

Anförande

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten

TORSDAGEN DEN 4 OKTOBER 2001

Stabiliseringspolitiska erfarenheter och utmaningar

Skattebetalarnas förening 80 år, Älvsjömässan
Stockholm

Låt mig börja med att gratulera på födelsedagen. Trots hela 80 år på nacken ser ni relativt fräscha ut. Själv kommer jag från en organisation som fyller 333 år i år. Jag har dock inte varit med från starten kanske jag ska tillägga.

Jag tänker idag i hög grad ägna mig åt att blicka tillbaka på de gångna 80 årens stabiliseringspolitik. Den ekonomiska utvecklingen ställer nya krav på politiken. Ekonomisk-politiska mål och medel har under åren prövats för att efterhand kastas överbord. Jag vill ta er med på en resa genom konjunkturcyklerna för att se vad vi kan lära och vad som kan vara tillämpligt i dagens situation.

Stark tro på de självläkande krafterna

Låt mig ta avstamp i år 1921, året då häradshövding Marcus Wallenberg tog initiativ till vad som sedermera blev Skattebetalarnas förening. Perioden kring detta år kantades av stora svängningar i såväl tillväxt som inflation. Och Sverige upplevde den djupaste krisen i modern tid med undantag för krig eller missväxtår.

Upprinnelsen var kraftiga prisstegringar efter första världskrigets slut då handeln tog fart igen och efterfrågan växte. Bakom låg en stark konjunkturuppgång som efterhand ledde till överhettning. Det uppstod brist på bränsle, råvaror och arbetskraft. Efterfrågan på arbetskraft var hög, arbetslösheten låg kring 4-5 procent av dem som var anslutna till fackföreningar. Löneökningarna uppgick till cirka 25 procent per år mellan 1917 och 1920. Handeln med utlandet gick med stora underskott åren 1919 och 1920, motsvarande cirka 5-6 procent av BNP.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

Fram växte en kritik mot den svenska inflationsekonomin. Knut Wicksell, känd svensk nationalekonom och verksam vid denna tid såg en djup orättvisa i det faktum att inflationsuppgången rubbat på innehållen i avtal som ingåtts före prisstegringen. Det måste åtgärdas menade Wicksell. Men några allvarliga försök att stabilisera ekonomin gjordes i praktiken inte.

Den anpassning som sedan skedde kom plötsligt och oväntat. Efterfrågan sjönk kraftigt efter det att den internationella konjunkturen tappat fart. Industriproduktionen i Sverige föll med cirka 40 procent 1920-1922 och BNP med cirka 35 procent.¹ Arbetslösheten steg kraftigt, upp till 25 procent. Svensk ekonomi hamnade efterhand i en deflationsspiral. Mellan 1920 och 1922 sjönk priserna med cirka 35 procent. Även lönerna föll kraftigt; under en period av cirka 18 månader sjönk exempelvis en industriarbetares lön med över 35 procent. Prisfallet gjorde att företagen hamnade i en skruvstådsliknade situation, pressade från flera håll då priserna sjönk kraftigt. Som alltid var det företag med inflationsupplåsta vinster, övervärderade tillgångar och med stora felinvesteringar bakom sig som råkade mest illa ut.

Lika plötsligt som ekonomin föll ned i depression lika plötsligt och snabbt kom återhämtningen. Kring 1922 steg industriproduktionen. De kommande åren fram till 1929 växte svensk ekonomi med hela 4 procent per år.

Vilken var då den syn man hade på den ekonomiska politiken vid denna tid? På det hela taget uppfattades depression med prisfall och arbetslöshet som något nödvändigt ont; en självläkeedom eller stålbäd på vägen mot ekonomisk jämvikt.

Ska man tala om någon form av stabiliseringspolitik så var det Riksbanken som hade huvudansvaret. Politiken var dock passiv och eftersläpande. En jämförelse mellan partiprisindex i Sverige och exempelvis USA sedan 1913 fram till 1920 ger vid handen att ökningen i Sverige var nästan dubbelt så stor som i USA. Efterhand kom en räntehöjning till stånd och kreditgivningen stramades åt. Den stramare penningpolitiken bestod dock, även efter det att konjunkturen vänt ned. Riksbanken försökte nämligen få tillbaka kronan till 1913 års paritet för att återgå till guldmyntfoten. Politiken resulterade i att räntan i början av 1921 låg kring 6 procent, samtidigt som priserna föll med cirka 20 procent.

Finanspolitiken bedrevs utifrån andra kriterier än stabiliseringspolitiska. Det fanns dock inbyggda stabilisatorer bl.a. i form av arbetslöshetsunderstöd, men stödet till de arbetslösa var lågt för att drivkrafterna att försöka hitta ett nytt jobb skulle vara stora. Så långt fungerade det också. När konjunkturen vände i februari 1922 var drygt 100 000 sysselsatta i nödhjälpsarbete eller erhöll understöd. I slutet av 1923 var den siffran nere i 6 000. Men självklart hade flexibiliteten ett pris i form av sociala umbäranden.

Stabiliseringspolitiken växer fram

Avsaknaden av en aktiv ekonomisk politik under åren före och efter 1920 står i kontrast till den högre ambitionen bland beslutsfattare under 1930-talet, underbyggd av en ny stabiliseringspolitisk teori.

¹ Schön, L, (2000), *En modern svensk ekonomisk historia*, SNS Förlag, Stockholm.

Konjunkturförloppet krisåren 1930-1933 påminde en del om det Sverige upplevt tio år tidigare. Det föregicks av en internationell högkonjunktur med allt för stora förhoppningar om den framtida vinstutvecklingen, vilket ledde till kraftigt uppdrivna tillgångspriser. Det hela slutade med en finansiell krasch då kurserna på USA-börsen rasade i oktober 1929. Raset drog med sig en rad banker. Som lök på laxen stramade den amerikanska centralbanken åt kreditgivningen.

Depressionen i Sverige blev inte lika djup som den 1920-1922. Arbetslösheten steg dock till cirka 25 procent, alltså ungefär samma nivåer som tidigare. Den stora skillnaden var att man lyckades styra ekonomin förbi ett kraftigt prisfall. Sverige lämnade i september 1931 guldmyntfoten. Målet för penningpolitiken blev, enligt dåvarande finansministern Felix Hamrin, att "med till buds stående medel bevara den svenska kronans inhemska köpkraft". Deflation skulle bekämpas lika intensivt som inflation. Riksbanken blev därmed av allt att döma den första centralbank i världen som fick prisstabilitet som norm för sin politik.² När vi idag arbetar med inflationsmål gör vi det alltså i en stolt tradition.

Kronan deprecierades kraftigt, cirka 30 procent, efter det att landet lämnat guldmyntfoten. Det välkomnades framför allt av de svenska exportföretagen som på ett bräde fick en förbättrad konkurrenskraft.

Uppgången i arbetslösheten i början av 1930-talet skapade en debatt om den ekonomiska politiken. Den socialdemokratiska finansministern Ernst Wigforss såg arbetslösheten som en funktion av bristande köpkraft i ekonomin. För att råda bot på detta föreslog Wigforss statliga arbetsprojekt med marknadslöner som skulle finansieras genom kortfristig statlig upplåning. Åtgärden innebar att man frångick forna tiders fokusering på penningpolitiken som det kanske enda verkningsfulla stabiliseringspolitiska instrument.

Wigforss förslag var ett tydligt avsteg från den politik som tidigare varit dominerade där stödet till de arbetslösa legat på en låg nivå för att inte konkurrera med gängse lönenivåer. Förslaget innebär även en kursändring i så måtto att fokus riktades mot den inhemska efterfrågan i ekonomin istället för mot behovet av eventuella pris- eller löneanpassningar för att få fart på sysselsättningen.

Den nya inriktningen på politiken hämtade näring och idéer från den så kallade Stockholmskolan med ekonomer som Erik Lindahl, Bertil Ohlin, Gunnar Myrdal och Erik Lundberg. De utvecklade sina idéer samtidigt som den brittiske ekonomen John Maynard Keynes. Dessa idéer att staten bör intervensera i marknadsekonomin för att komma tillrätta med obalanser kom att genomsyra den ekonomiska politiken under många år framöver.

Tilltron till det nya synsättet rubbas

Keynesianismen och dess analysmetoder spreds snabbt. Under 1950- och 1960-talen sattes ekonomer att räkna på s.k. multiplikatoreffekter av olika statliga åtgärder. Ett tag såg det ut som om ekonomin gick att styra genom att dra i olika spakar för att komma tillrätta med marknadsekonominns instabilitetsproblem. I slutet av 1950-talet presenterades den s.k. Phillips-kurvan, som visade på ett negativt samband mellan

² Berg, C. & Jonung, L. (1999) *Pioneering price level targeting: The Swedish experience 1931-1937*. Journal of Monetary Economics, vol 43, no. 3.

nominella löner och arbetslöshet. Det gav ytterligare näring åt tron att det gick att justera ekonomin i önskvärd riktning och att politikerna bara hade att välja den kombination av arbetslöshet och inflationstakt de ville. Betydelsen av ett fast penningvärde för tillväxten föll i glömska.

Den keynesianska stabiliseringspolitiken framstod under 1950- och 1960-talen som framgångsrik i många länder, inte minst i Sverige. Den ekonomiska tillväxten var hög, understödd bl.a. av återuppbyggnaden i Europa efter kriget, men den var också stabil med små svängningar i konjunkturcykeln. Budgetunderskotten tilläts växa i konjunkturedgångar, men efterhand blev det allt svårare för de styrande att balansera budgeten över konjunkturcykeln.

När det internationella växelkurssamarbetet Bretton Woods upplöstes i början av 1970-talet försvann en del tidigare begränsningar för den ekonomiska politiken. Nu kunde länder med växande underskott i statsbudgeten och i bytesbalansen finansiera dessa på framväxande internationella kapitalmarknader.

Den ekonomiska politiken i många västländer inklusive Sverige gled nu allt längre bort från de grundläggande tankarna hos Keynes. Inflationstakten hade under Bretton Woods legat kring 4 procent, den fördubblades nu snabbt. När arbetslösheten började öka i samband med oljekriserna under 1970-talet stod keynesianismen uppenbarligen inför en kris. Några svar på hur stagflation borde hanteras hade den inte.

Gamla tankar kom nu att återupptäckas samtidigt som nya utvecklades. Redan under slutet av 1960-talet hade ekonomer, framför allt i USA, pekat på svårigheterna för beslutsfattarna att justera uppkomna obalanser i rätt tid. Risker är t.ex. stor för att en efterfrågestimulans som lanseras under en lågkonjunktur får effekt först i uppgången. Det innebär i sin tur att politiken kan komma att förstärka svängningarna snarare än tvärtom.

Men den kanske fränaste kritiken kom från dem som menade att företag och hushåll agerar utifrån förväntningar om den framtida ekonomiska politiken. Stimulansåtgärder skulle då kunna vara näst intill verkningslösa. Om regeringen exempelvis försökte öka efterfrågan genom att öka transfereringarna och därmed underskotten i statsbudgeten, skulle det endast leda till att hushållen sparade bidragsökningen. Förklaringen är att förr eller senare måste underskotten i de offentliga finanserna finansieras. Det kan ske antingen genom höjda skatter eller sänkta bidrag. Eftersom hushållen strävar efter att säkra en stabil konsumtion över tiden skulle därför efterfrågan inte öka. Den enda effekten kunde bli att man riskerade öka osäkerheten om framtiden.

Kritiken – som utgick från ett antagande om rationella aktörer – omfattade även arbetsmarknaden. Den s.k. Phillipskurvan var inte stabil över tiden eftersom den bortser från en central förklaringsvariabel, nämligen inflationsförväntningarna. En efterfrågestimulans som driver upp inflationen urholkar lönerna reellt. Löntagarna kommer då att kräva kompensation för prisökningarna och den minskade köpkraften. Därmed uppkommer aldrig den sysselsättningsökning som var stimulansåtgärdens syfte.

Redan under 1930-talet fanns också en ekonomisk-politisk kritik mot keynesianismen, som gick ut på att det var politiskt betydligt lättare att spä på efterfrågan i konjunkturedgångar än att strama åt i uppgångar.

Det var inte svårt för keynesianismens kritiker att finna stöd för sin argumentation i den svenska ekonomins utveckling under 1970-talet och framåt. Inflationen ökade samtidigt som det blev allt svårare att hålla nere den totala arbetslösheten. De offentliga utgifterna ökade kontinuerligt, men särskilt i konjunkturedgångar. Trots att skattetrycket ökade växte statsskulden. Via upprepade devalveringar upprätthölls en i grunden vikande konkurrenskraft.

Återgång till prisstabilitet

Runt inledningen av 1980-talet lades den ekonomiska politiken om i en rad industrinationer. Syftet var att hålla inflationen låg och därmed lägga en god grund för stabil tillväxt. Motsvarande omläggning i Sverige kom till stånd först kring 1990. Kostnaderna blev betydande efter nästan två decennier med hög inflation. De finansiella excesser som präglat framförallt det sena 1980-talet avslöjades brutalt när inflationsbubblan sprack. Produktionen i landet föll cirka 5 procent. Samtidigt steg arbetslösheten från nivåer runt 2-3 procent till tvåsiffriga tal.

Efter att ha blivit hårt attackerad tilläts den svenska kronan att flyta 1992. Den fasta växelkurspolitiken övergavs och målet för politiken blev återigen prisstabilitet, nu i form av ett inflationsmål på 2 procent. Prisstabiliteten finns också sedan 1999 förankrad i lagstiftningen och Riksbanken har fått en ökad självständighet för att uppnå detta mål.

Låg inflation är förvisso i sig inte ett slutligt mål för den ekonomiska politiken i stort, istället är det en viktig förutsättning för att skapa en stabil och hög tillväxt. Som historien så tydligt visar kan en hög och fluktuerande inflation inte gå hand i hand med en uthålligt höjd levnadsstandard. Därför är en prisstabilitetsinriktad politik en grundbult i varje ekonomisk-politisk strategi som syftar till stigande välstånd och hög sysselsättning.

Åren efter politikomläggningen har varit framgångsrika. Det beror dock inte bara på att stabiliseringspolitiken nu bedrivs på annat sätt, med en tydlig fokus på prisstabilitet och budgetbalans, utan säkert också bl.a. på de många åtgärder som runt skiftet mellan 1980 och 1990-tal vidtogs för att förbättra ekonomins funktionssätt t.ex. avregleringen av kapitalmarknaderna, "århundradets skattereform", omläggningen av bostadspolitik osv. Tillväxten har sedan konjunkturen vände upp 1993 i genomsnitt varit 3-4 procent årligen medan inflationen stannat vid 1 procent. Detta är imponerande, inte minst om man jämför med 1970 och 80-talen då den genomsnittliga tillväxten var drygt 2 procent samtidigt som inflationen var drygt 8 procent. På bara fyra år har också den öppna arbetslösheten sjunkit från 9 procent ned till under 4 procent.

När Sverige idag åter möter en nedgång i konjunkturen är utgångsläget betydligt bättre jämfört med tidigare. Inflationen är låg i utgångsläget. Några stora finansiella obalanser ser vi inte. Handeln med utlandet går med överskott. Detsamma gäller statens affärer och statens skuld har gradvis krupit ner från cirka 80 procent av BNP till 50-55 procent.

En ekonomisk-politisk syntes?

Den genomgång jag nyss gjort visar tydligt hur teorin och politiken växer fram i ett samspel. Nya drag i utvecklingen reser nya frågor. Ny teori ger svar som ibland resulterar i praktisk politik. Denna påverkar utvecklingen och väcker nya frågor osv. Det finns mot den här bakgrunden all anledning att vara ödmjuk. Vi har nog inte kommit till historiens slut på detta område lika lite som på andra.

Kanske går det att se konturerna till en syntes mellan de klassiska synsätten och Keynes idéer. Den bygger då som jag ser det på tre pelare:

- Grundförutsättningen för en god ekonomisk utveckling är väl fungerande marknader med tydliga och fasta spelregler.
- Ett stabilt penningvärde i kombination med uthålliga offentliga finanser bidrar på ett väsentligt sätt till en god och stabil ekonomisk utveckling.
- Om politiken har denna inriktning och bedrivs konsekvent kan det i kombination med vissa direkta konjunkturpåverkande åtgärder bidra till att stabilisera konjunkturen.

Den första av dessa pelare har jag inte talat så mycket om idag eftersom jag valt att fokusera mer på konjunktur- och stabiliseringspolitiska frågor. Däri ligger ingen värdering. Tvärtom är det antagligen så att reformerna rörande skatter, regleringar osv. spelat en helt avgörande roll för den goda utvecklingen både i Sverige och utomlands under 1990-talet. Samtidigt åskådliggör utvecklingen under senare tid en del av de problem vi står inför. Marknader kan uppenbarligen fungera illa i den meningen att priser starkt avviker från det mer långsiktigt rimliga. Det har vi sett på aktiemarknaden under senare år och det gäller i hög grad värderingen av kronan idag. Resultatet av detta kan bli betydande svängningar inte bara på de finansiella marknaderna utan också i den reala ekonomin. Inom detta område tror jag att de största utmaningarna ligger idag både för den ekonomiska teorin och för oss mer praktiska beslutsfattare.

Tidigare har jag diskuterat de båda senare pelarna. Försök att på kort sikt pressa upp efterfrågan och sysselsättningen är förenade med betydande risker; det åskådliggjorde 1960-, 1970- och 1980-talens utveckling. De nyklassiska teorierna – inte minst de baserade på rationella förväntningar – har givit oss ett antal förklaringar till detta. Men för den skull är Keynes knappast död. Inom ramen för en politik inriktad på makroekonomisk stabilitet och med långsiktigt, goda spelregler för marknadsekonomin bör det finnas utrymme för konjunkturstabilisering om än inte för en ”finjusterande” politik.

Om växelkursen är fast måste penningpolitiken inriktas på att hållas denna kurs och stabiliseringen av efterfrågan måste ske främst med finanspolitiska medel. Det handlar då i första hand om att skapa sig ett utrymme – att reserverna är tillräckligt stora – för att de s.k. automatiska stabilisatorerna ska kunna verka i konjunkturedgångar. Detta är t.ex. inriktningen på EU:s s.k. Stabilitets- och tillväxtpakt. Det handlar också om att ekonomins olika aktörer ska lita på att inflationen fortsätter vara låg.

Med en rörlig växelkurs faller i praktiken en stor del av ansvaret för stabiliseringspolitiken på centralbanken. Absolut viktigast är att tilltron till penningpolitiken är stor och att centralbanken har möjlighet att uppnå sitt mål. Då kommer det normalt sett att vara möjligt att sänka räntorna när konjunkturedgångar närmar sig och tvärtom. På det viset kan en politik inriktad på prisstabilitet normalt sett också bidra till att stabilisera konjunkturen.

När meningarna går isär handlar det numera vanligen om praktiska avvägningar. Är budgetreserverna tillräckligt stora för att de automatiska stabilisatorerna ska kunna tillåtas verka fullt ut? Kan man lita på att inte tilltron till inflationsmålet skadas om räntan sänks ytterligare? Kanske går det t.o.m. att medvetet stimulera efterfrågan? Det är fortfarande inte lätt att åstadkomma den riktiga "timing" och risken är stor att man förstärker cyklerna snarare än tvärtom. Men få skulle nog ändå vilja helt avsvära sig möjligheten.³

Dagens utmaningar

Frågan är vad detta innebär i den nuvarande svenska situationen: Hur bör vi hantera ett förlopp med en tydlig nedgång i konjunkturen, en fortsatt stor osäkerhet om vart vi är på väg, en för närvarande rekordsvag växelkurs och en inflation över Riksbankens mål?

Låt mig börja med att notera att utgångsläget är relativt gott, även om de senaste årens starka konjunktur hade varit en lämplig tid för att driva på arbetet med att förbättra den svenska ekonomins långsiktiga tillväxtmöjligheter. Få hade t.ex. trott för bara några år sedan att den offentliga skulden skulle vara nere under EU:s genomsnitt. Till detta har den överraskande höga tillväxten bidragit, men också en relativt stram politik baserad på tydliga budgetpolitiska principer. Med en konjunkturförsvagning i den storleksordning som de flesta nu ser framför sig finns det en risk för att budgetöverskottet kommer att krypa under 2 procent. Det behöver dock inte ligga någon dramatik i detta. Det avgörande är att 2-procentsmålet upprätthålls över en konjunkturcykel. Hur stort underskottet kan tillåtas bli om konjunkturen försvagas ytterligare – utan att det äventyrar den långsiktiga tilltron till finanspolitiken – är dock en öppen fråga som vi ogärna bör testa svaret på. Jämte överskottsmålet så är den andra grundbulten i budgetpolitiken de s.k. utgiftstaken. Dessa har hittills hållits, men säkerhetsmarginalerna har blivit allt mindre. Därmed ställs krav på ytterligare besparingar om konjunkturen försvagas så mycket som nu verkar troligt. Att vika från utgiftstaken när de för första gången utsätts för påtagliga påfrestningar skulle skada tilltron till det budgetsystem som byggts upp.

Också när det gäller penningpolitiken är situationen relativt god. Sedan ett antal år tillbaka har inflationen varit låg, i själva verket ofta lägre än Riksbankens mål på 2 procent. När den nu de senaste månaderna krupit över 2 procent, och alltså är högre än vad vi eftersträvar, har ingen jag sett tolkat detta som ett uttryck för att vi

³ Dagens debatt i USA är i detta sammanhang intressant. Redan innan de tragiska händelserna den 11 september var de nykeynesianska inslagen i politiken betydande. Ledande nyklassiker som Robert Barro argumenterar i en krönika i Business Week (2001) 1 oktober på ett sätt som jag tror skulle ge guldstjärna hos professor Keynes.

inte tar vårt mål på allvar. Längre har också inflationsförväntningarna – sett till en rad olika indikatorer – varit väl i linje med målet. Detta är frukten av den politik som bedrivits. Om vi under de gångna åren hela tiden tänjt på gränserna hade det medfört ett mindre utrymme att agera snabbt, t.ex. för ett par veckor sedan.

Att räntehöjningen i juli med 0,25 procentenheter till 4,25 procent var kontroversiell har inte undgått någon av er. Men låt mig understryka att den genomfördes just därför att vi var oroliga för att tilltron till inflationsbekämpningen, till det vi uppnått, skulle riskera att rubbas när inflationen snabbt och överraskande steg tydligt över vårt mål samtidigt som kronan föll dramatiskt. Då var det i mångt och mycket fråga om en isolerad svensk företeelse. När vi sänkte räntan i september var situationen en annan. Kronan var visserligen fortsatt svag och inflationen över målet men terrordåden i USA riskerade att näst intill lamslå en hel värld och dämpa konjunkturen ytterligare.

När vi blickar framåt finns det inte anledning att utesluta något. Reporäntan beror som vanligt på vår inflationsbedömning ett till två år framåt. Just nu görs den bl.a. mot bakgrund av en internationell konjunktur, som hotar att bli svagare än den bedömning vi gjorde i vår senaste inflationsrapport i maj. Detta talar i sig för att inflationsbilden blir bättre. Men i andra vågskålen ligger bl.a. en svag växelkurs. Inflationen har också en tid varit högre än vi räknat med. Delvis beror detta på mer tillfälliga prisuppgångar på vissa varor. Men även rensat för dessa har inflationen fortsatt krypa upp. Var vi till slut landar i vår bedömning är något vi återkommer till i samband med att årets tredje inflationsrapport publiceras den 16 oktober.