

# Anförande

Andre vice riksbankschef Eva Srejber

---

TISDAG DEN 6 JUNI, 2000

## Penningpolitikens roll för tillväxten

FöreningsSparbankens Ekonomidag i Vellinge

Jag vill börja med att tacka för inbjudan att tala här på Förenings Sparbankens Ekonomidag. I mitt anförande idag ska jag försöka lyfta blicken från den dagsaktuella penningpolitiken, där fokuseringen på räntepunkter och små skillnader i bedömningar av konsumentprisindex riskerar leda till att perspektivet stundtals går förlorat. Det kan därför vara befogat att ibland påminna sig själv och andra om vilken roll den ekonomiska politiken kan och bör spela. För mig som beslutsfattare i Riksbanken gäller det förstås särskilt penningpolitikens roll och betydelsen av stabiliteten i betalningsväsendet. Jag vill också erinra om de framgångar som uppnåtts i svensk ekonomi under det senaste decenniet, där såväl finans- som penningpolitiken givit viktiga bidrag. Utmaningen nu är att befästa det som uppnåtts och samtidigt ha kraft att genomföra de förändringar som återstår. Det är också viktigt att ständigt utvärdera och diskutera utformningen av den ekonomiska politiken allteftersom nya erfarenheter nås. För det krävs en öppenhet likt den som varit ledstjärna för Riksbanken under senare år.

För att skapa förståelse för och uppslutning kring prisstabilitetsmålet har det funnits behov av att på ett enkelt och pedagogiskt sätt förklara de tankesamar, som vägleder de penningpolitiska besluten. Det har kanske medfört att vi skapat en överdriven föreställning om att penningpolitiken uteslutande bedrivs med hjälp av mycket enkla beslutsregler. En enkel tankeram är ett stöd i en komplicerad verklighet, men även faktorer som inte fångas i en enkel beslutsregel behöver vägas in. Eftersom penningpolitikens effekter sträcker sig över flera år måste varje beslut

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

vila på sannolikhetsbedömningar och egna värderingar av de risker som är förknippade med alternativa utvecklingar av makroekonomin i framtiden. Avslutningsvis pekar jag på några sådana risker i utvecklingen av den svenska ekonomin framöver.

### **Ekonomisk politik vilar på tre ben**

En välavvägd ekonomisk politik bidrar till att skapa goda förutsättningar för stabil och hög tillväxt, vilket brukar anses vara en viktig beståndsdel i begreppet välfärd. För detta krävs att alla delar i den ekonomiska politiken spelar sina roller väl. Det gäller såväl finans-, struktur- som penningpolitik. Goda tillväxtbetingelser skapas när osäkerheten om framtida inkomster och utgifter minimeras. Om resurserna samtidigt används där de gör störst nytta för välfärden finns förutsättningarna för en god utveckling. Den ekonomiska politiken bör därför vara utformad så att osäkerheten minimeras och så att regelverk och skattesystem inte snedvrider resursallokeringen i ekonomin.

Om *finanspolitiken* bedrivs så att statskulden stabiliseras på en långsiktigt rimlig nivå skapas säkerhet om utformningen av transfereringssystemen och kommande skattebördor och investerings- och konsumtionsbeslut underlättas. Också *strukturpolitiken* har en väsentlig roll när det gäller att skapa goda tillväxtbetingelser. Strukturpolitik är ett så vitt begrepp att jag här bara kan peka på några viktiga delar. Skatte- och transfereringssystem bör t.ex. vara utformade så att de inte skapar motiv för medborgarna att agera på ett sätt som missgynnar långsiktig tillväxt och välfärd. Utbildningsväsendets uppgift är att skapa tillgång till relevant och högkvalitativ utbildning och arbetsmarknadspolitikens att se till att efterfrågan och utbud av arbetskraft möts.

### **Riksbankens uppgifter**

En *penningpolitik* inriktad mot prisstabilitet, minskar osäkerheten om framtida realinkomster. Avtal om framtida betalningar och bedömningar av framtida inkomster underlättas därmed. Kraven på ersättning för risk minskar vilket bl.a. stimulerar reala investeringar. Prisstabilitet förbättrar också prissystemets förmåga att sprida information om hur resurserna skall fördelas till de områden de gör störst nytta för medborgarna. I en marknadsekonomi är det prissystemets uppgift att förmedla information om hushållens preferenser och ge signaler om var produktiviteten utvecklas bäst t.ex.

Förutom uppgiften att värna prisstabilitet har Riksbanken också ansvar för landets betalningssystem. Att betalningar kan genomföras på ett säkert och effektivt sätt är en förutsättning för att en modern ekonomi skall fungera. För att betalningssystemen skall fungera är det viktigt att finansiell stabilitet upprätthålls, vilket t.ex. innebär att bankkriser skall undvikas. Det finns nära kopplingar mellan centralbankens ansvar för prisstabilitet och dess ansvar för den finansiella stabiliteten. För att styrräntan skall få avsedd effekt på räntebildningen är det t.ex. väsentligt att betalningssystemet fungerar effektivt och säkert eftersom penningpolitikens instrument verkar via betalningssystemen. Prisstabiliteten kan vidare hotas av finansiella obalanser och av finansiell instabilitet. Samtidigt minskar sannolikt en penningpolitik

inriktad mot prisstabilitet i sig risken för finansiell instabilitet. Att sätta upp en skarp gräns mellan vad som räknas till centralbankens penningpolitiska uppgifter och vad som ingår i ansvaret för ett säkert och effektivt betalningssystem är inte meningsfullt. Här nöjer jag mig med att betona att det krävs såväl prisstabilitet som finansiell stabilitet för att skapa goda tillväxtbetingelser i en ekonomi. Och centralbanken spelar en viktig roll för att uppnå bägge dessa mål.

Den 1 januari 1999 trädde en ny riksbankslag i kraft. I den fastsätts att målet för Riksbankens verksamhet är att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken skall också ansvara för ett säkert och effektivt betalningsväsende. I förarbetena till lagen sägs vidare att Riksbanken, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, skall stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

Prisstabilitetsmålet har alltså lagfäst. Riksbankens direktion har dock ansvaret för att operationalisera prisstabilitetsmålet och utforma ramverket för penningpolitiken. Det innebär bl.a. att det är direktionen som beslutar om hur prisstabilitetsmålet skall definieras och på vilken sikt prisstabilitet skall upprätthållas.

Riksbankens direktion har beslutat att prisstabilitet skall definieras som en årlig ökning av konsumentprisindex på 2 procent med ett toleransintervall på plus/minus en procentenhet. Om konsumentprisindex påverkas av faktorer som endast tillfälligt bedöms ge effekt på KPI har direktionen enats om att vi ska ha möjlighet att bortse från dessa. Skälet är att penningpolitiken annars riskerar leda till onödiga fluktuationer i sysselsättning och produktion.

### **Mycket har uppnåtts - men en del återstår**

Den ekonomiska politiken har på många områden varit mycket framgångsrik under de senaste åren. När statsskulden under första hälften av 90-talet ökade dramatiskt, när arbetslösheten samtidigt steg till mycket hög nivå och kraftiga fluktuationer i långa räntor och växelkurs tydde på stor osäkerhet i inflationsutsikterna var det nog inte många som föreställde sig att vi så snabbt skulle få se en så positiv utveckling som den vi för närvarande upplever. Statsfinanserna har förbättrats markant och vi är nu en av de bästa i EU både när det gäller storleken på statsskulden och statens budgetsaldo.

Tillväxten är sedan en tid tillbaka mycket stark och vi räknar med att arbetslösheten skall falla ner mot 4 % inom det närmaste året. Och trots detta ligger inflationsförväntningarna kvar på en stabil nivå nära målet. Man kan alltså konstatera att Riksbanken har varit mycket framgångsrik i att skapa uppslutning och trovärdighet kring prisstabilitetsmålet. Utan en så ansvarsfull finanspolitik hade det emellertid inte varit möjligt att få ner inflationsförväntningarna på det sätt som skett. Med förbudet att finansiera budgetunderskottet i centralbanken togs ett steg i den riktningen. Den regel som regering och riksdag antagit och som innebär att finanspolitiken skall sträva mot ett överskott på i genomsnitt 2 procent över en konjunkturcykel understödjer vidare prisstabilitetsmålet och skapar goda betingelser för

tillväxten. Det gör också det utgiftstak för statsfinanserna, som sätter gränser för hur mycket den offentliga verksamheten får växa.

Många strukturella reformer som förbättrat förutsättningarna för tillväxten på längre sikt har också genomförts under de senaste decennierna. De finansiella marknaderna är helt avreglerade och skattesystemet är reformerat så att det ger mindre snedvridningar än tidigare. Under 90-talet har en process som förstärkt konkurrensen på många områden inletts. Avregleringar vad gäller transporter, kommunikation och energi har genomförts. Samtidigt har EU-medlemskap och fortsatt internationalisering utsatt näringslivet för ökad konkurrens.

Men det finns fortfarande stor potential för avregleringar. Det gäller t.ex. många delar av tjänsteproduktionen där dessutom tillväxtutsikterna ser gynnsamma ut. En nyligen genomförd undersökning utförd av Konkurrensverket bekräftar visserligen att konkurrensen förbättrats under 90-talet, men pekar också på att betydande konkurrensbrister kvarstår i många branscher. Det gäller förutom många branscher inom tjänstesektorn också bl.a. byggbranschen där regelverk och byggnormer bidrar till att utestänga konkurrenter från andra länder. Undersökningen är en uppföljning av en undersökning som genomfördes 1991. Slutsatsen i den var att flertalet av de branscher som undersökts kännetecknades av bristande konkurrens med höga priser som följd.

### **Överdrivna förväntningar om tillväxtbanan kan skapa makroekonomisk obalans**

Även om tillväxtutsikterna för svensk ekonomi nu ser mycket ljusa ut så är det för tidigt att avskriva risken för att gamla problem i vår ekonomi åter kan göra sig påmind. Det finns t.ex. en risk för överhettning, när hushåll och företag nu tycks fatta beslut om konsumtion och investeringar grundade på förväntningar om starka framtida realinkomstökningar orsakade av högre produktivitetstillväxt. Det skulle kunna leda till finansiella obalanser med överdriven skuldsättning underblåst av höga börsvärden och stigande fastighetspriser. Tidigare perioder med stark kreditexpansion och hög efterfrågan i svensk ekonomi har åtföljts av stigande inflation. Låga inflationsförväntningar och prisdämpande effekter från avregleringar kan nu *under en period* hålla tillbaka det inflationstryck som byggs upp när resursutnyttjandet i ekonomin stiger. Låg inflation i kombination med hög tillväxt kan i sig förstärka föreställningen att tidigare mönster långsiktigt har brutits och att vi har kommit in i en period med långsiktigt högre tillväxt. Om efterfrågan ökar så mycket att resurserna ansträngs kommer dock inflationen att förr eller senare ta fart. Det finns en risk att priserna då mycket snabbt ökar och att även inflationsförväntningarna stiger. För att i det läget få inflationen i linje med målet kan penningpolitiken behöva hållas stram under en längre period. Om förväntningarna om framtida tillväxtutsikter samtidigt bryts kan ett konsolideringsbehov uppstå i hushåll- och företagssektorn, som kraftigt dämpar tillväxten. Konsekvenserna av en alltför stark tillväxt nu skulle därför kunna bli instabilitet i såväl inflation som

produktion senare. Skulle de finansiella obalanserna ha hunnit växa sig alltför stora finns också en risk att konsekvenserna inte begränsas sig till stora variationer i tillväxt och inflation utan t.o.m. leder till lägre produktion sammantaget.

### **Samma förlopp som den amerikanska?**

Att den svenska ekonomin på många sätt fungerar bättre än tidigare är som sagt obestriddigt, men risken är att vi tar ut svängarna för mycket. Den exceptionellt långvariga konjunkturuppgången i USA har bidragit till att stärka förväntningarna om en snabbare långsiktig tillväxt också i Sverige. Det finns vissa utvecklingsdrag i den svenska ekonomin, som påminner om den amerikanska och som skulle kunna tala för detta. En viktig grund för den gynnsamma utvecklingen i USA är sannolikt den inriktning på budgetkonsolidering och prisstabilitet, som varit vägledande för den ekonomiska politiken där under en längre tid. Och på de områdena har vi haft en liknande utveckling i Sverige även om processen här startat senare. Samtidigt har informationsteknologins starka genomslag i den amerikanska ekonomin ansetts vara en faktor som bidragit till de produktivetsförbättringar som registrerats i USA. När det gäller informationsteknologin ligger också Sverige långt framme, men det är först på senare tid som statistiken visar en viss ökning i produktivitetstillväxten. Förväntningar om fortsatt stark produktivitetstillväxt i USA har sannolikt varit en viktig grund för den kraftiga uppgången på den amerikanska börsen. De höga aktiekurserna och de positiva förväntningarna har stimulerat efterfrågan och skuldsättningsgraden i den privata sektorn har ökat. Det går visserligen inte att avskrika risken för att finansiella obalanser har byggts upp i USA, som riskerar att få negativa effekter för makroekonomin. Men många bedömare anser att den långsiktiga tillväxttakten faktiskt har stigit i den amerikanska ekonomin och att de förväntningar, som legat till grund för investeringar och ökad skuldsättning därför kommer att realiseras.

Även om det finns en del som talar för att den svenska ekonomin är inne i en liknande utveckling som den amerikanska går det inte att bortse från de strukturella skillnader, som sannolikt skapar större trögheterna i den svenska ekonomin än i den amerikanska. Arbetsmarknaden är ett sådant område. Som jag tidigare nämnde kvarstår också betydande konkurrenshinder i den svenska ekonomin. En annan skillnad är att den konjunkturuppgång vi nu upplever sker samtidigt som tillväxten i omvärlden stiger och resursutnyttjandet ökar. Den amerikanska uppgången kunde dra nytta av en omvärld med mycket lediga resurser och lågt pristryck och med få konkurrerande placeringsalternativ för internationella placerare.

### **Bör penningpolitiken motverka finansiella obalanser?**

Hur skall penningpolitiken utformas om risken för överdriven skuldsättning och överhettning bedöms vara överhängande?

En beslutsregel Riksbanken ibland hänvisar till för att motivera sina penningpolitiska beslut kan förenklat beskrivas som att när inflationen på ett till två års sikt överstiger målet så höjer vi räntan. Räntehöjningar minskar efterfrågan av varor och tjänster, vilket i sin tur minskar inflationstrycket. I vår enkla tankeram antas alltså inflationstrycket variera med resursutnyttjandet i ekonomin. När det finns ledig kapacitet är inflationstrycket i frånvaro av s.k. chocker lågt. När efterfrågan är så hög att den överstiger den nivå som är förenlig med den långsiktiga produktionsbanan, tenderar inflationen i stället att överstiga målet. Förutsättningen för resonemanget är att inflationsförväntningarna etablerats nära målet för penningpolitiken. Att priserna stiger när efterfrågan är stark kan t.ex. bero på att flaskhalsar i någon del av produktionskedjan uppstår. Eftersom företaget i det läget inte kan att förbättra sina vinster genom att öka sin försäljningsvolym, dras vinstmarginalerna upp genom prishöjningar. Brist på arbetskraft ökar också risken för alltför stora löneökningar. Resultatet blir högre inflation.

Om vi strikt följer en så enkel beslutsregel skall vi alltså bortse från risken för uppbyggnad av finansiella obalanser och överhettning så länge inflationen inte bedöms överstiga målet under prognosperioden.

I de senast publicerade inflationsbedömningarna antogs att prisstabilitetsmålet inte var hotat under prognosperioden, trots att efterfrågetillväxten var så stark att kapacitetsutnyttjandet i slutet av perioden var ansträngt. Direktionens majoritetsuppfattning var därför att det inte fanns någon anledning att höja reporäntan. Lediga resurser i utgångsläget, god produktivitetstillväxt, låga prisökningar på vissa nyligen avreglerade områden, låga importpriser samt slutligen låga inflationsförväntningar var grunden för den bedömningen. Att BNP under ett par år kan öka så mycket som 3-4 procent utan att inflationen kraftigt skjuter fart är i och för sig inte konstigt om resursutnyttjandet i utgångsläget är lågt.

Om mönstret från tidigare konjunkturuppgångar skulle upprepas borde pristrycket nu stiga. Något exakt och mycket stabilt samband har emellertid visat sig svårt att identifiera. Som jag tidigare nämnde har dessutom förändringar skett i den svenska ekonomin. Visserligen finns det fortfarande betydande konkurrensbrister på många områden, men det är ändå inte troligt att inflationen under de närmaste åren kommer att ta fart kraftigt. Ett viktigt skäl till det är att prisstabilitetsmålet nu har fått så starkt genomslag att inflationsförväntningarna inte stiger trots en konjunkturuppgång, som är starkare än på mycket länge. Av de skäl, som jag angivit tidigare i mitt anförande, har jag visserligen varit något mer pessimistisk än majoriteten i direktionen när det gällt inflationsbedömningen vid prognoshorisonen. Att konsumentpriserna varierar några tiondelar upp och ner runt målet i en ekonomi med starkt förankrad prisstabilitetsregim spelar dock i sig mindre roll för ekonomins funktionssätt.

Jag är mer bekymrad över vad som kan hända med inflationen och tillväxten efter prognosperioden om efterfrågan ökar i den takt vi räknar

med. Den enkla beslutsregel som säger att penningpolitiken endast skall reagera om målet för inflationen inte uppfylls under prognosperioden utgör en god hjälp när penningpolitiken utformas. Det innebär dock inte att regeln strikt kan följas i alla lägen. De konsekvenser den ekonomiska utvecklingen kan få för den makroekonomiska stabiliteten och för inflationen bortom prognoshorisonten måste också vägas in. Risken för att finansiella obalanser byggs upp när skuldsättningen ökar och att inflationstrycket samtidigt ackumuleras måste därför beaktas i de penningpolitiska besluten. En utveckling som den jag tidigare beskrev kan bli följd om efterfrågan och kreditexpansionen fortsätter att öka i hög takt. Såväl penningmängden som utlåningen, framförallt till hushållen, växer t.ex. för närvarande i en takt som på sikt inte torde vara hållbar.

Fördelen med enkla beslutsregler är att de är enkla att förklara, vilket kan vara särskilt viktigt när trovärdighet för en låginflationsregim skall etableras. Med enkla handlingsregler blir det tydligt vad som varit vägledande för ett penningpolitiskt beslut. Men som jag visat här behöver detta inte nödvändigtvis i alla lägen leda till en optimal politik i meningen att makroekonomisk stabilitet och prisstabilitet på lite längre sikt uppnås. Svårigheterna att bedöma när efterfråge- och utlåningsökningen är för stark är visserligen betydande, men det gäller i stort sett alla de bedömningar som vi tvingas göra.