån med längre löptid i varierande utsträckning.

För att fatta beslut om penningpolitiken krävs dock inte enbart kunskap om vilka förändringar som krävs, utan också från vilken nivå politiken utgår. Det är här resonemanget om jämviktsrealräntan kommer in i den penningpolitiska diskussionen. Denna diskussion är inte frikopplad från diskussionen om inflationsprognoserna utan ett viktigt komplement i bedömningarna.

När ekonomin är i jämvikt, d.v.s. den förväntade inflationen i likhet med den målsatta och produktionen på sin långsiktiga jämviktsbana, så är också realräntan i jämvikt. Det finns därmed någon nivå på den reala reporäntan som motsvarar denna nivå och som kan beskrivas som en neutral nivå. När den reala reporäntan ligger över denna nivå kan man följaktligen säga att penningpolitiken är stram och när den ligger under kan politiken betecknas som expansiv.

Men att fastställa denna neutrala nivå är inte enkelt eftersom jämviktsrealräntan inte är direkt observerbar, utan måste uppskattas. Realräntan beror dels på vilken ränta som skapar jämvikt mellan sparande och investeringar inom landet, dels på det internationella realränteläget som i sin tur beror på förhållandet mellan sparande och investeringar på global nivå.

Erfarenheten visar att den faktiska realräntan varierar också över ganska långa perioder, vilket bör indikera att även jämviktsrealräntan skiftar över tiden. Historiska serier över realräntan visar att den var negativ under 1970-talet, medan den låg omkring 4 procent under 1980- och 90-talen. Ser vi till hela perioden mellan 1960 fram till 1999 var den korta realräntan omkring 2 procent. Slutsatsen är att det är

svårt att med utgångspunkt från den historiska utvecklingen exakt bilda sig en uppfattning om vilken nivå politiken bör utgå ifrån.

Direktionen har emellertid gjort en grov uppskattningen om att penningpolitiken i dagsläget är expansiv och att den reala reporäntan följaktligen ligger något under jämviktsnivån. I takt med att konjunkturen blir allt starkare och vi förflyttar oss framåt kan vi förvänta oss att resursutnyttjandet i ekonomin blir alltmer ansträngt. Därmed behöver också penningpolitiken så småningom inta ett neutralt läge. Frågan är vilken räntenivå detta handlar om och hur snabbt man bör närma sig den. Jag kan se från olika analyser och marknadsbrev att många aktörer på finansmarknaden just nu är upptagna med denna fråga.

Men av mitt resonemang framgår att det inte kan finnas någon mekanik i denna rörelse, ingen förutbestämd bana utstakad eller några framtida räntesteg fastlagda. Inflationsprognosen får, som alltid, bestämma ränterörelserna. Här har det hänt en del på senare tid. Ekonomin verkar bli något starkare än vi räknade med i december. Samtidigt ser dock produktivitetens utvecklingen bättre ut. Kanske kan man också vara något mer optimistisk om löneutvecklingen. Efter den senaste räntehöjningen i februari tycker jag mot den bakgrunden att inflationsriskerna fortfarande ser ganska balanserade ut.