

DEN EKONOMISKA POLITIKEN OCH INFLATIONEN

INLEDNING

I en rad länder har både finans- och penningpolitiken under det senaste året förskjutits i expansiv riktning. Syftet med denna fördjupningsruta är att försöka beskriva hur expansiv den ekonomiska politiken är i Sverige och relatera detta till utvecklingen i USA och Euroområdet.

MONETÄRA OCH FINANSIELLA FÖRHÅLLANDEN

Riksbanken och andra centralbanker påverkar inflationen indirekt genom styrräntans effekt på marknadsräntorna, kreditgivningen, växelkursen och andra tillgångspriser, vilket i sin tur påverkar inflationsförväntningar, resursutnyttjande och slutligen också prisstegringstakt. Ett sätt att mäta skillnader i penningpolitik mellan olika länder är att jämföra så kallade index för monetära förhållanden. Dessa monetära index inkluderar traditionellt bara korta realräntor och växelkursen, vilket betyder att flera viktiga faktorer i transmissionsmekanismen exkluderas. Ytterligare ett problem är att transmissionsmekanismen skiljer sig åt mellan olika länder. Exempelvis kan växelkursgenomslaget variera med graden av öppenhet i ekonomin och de korta realräntornas relativa betydelse kan bero bl.a. på hur löptiderna för hushållens och företagens upplåning skiljer sig åt mellan länderna. Detta innebär att en ränteförändring inte nödvändigtvis har samma effekt på efterfrågan och prisnivån i Sverige som i Euroområdet och USA.²

Index för monetära förhållanden baseras normalt på estimeringar av hur den korta realräntan och den effektiva reala växelkursen påverkar resursutnyttjandet och inflationen. Sådana beräkningar är förknippade med betydande osäkerhet och sambanden är inte heller nödvändigtvis stabila över tiden.³ Mot bl.a. denna

2 Dornbusch, R., Favero, C. A. & Giavazzi, F., "The immediate challenges for the ECB", NBER Working paper series no 6369, 1998, Gerlach, S. & Smets, F., "The monetary transmission mechanism: Evidence from the G-7 countries", *CEPR discussion paper series 1219*, 1995.

3 Eika, K.H., Ericsson, N.R. & Nymoen, R., "Hazards in implementing a monetary conditions index", *Oxford Bulletin of economics and statistics*, vol 58, 1996, 765-790.

Tabell R2. Monetära och finansiella förhållanden.

Procent och procentuella förändringar

| | USA | | | | euroområdet | | | | Sverige | | | |
|--|---------|------|-------|--------|-------------|------|-------|--------|---------|------|-------|--------|
| | 1995-00 | 2000 | 2001 | senast | 1995-00 | 2000 | 2001 | senast | 1995-00 | 2000 | 2001 | senast |
| Statsobligationer | | | | | | | | | | | | |
| 3-mån minus KPI | 2,8 | 2,6 | 0,7 | 0,1 | 2,6 | 2,1 | 1,7 | 1,2 | 3,9 | 2,7 | 1,5 | 1,0 |
| 2-år minus und. inflation | 3,3 | 3,8 | 1,4 | 0,1 | 2,9 | 3,6 | 1,8 | 0,6 | 4,0 | 3,5 | 1,6 | 0,9 |
| 5-år minus långsikt. inflation | 3,4 | 3,6 | 2,1 | 1,4 | 3,7 | 3,4 | 2,7 | 2,2 | 4,2 | 3,2 | 2,7 | 2,4 |
| 10-år minus långsikt. inflation | 3,6 | 3,5 | 2,6 | 2,0 | 4,3 | 3,6 | 3,2 | 3,0 | 4,7 | 3,3 | 3,1 | 2,9 |
| Bostadsobl. (5-7 år) minus långsikt. infl. | 4,1 | 4,7 | 3,1 | 2,6 | 3,36 | 4,21 | 3,74 | 3,58 | 3,6 | 4,0 | 3,3 | 3,4 |
| För.obl. (5-7 år) minus PPI | 5,0 | 3,4 | 2,6 | 5,4 | 3,90 | 0,01 | 1,48 | 3,70 | 5,0 | 2,2 | 3,2 | 4,2 |
| M1 å/å | -0,6 | 0,2 | 2,1 | 5,6 | 7,9 | 7,8 | 3,2 | 5,3 | 4,7 | 6,5 | 5,6 | 7,2 |
| M3 å/å | 8,0 | 9,3 | 11,4 | 13,0 | 5,0 | 4,8 | 5,1 | 7,4 | 4,9 | 6,2 | 1,7 | 4,9 |
| Växelkurs | | | | | | | | | | | | |
| å/å | 2,4 | 4,2 | 7,0 | 2,5 | -3,0 | -9,4 | 0,1 | 5,4 | 0,4 | 0,2 | -8,7 | -8,9 |
| Börsutveckling | | | | | | | | | | | | |
| å/å | 20,1 | 10,5 | -18,2 | -23,5 | 23,8 | 32,3 | -20,3 | -35,6 | 27,2 | 48,7 | -30,5 | -33,3 |

Anm. Senast avser utfall för oktober. För euroområdet har statsobligationer från Tyskland, Frankrike, Italien och Spanien vägts samman med vikter för BNP. Den underliggande inflationen mäts här som KPI exklusive mat- och energipriser för USA och euroområdet samt UND1X för Sverige. För USA har antagits att den långsiktiga inflationen uppgår till 2,5 procent, för euroområdet 1,75 procent och 2 procent för Sverige. Vid jämförelse av bostadsobligation används Lehman Brothers index för USA, en tysk s.k. pfandbriefe för euroområdet och Handelsbankens bostadsobligationsindex för Sverige. Jämförelser för företagsobligationer baseras på Lehman Brothers index för företagsobligationer för USA, Lehman Brothers index för euroområdet och Handelsbankens index för Sverige. Växelkursen mäts med Bank of England:s index för den effektiva växelkursen. Vid jämförelser av penningmängdstillväxten används M0 för Sverige. Borsjämförelse baseras på Wilshire 5000, DAX samt OMX.

bakgrund, väljer de flesta centralbanker idag att inte publicera monetära index.⁴

I tabell R2 görs en grov jämförelse mellan några viktiga indikatorer för de finansiella och monetära förhållanden i USA, euroområdet och Sverige. Dessa variabler ger en fingervisning om hur expansiva de monetära och finansiella förhållandena är.

Som framgår av tabellen är realräntorna på statsobligationer lägre i USA än i Sverige och euroområdet. Ur ett historiskt perspektiv är det rimligt att hävda att realräntorna har en expansiv effekt på efterfrågan i alla tre regionerna och detta gäller särskilt de korta realräntorna.

Utvecklingen av monetära aggregat kan tyda på att penningpolitiken är mer expansiv i USA än i Sverige och Europa, vilket överensstämmer med ränteskillnaderna. Växelkursen kan anses vara åtstramande i USA, medan den svaga euron sannolikt ger en viss stimulans till euroområdet. Den senaste tidens appreciering av euron innebär dock att effekten är avklingande. Den svaga kronan innebär en tydlig skillnad i de monetära och finansiella förhållandena mellan Sverige, USA och

4 King, M., "Monetary policy and the exchange rate", *Bank of England Quarterly Bulletin*, maj 1997, 225—227, Stevens, G., R., "Pitfalls in the use of monetary condition indexes" *Reserve Bank of Australia Bulletin*, augusti, 1998, 34-43.

Euroområdet. I förhållande till beräkningar av den reala jämviktskursen är kronan påtagligt svagare än i första hand dollarn.

Börsutvecklingen i Sverige har det senaste året varit svagare än i USA och Europa. Till viss del motverkas denna effekt av att aktiepriserna i ett längre perspektiv ökat snabbare i euroområdet och Sverige än i USA.⁵

FINANSPOLITIKEN

Finanspolitiken påverkar ekonomin och inflationen genom en rad olika kanaler. Diskretionära – dvs. aktiva – finanspolitiska förändringar kan påverka prisnivån både *direkt* och *indirekt*. En förändring av direkta skatter, såsom olika inkomstskatter, offentlig konsumtion eller investeringar påverkar inflationen indirekt via effekter på efterfrågeutvecklingen, medan exempelvis förändringar av varu- och tjänsteskatte eller prisregleringar ger ett direkt genomslag på prisnivån. Offentliga investeringar i infrastruktur, utbildning, forskning- och utveckling och vissa skattereformer har dock – åtminstone på längre sikt – normalt sett en positiv inverkan på ekonomins långsiktiga produktionsförmåga.

Vid sidan om analysen av finanspolitikens direkta och indirekta effekter på prisnivå och inflation är det viktigt att också göra en bedömning av de offentliga finansernas konjunkturkänslighet. Ett skattesystem med progressiva inslag i kombination med inkomstrelaterade transfereringar förstärker de automatiskt stabiliserande effekterna på den ekonomiska aktiviteten även i frånvaro av en aktiv stabiliseringspolitik.

Det är viktigt att skilja på mått som anger riktningen på den diskretionära finanspolitiken (eng. *fiscal stance*) och mått som anger dess effekt på ekonomin (eng. *fiscal impulse*). Vanligtvis brukar ett konjunkturrensat mått på budgetsaldot – det så kallade strukturella budgetsaldot – användas för att få ett mått på inriktningen av finanspolitiken. Om det strukturella saldot sjunker över tiden, indikerar det att finanspolitiken förs i en mer expansiv riktning.⁶

5 Bristen på jämförbar statistik över utvecklingen av fastighetspriserna gör det svårt att tolka skillnader i förmögenhetsutvecklingen.

6 Det bör påpekas att det strukturella saldouträkningen kan beräknas med flera olika metoder och att resultaten därför kan skilja sig avsevärt åt mellan de olika metoderna. Betydelsen av detta problem är dock mindre vid en analys av förändringen i det strukturella budgetsaldot.

Tabell R3. Strukturell budgetbalans i Sverige, Euroområdet och USA.

Procent av BNP

| | 2001 | 2002 | 2003 | Förändring 2001-2003 |
|-------------|------|------|------|----------------------|
| Sverige | 4,4 | 2,8 | 1,9 | -2,5 |
| USA | 0,7 | -0,5 | -0,2 | -0,9 |
| Euroområdet | -0,9 | -0,6 | -0,5 | +0,4 |

Anm. OECD:s beräkning för Sverige 2003 har justerats för ett ytterligare steg i inkomstskattereformen.

Källor: OECD och Riksbanken.

Tabell R3 visar att finanspolitiken förs i en betydligt mer expansiv riktning i Sverige jämfört med USA och ett genomsnitt för euroområdet. Den relativt expansiva finanspolitiken i Sverige gentemot genomsnittet för euroområdet och USA skall ses mot bakgrund bl.a. av att Sverige har haft överskott i de offentliga finanserna de senaste åren. Flera stora EU-länder, såsom Tyskland och Frankrike, har svaga offentliga finanser, vilket innebär att utrymmet för finanspolitiska lättnader är begränsat.

Förändringen av det strukturella saldot ger en bild av riktningen och storleksordningen på finanspolitiken, men säger mindre om vilka effekter förändringen kan förväntas ha på inflationen. Försämringen av det strukturella sparandet indikerar att finanspolitiken har förskjutits i expansiv riktning på senare tid. Trots detta uppvisar den offentliga sektorn ett överskott i det finansiella sparandet.

Det finns även en rad andra faktorer som påverkar effekten av den förda finanspolitiken. En lika stor försämring av det strukturella sparandet i två länder kan få olika stora effekter på ekonomin beroende på bl.a. skillnader i finanspolitikens sammansättning, hushållens förväntningar och storleken på de automatiska stabilisatorerna.

Stora delar av de finanspolitiska lättnaderna i Sverige under prognosperioden påverkar hushållens disponibla inkomster (se tabell R4). I vilken utsträckning detta påverkar den privata konsumtionen beror bl.a. på vilka hushållskategorier som påverkas av stimulansen. Om skattesänkningen riktas till låginkomsttagare, som ofta antas konsumera en större andel av sina inkomster, blir effekten på den totala efterfrågan och prisnivån större än om skattesänkningen riktas till höginkomsttagare som antas spara mer. Inkomstskattesänkningarna i Sverige är i huvudsak en kompensation för egenavgiften till pensionssystemet, vilket innebär att inkomstskattesänkningen riktas till alla hushåll som betalar allmän pensionsavgift.⁷

7 Då den marginella konsumtionsbenägenheten – dvs. den konsumtionsökning en inkomstökning ger upphov till – är mindre på kort än på lång sikt, kan skattesänkningarna också förväntas få olika stor effekt över tiden. Den marginella konsumtionsbenägenheten bör också vara något mindre vid en övåntad än vid en förväntad permanent inkomstförändring

Tabell R4. Finansiellt sparande i offentlig sektor i Sverige.

Förändring i procent av BNP

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|---|------|------|------|------|
| Finansiellt sparande | 2,5 | -0,2 | -2,4 | -0,1 |
| Bidrag från | | | | |
| Diskretionär politik | -1,4 | -1,7 | -1,7 | -1,2 |
| Därav | | | | |
| Direkt effekt på hushållens disponibla inkomster | -0,7 | -1,2 | -1,4 | -0,9 |
| Automatiska stabilisatorer | 0,9 | -0,7 | -0,3 | 0,2 |

Anm. Periodiseringseffekter av skatter m.m., särredovisas inte. Storleken på de automatiska stabilisatorerna har erhållits genom att multiplicera budgetelasticiteten (som antas uppgå till 0,75) med förändringen i outputgapet. Eftersom denna tabell är baserad på delvis andra källor än tabell R3, kan resultaten avvika något från varandra på grund av olika underliggande antaganden.

Källor: Finansdepartementet och Riksbanken.

En faktor som i USA talar för en mer begränsad effekt på den privata konsumtionen av skattelättnaderna är att sparandet initialt är mycket lågt, vilket knappast är långsiktigt hållbart. Det är därför rimligt att anta att sparkvoten kommer att öka de närmaste åren, vilket i viss utsträckning kommer att motverka finanspolitikens genomslag. Även om sparkvoten förväntas stiga också i Sverige, är det rimligt att anta att den relativt större sparandeobalansen i USA har en mer återhållande effekt på finanspolitikens genomslag.

Hushållens förväntningar om huruvida skattesänkningarna kommer att vara bestående eller inte har också betydelse för effekten på den privata konsumtionen. Även om nivån på det strukturella saldot skall tolkas med stor försiktighet, indikerar den att skattesänkningarna i USA och Sverige är hållbara på sikt och därför kan de förväntas få en mer permanent höjande effekt på den privata konsumtionen.

En svårighet när det gäller att bedöma genomslaget från finanspolitiken på efterfrågan är att avgöra i vilka utsträckning hushållen redan anpassat sin konsumtion till det förväntade framtida skatteuttaget. De senaste åren har den offentliga sektorns finansiella sparande i såväl USA som Sverige förbättrats. Detta kan ha varit en viktig drivkraft till att det privata sparandet i både USA och Sverige har minskat. I den mån hushållen redan anpassat sin konsumtion, reduceras genomslaget för de skattesänkningar som nu genomförs. I USA har det aviserats att ytterligare skatteförändringar kommer att genomföras under det närmaste decenniet, vilket kan förstärka det kortsiktiga genomslaget på konsumtionen.

De automatiska stabilisatorerna kan i nuvarande konjunkturavmattning också bidra till att konsumtions- efterfrågan hålls uppe. Budgetelasticiteten – som anger hur budgetsaldot uttryckt som andel av BNP förbättras (försämras) då BNP ökar (minskar) med en procent vid

en oförändrad finanspolitik – fångar upp effekten av de automatiska stabilisatorerna.⁸ Ju större budgetelasticiteten är, ju större är i princip effekten av de automatiska stabilisatorerna. Budgetelasticiteten brukar uppskattas till 0,75 för Sverige. Tabell R4 visar storleksordningen på de automatiska stabilisatorerna i Sverige. Under åren 2001-2002 förväntas de automatiska stabilisatorerna och den diskretionära finanspolitiken gå hand i hand. Under 2003 då resursutnyttjandet förväntas öka igen, kommer de automatiska stabilisatorerna verka något återhållande.

För USA har OECD uppskattat budgetelasticiteten till 0,25. De automatiska stabilisatorernas dämpande effekt på konjunktursvängningar kan således förväntas vara betydligt högre i Sverige än i USA.

SAMMANFATTNING

Att jämföra effekterna av den ekonomiska politiken i olika länder är förknippat med stora svårigheter. Det är därför viktigt att betona att slutsatserna i denna fördjupningsruta skall tolkas med försiktighet.

Effekterna på efterfrågan och prisnivån av de monetära och finansiella förhållandena förefaller vara något mer expansiva i Sverige än i USA eller euroområdet. Visserligen är realräntorna lägre i USA, men samtidigt är växelkursen avsevärt svagare i Sverige. Att nedgången av aktiepriser varit större i Sverige än i USA under det senaste året bedöms inte fullt ut uppväga denna skillnad.

Finanspolitiken bedöms vara mer expansiv i Sverige än i USA och euroområdet. Stora delar av de finanspolitiska lättnaderna i Sverige och USA under prognosperioden påverkar hushållens disponibla inkomster. Eftersom sparandeobalanserna inte är lika betydande i Sverige som i USA, skattesänkningarna är inriktade på låg- och medelinkomsttagare och trovärdigheten för den långsiktiga uthålligheten i statsfinanserna är god, finns det anledning att förvänta sig att den förändrade finanspolitiken bidrar till en förhållandevis god efterfrågeutveckling de närmaste åren i Sverige.

8 Budgetelasticiteten skall tolkas med stor försiktighet – dels för att de empiriska skattningarna är förknippade med betydande osäkerhet, dels för att elasticiteten inte beaktar orsaken till BNP-förändringen. Eftersom exporten i Sverige är lågt beskattad bör en exportledd konjunkturavmattning påverka de offentliga finanserna i mindre utsträckning än en konjunkturavmattning ledd av en nedgång i den inhemska efterfrågan. ECB har nyligen presenterat en metod för att beräkna strukturella budgetsaldon som i viss utsträckning tar hänsyn till detta problem (ECB Working Paper No. 77, "Cyclically adjusted budget balances: An alternative approach").