INFLATIONEN OCH RÄNTAN

Anförande av vice riksbankschefen Lars Heikensten vid Veckans Affärers och Stockholms Handelskammares konferens den 29 januari 1997

Låt mig börja med att tacka för att jag har fått komma hit och tala om den ekonomiska utvecklingen, inflationen och förutsättningarna för penningpolitiken. Det börjar kännas som lite av en tradition.

Jag tänker idag börja med att diskutera vad som har hänt sedan vi var här för ett år sedan. Därefter tänker jag vända blicken mot framtiden och gå igenom hur jag ser på utvecklingen inte bara 1997 utan också i det något längre perspektiv vi arbetar med i penningpolitiken. Avslutningsvis drar jag några slutsatser för politiken.

Tillväxt, men inte sysselsättning

Innan jag går in på 1996 ska jag emellertid göra en längre tillbakablick. Sedan det dramatiska produktionsfallet i svensk ekonomi bröts sommaren 1993 har ekonomin växt med i genomsnitt ca. 2,8 procent per år. Detta är en betydligt högre takt än vi varit vana vid under 70- och 80-talen. Att tillväxten varit så hög är i och för sig inte konstigt givet det låga kapacitetsutnyttjandet i utgångsläget. Mer förvånande - och mycket bekymmersamt - är att sysselsättningen utvecklas svagt.

Sverige är inte ensamt i Europa om att ha problem med att skapa nya arbetstillfällen, tvärtom. Men bilden är en helt annan i USA och det finns också europeiska undantag; Holland under de senaste 10 åren är ett sådant. (Se diagram 1). Skillnaderna jämfört med Sverige är påtagliga.

I Sverige har vi idag en allt intensivare diskussion om arbetslösheten. Det är viktigt att denna diskussion förs med rätt utgångspunkter. I Riksbanken tror vi att produktionstillväxten i Sverige kommer att öka under de närmaste två åren, även om den knappast blir lika hög som den i genomsnitt varit under de senaste tre-fyra åren. En viss uppgång i sysselsättningen borde vi kunna få på detta vis. Men om sysselsättningstillväxten ska kunna bli radikalt bättre krävs det mer än tillväxt, främst en bättre fungerande arbetsmarknad och lönebildning.

Markant lägre räntor

När jag talade på detta seminarium för ett år sedan var reporäntan 8,66 procent. Under 1996 sänkte vi reporäntan 25 gånger. Nivån vid slutet av året var 4,10 procent jämfört med 8,91 procent vid dess början. Riksbanken har därmed genomfört en av de största och snabbaste styrräntesänkningarna bland länderna i västvärlden. Nivån på reporäntan är också idag den lägsta Sverige haft på över 30 år.

Sänkningarna har skett gradvis, på ett i största möjliga utsträckning förutsägbart sett. I takt med att inflationsbilden förbättrades och räntorna drogs ner ändrades också marknadens föreställningar om var reporäntan skulle kunna bottna. (Se diagram 2). Vår utgångspunkt var att neddragningen skulle ske med bibehållet förtroende för penningpolitiken, som detta kommer till uttryck i prisutvecklingen på bl.a. kronan och de långa räntorna. Så blev det, marknaden rusade inte någon gång iväg på ett sätt som störde bilden.

Det finns goda skäl att understryka att en sådan omläggning av penningpolitiken förutsätter att många faktorer ligger på plats. Så var fallet under 1996. Förhållandena på de internationella finansiella marknaderna var stabila och positiva ur svensk synvinkel. Konjunkturen utomlands och i Sverige var förhållandevis svag, med åtföljande goda inflationsperspektiv.

Finanspolitiken uppfattades också som alltmer trovärdig i takt med att budgetutfallen blev allt bättre och regering och Riksdag demonstrerade sin vilja att hålla fast vid gjorda åtaganden.

Bättre inflationsförutsättningar

Inflationsutsikterna i Sverige förbättrades av flera skäl:

- *Konjunkturen* blev något svagare. Exportutvecklingen mattades av till följd både av en starkare krona och att tillväxten utomlands var svagare. Industrin drog också under året ner sina lager. Hemmakonjunkturen var relativt svag, men särskilt under hösten förefaller den ha förstärkts. Sammantaget blev tillväxten sannolikt mellan 1 och 1,5 procent. Dess sammansättning var från långsiktiga balansutgångspunkter god. (Se diagram 3.) Nettoexporten och industrins investeringar växte snabbt. (Se diagram 4.) Överskottet i bytesbalansen var stort.

- *Inflationsbenägenheten* förefaller ha minskat. I flera avseenden förbättrades förutsättningarna för fortsatt låg inflation. Den förväntade inflationen sjönk mätning efter mätning. (Se diagram 5.) Samma bild ges av prissättningen av obligationer. Idag väntar sig de flesta grupper som utfrågas i enkäter en inflation väl i linje med Riksbankens mål också på längre sikt. Till detta kommer tecken på att prissättningsbeteendet har förändrats i delar av ekonomin. Tänkbara förklaringar till detta är bl.a. ökad konkurrens till följd av avregleringar och EU-medlemskapet. Det här är tendenser som är svåra att helt belägga, men tydliga indicier finns.

- Till bilden hör också *temporära effekter*. Kronans förstärkning svarade för ungefär 0,4 procentenheter av nedgången i inflationen från 2,6 procent i december 1995 till -0,2 procent i december 1996. Ännu viktigare när det gäller KPI har räntenedgången varit. Sammantaget svarade nedgången i boenderäntorna för en neddragning av inflationen med 1,4 procentenheter. Det är de temporära effekterna som gjort att genomsnittssiffran för inflationen 1996 hamnade utanför Riksbankens målintervall. Normalt ska ändringar i inflationsbilden av den här typen kunna fångas upp av det intervall som omger inflationsmålet. Så skedde inte under 1996 till följd av den markanta omsvängning i synen på Sverige som skedde. Både den inhemskt genererade inflationen och

de olika mått på underliggande inflation som Riksbanken använder visar på en mindre dramatisk inflationsnedgång. (Se diagram 6.)

Förbättrade statsfinanser

Den kanske allra tydligaste omsvängningen under det senaste året (egentligen från sommaren 1995) gäller statsfinanserna. Tilltron till regeringens och Riksdagens förmåga att vända den statsfinansiella krisen ökade. Bakom detta ligger flera faktorer.

- Utfallen på statsbudgeten har successivt blivit bättre jämfört med vad regeringen och andra statliga bedömare själva räknat med. (Se diagram 7.) Enligt de bedömningar som idag kan göras kommer Sverige att stå sig väl i ett europeiskt perspektiv när det gäller budgetunderskott 1997. Statskulden är fortfarande hög, men även i detta avseende förefaller vändningen vara tydligare än väntat.

- Till omsvängningen har också bidragit att regeringen tydligt hållit fast vid det konvergensprogram som lades fast sommaren 1995. När budgetmålen föreföll hotade under våren 1996 presenterades ytterligare åtgärder för att leva upp till ambitionerna. Effekten av detta var gynnsam på ränteutvecklingen och förtroendet.

Utvecklingen under senare år gör det motiverat att utfärda två tydliga varningar. Det tog lång tid och var mycket kostsamt att bygga upp den trovärdighet som kom att prägla fjolåret. Omfattande åtgärder presenterade under hösten och våren 1994-1995 var inte nog. Först när budgetutfallen började svänga kunde de positiva effekterna på långa räntor etc. räknas hem. Dessutom - och det är viktigt att komma ihåg - sammanhänger en del av budgetförbättringen just med den starkare kronan och de lägre räntorna. Ett bibehållet förtroende är därmed A och O för budgetsaneringen.

Med hänsyn till den politiska debatt som förs kan det finnas skäl att understryka finanspolitikens betydelse för penningpolitiken. Om finanspolitiken är stramare förbättras normalt inflationsbilden. Det blir helt enkelt lättare för Riksbanken att nå inflationsmålet och att ha låga räntor. Till detta kommer att en finanspolitik som saknar trovärdighet skapar problem för penningpolitiken - i likhet med vad

som var fallet under stora delar av perioden 1990-1995. Den radikala neddragningen av räntorna under fjolåret har vi i hög grad finanspolitiken att tacka för.

Fortsatt konjunkturuppgång

Därmed skulle jag vara färdig med historien. Startpunkten för min diskussion om de kommande årens utveckling är inflationsrapporten från december.

I inflationsrapporten bedömde vi att förutsättningarna var gynnsamma för en god *exportutveckling* under de närmaste åren. Inget har ändrats som motiverar en förändring på denna punkt. Konkurrenskraften inom industrin är god. Exporttillväxten förefaller att i ökad utsträckning ha inriktats mot snabbt växande regioner inte minst Asien. Den internationella uppgång som skett under hösten väntas förstärkas något under såväl 1997 som 1998.

Att döma av de orderingångssiffror och barometerdata som inkommit blir exportuppgången antagligen försiktig. Kanske kan de allra senaste siffrorna tolkas som att den internationella utvecklingen kommer att ge en något svagare tillväxt än väntat, men det är i så fall marginellt. Mot detta verkar dessutom en i varje fall för närvarande svagare kronkurs.

Förutsättningarna bedömdes också vara gynnsamma för en ökad *konsumtionsefterfrågan.* (Se diagram 8.) Inte heller i detta avseende har bilden hunnits ändras på något väsentligt vis. Låga räntor och ett historiskt sett relativt högt hushållssparande - som förväntas falla något - talar för ökad konsumtion. I samma riktning pekar ett uppdämt behov av att förnya innehaven av varaktiga varor. I motsatt riktning talar främst den fortsatt höga och under hösten t.o.m. något ökande arbetslösheten. Inkomstökningarna bedöms inte heller bli lika höga för hushållen under 1997-1998 som under 1996. Till detta kommer en osäkerhet som har sin rot i de svaga statsfinanserna och de förändringar som skett och kan behöva ske i socialförsäkringssystemet inkl. pensionerna. Sammantaget talar ändå det mesta för att den dämpade, men stabila konsumtionsuppgången fortsätter.

Sammantaget innebär detta att vi håller fast vid det tillväxtscenario vi arbetat med i de två senaste inflationsrapporterna. Det innebär en accelererande tillväxt som uppgår till närmare 4 procent för 1996 och 1997 sammantaget. Utvecklingen under 1996 verkar dock ha blivit marginellt svagare än vi räknat med. Under 1998 väntas tillväxten öka ytterligare något. Detta leder till att slutsatsen från inflationsrapporten står sig: Det är inte sannolikt att ekonomin under de närmaste två åren överskrider den potentiella produktionsnivå där inflationen riskerar att ta fart. (Se diagram 9.)

Löneutvecklingen en nyckelfaktor

Under 1996 blev löneökningarna högre än vad svensk ekonomi på längre sikt tål. Den underliggande löneökningstakten steg till över 5 procent. Även löneökningstakten utöver avtalen steg inom industrin.

Konsekvenserna av denna utveckling för prissutvecklingen var under 1996 begränsade. Så länge den inhemska efterfrågan är dämpad är det svårt för företagen att föra vidare de ökande lönekostnaderna till priserna. Resultatet blir snarare rationaliseringar, ökad produktivitet och i vissa fall minskad sysselsättning.

Utgångspunkten för Riksbankens bedömningar av löneökningstakten framöver är att en anpassning nedåt kommer till stånd. När avtal slöts på större delen av arbetsmarknaden under 1994-1995 var den väntade inflationen betydligt högre än för närvarande. (Se diagram 10.) Den tilltro som idag finns till inflationsmålet fanns inte då. Sysselsättningen ökade också relativt snabbt i delar av ekonomin och vinsterna var högre än idag.

Den anpassning vi ser framför oss är dock gradvis och inte så snabb som vore önskvärt. För inflationen under de närmaste två åren bedöms den långsamma anpassningen inte vara något problem, i varje fall inte så länge utvecklingen följer Riksbankens huvudscenario, med en dämpad konsumtionstillväxt. Problemet är större ur sysselsättningssynpunkt. Lägre löneökningar skulle kunna gå hand i hand med en snabbare ökning av efterfrågan på arbetskraft.

Den information om löneökningstakten som tillkommit sedan inflationsrapporten styrker bedömningen att löneökningarna bör kunna komma ner under 1997. Löneutfallen från de senaste månaderna är något bättre än tidigare. Diskussioner förs bland arbetsmarknadens parter om den framtida lönebildningen. Oavsett dessa diskussioner finns ett antal faktorer som talar för lägre löneökningar i kommande avtal. Vinstnivåerna i exportföretagen är lägre och möjligheterna att övervältra kostnaderna på konsumenterna små. Lönekraven hittills i 1997 års avtalsrörelse är lägre än i den förra avtalsrörelsen men ändå höga om man beaktar de låga inflationsförväntningarna.

Inflation i linje med målet

Under det senaste halvåret har det på marknaden kommit att bli en fokusering på inkommande inflationssiffror. Det är på sitt sätt inte så förvånande; siffrorna har under hösten varit överraskande låga. Det finns dock skäl att betona att Riksbankens politik bedrivs i ett längre perspektiv. Siffror över "gårdagens inflation" är därför intressanta bara i den mån de säger något om framtiden. Så har till viss del varit fallet under det senaste halvåret; de har indikerat en något lägre inflationsbenägenhet. I huvudsak har de dock avspeglat styrkan i de temporära effekterna.

Inflationsförväntningarna - som de framkommer i enkäter och prognoser - har varit stabila och i vissa fall har de minskat under hösten och vintern. Den väntade inflationen om ett år ligger kring 1,5 procent och under de närmaste fem åren i genomsnitt kring 2 procent.

Hur ser då inflationsprognosen ut för de närmaste åren? Mycket talar för att KPI:s årliga ökningstakt bottnade i december och att vi får se en gradvis uppgång i KPI-talen under våren, i takt med att de temporära effekter som drivit nere prisökningarna under fjolåret värker ut. I början av året påverkas priserna även bl.a. av ändrade indirekta skatter och subventioner. Dessa väntas höja prisnivån med ca. 0,5 procent. Å andra sidan bedöms hushållens räntekostnader ha en dämpande effekt på prisutvecklingen även under i varje fall 1997.

En stigande inflation är alltså något Riksbanken räknar med under de kommande två åren. Det är därför inget som kommer att

överraska oss i varje fall så länge uppgången blir måttlig. I inflationsrapporten räknade vi med att KPI i genomsnitt under 1997 skulle komma att öka med knappt 1,5 procent. Inflationen bedömdes bli något högre 1998, kring 2 procent. Ändrade skatter och subventioner förutsågs höja prisnivån med ca 0,5 procent även detta år. (Se diagram 11.) Inflationen bedömdes därmed komma att vara i linje med vårt mål.

Samma slutsats

Mot bakgrund av den bild jag givit finns det inte skäl att ändra slutsatserna från inflationsrapporten i december. Det huvudscenario vi arbetar med talar för att penningpolitiken idag är relativt väl avvägd.

Den information som inkommit om konjunktur- och prisutveckling talar för en marginellt mer positiv syn på inflationen under 1997. I motsatt riktning verkar en något svagare växelkursutveckling än vi räknat med. Denna är visserligen inte motiverad utifrån vad som brukar kallas ekonomiska fundamenta. Icke desto mindre får en svagare växelkurs, vilket vi nu haft under något kvartal, effekter på efterfråge- och inflationsbild.

Riksbanken kommer att fortsätta utvärdera effekterna av de räntesänkningar som genomförts under 1996. Vi kommer också som vi många gånger har framhållit under det senaste året att noga följa hur den ekonomiska aktiviteten, inflationsförväntningarna och växelkursen utvecklas framöver. Uppläggningen av den fortsatta penningpolitiken kommer att bero på hur vi bedömer den framtida inflationsutvecklingen, bl.a. i ljuset av inkommande information.