

RÄNTAN OCH KRONAN

Anförande av vice riksbankschef Lars Heikensten

vid Stockholms Handelskammars och

Veckans Affärers konferens på Grand Hotel

den 30 januari 1996

Låt mig börja med att tacka för att jag fått komma hit och tala om svensk ekonomi.

Jag tänkte idag uppehålla mig vid i huvudsak tre saker. Först tänkte jag relativt utförligt redovisa skälen till den räntesänkning som Riksbanken genomförde för ett par veckor sedan. Därmed får ni också en bild av hur vi ser på inflationsutsikterna framöver. Därefter tänkte jag något fördjupa diskussionen av ett par olika drag i den ekonomiska utvecklingen framöver som är av betydelse bl.a. för inflationen. Slutligen tänkte jag kort beröra den senaste veckans händelser på obligations- och valutamarknaden och de implikationer de kan ha för penningpolitiken.

.....

Inflation i linje med målet

Skälet till att vi sänkte reporäntan den 9 januari är i grund och botten självklart: Vi anser att sannolikheten för en inflation i linje med prisstabilitetsmålet är god. Målet är som ni alla vet 2 procent (med ett toleransintervall på plus/minus 1 procent). Det är förutsättningarna att nå detta mål som vägleder vårt agerande.

Riksbanken har i olika sammanhang framhållit att inflationen bestäms av efterfråge- och utbudsförhållandena i ekonomin och av inflationsförväntningarna. Kronan spelar en central roll i båda dessa sammanhang. Den påverkar efterfrågan bl.a. i den konkurrensutsatta sektorn och

den är en indikator på inflationsförväntningarna. Därför är det pedagogiskt att föra diskussionen i termer av tre faktorer; efterfråge - och utbudsförhållandena, förväntningarna och kronan.

Betydelsen av dessa tre faktorer för penningpolitiken kan variera från tid till annan. Allmänt gäller att ju mer etablerad den låga inflationen är i ett land desto större manöverutrymme finns för penningpolitiken. Mer konkret: Bundesbank och (numera) Federal Reserve kan om de vill ta större hänsyn till t.ex. konjunkturbilden än centralbanken i ett land som nyligen pressat ner inflationen. Det kan de göra därför att få eller inga misstänker dem för att släppa taget om prisutvecklingen.

Låt mig nu kort redogöra för argumenten bakom reporäntesänkningen och då börja med efterfråge- och utbudsförhållandena.

Svagare konjunktur

Den internationella konjunkturen har försvagats under hösten. Särskilt gäller detta Europa.

Också i Sverige har tillväxten dämpats. Ökningen i BNP mellan andra och tredje kvartalet blev 0,3 procent, motsvarande en årstakt på 1,2 procent. Jämfört med tredje kvartalet 1995 var emellertid tillväxten 4,4 procent.

Den del av ekonomin som vuxit snabbast är industrin. Här har skett en förändring. Såväl industriproduktionen som orderingen förefaller ha haft sin toppnivå i juni månad. Därefter har industriproduktionen stagnerat medan orderingen fallit (se diagram 1). Denna svagare bild bekräftades av KI:s konjunkturbarometer.

Det blev också gradvis under hösten alltmer tydligt att utbytesförhållandet mellan tillväxt och inflation i svensk ekonomi under fjolåret skulle komma att bli bättre än väntat. Prognoserna hösten 1994 låg i allmänhet kring 2 procents tillväxt och 3-4 procents inflation. Trots att tillväxten nu verkar ha blivit 3,5-4 procent hamnade inflationen inom toleransintervallet, dvs. lägre är 3 procent.

Lägre väntad inflation

Också när det gäller den väntade inflationen har den information som kommit under senare delen av hösten givit skäl för ökad optimism.

Låt mig ta ett par exempel:

- Hushållen väntade sig i december en inflationstakt på 2,5 procent under 1996. Det var 0,2 procentenheter lägre än de förutsåg i november.

- Aktörerna på de finansiella marknaderna väntade sig en inflationstakt på 2,8 procent per år de närmaste två åren enligt Aragons undersökning publicerad i november. Detta var 0,6 procentenheter lägre än vid förra mättillfället i augusti 1995. Det var också 0,2 procentenheter lägre än i Prosperas undersökning i oktober.

- Samma bild ger de långa räntornas utveckling. Differensen mot tyska 10-åriga obligationsräntor hade fallit från sin högsta nivå drygt 450 punkter till drygt 230 punkter, vid den tidpunkt då reporäntan sänktes (se diagram 2).

- Kronans utveckling understödjer bilden. Från slutet av maj hade kronan apprecierat med 14 procent.

Det kan dock vara värt att understryka att inflationsförväntningarna, som de kunde uppmätas vid tiden för reporäntans sänkning, inte ännu låg på 2 procent eller under denna nivå. Det fanns dock, som vi såg det, skäl att tro på en ytterligare förändring av förväntningsbilden i rätt riktning.

Starkare krona

Kronan hade alltså förstärkts markant (se diagram 3). Vid tidpunkten för sänkningen av reporäntan hade den kommit ned på en nivå som var ett par procentenheter under den nivå som inflationsrapporten i november baserats på. Den fortsatte som vi vet ner ytterligare, men har på senare tid svängt tillbaka både som en följd av faktorer på den internationella valutamarknaden och som resultat av specifika svenska förhållanden, som jag ska återkomma till.

Den avtagande tillväxt i industrin, som kunde spåras under hösten, härrörde antagligen i begränsad utsträckning från den starkare kronan. Men det är troligt att ett sådant genomslag nu gradvis kommer. Risken för inflationstendenser i - och inflationsspridning från - industrin har därmed avtagit. Vi har också reviderat ner våra bedömningar av löneglidningen och det är vi efter vad jag förstår inte ensamma om.

Kronans förstärkning ligger bakom en större del av den tydliga nedgång vi sett i producentpriserna (se diagram 4). Importpriserna ökar numera med ca 2 procent jämfört med runt 10 procent när det var som värst. Detta har fått - och kommer om kronan är stark att få - ett allt större genomslag i konsumentprisutvecklingen.

Så mycket om våra argument vid tillfället för sänkningen. På vårt beslut följde en livlig debatt. Jag ska inte alls recensera alla inslag i denna. Låt mig bara kommentera den kanske vanligaste synpunkten, att vi sänkte alltför sent.

Under senare delen av hösten skedde en snabb omvärdering av svensk ekonomi. Såväl tillväxt- som inflationsprognoser ställdes ner. Faktum är dock att så sent som i november var det väldigt få som räknade med en inflation under 2,5 procent i Sverige vare sig 1996 eller 1997. De flesta prognosmakarna - varav en del för övrigt livligt argumenterade för sänkt ränta - räknade alltså inte med att vi skulle klara inflationsmålet.

Även om inflationsbilden förbättrats under hösten hade vi en bild liknande övriga bedömares. Men vi hade (och har) inte någon tanke på att flytta blicken från målet. Räntesänkningen indikerar alltså att vi reviderat vår konjunktur - och inflationsbedömning något.

.....

När vi sänkte reporäntan markerade vi att vi såg förutsättningar för en viss återhämtning av tillväxten under senare delen av året. Detta är en fråga som rönt en del uppmärksamhet under de senaste veckorna. Den är naturligtvis också av stort intresse för börsutvecklingen. Låt mig därför nu gå vidare till nästa punkt på dagordningen, en diskussion om några inslag i konjunkturen och den ekonomiska utvecklingen av betydelse för inflationen framöver.

Avmattning i Europa

Det är just nu högkonjunktur för dystra bedömningar av konjunkturen. Efter nästan bara glada miner under början av hösten målas nu utvecklingen i allt bredare, svarta penseldrag.

Låt mig börja med att kommentera den europeiska konjunkturbilden.

- Nedgången under fjolåret skulle kunna förklaras med den *växelkursturbulens* som rådde i första hand under 1994, men även våren 1995. Den bidrog bl.a. till en markant appreciering av D-marksblocket i förhållande till dollarområdet (Amerika och Asien utom Japan).

- En annan förklaring är *ränteutvecklingen*. Som vi alla minns drevs de långa räntorna i Europa upp under våren 1994 av långränteuppgången i USA, trots att den kontinentaleuropeiska konjunkturuppgången då bara befann sig i sin linda (se diagram 5). Om gamla sanningar gäller verkar det inte orimligt att detta skulle få en påtagligt dämpande effekt något år senare - dvs. just nu - på den europeiska konjunkturen. Men sedan dess har vi, särskilt under fjolåret, sett en markant neddragning av både korta och långa räntor, som så småningom kommer att påverka konjunkturen i motsatt riktning.

- För en snar återhämtning talar också att *vinstnivåerna* fortfarande är förhållandevis goda i europeiskt näringsliv. I bra skick är också på det hela taget *hushållens balansräkningar*. Ingetdera brukar känneteckna konjunkturedgångar. Inte heller finns det behov av någon monetär åtstramning eftersom *inflationen* är fortsatt låg på de flesta håll.

- Till slut finns det skäl att uppmärksamma *lagercykeln*. Den bidrog till att dämpa tillväxten

under hösten, trots att slutlig efterfrågan i Europa rullade på något sånär (se diagram 6). Inom sinom tid borde dock lageravvecklingen bromsas upp.

Jag vill inte hårdra dessa argument. Det kan naturligtvis visa sig att konjunkturedgången i Europa håller i sig. Att det kan finnas en viss sannolikhet för detta visar inte minst den bättre inflationsbilden och de räntesänkningar som genomförts under slutet av fjolåret. Men självklart är det inte.

När det gäller Japan finns det anledning till viss optimism. Här revideras prognoserna upp. Prognoserna för USA förefaller däremot vara någorlunda stabila (se diagram 7).

Konsumtionsåterhämtning i Sverige?

Frågan om konsumtionen i Sverige är av delvis annan art. Någon markant uppgång har här inte skett, på det sätt som gäller för den internationella konjunkturen under 1994-1995. Inte heller finns tydliga tecken på en nedgång under senare tid. Frågan är snarast om den försiktiga återhämtning som pågått i ett par år ska brytas.

Konsumtionen är en i grunden ganska stabil variabel. Om inget inträffar som radikalt förändrar hushållens bild av de framtida inkomstförhållandena tenderar konsumtionen att lunka på (se diagram 8). Svängningar i inkomsten mellan åren verkar i stor utsträckning absorberas i sparandet.

Troligt är att *inkomstutvecklingen* kommer att bli bättre i år och 1997 än i fjol trots att finanspolitiken också nu biter ganska rejält (ca 3,5 procent av hushållens inkomster dras i år in jämfört

med 5 procent under fjolåret). Den hyfsade inkomstutvecklingen i år och nästa år beror på att lönerna ökar förhållandevis snabbt samtidigt som inflationen hålls i schack.

Vad ska man då tro om *sparandet*? Detta har varit "tiotusenkronorsfrågan" i alla konjunkturbedömningar under de senaste åren. Visst finns det argument för att sparandet kommer att ligga kvar på i ett historiskt perspektiv relativt höga nivåer (osäkerhet om statsfinanserna och trygghetssystemen, det nya skattesystemet, hög arbetslöshet etc.) Men det finns också skäl för en viss neddragning av sparandet under de närmaste åren.

- Hushållens balansräkningar är idag i relativt gott skick. Skuldandelen har fallit påtagligt för genomsnittshushållet (se diagram 9). Bilden ser något sämre ut om man ser på t.ex. ränteutgifter efter skatt, men även med denna modifiering är förhållandena väsentligt bättre än i början av 90-talet.

- Räntorna har kommit ner markant. Särskilt gäller detta de långa räntorna, som har stor betydelse för hushållen (ca 2/3 av lånen är bundna). Samvariationen mellan hushållens egna bedömningar av ekonomin och de långa räntorna har tidigare varit hög. Hushållen är idag också mer optimistiska än de var under slutet av 1994 och början av 1995, även om pessimismen ökat något på allra senaste tiden.

Samtidigt finns risker. Får vi en betydligt sämre utveckling i olika avseenden, hemma och/eller utomlands, som leder till lägre sysselsättning, påverkas även konsumtionen. Min slutsats är ändå att den nattsvarta pessimism som spritt sig på senare tid på detta område är lite svår att förstå.

Mindre inflationsbenägenhet

Låt mig avsluta diskussionen av efterfråge- och utbudsförhållandena med att kort beröra ytterligare en aspekt, tanken att inflationsbenägenheten i ekonomin minskat.

En indikation på detta, som jag tidigare nämnt, är utvecklingen på övergripande makronivå. Trots att tillväxten blev betydligt högre än vad de flesta prognosmakare väntat blev inflationen lägre.

Standardargumentet för detta är att konsumtionen utvecklades svagt. Därför kunde inte handeln höja sina priser. Mot detta kan man dock invända att även konsumtionen ifjol faktiskt ökade mer än de allra flesta trott. Just felaktiga konsumtionsantaganden kan alltså inte förklara de alltför höga inflationsprognoserna.

Det senare hindrar dock naturligtvis inte att en konsumtionsuppgång av större omfattning kan tänkas slå på priserna. Men hur stora de uppbyggda prishöjningsbehoven är - sedda från kostnadssidan - vet vi inte. Produktivitetstillväxten har varit omfattande i industrin men inte bara där utan också i handeln (se diagram 10). En betydande strukturuomvandling har skett och sker i handeln. Om nu import- och producentpriser går ner kanske vinstmarginalerna kan hållas uppe även vid begränsade prishöjningar.

Till bilden hör att det skett en del med konkurrensen i svensk ekonomi. En av de verkliga inflationsmotorerna under 80-talet, byggsektorn, har förändrats radikalt. Inom andra delar av ekonomin har importpenetrationen ökat. Det finns också skäl att

hoppas på ytterligare positiva effekter bl.a. av EU-medlemskapet.

Lönebildningen är emellertid ett fortsatt bekymmer. Trots uppgången i arbetslösheten blev löneökningarna högre än i omvärlden (se diagram 11). Hittills har effekterna av detta på konkurrenskraft och inflation begränsats av produktivitetstillväxten, men denna utveckling kan inte fortsätta hur länge som helst. I alla händelser har löneökningarna begränsat handlingsutrymmet i penningpolitiken samtidigt som de resulterar i en svagare sysselsättningstillväxt.

Sammanfattningsvis finns det alltså flera frågetecken när det gäller bedömningen av efterfråge- och utbudsförhållandena de närmaste åren. De gäller som jag ser det i första hand den europeiska konjunkturen, konsumtionsutvecklingen i Sverige och ekonomins inflationsbenägenhet.

Sannolikheten att hamna vid inflationsmålet bör vara god även om tillväxten utvecklas hyggligt. Det faktum att kronan har förstärkts är en fördel ur inflationssynpunkt. Det är just i den konkurrensutsatta sektorn som de tydligaste inflationstendenserna funnits under senare år. Med en mer balanserad tillväxt är inflationsrisken mindre.

.....

Låt mig avslutningsvis konstatera att förtroendet för svensk ekonomisk politik ökade under andra halvåret 1995. Risken för ett återfall i den gamla inflationsekonomin upplevs ha minskat. Möjligheten har därmed förbättrats för en uthållig och balanserad tillväxt i svensk ekonomi.

Det innebär dock inte att riskerna för en mindre bra utveckling framöver försvunnit. Omsorgen om

förtroendet för den ekonomiska politiken måste alltså ges hög prioritet. I konvergensprogrammet preciseras en mekanism för att hantera eventuella återkommande statsfinansiella problem. Det är också angeläget att lönebildningen förbättras så att inte accelererande löneökningar motverkar en nedgång av arbetslösheten. Lägre löneökningar skulle givit större utrymme i räntepolitiken.

Den senaste veckan har marknadsräntorna stigit och kronan fallit. Det kan finnas många olika skäl till att marknader reagerar som de gör och så förefaller det ha varit denna gång också. Erfarenheten visar att svängningarna ibland kan bli överdrivna på de finansiella marknaderna. Vissa kortsiktigt inriktade aktörer har en benägenhet att snabbt vilja ta hem vinster. Framtiden lär komma att visa huruvida marknadsläget varaktigt förändrats eller om ränteuppgången och kronfallet var av tillfällig art.

Ändå kan man konstatera att veckans händelser är en påminnelse om att en tydlig och konsekvent utveckling mot sunda statsfinanser har stor betydelse för förtroendet för svensk ekonomi och därmed på sikt för tillväxten och sysselsättningen.

Grunden för en uthålligt stabil tillväxt och sysselsättning är sunda statsfinanser och prisstabilitet. Det har inte minst utvecklingen under andra halvan av 1995 visat. Då ökade förtroendet för svensk ekonomisk politik påtagligt.

Avgörande för den fortsatta penningpolitiken är den sammantagna bedömningen av inflationsutsikterna. Den påverkas i sin tur av bl.a. konjunkturutveckling, inflationsförväntningar och växelkursutveckling. Det viktiga är då de mer långsiktiga förloppen. Enskilda siffror eller kortsiktiga rörelser på de finansiella marknaderna är därför inte avgörande. Det är mot

denna bakgrund som vi idag givit en viss lättnad i penningpolitiken.