

Anförande

Vice riksbankschef Villy Bergström

ONSDAGEN DEN 28 FEBRUARI 2001

Riksbankens roll i den svenska ekonomin

Stora Aktiedagen, Jönköping

För någon tid sedan skrev den brittiska tidskriften Economist, att världens centralbanker just nu står på höjden av makt. Det är lätt att få det intrycket när man ser det enorma intresse som ägnas centralbankerna i dagspressen, etermedia och ekonomiska tidskrifter. Det gäller Riksbanken i vårt land, det gäller den europeiska centralbanken - ECB - och det gäller framför allt den amerikanska centralbanken, Federal Reserve med Alan Greenspan i förgrunden.

Under höstens valkampanj i USA framförde flera tidningar i Sverige att det inte skulle spela någon roll om Al Gore eller George Bush blev vald till president, det är i alla fall Greenspan som styr, hette det. När Greenspan överraskande sänkte den amerikanska styrräntan med 0,5% i januari, mellan två ordinarie penningpolitiska möten i Federal Reserves beslutande organ, applåderades beslutet med rubriker som "Greenspan räddar världen igen". Den typen av uttalanden är bara löjliga. Man kan inte jämföra betydelsen av penningpolitiken med regeringens allmänna politik eller med presidentämbetet. Men det har gått så långt att centralbanken behandlas som en andra regering i många länder. Jämförelserna är naturligtvis orimliga.

Centralbankerna har en eller ibland två väl avgränsade uppgifter, nämligen att hålla penningvärdet stabilt och ofta också att värna stabiliteten i det finansiella systemet. För ändamålet har centralbankerna främst ett instrument, nämligen styrräntan, ibland kompletterad med vissa regleringsmöjligheter. Målen för centralbankernas verksamhet är alltså enkla och tydliga, deras arsenal av verktyg är begränsad. Detta kan på intet sätt jämföras med regeringars komplexa uppgifter, deras beslutssituationer med målkonflikter och ständigt rörlig agenda. I Sverige är en liten del av samhällspolitiken avlyft från regering och riksdag till Riksbanken

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

genom Riksdagens eget beslut, nämligen ansvaret för prisstabilitet och finansiell stabilitet. Allt det övriga åvilar regering och riksdag.

Centralbankernas uppgifter och politik kan alltså på intet sätt jämföras med regeringspolitiken vad gäller betydelse och grad av komplexitet.

Men – när väl detta är sagt – vill jag betona betydelsen av att förtroendet för Riksbanken är starkt. Man kanske kan säga att den viktigaste variabel vi har att följa är allmänhetens inflationsförväntningar. Det är ju förväntningarna som speglar förtroendet. Om vi får störningar i ekonomin via exempelvis en oljeprischock, så att inflationen överstiger 2 procent, vilket är Riksbankens mål, så går det fortare att komma tillbaka till målet, om allmänhetens förväntningar ligger kvar på målet 2 procent. Trots att oljepriserna mer än tredubblades från januari 1999 till slutet av förra året låg inflationsförväntningarna kvar på Riksbankens mål. Stiger också förväntningarna måste den penningpolitiska åtstramningen bli stor, för att driva inflationsförväntningarna ur ekonomin. Ur denna aspekt är det viktigt att penningpolitiken granskas och att det finns en diskussion om Riksbankens agerande, men bankens betydelse skall inte överdrivas.

När jag nu - för att ge ett perspektiv på de uppgifter vi har i Riksbanken - sagt detta övergår jag till att tala om det ekonomiska läget i vårt land.

Gynnsam tillväxt

Under de senaste tre åren har BNP-tillväxten i Sverige i genomsnitt legat på drygt 3,5 procent. Den ökningstakten är betydligt högre än vad som på lång sikt är möjlig. Den svenska ekonomin har vuxit ungefär en halv procent snabbare per år än i euroområdet de senaste fyra åren, men samtidigt drygt en procent långsammare än i USA.

En stark utrikeshandel har bidragit positivt till tillväxten i Sverige under stora delar av 1990-talet och sedan 1994 har bytesbalansen visat överskott. Den svaga kronkurs som rått under nästan hela perioden med rörlig växelkurs i kombination med den kraftiga tillväxten inom telekomsektorn har utgjort drivkrafterna bakom exporttillväxten.

Men det är först när den privata konsumtionen under de senaste åren tagit fart som BNP-tillväxten har ökat så starkt att också arbetslösheten har sjunkit. Många faktorer har bidragit till att hushållen börjat konsumera: Statsfinansiella besparingarna tynger inte längre hushållens budgetar – i stället har skattelättnader ökat disponibelinkomsterna. Arbetslösheten har fallit samtidigt som reallönerna stigit påtagligt. Slutligen har hushållens nettoförmögenhet ökat till följd av stigande fastighets- och aktiepriser fram till sommaren förra året. För konsumtionsviljan tycks dock hushållens förväntningar om framtiden spela en avgörande roll.

Under de senaste åren har också investeringarna i näringslivet ökat ganska starkt i volym medan bostadsinvesteringarna först under den allra senaste tiden börjat stiga.

Den starka tillväxt vi sett under senare år är högre än vad som är långsiktigt hållbart. Riksbanken bedömer att årliga produktionsökningar på 2-2,5 procent är långsiktigt möjliga. Hur mycket BNP kan växa bestäms dels av

produktivitetstillväxten dels av hur mycket sysselsättningen kan öka. Att produktionen kunnat ökat mer under de senaste åren beror främst på att det efter problemåren i början av 1990-talet, då produktionen föll tillbaka kraftigt, funnits mycket lediga resurser i ekonomin. Produktiviteten i näringslivet har visserligen stigit, men det har främst varit ökad sysselsättning som skapat utrymme för tillväxten. Jämför vi med höginflationsperioden – de 20 åren från mitten av 1970-talet – så kan vi dock konstatera att vi haft en snabbare produktivitetstillväxt under de senaste 5 åren. Det skall inte heller uteslutas att vi står inför en snabbare produktivitetstillväxt, när IT-investeringarna sprider sig på bred bas till ”den gamla ekonomin” på samma sätt som skett i USA.

De senaste årens starka produktionstillväxt har kunna ske utan att inflationen skjutit fart. Det har överraskat många – för även om den tidigare höga arbetslösheten indikerade att det fanns mycket lediga resurser i ekonomin var det många som tvivlade på att det skulle vara möjligt att så många så snabbt skulle kunna ta sig tillbaka in i på arbetsmarknaden. Månad efter månad har vi noterat sysselsättningsökningar på 80-90 000 personer på årsbasis, vilket till drygt 70 procent kunnat ske via ökat utbud av arbetskraft. Flexibiliteten på arbetsmarknaden har alltså överträffat förväntningarna. Den öppna arbetslösheten är nu nere runt 4 procent, vilket visserligen är högre än vad som ansågs normalt på 1980-talet men som sagt lägre än vad många i början av 90-talet befarade skulle bli det normala.

Stabila inflationsförväntningar

Att inflationsförväntningarna stabiliserats på låg nivå visar att Riksbankens inflationsmål nått hög trovärdighet. Flera faktorer har bidragit till att befästa trovärdigheten för prisstabilitetsmålet. Höga reallöneökningar trots måttliga nominella löneökningar är en faktor som säkert ökat löntagarnas uppslutning kring prisstabilitetsmålet. Att prisstabilitetsmålet fastslagits i lag torde också ha bidragit till att befästa trovärdigheten för inflationsmålet.

Men Riksbanken har ett pedagogiskt och praktiskt problem. De penningpolitiska besluten bygger på bedömningar av inflationen ett par år framåt i tiden och inriktas på att nå inflationsmålet under den tiden. Det innebär att vi ofta kan vara tvungna att höja räntan trots att den faktiska inflationen vid tidpunkten för beslutet ligger under målet. I december förra året höjde Riksbanken t.ex. räntan 25 punkter trots att den aktuella inflationen då låg på 1,4 procent. Besluten fattas alltså på grundval av prognoser på två års sikt.

Det viktigaste skälet att inte vänta till dess inflationen faktisk överstiger vårt mål är att inflationsförväntningarna då skulle riskera att skjuta fart eftersom det tar upp till två år innan penningpolitiken når sin fulla effekt. Och då kan vi – för att få tillbaka inflationsförväntningarna igen - tvingas strama åt ekonomin mer än vad vi skulle ha behövt om vi reagerat tidigare.

Riksbankens sätt att bedriva penningpolitik spelar självklart en viktig roll när det gäller att bevara trovärdigheten för prisstabiliteten, men i grunden krävs alltid att också finanspolitiken bedrivs på ett sätt som är förenligt med prisstabilitetsmålet. Budgetsaneringen, regeringens utgiftstak och saldomål har hittills starkt bidragit

till att uppnå trovärdighet för prisstabilitetsmålet. Först när budgetsaneringen i mitten av 1990-talet kommit ganska långt och optimismen om svensk ekonomi börjat återvända visade inflationsförväntningarna att pristabilitetsmålet uppnått trovärdighet. Riksbanken behövde då inte längre motverka de höga inflationsförväntningarna med penningpolitiken.

USA viktig för kommande tillväxt

Inflationen har inte bara hållits nere av att det hittills funnits mycket lediga resurser och av att inflationsförväntningarna på lite längre sikt stabiliserats på låg nivå – vi har också fått hjälp av prispress från avregleringar och ökad konkurrens. Men det är inte längre troligt att den processen drar ner inflationen i samma omfattning som hittills.

En viss dämpning av tillväxttakten de kommande åren är därför troligen nödvändigt för att vi inte skall få tendenser till överhettning. Dämpningen kan komma till stånd antingen genom en penningpolitisk åtstramning eller genom att ekonomin dämpas av sig själv. Som det ser ut nu verkar vi få en konjunkturavmattning ledd av utvecklingen i USA. Hur stark och hur långvarig konjunkturavmattningen i Sverige blir är dock osäkert och beror bland annat på hur konjunkturen i USA utvecklas och på vilken spridning den får till Europa och Sverige.

Efter många år av exceptionell tillväxt sker nu en snabb avkylning av den amerikanska ekonomin. De indikatorer som har kommit de senaste månaderna har i stort lett till successiva nedrevideringar av kommande BNP-tillväxt i USA hos de flesta prognosmakare. Det som talar för en kortvarig svacka är att den tillväxtpotential som ligger i IT-utvecklingens spridningseffekter till resten av ekonomin knappast är uttömda. Investeringarna i amerikansk ekonomi har varit rekordstora och mycket av investeringarna har varit just IT-relaterade. Där är avskrivningstiderna dessutom korta. Det minskar i sig risken för inlåsnings- och felaktiga stora investeringar. Men man kan också konstatera att såväl hushåll som företag skuldsatt sig högt. Man har investerat och konsumerat mer än vad man under den aktuella perioden producerat och bytesbalansen har därför under flera år visat kraftiga underskott (se bild 1). Sparandeunderskottet indikerar hög skuldsättning hos såväl hushåll som företag. Om optimismen om framtiden bryts kan den höga skuldsättningen i sig förstärka konjunkturavmattningen och göra den mer långdragen. Osäkerhet om framtiden kan leda till att företag och hushåll håller tillbaka sin efterfrågan för att konsolidera sig.

Den tidigare optimismen om den amerikanska ekonomin gjorde det intressant att investera i amerikanska tillgångar. Det ledde till att dollarn stärktes kraftigt trots stora bytesbalansunderskott – den starka efterfrågan på investeringar i amerikanska företag och aktier ledde till att effekterna från bytesbalansunderskottet motverkades. När optimismen under det senaste halvåret givit vika har också intresset för amerikanska placeringar minskat och dollarn har försvagats.

Även om mycket i grunden pekar på att den amerikanska ekonomin under en tid kommer att kunna fortsätta att växa i historiskt sett hög takt så finns också en klar risk att vi först får se en ganska kraftig konjunkturedgång. Risken är att osäkerhet

om framtiden drastiskt sänker medborgarnas konsumtion och höjer deras låga sparande, att investeringarna faller tillbaka och att dollarn försvagas påtagligt därför att utlandet inte längre vill finansiera de gigantiska bytesbalansunderskotten.

Då är fallhöjden stor för dollarn liksom risken för en påtagligt försämrad tillväxt. Bytesbalansunderskotten är nämligen stora – nästan 5 % a BNP – och särskilt stora i relation till USA:s begränsade utrikeshandel. Enligt min bedömning underskattas dessa risker i allmänhet av amerikanska bedömare, som ofta har en optimistisk tro på en mycket kort konjunktursvacka.

Vilken inverkan får den amerikanska ekonomin på den svenska ekonomin?

Frågan är vilken spridning utvecklingen i den amerikanska ekonomin får. Ser man enbart på effekterna via handelsflöden är påverkan på Europa och Sverige inte så starka. Endast drygt 2 procent av vår BNP utgör export till USA och för euroområdet har den amerikanska marknaden ungefär lika stor betydelse. Därutöver påverkas vi av att efterfrågan av svenska varor från andra länder minskar när deras export till USA faller. Vidare kan multinationella företag med verksamhet i USA via aktiekurserna påverka hushållens förmögenhet även i Europa – inte minst gäller det Sverige. Våra ”svenska” företag är ju mycket internationella (Ericsson, Electrolux, Stora-Enso, Volvo, Atlas Copco, Skanska)samtidigt som en stor del av svenska hushålls aktieinnehav är placerat där.

Så vilka slutsatser skall vi då dra för den svenska ekonomin? Jag vill börja med att påminna om att svensk ekonomi är bättre rustat än på mycket länge när det gäller det underliggande klimatet för tillväxt. Vi har sunda och stabila statsfinanser. Vi har amorterat på vår skuld i utlandet efter flera år med överskott i bytesbalansen (se bild 2). Inflationsförväntningarna är stabila och arbetslösheten har kommit ner betydligt. Avregleringar har också lett till ökad konkurrens på många områden. Arbetsmarkanden tycks också fungera mer flexibelt än tidigare.

Och bedömningen att det finns stora tillväxtpotentialer kvar när det gäller att ta tillvara på IT-utvecklingen gäller kanske än mer för Sverige än för den amerikanska ekonomin. På IT-området är Sverige långt framme men än så länge har utvecklingen inte på samma sätt som i USA påverkat produktiviteten i hela näringslivet. Vi har inte heller sett en lika kraftig investeringstillväxt som i USA. Det tar ett tag innan den nya tekniken implementeras och utnyttjas fullt ut, men det är först när det sker som man kan räkna med stora vinster för samhällsekonomin.

Många har pekat på att utvecklingen i den svenska ekonomin under de senaste åren har liknat den amerikanska men med viss eftersläpning. En skillnad för bedömningen av styrkan i konjunkturavmattningen är att svenska hushåll och företag totalt sett inte skuldsatt sig i samma utsträckning som de amerikanska under de senaste åren. Det avspeglas bl.a. i att vi har haft bytesbalansöverskott ända sedan mitten 1990-talet. Bytesbalansen i USA har tvärtom visat växande bytesbalansunderskott under hela 1990-talet och det har varit den privata sektorns sparandeunderskott som ökat och uppgår nu till drygt 6 procent av BNP. Svenska hushåll och företag har i stället haft ett sparandeöverskott under stor delar av 90-talet och det är först på senare tid som ett underskott registrerats.

Det finns också många andra faktorer som är positiva för den svenska ekonomin på kort sikt: skattesänkningar håller uppe hushållens disponibla inkomster och de

reala timlöneökningarna blir höga. En annan faktor som motverkar konjunkturavmattningen är att bostadsinvesteringarna kommit igång och de påverkas inte på kort sikt av att konjunkturen dämpas. Bredbandsutbyggnaden ser dessutom ut att komma i ett lämpligt konjunkturläge, om planerna fullföljs. Dessa investeringar har dessutom stor spridning i landet.

Men det finns ändå en risk att osäkerhet om framtiden får svenska hushåll att dra ner på konsumtionen. För närvarande är hushållens finansiella sparande obefintligt. I det avseendet är läget likartat det i USA även om problemen där är allvarligare.

När det gäller bedömningar av kommande löneökningar har osäkerheten minskat sedan förra inflationsrapporten. De avtal som hittills slutits pekar på att utfallen är måttliga och att de nu inte verkar hota prisstabiliteten. Det tyder på att de stabila inflationsförväntningarna fastiskt haft en positiv inverkan på lönebildningen.

Osäkerheten om kronans utveckling är dock fortsatt stor. Att kronan är fundamentalt undervärderad är de flesta eniga om – det har under de senaste åren bidragit till att skapa bytesbalansöverskott som minskat vår utlandsskuld. När utlandsskulden börjar nå nivåer som är mer långsiktigt hållbara borde kronan stärkas. Det finns således ingen anledning att frånga Riksbankens bedömning att kronan på sikt kommer att stärkas. Men tillgångspriser och växelkurser är känsliga för förväntningar. Och just nu verkar kronan försvagas av att man på valutamarknaden fokuserar på de förväntade kapitalflöden som blir följden av att pensionspengar placeras i utlandet. Minskat intresse för att köpa svenska aktier anses av andra vara förklaringen till att kronan just nu är så svag. Under åren med rörlig växelkurs har vi konstaterat att kortsiktiga fluktuationer i kronkursen inte tycks få någon stor effekt på inhemska priser. Bara om företagen tror att förändringarna i den reala växelkursen skall ha en viss varaktighet verkar priserna påverkas. Konkurrenssituationen på marknaderna bestämmer vidare möjligheten att justera priserna.

Om exportföretagen väljer att sänka sina priser räknat i utländsk valuta så kan de ta marknadsandelar. Det motverkar i sig de negativa effekterna av svagare internationell konjunktur. Samtidigt finns risk att importpriserna stiger om importörerna kompenserar sig för svagare kronkurs. På en marknad med dämpad tillväxt och där konkurrensen är hård kanske den risken är mindre. I så fall skulle effekten av en svagare krona främst leda till ökad exportefterfrågan.

Vilka penningpolitiska slutsatser om framtida konjunkturutveckling, som kan dras av dessa resonemang är det ännu för tidigt att säga något om. Riksbankens samlade bedömning kommer i nästa inflationsrapport den 27 mars. Då finns ett tydligare underlag för att bedöma om resursutnyttjandet väntas ansträngas så mycket att det behövs en åtstramning eller om konjunkturutsikterna försvagas så att en stimulans är påkallad. En sak är helt klar! Nedreviderade tillväxtbedömningar gör att de många räntehöjningar som de flesta bedömare tidigare förväntade sig under våren, knappast kommer att bli nödvändiga för att hålla inflationen på målet!