

# DEN AKTUELLA PENNINGPOLITIKEN

*Inledning av riksbankschef Urban Bäckström  
vid Finansutskottets utfrågning den 7 november 1996*

Tack för inbjudan att offentligt få diskutera utvecklingen i svensk ekonomi och den aktuella penningpolitiken här i utskottet. Min inledning idag följer i stort den uppläggnings som gällt tidigare. Därefter är jag beredd att svara på frågor.

## **Konjunktoren förbättras**

Efter sommaren och under hösten har det kommit mer påtagliga tecken på en förbättrad konjunktur. Förutsättningarna för en fortsatt förbättrad tillväxt i svensk ekonomi förefaller även vara gynnsamma. Inflationstrycket under de kommande två åren bedöms ändå bli måttligt. Inflationsförväntningarna är också fortsatt låga, vilket är en indikation på förtroende för den ekonomiska politiken. Mycket talar också för att trovärdigheten för Sverige som ett land med låg inflation är på väg att etableras. Detta gör sammantaget att möjligheterna för en inflation i linje med prisstabilitetsmålet är goda. Varje framtidsbedömning handlar emellertid om att väga risker och sannolikheter. Jag skall strax komma tillbaka till detta, men kommer först att ta upp några aspekter kring den realekonomiska utvecklingen.

Enligt den senaste BNP-statistiken växte svensk ekonomi snabbare under de senaste åren än vad som tidigare uppskattas. Det har skett upprevideringar såväl för 1994 och 1995 som för första halvåret 1996. Mellan sommaren 1993, då utvecklingen vände uppåt, och sommaren 1996 steg därmed BNP i en årstakt av 3 procent i genomsnitt. Konjunkturuppgången under 1990-talet har därmed hittills varit snabbare än den som ägde rum i början av 1980-talet. Samtidigt har inflationen varit betydligt lägre och till och med understigit den reala tillväxttakten. Vi får gå tillbaka till 1960-talet för att hitta perioder av

motsvarande längd då tillväxten varit högre än inflationen. Det finns sannolikt flera orsaker till det.

En första uppenbar förklaring är att resursutnyttjandet i hela ekonomin var lägre på 1990-talet då konjunkturuppgången startade jämfört med 1980-talet. Det verkar dämpande på inflationstakten samtidigt som ekonomin under en tid kan växa snabbare i takt med att lediga resurser tas i anspråk.

Det finns dock underliggande faktorer, som kan vara av mer varaktig karaktär. Det är emellertid för tidigt att dra några definitiva slutsatser, men frågan är om inte svensk ekonomi nu har en större tillväxtpotential än under 1970- och 1980-talet och om inte inflationsbenägenheten i vid mening har minskat. Till grund för dessa hypoteser ligger flera samspelande faktorer.

Bakom den högre tillväxttakten på 1990-talet ligger en tendens till ökad produktivitet och ökad kapitalbildning samt en ökad medelarbetstid. Oavsett vilken period som jämförts förefaller produktiviteten ligga ett antal tiondelar högre på 1990-talet jämfört med 1980-talet. Det kan tyckas vara små tal, men om de visar sig vara varaktiga ackumulerar de över tiden snabbt till påtagliga effekter.

Skattereformen, olika avregleringar och ändrade kompensationsregler i socialförsäkringssystemen kan ha bidragit till att förbättra svensk ekonomis sätt att fungera. Även den låga inflationen bidrar sannolikt till en bättre fungerande ekonomi. Därutöver har EU-medlemsskapet, och globaliseringen av handelsutbytet även i övrigt, ökat konkurrenstrycket.

Något som också talar för att det är fråga om mer varaktiga effekter för svensk ekonomi är en snabb takt i kapitalbildningen, i form av uppgång i investeringar, som skett under senare år. Bruttoinvesteringarna, exklusive bostadsbyggandet, har kommit upp på relativt höga nivåer. Investeringarna inom industrin brukar normalt stiga efter en tids uppgång i kapacitetsutnyttjandet. Det nya mönstret på 1990-talet är att uppgången i investeringarna kom snabbare och blev större jämfört med vad som skedde på 1980-talet.

Det går också att skönja en ny utveckling av utrikeshandelns sammansättning. Under 1990-talet har medicinska och farmaceutiska produkter samt teleprodukter snabbt ökat sin sammantagna andel. Mellan 1990 och 1995 har läkemedelsindustrin fördubblat volymerna av sina exportleveranser medan teleproduktindustrin nära nog fyrfaldigat sina. Även utvecklingen under 1996 har varit snabb inom dessa områden. En ny utveckling är också att exporten till Asien ökat påtagligt. Detta är givetvis viktiga förklaringar till att svensk export gått bra även under 1996, trots en svag utveckling i vissa EU-länder och trots att kronan apprecierat och en del av den relativa kostnadsförbättring som skedde efter kronans fall hösten 1992 därmed har återtagits. Dessa

tendenser kan ses som tecken på att den svenska ekonomins förmåga till strukturuomvandling har förbättras.

Allt detta är nya och uppmuntrande mönster i svensk ekonomi, som kan vara tecken på en mer varaktigt högre produktionspotential. Ännu så länge är det fråga om hypoteser, men det finns anledning att följa utvecklingen också från penningpolitisk horisont eftersom den har betydelse för inflationsbedömningen.

Även om tillväxten har varit stark under konjunkturuppgången har det skett en avmattning i totalproduktionen under det senaste året. En delförklaring till detta är utvecklingen av lagerinvesteringarna, vilket jag tog upp här i utskottet i samband med utfrågningen i maj.

I uppgångsfasen tenderar produktionen att stiga snabbare än efterfrågan, något som också skedde i samband med den senaste uppgången. Skälet är att företagen i allmänhet inte vill hamna i en situation där de inte kan leverera när efterfrågan ökar snabbt. Efter hand upptäcker företagen att lageruppbyggnaden gått för långt och inleder då en anpassningsprocess. Då uppstår en omvänd effekt, produktionen ökar långsammare än den slutliga efterfrågan i ekonomin.

Just en sådan lageranpassning kom mot slutet av förra året och fortsatte under våren i Sverige. Den kom även något tidigare i vissa andra länder som är viktiga för svensk export. Det är inte ovanligt att liknande lageranpassningar uppträder vid denna tidpunkt i ett konjunkturförlopp. Samma sak skedde vid ungefär samma tidpunkt under 1970- och 1980-talet.

SCB:s statistik visar också detta tydligt. Totalproduktionen beräknas ha ökat med endast 1,6 procent under första halvåret i år jämfört med motsvarande tidpunkt föregående år. Produktionen drogs ned av en lageranpassning som uppgick till 0,9 procent av BNP, vilket innebär att den slutliga efterfrågan egentligen växte med 2,5 procent. Det är ju genom att hålla tillbaka produktionen i förhållande till den samlade efterfrågan som den av företagen önskade lageranpassningen kan komma till stånd.

När företagen tillfälligt drar ned på produktionen kan permitteringar och till och med uppsägningar äga rum, något som också skett under 1996. Arbetsmarknaden har bl.a. därför utvecklats svagt under innevarande år. Om emellertid de underliggande förutsättningarna för expansion fortsätter att vara goda kommer produktionsökningen igång igen när väl lageranpassningen är avklarad, men det kan också uppstå en situation då den underliggande efterfrågan påverkas negativt om t.ex. en försvagad arbetsmarknad ger återverkningar på hushållens framtidstro och därmed verkar neddragande på privatkonsumtionen.

Det var denna risk som föranledde Riksbanken att arbeta parallellt i analysen med ett svagare sk. sidoalternativ i våras, vilket om det hade realiserats ytterligare skulle ha dämpat inflationstrycket. Statistiken hittills tyder dock på att risken för ett sådant scenario tycks ha avtagit. Lageranpassningen verkar gå mot sitt slut och även om arbetsmarknaden utvecklats svagt förefaller privatkonsumtionen fortsatt visa en stabil trendmässig förbättring. Det är en av förklaringarna till att vi nu gör bedömningen att en återhämtning av produktionen är på väg. Att konjunkturen utomlands också verkar förbättras är ytterligare en indikation på detta, liksom att exporten hållits uppe tämligen väl hittills under året.

### **Låginflationsregimen på väg etableras**

Ett annat centralt inslag i bilden är att inflationsförväntningarna, på kort såväl som på lite längre sikt, har fallit och mer och mer kommit i linje med målet. Det gör att hushåll, företag och finansiella aktörer nu hyser tilltro till svensk ekonomisk politiks vilja och förmåga att vidmakthålla en låg inflation. Det innebär med andra ord att förtroendet för svensk ekonomisk politik har ökat påtagligt under det senaste året. Förtroende för prisstabilitetsmålet handlar inte bara om ord, utan också om handling. Riksbankens stramare räntepolitik mellan sommaren 1994 och 1995 visar att vi tar prisstabilitetsmålet på allvar, medan saneringen av statsfinanserna är ett bevis på det politiska systemets vilja att långsiktigt skapa förutsättningar att kunna vidmakthålla detta mål.

Jag har många gånger framhållit här i utskottet att om den rådande inflationen hålls i linje med målet och det långsiktiga förtroendet för den ekonomiska politiken i stort stärks genom en utveckling mot sunda statsfinanser, så uppkommer förr eller senare en påtagligt positiv effekt på de långa räntorna och kronans kurs. Det är en sådan sk. förtroendechock vi upplevt under det senaste året. Sedan sommaren 1995 har kronan stärkts med ca 13 procent och den femåriga boenderäntan sjunkit med nästan 4 procentenheter. Det har gett omfattande engångseffekter på konsumentprisernas utveckling. Importpriserna och räntekostnaderna för egna hem har fallit kraftigt som ett resultatet av den positiva utvecklingen. Det är en dominerande orsak till att konsumentpriserna enligt den senaste mätningen stigit med endast med 0,2 procent på årsbasis, vilket i och för sig understiger den lägre gränsen för prisstabilitetsmålets toleransintervall.

Normalt bör dock olika typer av tillfälliga prisstörningar kunna fångas upp av toleransintervallet, givet att den underliggande inflationen ligger kring 2

procent. Dessutom är inte målet konstruerat i termer av enskilda månadstal, utan bör ses i ett årligt perspektiv. Men även sett för 1996 som helhet kan det inte uteslutas att den undre toleransgränsen kan komma att underskridas något.

För att kunna analysera den nu låga inflationen i termer av prisstabilitetsmålet måste en bedömning göras av vad den trendmässiga eller underliggande inflationstakten ligger och hur den kan förväntas utvecklas framöver. En grov rensning av de tillfälliga effekterna från importpriser och räntekostnader för egna hem visar på en underliggande ökning kring 2 procent, vilket innebär att allt annat lika så kan den registrerade inflationen gradvis komma att röra sig uppåt till den nivån i takt med att de tillfälliga effekterna försvinner ur mätningarna. Det bör genast tilläggas att olika mått på den underliggande inflationen är mycket grova, något som jag strax skall återkomma till.

### **Utgör löneökningar och konsumtionsuppgång inflationsrisker?**

Varje bedömning av den framtida inflationen bygger på risker och sannolikheter. En sådan risk, som vi lyft fram, är lönebildningen. Under första halvåret tycks lönerna ha stigit med omkring 5 procent i hela ekonomin jämfört med motsvarande period föregående år, om man korrigerar för en del tillfälliga och statistiska faktorer. Det innebär en uppgång från de dryga 3,5 procent i årstakt, som lönerna steg med under andra halvåret 1995.

Jämfört med inflationsmålet på 2 procent innebär en löneökning på strax över 5 procent en reallöneökning på 3 procent. Det ligger en bra bit över det samhällsekonomiska utrymmet, med tanke på den trendmässiga produktivitetsutvecklingen. I längden är en reallöneutveckling som avviker från produktivitetsutvecklingen inte förenlig med inflationsmålet.

Riksbanken ser idag ingen överhängande risk att de löneavtal som träffats skulle utgöra någon påtaglig fara för inflationsutvecklingen för de närmast två åren. Däremot är det viktigt att det sker en anpassning i de avtal som förhandlas fram härnäst. Frågan är hur de höga löneökningarna skall tolkas?

Den pessimistiska tolkningen är att de höga löneökningarna består framöver. Detta skulle innebära att arbetslösheten kommer att ligga kvar på en hög nivå, såvitt inte en omfattande förändring av arbetsmarknadens struktur kommer till stånd som gör att den fungerar väsentligt bättre. För den pessimistiska tolkningen talar att löneutvecklingen utöver avtalen ökat under 1996, trots att arbetsmarknadsläget är svagt.

Den huvudhypotes som Riksbanken arbetar efter är något mer optimistisk, vilket inte utesluter behov av en förbättring av arbetsmarknadens sätt att fun-

gera. Löneutfallet kan ha påverkats av att trovärdigheten för låginflationspolitiken inte var etablerad när avtalen slöts. Avtalsrörelsen våren 1995 präglades av de inflationsförväntningar som då rådde och som låg uppemot 4 procent per år. Situationen under våren 1995 präglades också av en snabbt ökad exportefterfrågan och ett mycket gynnsamt vinstläge inom den utlandskonkurrerande sektorn.

Om denna hypotes är rimlig kan vi förvänta oss en gradvis dämpning i löneökningstakten efter hand som nuvarande avtal löper ut. Nästa gång är dock inte förhandlingarna samordnade i tiden på samma sätt som nu senast. Redan i slutet av 1996 löper ett par avtal ut. Visserligen har det kommit uttalanden från företrädare för arbetstagersidan, som om de är korrekt återgivna, är mycket anmärkningsvärda. Låt mig citera (ur *Finanstidningen* den 14 oktober 1996): "*Att inflationen idag är låg har ingen större betydelse för vårt lönebud*" och "*Det finns ingen direkt koppling mellan vårt kommande lönebud och antalet arbetslösa*". Det är möjligt att uttalandena skall ses i ljuset av den taktiska uppläggnings inför de stundande förhandlingarna och i så fall kan skrivas på detta konto. Men speglar uttalandena en syn på lönebildningen som är representativ för arbetstagersidan är det uppenbart att arbetsmarknaden lider av större problem när det gäller spelreglerna, något som i så fall måste åtgärdas inom ramen för den ekonomiska politiken i stort.

Tills vidare håller Riksbanken fast vid sin huvudhypotes, dvs att vi får en successiv anpassning av löneökningarna framöver. Men det finns all anledning att noga följa de förhandlingar som snart börjar.

En annan risk kan vara om det sker en väsentligt snabbare uppgång i privatkonsumtionen är den som Riksbanken och de flesta andra bedömare räknar med. Det är inte uteslutet att konsumtionen kan komma att öka snabbare med tanke på den förbättring av hushållens finanser som skett under senare år och genom det faktum att konsumtionen utvecklats svagt under flera år. Efterhand uppstår ett behov av att förnya beståendet varaktiga kapitalvaror. I förhållande till andra länder är t.ex. genomsnittsåldern för den svenska bilparken hög. Erfarenheterna från andra länder visar dock att genomslaget på inflationen av en snabb konsumtionsuppgång är beroende av flera olika faktorer, inte minst graden av lediga resurser. I nuvarande skede behöver därför en mer påtaglig konsumtionsuppgång inte i sig leda till snabba prisökningar.

## **Minskad inflationsbenägenhet?**

Mot dessa faktorer, som kan tala för att det finns vissa inflationsrisker, står i första hand tecknen, som jag talade om tidigare, på att inflationsbenägenheten i vid mening tycks ha minskat i svensk ekonomi. Under hösten har det kommit ytterligare information som pekar i den riktningen. Även om den nuvarande mycket låga inflationen i huvudsak beror på tillfälliga faktorer, kan ändå inte hela nedgången hänföras dit. En viss, om än begränsad del av inflationsnedgången, tycks vara av mer varaktig karaktär.

Jag talade tidigare om att det inte helt går att exakt rensa för olika tillfälliga faktorerers inverkan på inflationen. Riksbankens samlade bedömning är att den underliggande inflationen nu ligger någonstans mellan 1,5 och 2 procent.

Om inflationsbenägenheten visar sig vara lägre än vad som finns inbyggt i Riksbankens bedömningar om den framtida inflationen, kan det påverka vår inflationsprognos i gynnsam riktning. Det behövs dock mer information och tid för att kunna dra slutsatser kring detta.

## **Penningpolitiken**

Det har skett en omfattande anpassning av reporäntan under 1996. Sedan sänkningarna inleddes har reporäntan justerats ned från 8,91 till f.n. 4,6 procent, dvs en näst intill halvering av reporäntans nivå. Man bör dock se detta i ljuset av de gynnsamma inflationsutsikterna och även mot bakgrund av kronans förstärkning.

Reporäntan har sänkts i små men kontinuerliga steg. Det har kommit att bildas ett mönster i sänkningarna. Det har varit viktigt för Riksbanken att kontinuerligt få bekräftelse på vår analys i den inkommande statistiken och likaså känna att marknadens aktörer delat vår analys. Ytterst är det förtroendet för den ekonomiska politiken som avgör graden av manöverutrymme för Riksbanken.

I samband med sänkningen av räntekorridoren och reporäntan den 24 oktober deklarerades att mönstret med de regelbundna sänkningarna upphör. För att tydligt visa detta beslutades om en fast reporänta på 4,60 procent som gäller i fyra veckor. Samtidigt framhölls i kommentarerna att vi inte vill ha en stark fokusering på den reporänta som kommer att fastställas omedelbart därefter.

Motivet till vårt agerande är att vi visserligen ser ett visst begränsat utrymme för att ytterligare sänka reporäntan, men att bilden är inte helt entydig. Vi

behöver tid att analysera och följa den inkommande statistiken. Slutsatsen av de bedömningar som görs kan också komma att bli en oförändrad reporänta.