



ANFÖRANDE

DATUM: 18 november 2010

TALARE: Vice riksbankschef Karolina Ekholm

PLATS: Sveriges Kommuner och Landsting

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

DNR

■ Omvärldens svaga offentliga finanser och svensk penningpolitik

Jag vill tacka för att jag har fått komma hit till Sveriges Kommuner och Landsting idag för att prata om omvärldens svaga offentliga finanser och dessas betydelse för den svenska penningpolitiken. Jag kommer även att diskutera min motivering vid det senaste penningpolitiska mötet i oktober.

Som kommun- eller landstingsföreträdare kan ni säkert känna igen er i utmaningen att brottas med budgetrestriktioner för att få verksamheten att gå med balans. I dag är budgetarbete ett högaktuellt globalt tema eftersom flera länder, framför allt i Europa, kommer att behöva göra betydande besparingar för att minska sina offentliga underskott. Det kommer att påverka tillväxten i dessa länder och därmed också förutsättningarna för penningpolitiken. Sverige framstår som en av de bättre i klassen när det gäller de offentliga finanserna, bland annat tack vare det finanspolitiska regelverk som byggdes upp i spåren av krisen i början av 1990-talet. Men som en liten öppen ekonomi påverkas vi alltid av vad som sker i omvärlden och därför är det viktigt för oss på Riksbanken att följa finanspolitiken även i andra länder.

Hög offentlig skuldsättning har byggts upp under lång tid

Den offentliga skuldsättningen är idag hög, framför allt i de utvecklade ekonomierna. I snitt uppgick bruttoskulden i de större utvecklade ekonomierna – USA, Japan, Tyskland, Frankrike, Italien, Storbritannien och Kanada – till nära 100 procent av BNP förra året och den väntas stiga ytterligare framöver. I de snabbt växande tillväxtekonomierna – bland andra Kina och Indien – är skuldnivåerna betydligt lägre.

(Diagram 1: Offentlig bruttoskuld i utvecklade respektive tillväxtekonomier)

Orsakerna till dagens höga skuldsättning är flera. En viktig faktor är naturligtvis att den djupa och långdragna globala lågkonjunktur som vi fortfarande lever med sviterna av har lett till stora budgetunderskott i många länder. Men detta hade i sig inte behövt leda till höga skuldsättningsnivåer om det inte vore för det dåliga utgångsläget redan före finanskrisen. Det har varit politiskt svårt att begränsa de offentliga utgifterna, även när tillväxten varit god och det snarare funnits behov av åtstramning än stimulans. Resultatet har blivit att skulden som andel av BNP har stigit i de flesta utvecklade ekonomier under de senaste dryga 30 åren.

Denna utveckling har varit särskilt anmärkningsvärd inom eurosamarbetet, där den så kallade stabilitets- och tillväxtpakten föreskriver att de offentliga finanserna ska vara nära balans eller visa överskott på medellång sikt och att bruttoskulden bör uppgå till

maximalt 60 procent av BNP. Under den tioårsperiod som föregick krisen var det genomsnittliga finansiella sparandet i euroområdet istället negativt samtidigt som bruttoskulden enligt stabilitetspaktens kriterier i snitt uppgick till nära 70 procent av BNP. Försämringen av de offentliga finanserna har förstärkts av att länderna inom euroområdet huvudsakligen har fört en procyklisk finanspolitik där man spätt på snarare än dämpat konjunktursvängningarna, bland annat genom att stimulera ekonomin i goda tider.

(Diagram 2: Finanspolitiken och konjunkturcykeln i euroområdet)

Under åren 2008 och 2009 briserade finanskrisen. Ett kraftigt fall i BNP bidrog i de flesta länder automatiskt till att de offentliga finanserna försvagades, bland annat genom att utgifterna för till exempel arbetsmarknadspolitik och sociala transfereringar blev högre och skatteinkomsterna från arbete och företagsvinster lägre. IMF, Internationella valutafonden, uppskattar att dessa så kallade automatiska stabilisatorer, men också fallande tillgångspriser och andra tillväxtrelaterade faktorer, har stått för närmare tre fjärdedelar av den totala skuldökningen i de större utvecklade ekonomierna mellan 2008 och 2010.¹

(Diagram 3: Skuldökning i G7-länderna 2008-2010)

Flertalet länder ökade också aktivt de offentliga utgifterna i syfte att motverka de negativa effekterna av finanskrisen på produktion och sysselsättning. Spanien var ett av de europeiska länder som genomförde de kraftigaste stimulansåtgärderna. Bland annat breddade man det sociala skyddsnetet, ökade de offentliga investeringarna och sänkte vissa skatter. Även USA genomförde omfattande åtgärder i form av skattelättnader och offentliga infrastrukturprojekt. De svenska åtgärderna har bland annat innehållit infrastrukturprojekt och höjda statsbidrag till kommunerna.

Till detta ska läggas att flera länder också gav kapitaltillskott riktade till det finansiella systemet. Men dessa extraordinära åtgärder står bara för en mindre del av den totala skuldökningen.

Åtstramning väntas...

När produktion och sysselsättning ökar i takt med att världsekonomin återhämtar sig kommer detta att bidra till att underskotten minskar. Men det behövs mer än så för att de utvecklade ekonomierna ska kunna stabilisera eller till och med lyckas sänka den genomsnittliga offentliga skuldsättningen från dagens nära 90 procent av BNP. IMF uppskattar att det i genomsnitt krävs besparingar om nära 1 procent av BNP per år mellan 2010 och 2020 för att sänka den genomsnittliga skuldnivån till max 60 procent 2030.² Detta innebär att det krävs en betydande budgetkonsolidering, även om den inte är extrem jämfört med de åtgärder som vidtagits i andra länder. Sverige, Finland och även Irland genomförde betydligt större budgetförbättringar på 1990-talet. Likaså gjorde Danmark det i början av 1980-talet.

(Diagram 4: Åtstramning enligt IMF)

I takt med att finanskrisens mest akuta fas har klingat av har fokus därför ganska snabbt skiftat från behovet av finanspolitisk stimulans till utformning av trovärdiga strategier för att minska underskotten. I många europeiska länder planerar man att åstadkomma detta genom högre skatter och lägre offentliga utgifter. I USA tycks det snarare komma

¹ För en sammanfattning av skuldutvecklingen, se C. Cottarelli och A. Schaechter, "Long-term Trends in Public Finances in the G-7 Economies", IMF Staff Position Note, september 2010

² Se IMF, "Fiscal Exit: From Strategy to Implementation", Fiscal Monitor, november 2010

att handla om att inte låta de offentliga utgifterna öka ytterligare. Flera europeiska regeringar har nyligen presenterat sina budgetförslag för nästa år. Sammantaget ser det ut som om länderna inom euroområdet planerar att förbättra sina budgetsaldon med i genomsnitt cirka 1 procent av BNP och Storbritannien med något mer än så. Många länder står samtidigt inför utmaningen att hantera stigande kostnader för en åldrande befolkning. För att de ska klara dessa åtaganden krävs en kombination av besparingar och strukturella reformer. Det är bland annat därför som flera europeiska länder, till exempel Frankrike, nu försöker reformera sina pensionssystem genom att höja pensionsåldern.

Sverige har ett bättre utgångsläge än många andra länder. Vår bruttoskuld ligger redan idag väl under 60 procent av BNP och Riksbankens senaste prognos grundar sig på att de offentliga finanserna visar överskott redan i år. Det ger oss bättre förutsättningar än många andra länder framöver. Men som en liten öppen ekonomi kommer vi att påverkas av att andra länder stramar åt sin finanspolitik. För Riksbanken är det framför allt av betydelse hur det kan påverka svensk inflation och resursutnyttjande.

... vilket kan dämpa tillväxttakten

När det gäller vilken effekt finanspolitiken har på aktivitetsnivån i ekonomin förs idag en debatt mellan företrädare för i huvudsak två uppfattningar. Enligt traditionell ekonomisk teori dämpar en åtstramande finanspolitik efterfrågan genom att hushåll och företag får mindre pengar att röra sig med när skatter höjs eller transfereringar sänks. Då kan man förvänta sig att en åtstramande finanspolitik leder till lägre tillväxt i BNP.

Men det finns också de som hävdar att ett högre förtroende för den framtida finanspolitiken kan motverka de negativa effekterna av att den disponibla inkomsten minskar idag. Enligt teorin om så kallad ricardiansk ekvivalens antas människor förstå att ett offentligt budgetunderskott förr eller senare måste finansieras med högre skatter eller lägre offentliga utgifter. Hushållen väntas alltså reagera på ett ökat budgetunderskott genom att öka sitt eget sparande. Eftersom detta innebär att konsumtionen inte ökar så mycket får en expansiv finanspolitik mindre effekt än tänkt.

På samma sätt kan då en stramare finanspolitik tänkas leda till att hushållen vågar konsumera mer än de annars skulle ha gjort. En stramare finanspolitik i ett högt skuldsatt land kan också tänkas bidra till att öka förtroendet för landet som låntagare på kapitalmarknaden, vilket i så fall kan bidra till lägre marknadsräntor som i sin tur ger stimulans till ekonomin. Vissa studier finner till och med att effekten på efterfrågan av en stramare finanspolitik kan bli positiv.³

I en relativt färsk analys av tidigare perioder av finanspolitisk åtstramning drar IMF dock slutsatsen att finanspolitiska åtstramningar dämpar tillväxten. Enligt den studien har en åtstramning av finanspolitiken med 1 procent av BNP tenderat att sänka BNP med 0,5 procent på två års sikt, samtidigt som arbetslösheten stiger med 0,3 procentenheter.⁴

IMF-studien visar också att finanspolitiska åtstramningar ofta har förknippats med lägre räntor. Dels har centralbankerna sänkt sina styrräntor, dels har de långa marknadsräntorna sjunkit. Detta har sammantaget tenderat att dämpa den negativa effekt som åtstramningarna fått på den inhemska efterfrågan. Finanspolitiska åtstramningar har också tenderat att sammanfalla med en svagare växelkurs. Det har bidragit till att gynna ländernas nettoexport och därmed dämpat den negativa effekt som åtstramningarna haft på BNP-tillväxten.

³ Se till exempel A. Alesina och S. Ardagna, "Tales of Fiscal Adjustments", *Economic Policy* 27, 1998, 487-545.

⁴ För en mer utförlig beskrivning, se IMF, *World Economic Outlook*, oktober 2010.

Men idag när flera länder planerar att strama åt finanspolitiken på samma gång blir förutsättningarna för att alla ska kunna öka sin nettoexport betydligt sämre. Samtidigt är styrräntorna i många länder redan nära noll. Detta talar för att de negativa effekterna på tillväxten blir större.

I Riksbankens senaste penningpolitiska rapport konstateras att återhämtningen i ekonomin fortgår, både i Sverige och utomlands. I Sverige ökar aktiviteten i ekonomin snabbt, men i USA och framför allt i Europa bedöms utvecklingen bli förhållandevis långsam. Även om det alltså är osäkert exakt vilka effekter en stramare finanspolitik kan tänkas få är även Riksbankens bedömning att den kommer att dämpa tillväxten i euroområdet samt i Storbritannien och USA. Sammantaget bedöms världsekonomin växa med drygt 4 procent per år under prognosperioden till och med 2013. Tillväxten i euroområdet bedöms dock bara uppgå till knappt 2 procent och den i USA till knappt 3 procent per år.

(Diagram 5: Återhämtning i Sverige, euroområdet och USA)

Man kan förstås ifrågasätta det ändamålsenliga i att föra en mindre expansiv finanspolitik när det riskerar att dämpa tillväxten i ett redan svagt ekonomiskt läge – även om de långsiktiga effekterna av en gradvis lägre skuldsättning sannolikt är positiva. Men för vissa länder finns helt enkelt ingen valmöjlighet. Om finanspolitiken inte läggs om riskerar skulderna att stiga så kraftigt att det kan innebära problem för länderna att finansiera sig, vilket också riskerar att drabba andra länder genom ökad finansiell turbulens. Grekland, Irland, Portugal och Spanien är exempel på länder som tvingats planera för stramare finanspolitik trots att deras tillväxtutsikter är svaga.

Sverige kan påverkas genom flera kanaler

En mindre expansiv och i vissa fall åtstramande finanspolitik i delar av omvärlden kan påverka svensk inflation och svenskt resursutnyttjande genom flera kanaler. Sverige kan påverkas via utrikeshandeln om finanspolitiska åtstramningar dämpar efterfrågan på svenska exportmarknader. Cirka 70 procent av svensk export går till Europa och av detta går över hälften till länder inom euroområdet. Av resterande nära 30 procent går en dryg tiondel till Asien, en knapp tiondel till USA och resten till övriga världen.

(Diagram 6: Svensk export till olika delar av världen)

Sverige kan också påverkas via förändringar i växelkursen beroende på hur penningpolitiken i omvärlden utformas. Om finanspolitiska åtstramningar utomlands dämpar tillväxtutsikterna där kan man förvänta sig att utländska centralbanker svarar med en relativt sett mer expansiv penningpolitik, som håller nere räntorna. Om de svenska räntorna då skulle hamna markant högre så skulle det kunna leda till att kronan stärks kraftigt. Så länge som avkastningen på att hålla tillgångar i kronor förväntas bli högre än avkastningen på att hålla tillgångar i andra valutor finns det nämligen anledning för placerare att öka sina krontillgångar. I den processen kan man förvänta sig att kronan stärks.⁵ En starkare krona skulle i sin tur leda till ett lägre inflationstryck,

⁵ En utgångspunkt för bedömningen av sambandet mellan räntor och växelkurser är att växelkurserna anpassar sig så att den förväntade avkastningen på tillgångar i olika valutor blir densamma. Så kallad öppen ränteparitet innebär att den förväntade avkastningen är densamma när skillnaden mellan den inhemska räntan och räntan i utlandet motsvaras av den förväntade förändringen av växelkursen (i procent). Om räntenivån är densamma är den förväntade avkastningen på tillgångar i inhemska och utländsk valuta densamma när växelkursen förväntas förbli konstant. En höjning av den inhemska räntan från ett sådant läge leder till en växelkursförstärkning ända tills man når en nivå då man kan förvänta sig en depreciering som motsvarar den uppkomna ränteskillnaden gentemot utlandet. Det samband mellan växelkurs och ränteskillnader som följer av detta villkor har dock inte särskilt starkt empiriskt stöd, vilket innebär att det inte är helt lätt att förutse hur växelkursen egentligen påverkas av förändringar i ränteskillnader.

dels direkt genom att importerade varor blir billigare, dels indirekt genom att resursutnyttjandet dämpas då efterfrågan på relativt sett dyrare inhemska producerade varor och tjänster faller.

Till detta kommer en finansiell kanal där vi kan påverkas exempelvis genom att förändringar i tillgångspriser i omvärlden spiller över på Sverige och i sin tur påverkar efterfrågan och inflation. När Grekland tidigare i år fick svårigheter att låna på den internationella obligationsmarknaden på grund av problem med sina offentliga finanser spred sig oron just via de finansiella marknaderna. Stigande grekiska statsräntor och fallande priser på grekiska statsobligationer bidrog bland annat till stigande räntor på andra mer riskfyllda tillgångar samt lägre aktiekurser.⁶ Greklands krisen bidrog också till ökat fokus på stora budgetunderskott och statsskulder även i andra länder, till exempel Spanien och Portugal. På senare tid har även oron kring Irland tilltagit igen. När det gäller euroländernas budgetsituation är det i sammanhanget värt att notera att EU nu arbetar med att reformera stabilitetspakten och att bygga upp oberoende tillsynsorgan för att i ett tidigt skede kunna upptäcka och åtgärda makroekonomiska obalanser.

(Diagram 7: Spridning av effekter)

Risk för alltför snabb förstärkning av kronan

Som jag nämnde tidigare påverkas Sverige av den internationella räntenivån genom växelkursen. En effekt av lägre förväntade räntor i omvärlden kan bli att den svenska kronan stärks. Som jag var inne på tidigare så innebär en starkare kronkurs att inflationstrycket blir lägre. Detta kan i sin tur motivera en mer expansiv penningpolitik även i Sverige.

För närvarande tycks de penningpolitiska förväntningarna i vår omvärld vara lågt ställda. Enkäter och marknadspriser talar för att förväntningarna om en första räntehöjning i euroområdet ligger ungefär ett år fram i tiden. Även i Storbritannien och USA tyder marknadsprissättning och enkäter på att styrräntan väntas förbli låg under en lång tid framöver. De aktuella förväntningarna ska dock speglas i dagens kronkurs.

(Diagram 8: Penningpolitiska förväntningar)

Men huvudscenariot i Riksbankens senaste penningpolitiska rapport bygger på att styrräntorna i omvärlden så småningom börjar stiga och att detta snart kommer att reflekteras även i de långa räntorna. Min bedömning vid det senaste penningpolitiska mötet var istället att styrräntorna i omvärlden kommer att förbli på en låg nivå längre än vad som antas i huvudscenariot. Ett skäl till det är att kommunikationen från centralbankerna i USA, euroområdet och Storbritannien tyder på att de, givet deras egna prognoser, ser ett behov av att hålla styrräntorna låga länge.

Dessutom ser jag en risk för att viljan att undvika starkare växelkurser leder till generellt sett låga räntor i omvärlden. När finanspolitiken inte kan användas för att stimulera den inhemska efterfrågan ligger det ju nära till hands att ställa sina förhoppningar till exporten. Dessutom behöver vissa länder öka sparandet inte bara i offentlig, utan även i privat sektor. Det betyder att efterfrågan måste komma från omvärlden genom ökad export för att inte tillväxten ska dämpas. Då blir länderna naturligtvis ovilliga att låta växelkurserna röra sig i en riktning som leder till minskad konkurrenskraft för dem själva. Viljan att hålla penningpolitiken expansiv beror alltså dels på svårigheter att

⁶ Ökad osäkerhet tenderar också ofta att bidra till en svagare krona när internationella investerare söker sig till mindre volatila valutor, vilket kan förklara den kraftiga försvagningen av kronan under hösten 2008 och våren 2009. Det visar ytterligare på svårigheten i att göra prognoser för växelkursen.

stimulera den inhemska efterfrågan via finanspolitiken, dels på det begränsade utrymmet för ökad konsumtion i vissa länder.

Jag tror därför att en rimlig bedömning av de internationella styrräntorna på längre sikt, under 2012 och 2013, är att de blir lägre än vad som antas i huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten. Huvudscenariots reporäntebana innebär då enligt min mening en alltför stor och snabb ökning av ränteskillnaden gentemot omvärlden. Den innebär också en ökning av ränteskillnaden som jag inte tror stämmer med marknadens förväntningar och därmed med kronkursen idag, vilket kan leda till ett betydligt större starkare krona än vad som ligger i prognosen. Eftersom en starkare krona kan antas dämpa inflationen och resursutnyttjandet röstade jag vid det senaste penningpolitiska mötet för att hålla reporäntan oförändrad och för en räntebana där reporäntan höjs i lugnare takt.

(Diagram 9: Olika alternativa reporäntebanor, KPIF, KPI och arbetslöshet vid olika alternativ)

Jag vill dock betona att mitt ställningstagande när det gäller penningpolitiken inte handlade om att undvika en förstärkning av kronkursen som sådan. I ljuset av den starka utvecklingen just nu i svensk ekonomi och det mycket stora bytesbalansöverskott som vi haft under lång tid så är det rimligt med en starkare real kronkurs. Sverige, med sin kombination av sunda statsfinanser och ett högt hushållssparande, står heller inte inför samma utmaningar när det gäller tillväxtförutsättningar som de länder som har ett behov av att sanera sina balansräkningar.

Sammanfattande bedömning

Sammantaget kan vi alltså konstatera att den ekonomiska och finansiella krisen har bidragit till försämrade offentliga finanser i framför allt de utvecklade ekonomierna. Budgetsaldon och skuldkvoter som i många fall var höga redan innan krisen har stigit ytterligare och riskerar att förvärras i takt med att befolkningarna åldras. För ett par länder i Europa har sämre offentliga finanser lett till ökad finansiell oro och problem för länderna att låna pengar på den internationella obligationsmarknaden. Dessa länder, men även andra, står inför stora besparingsåtgärder. Det kommer att bli en balansgång mellan att å ena sidan initiera rätt åtgärder för att hålla nere skuldnivån och skapa trovärdighet för att undvika högre räntor på den offentliga skulden och å andra sidan att undvika att dämpa efterfrågan alltför mycket. De sammantagna effekterna av en eventuell finanspolitisk åtstramning beror dock på flera faktorer, däribland hur de finansiella förhållandena utvecklas.

Arbetet med att sanera de offentliga finanserna kommer också att ta tid och tills dess finns risken att marknaderna bedömer åtgärderna som otillräckliga, vilket kan leda till förnyad finansiell oro. Men det finns också ljuspunkter såsom att det planeras för nya och reformerade tillsynsorgan i Europa.

De svenska offentliga finanserna är i bättre skick än i de allra flesta andra länder i Europa. Samtidigt påverkas vi av vad som sker i vår omvärld och där är som sagt utgångspunkten annorlunda. En stramare finanspolitik i vår omvärld innebär – allt annat lika – ett större behov av att använda penningpolitiken som stabiliseringspolitiskt instrument. Om räntorna i andra länder ligger kvar på en mycket låg nivå samtidigt som de höjs i Sverige kan man vänta sig att kronan stärks. Då minskar inflationstrycket i Sverige i och med att importpriserna och resursutnyttjandet dämpas. Detta är det viktigaste skälet till att jag ville avvakta med att höja reporäntan och sedan höja reporäntan i en lugnare takt än majoriteten vid det senaste penningpolitiska mötet. Mitt ställningstagande handlade inte om att undvika en förstärkning av kronkursen i sig. Vad

jag anser att man bör försöka undvika är dock att denna förstärkning går så snabbt och blir så stor att inflationen hamnar långt under målet.

Referenser

A. Alesina och S. Ardagna, "Tales of Fiscal Adjustments", *Economic Policy* 27, 1998, 487-545.

C. Cottarelli och A. Schaechter, "Long-term Trends in Public Finances in the G-7 Economies", IMF Staff Position Note, september 2010.

IMF, "Fiscal Exit: From Strategy to Implementation", *Fiscal Monitor*, november 2010.

IMF, *World Economic Outlook*, oktober 2010.