Anförande

Andre vice riksbankschef Eva Srejber

MÅNDAG DEN 4 SEPTEMBER 2000

Prisstabilitet och tillväxt

SEB i Malmö

Sverige är nu inne på sitt tredje år med en tillväxt på över 3 procent. I år väntas BNP öka mer än 4 procent och enligt våra bedömningar fortsätta att uppvisa årliga tillväxttal på i genomsnitt över 3 procent under de kommande två åren. Trots den starka konjunkturen är inflationen låg. Varför stiger inte inflationen mer ? Vilka avvägningar måste vi som penningpolitiska beslutsfattare göra? Det är frågor som jag vill ge min syn på i dagens anförande.

Penningpolitisk strategi

Jag vill börja med att påminna om vad som är vägledande för hur vi fattar penningpolitiska beslut, d.v.s. hur vi utformat den penningpolitiska strategin.

Den nya riksbankslagen , som började gälla 1 januari 1999, lagfäste att målet för penningpolitiken är att upprätthålla ett fast penningvärde. Målet formulerades 1993 som ett inflationsmål, där KPI skall uppgå till 2 procent med ett toleransintervall på plus/minus en procentenhet. KPI valdes bl.a. för att det är välkänt och mäter de priser konsumenterna möter för en stor del av sin konsumtion. Två procent valdes bl.a. för att det vid den tidpunkten bedömdes ligga på en god europeisk nivå. När Riksbankens nya direktion tillträdde i början av 1999 fann vi ingen anledning att ändra målformuleringen.

För att göra det möjligt att utvärdera hur vi sköter vårt uppdrag strävar vi efter att vara så tydliga som möjligt om på vilka grunder penningpolitiska beslut fattas. I Riksbankens inflationsrapporter motiveras inflationsbedömningarna samt räntebesluten.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

Riksbanken har också angett en handlingsregel för vad som normalt skall föranleda beslut om ränteförändringar, samt vad som kan motivera att handlingsregeln frångås. I de öppna protokollen från direktionens penningpolitiska möten redovisas slutligen hur vi röstat och de motiveringar som legat till grund för besluten.

Resursutnyttjandet viktigt för inflationen

Eftersom räntan påverkar inflationen med fördröjning grundas de penningpolitiska besluten på framåtblickande bedömningar av inflationen. Förenklat kan den tankeram, som Riksbanken använder för att göra bedömningarna av prisutvecklingen, beskrivas på följande sätt: När det finns ledig kapacitet i ekonomin är pristrycket lågt och inflationen ligger under målet. När efterfrågan är så hög att den leder till en produktion som överstiger den nivå, som sammanfaller med den långsiktiga produktionsbanan tenderar inflationen i stället att överstiga målet. När produktionen sammanfaller med den långsiktiga produktionsbanan, d.v.s. när outputgapet är slutet, ligger inflationen på målet. Förutsättningen för resonemanget är att inflationsförväntningarna etablerats nära målet för penningpolitiken.

Inflationsbedömningarna bygger därför på prognoser för utvecklingen av den reala efterfrågan, hur mycket lediga resurser som finns i ekonomin i utgångsläget samt bedömningar av produktivitetsutvecklingen och den långsiktiga produktionsbanan.

Men konsumentpriserna kan också påverkas av faktorer som inte har med resursutnyttjandet i den svenska ekonomin att göra. Inflationen mätt med KPI påverkas t.ex. också av utbudsförändringar och annat som tillfälligt påverkar inflationen. När KPI påverkas av sådana tillfälliga faktorer som inte är relaterade till resursutnyttjandet avviker inflationen, i den förenklade modellen, från målet också när det s.k. outputgapet är slutet. UND1X är ett mått som rensar bort vissa sådana effekter, men långt ifrån alla.

Handlingsregeln

Riksbankens direktion har valt att formulera en beslutsregel, som säger att om inflationen mätt som den årliga förändringen i KPI, förväntas överstiga målet på 2 procent under de närmaste ett till två åren höjs normalt räntan och vice versa. Valet av tidshorisont motiveras av att vi bedömer att det är under den perioden, som en ränteförändring får störst effekt på prisutvecklingen. Ränteförändringar påverkar emellertid också inflationen på kortare och längre sikt, varför det finns skäl att ta viss hänsyn till inflationsprognosen såväl för det närmaste året som för tiden bortom två år.

En penningpolitik som i alla lägen siktar på att hålla inflationen på 2 procent kan emellertid leda till stora fluktuationer i produktionen. Om penningpolitiken skulle motverka prishöjningar i KPI som bedöms vara tillfälliga och inte en följd av för stark efterfrågan, måste räntorna hållas så höga att efterfrågan i ekonomin pressas tillbaka. Produktionen skulle därmed hamna under sin långsiktiga tillväxtbana. På motsvarande sätt måste penningpolitiken stimulera efterfrågan

och pressa upp produktionen över sin långsiktiga tillväxtbana om inflationen hålls nere av faktorer som tillfälligt dämpar priserna.

Det finns därför skäl att modifiera de penningpolitiska handlingsreglerna så att det skapas möjlighet att uppnå balans mellan variabilitet i inflation och i tillväxt. Alltför stora fluktuationer i produktionen kan medföra höga samhällsekonomiska kostnader. I grunden är ju motivet till att penningpolitiken avdelats för att upprätthålla ett fast penningvärde, att den därmed bedöms ge sitt bästa bidrag till att skapa förutsättningar för en hög och stabil tillväxt.

Om inflationen påverkas av tillfälliga faktorer eller om ekonomin påverkas av så omfattande störningar att det kan vara vanskligt att föra tillbaka inflationen till målet inom ett till två år, kan det därför finnas skäl att återföra inflationen till målet långsammare än i vanliga fall. Vi skall emellertid alltid motivera varför vi gör det.

Utrymme för stora skillnader, trots gemensam strategi

Även om det råder enighet om strategin för penningpolitiken finns förstås stort utrymme för skillnader i bedömningar av vart räntan skall ligga i varje läge.

För det första kan vi i direktionen göra olika bedömningar av vilken prisutveckling som är den mest sannolika. Nationalekonomi är som vi vet ingen exakt vetenskap och prognoser över priser och tillväxtmöjligheter vilar alltid på många bedömningar av en enorm massa av information och samband. Modeller kan aldrig fånga komplexiteten i ekonomin och hur människors ekonomiska beslut samverkar och måste därför alltid betraktas som ett av många hjälpmedel i bedömningarna.

Riksbanken utnyttjar många olika ansatser och indikatorer för att göra bedömningarna. Tyngdpunkten i Riksbankens analys har hittills legat på den reala ekonomin och hur den påverkar prisutvecklingen. På många områden ligger vi före andra centralbanker, medan vi när det gäller analys av olika finansiella aggregat och deras koppling till inflation och real efterfrågan ännu inte hunnit lika långt. Strävan har visserligen varit att beakta den information, som utvecklingen i penningmängd och kredittillväxt givit. Men vi har t.ex. inte utvecklat metoder som kan ge vägledning om vilken skuldsättning och vilken penningmängd som är förenlig med den långsiktigt hållbara tillväxten i ekonomin förutsatt inflationsmålet. Visserligen är i princip den finansiella ekonomin enbart en spegelbild av den reala och vice versa, men det kan växla vilken del som sitter i förarsätet. En välutvecklad analys av bägge sidorna skulle troligen förbättra beslutsunderlagen för penningpolitiken. Strukturella förändringar på de finansiella marknaderna gör det svårt att tolka utvecklingen och att hitta stabila samband mellan t.ex. penningmängd och inflation, men det gäller ju många delar i ekonomin. Det gäller t.ex. även metoder för att skatta så centrala variabler, som hur mycket lediga resurser som finns i ekonomin och hur stor den potentiella tillväxten kan vara. Där ger olika metoder olika resultat.

ECB är exempel på en centralbank som bygger upp sin analys, dels från den reala sidan, dels från den finansiella – penningpolitiken sägs vila på två pelare. Att deras penningpolitiska strategi kom att utformas på det sättet, har väl delvis historiska skäl. Deras strategi kanske inte är det bästa sättet att ta hänsyn till den finansiella

utvecklingen. Risken med en så klar uppdelning är att man bortser ifrån att det faktiskt handlar om spegelbilder och att konsistensen mellan den reala och finansiella analysen går förlorad. Fördelen är att den finansiella utvecklingen tydligt beaktas när penningpolitiska beslut fattas.

För det andra kan vi göra olika bedömningar av hur riskbilden för prisutvecklingen under prognosperioden ser ut. Eftersom osäkerheten i huvudsceneriets inflationsbedömning normalt är stor, tar Riksbanken också fram riskscenarier. Vi publicerar också beräkningar över sannolikhetsfördelningen för olika inflationsutfall. Fördelningen kring det mest sannolika utfallet beaktas när beslut om räntan tas.

För det tredje kan vi ha olika bedömningar om hur penningpolitiken skall föras för att få en rimlig avvägning mellan fluktuationer i tillväxt och i inflation. Som jag nämnde tidigare har direktionen enats om att vi kan välja att inte föra tillbaka inflationen till målet inom ett till två år om KPI påverkas av tillfälliga faktorer eller om ekonomin drabbas av omfattande störningar. Att bedöma och värdera när det –inom dessa ramar -finns tillräckliga skäl för att undvika variabilitet i produktionen genom att förlänga styrhorisonten är dock långt ifrån självklart.

För det fjärde – och nu börjar jag låta som om det över huvud taget inte är möjligt att bedriva en penningpolitik med krav på tydlighet –vet vi inte exakt vilken stimulans eller åtstramning en viss ränta ger. Det beror dels på att vår, liksom alla andras, kunskap om den s.k. transmissionsmekanismen är begränsad. Det beror också på att det är svårt att exakt fastställa vid vilken realränta penningpolitiken har en neutral inverkan på efterfrågan. Svårigheten ökar av att den s.k. neutrala realräntan förändras t.ex. när produktivitetstillväxten i ekonomin ändras. På basis av erfarenhet, enkla tumregler och grova beräkningar kan i och för sig var och en skaffa sig en uppfattning om hur penningpolitiken verkar. Men här är ytterligare ett område som behöver utvecklas.

Sammantaget visar denna genomgång att penningpolitiska beslut aldrig kan fattas mekaniskt med hjälp av enkla tumregler. För att skapa stadga åt analysen och för att göra det enklare att beskriva vad som legat till grund för våra beslut är det trots detta väsentligt att beskriva och hålla sig till en tankeram, kring vilken vi bygger upp vår analys. I takt med att vi vinner ökad kunskap, utvecklas också vår analys och tankeramen kompletteras eller modifieras. För att tydligheten inte skall gå förlorad strävar vi efter att i våra inflationsrapporter, tal och publikationer beskriva hur vår analysapparat ser ut och utvecklas.

Utmaningar i nuläget

Tillväxtutsikterna för svensk ekonomi har under senare år förbättrats avsevärt. Riksbanken har varit framgångsrik i att skapa uppslutning kring och trovärdighet för prisstabilitetsmålet, statsfinanserna har förbättrats och många strukturella reformer har genomförts, även om mycket återstår.

Men även om det mesta ser bra ut så finns en risk för att den svenska ekonomin nu växer för snabbt till följd av alltför optimistiska bedömningar av tillväxtutsikterna. Det måste enligt min bedömning beaktas när penningpolitiken utformas. Överdrivet optimistiska förväntningar om framtiden skulle kunna leda till att

finansiella obalanser med överdriven skuldsättning byggs upp i den svenska ekonomin. Höga börsvärden och stigande fastighetspriser kan underblåsa en sådan utveckling. En expansiv penningpolitik, grundad på samma överoptimism, skulle i ett sådant läge bidra till att obalanserna byggs upp.

En viktig fråga för Riksbanken är dock om ett sådant scenario är möjligt utan att olika indikatorer för inflationen i tid ger signaler om att en överhettning är på väg så att penningpolitiken hinner reagera. Erfarenheter från andra länder visar på att låg konsumentprisinflation och sunda statsfinanser inte i sig utgör en garanti för en framtida god utveckling. Även om man alltid måste vara försiktig att dra slutsatser av jämförelser mellan olika länder visar t.ex. erfarenheter från Japan i slutet av 80-talet och från Korea i mitten på 90-talet att överhettning kan ta sig uttryck som uppdrivna börs- och fastighetsvärden, höga utlåningstakter och investeringar med låg avkastning snarare än i stigande konsumentpriser.

I den svenska ekonomin kan jag föreställa mig minst två faktorer som gör att en tilltagande överhettning inte tar sig uttryck i stigande konsumentpriser och därför riskerar leda till att såväl Riksbanken som allmänheten drar fel slutsatser om läget i ekonomin:

För det första tror jag att såväl löne- som prissättningsbeteendet påverkas av att inflationsförväntningarna är låga och stabila. Det tar tid innan ett ökat resursutnyttjande slår igenom i stigande priser och höjda löner! På samma sätt som det tar tid att ändra inflationsförväntningarna nedåt är det trögt att ändra dem uppåt. Det skulle innebära att även om efterfrågan och produktionen är högre än vad som är långsiktigt hållbart så märks inte det i prisutvecklingen förrän resursutnyttjandet blivit mycket ansträngt.

För det andra kan avregleringar och ökad konkurrens leda till att konsumentpriserna dämpas till följd av att övervinster i tidigare konkurrensskyddade branscher tvingas ner. Inledningsvis leder kanske ökad konkurrens framförallt till omfördelning av realinkomster. På lite längre sikt förbättras också produktiviteten. Det är dock osäkert hur snabbt och mycket den potentiella tillväxten ökar till följd av ökad konkurrens.

Om penningpolitiken bygger sina bedömningar på en alltför optimistisk syn på tillväxtutsikterna och utvecklingen i konsumentpriserna inte ger några signaler om detta kan det leda till att betydande obalanser hinner byggas upp.

Förr eller senare kommer dock inflationen att ta fart. När utrymmet för att sänka vinstmarginaler till följd av avregleringar och ökad konkurrens börjar bli uttömt och efterfrågetrycket till slut börjar ta sig uttryck i stigande priser finns risk att prisökningarna blir stora och kommer snabbt. Förväntningarna om framtida tillväxtutsikter kan då brytas abrupt. Konsekvenserna kan bli att efterfrågan faller om företag och hushåll då är för högt skuldsatta. Om många företag under överhettningsperioden byggt sina investeringsbeslut på felaktiga förväntningar om efterfrågeutvecklingen kan fallet bli stort.

Exemplet visar en utveckling där penningpolitiken genom att agera för sent skapar hög variabilitet i såväl inflation som produktion. Effekterna behöver heller inte bli synliga förrän efter prognoshorisonten. De samhällsekonomiska kostnaderna av att

avvakta för länge med att ändra inriktning i penningpolitiken kan bli höga om obalanserna växt sig stora och produktionsfallet blir kraftigt.

Samma förlopp som den amerikanska?

Även om tillväxtutsikterna ser mycket ljusa ut för svensk ekonomi så kan man alltså inte bortse ifrån risken för överoptimism. Historien har många gånger visat att en optimism som från början varit välgrundad blir självförstärkande och till slut blir så stark att den skapar betydande obalanser i ekonomin. Utvecklingen i Japan under 80-talet och i Asien under 90-talet är tydliga exempel på detta.

Den exceptionellt långvariga högkonjunkturen i USA har bidragit till att stärka förväntningarna om en snabbare långsiktig tillväxt också i Sverige. Det är därför viktigt att förstå om den amerikanska tillväxtnivån är långsiktigt hållbar och om något liknande kan ske i Sverige. 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 startat senare här. Samtidigt finns likheter när det gäller informationsteknologins starka genomslag i ekonomin, men också här ligger vi senare i utvecklingen. Liksom i USA har höga tillgångspriser och stark optimism stimulerat efterfrågan och ökat skuldsättningsgraden i den svenska ekonomin. Även om det ännu inte går att avskriva risken för att finansiella obalanser har byggts upp i USA – obalanser som kan få negativa effekter för den amerikanska ekonomin - så verkar det nu som den amerikanska ekonomin kan vara på väg mot en mjuklandning. Men fortfarande kvarstår de globala finansiella obalanser som under många år byggts upp med ett mycket högt sparande i Japan och med lågt sparande och hög skuldsättning i USA. Hur dessa obalanser skall lösas och vilka konsekvenser det får för världsekonomin har vi ännu inte sett.

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 trögheter i den svenska ekonomin än i den amerikanska. Arbetsmarknaden är ett sådant område. Betydande konkurrenshinder kvarstår också i den svenska ekonomin. En annan skillnad är att den konjunkturuppgång vi nu upplever, sker samtidigt som tillväxten och resursutnyttjandet i omvärlden stiger. Vi kan därmed inte på samma sätt som USA dra nytta av att det finns lediga resurser i omvärlden.

Slutsatser

Riksbanken bedömer nu att BNP-tillväxten hamnar över 4 procent i år och i genomsnitt över 3 procent de kommande två åren. Uppgången sker efter flera år med betydande tillväxt. Trots detta är inflationen låg och väntas så förbli under hela prognosperioden. Vilka skeenden som döljer sig bakom de svaga prisökningarna kan vi inte säkert avgöra. Jag kom under våren fram till att vi nog underskattat det s.k. outputgapet d.v.s. hur mycket lediga resurser som finns i ekonomin i utgångsläget och det är troligen en förklaring till att prisökningarna blivit överraskande låga. Viss förbättring i produktiviteten samt indikationer på

krympande vinstmarginaler i ekonomin som helhet tyder också på att avregleringar och ökad konkurrens spelat en viktig roll. Min bedömning är vidare att den stabiliseringsinriktade makropolitiken och åtgärder som t.ex. skattereformen dessutom har ökat den potentiella tillväxten i den svenska ekonomin.

Den starka tillväxt som Riksbanken – med antagande om oförändrad reporäntan – räknar med ligger enligt min bedömning något i underkant. Samtidigt har jag en något mindre optimistisk bedömning än majoriteten av arbetsmarknadens funktionssätt och konkurrensen på flera marknader i Sverige. Min bedömning är dock att låga inflationsförväntningar gör att det tar längre tid innan överhettningstendenser tar sig uttryck i stigande konsumentpriser. Det gör att jag bedömer att priserna inte kommer att börja stiga förrän i slutet av prognosperioden, men att pristegringarna då blir starkare än vad majoriteten tror. Min bedömning är därför att inflationen i slutet av prognosperioden, i mitt huvudscenario, hamnar marginellt över den prognos som redovisades i förra inflationsrapporten och som majoriteten i direktionen inte funnit anledning att revidera.

Mina bedömningar av utvecklingen under de *kommande två åren* skiljer sig alltså bara marginellt från majoritetsuppfattningen. Jag är mer oroad av prisutvecklingen och de *risker* jag ser i *utvecklingen efter prognoshorisonten.* Bedömningarna över resursutnyttjandegraden och framtida produktionsmöjligheter är osäkra. Strukturella förändringar på såväl den svenska som de internationella marknaderna gör det särkilt svårt att dra slutsatser om framtida tillväxtmöjligheter. Risken finns att vi tar ut svängarna för mycket. Hög och växande skuldsättning räknat som andel av BNP hos såväl hushåll som företag gör mig oroad för att finansiella obalanser kan vara på väg att byggas upp, även om vår kunskap om vad som kan bedömas vara en långsiktigt hållbar utveckling är liten.

Det finns, enligt min bedömning, en risk att vi överskattar produktionsmöjligheterna de kommande åren och att vi därför accepterar en alltför hög efterfrågan i ekonomin. Låga inflationsförväntningar och effekter från avregleringar och ökad konkurrens kan leda till att den alltför starka efterfrågan inte ger utslag i ökningar av KPI förrän i ett sent skede utan framförallt i andra delar av ekonomin. De samhällsekonomiska kostnaderna som kan bli följden av en felbedömning kan bli höga. Även om sannolikheten för en utveckling som blir dramatisk är liten, måste enligt min uppfattning de höga kostnaderna som kan uppstå om en sådan realiseras, vägas in när beslut om penningpolitiken fattas. Försiktigheten talar för att penningpolitiken åtminstone bör var neutral i nuvarande läge. Min uppfattning är att penningpolitiken nu är expansiv. Jag anser därför att räntan bör höjas.