

DEN AKTUELLA PENNINGPOLITIKEN

Inledning av riksbankschef Urban Bäckström
vid Finansutskottets utfrågning den 9 maj 1996

Tack för inbjudan till utskottet för att diskutera utvecklingen i svensk ekonomi och den aktuella penningpolitiken.

Bättre förutsättningar för varaktig tillväxt

Även 1995 blev ett bra år för svensk ekonomi (*diagram 1*). BNP steg med 3 procent och inom industrin blev produktionsökningen hela 9 procent. Det är också positivt att investeringarna fortsatte att öka med över 10 procent under förra året, liksom att Sveriges samlade affärer med omvärlden gav ett överskott på drygt 2 procent av BNP. Även underskottet i de offentliga finanserna fortsatte att minska.

Sysselsättningen ökade med 60.000 personer. Arbetslösheten ligger dock alltså på en hög nivå. Sedan bottennivån i början av 1994 har sysselsättningen ökat med 100.000 personer, vilket innebär att endast 20 procent av den tidigare minskningen på drygt 500.000 arbetstillfällen återhämtats. Bilden är emellertid något annorlunda om man ser till antalet arbetade timmar, där närmare halva nedgången har hämtats in, se *diagram 1*. Medelarbetstiden har alltså ökat.

En fortsatt förbättring av ekonomin med ökad sysselsättning förutsätter en uthållig tillväxt, som i sin tur kräver låg inflation och ett förtroende för svensk ekonomisk politik i stort. Den tidigare situationen,

med osäkerhet om den ekonomiska politiken, innebar att kronan var svag och långa räntan hög. Det gjorde det svårt för ekonomin att komma in i en bana med balanserad och uthållig ekonomisk tillväxt.

Sedan vändningen vid andra kvartalet 1993 har visserligen BNP ökat med 2,7 procent i årstakt. Bidraget till denna tillväxt kom till tre fjärdedelar från industrisektorn, som endast utgör ca. 20 procent av ekonomin. Det innebar en strukturomvandling i svensk ekonomi och en uppbyggnad av relativt stora bytesbalansöverskott, men ledig kapacitet i industrisektorn togs snabbt i anspråk och inflationistiska spänningar uppstod därför på ett tidigt stadium i uppsvinget. Producentpriserna steg, kostnadsmedvetandet avtog och svårigheter uppstod i lönebildningen. Föreställningen spreds att inflationen åter skulle komma att stiga och den högre väntade inflationen var följaktligen på väg att infrias. Riksbanken höjde därför styrräntorna mellan augusti 1994 och juli 1995 för att slå vakt om inflationsmålet. Alternativet hade inneburit en högre inflationen, vilket hade påverkat den framtida tillväxten och sysselsättningen negativt..

Inflationstendenserna i industrisektorn har nu avtagit. Inflationen har växlat in på en bana kring 2 procent. Under denna vår har konsumentprisernas ökning t.o.m. sjunkit ner till 1,7 procent.

Inflationen är nu den lägsta på över 35 år, vilket är en framgång för den ekonomiska politiken. Räntans fall och kronans förstärkning sedan förra sommaren är ett uttryck för att svensk ekonomisk politik vunnit ökat förtroende för en mer varaktig inriktning på prisstabilitet. Vi får dock inte glömma bort att utvecklingen gynnats av stabila internationella finansmarknader. **Diagram 2** visar utvecklingen av långa räntedifferensen mot Tyskland och kronan sedan 1994. De fundamentala förutsättningarna framöver för en uthållig, balanserad och icke-inflatorisk tillväxt har därmed förbättrats.

Fördelarna med att hålla inflationen under kontroll har blivit tydliga under det senaste halvåret. I samband med tidigare internationella avmattningsfaser har ofta svensk ekonomi befunnit sig i en situation med hög och stigande inflation. Det har tenderat att förstärka nedgångarna i konjunkturen under 1970- och 1980-talen. Den låga inflationen har nu givit ett bättre utgångsläge inför framtiden. Riksbanken har under våren kunnat sänka reporäntan i en relativt snabb takt. Den nominella styrräntan har kommit ner till de lägsta nivåerna sedan i början av 1970-talet. **Diagram 3** visar utvecklingen av reporäntan samt den korta och långa räntan sedan 1994.

Under våren har det ibland framhållits att Riksbanken skulle ha agerat för sent när det gäller att sänka reporäntan. Samtidigt förutspådde inte någon av de mer framträdande bedömarna av svensk ekonomi en inflation i linje med målet för 1996 och 1997 under senhösten förra året.

Från Riksbankens sida har det varit angeläget att nu, liksom tidigare, hålla fast vid inflationsmålet. Det var först när vi såg att förutsättningarna ändrats som vi började lätta på räntepolitiken. Reporäntan styr inte marknadsräntor med olika löptider med automatik. Möjligheten att påverka räntestrukturen - och framför allt räntor på värdepapper med längre löptiden - bygger på att det finns ett förtroende för den ekonomiska politiken. En för tidig sänkning av reporäntan hade skapat oklarhet om den långsiktiga inriktningen av penningpolitiken, inte minst med tanke på att Sverige har en oförmånlig inflationshistoria. Ett sådant agerande från Riksbankens sida hade kunnat leda till högre långa räntor och en svagare växelkurs nu under våren eller i ett senare skede.

Vi får heller inte förledas att tro att det är möjligt att med finjusterad ekonomisk politik eliminera konjunktursvängningarna eller att påverka kvartalsvisa fluktuationer i tillväxten. Inte heller går det att bortse från att Sverige är en liten öppen ekonomi, med ett stort beroende av utvecklingen i omvärlden.

Däremot kan en politik, som inriktas på att hålla inflationen under kontroll, bidra till att mildra svängningarna i ekonomin. Ju större förtroendet är för budget- och penningpolitiken, desto mer tillförsikt känner hushåll och företag inför framtiden och desto större handlingsfrihet har Riksbanken i det korta perspektivet.

Gynnsamma inflationsutsikter

Konsumentprisernas ökningstakt sjönk till 2 procent i januari och till 1,7 procent i februari och mars. En uppdelning av KPI-statistiken visar att det framför allt var priserna på varor som importerats samt räntekostnaderna på egna hem som bidragit till den fallande inflationstakten i början av 1996. Även om den inhemskt genererade prisutvecklingen (som vi försökt mäta den) har fallit något under 1996 har den i stort sett varit stabil sedan 1992 då nedväxlingen av inflationen inleddes, *se diagram 4*. Uppgången 1993 i diagrammet beror sannolikt på att hela importpris- effekten till följd av kronans depreciering inte kunnat särskiljas. Den inhemskt genererade prisutvecklingen har även påverkats

temporärt av höjda indirekta skatter och nedtrappning av subventioner till följd av budgetsaneringen. Det innebär att den inhemskt genererade inflationen, mätt på detta sätt, trendmässigt under flera år legat kring 2 procent.

För att inflationen skall röra sig, uppåt eller nedåt, från denna två pro-centsnivå krävs antingen att *inflationförväntningarna* ökar eller minskar eller att *resursutnyttjandet i ekonomin* hamnar under eller stiger över den långsiktigt uthålliga nivån eller genom en kombination av dessa två.

Låt mig först ta upp *inflationförväntningarnas* roll. Allmänt sett kan man säga att ju längre inflationen utvecklats i linje med målet desto större är sannolikheten att allt fler av ekonomins aktörer får förtroende för att detta skall gälla även framöver. Den väntade inflationen handlar ytterst om förtroendet för den ekonomiska politiken och konsistensen i denna. Att konsolideringsprogrammet fullföljs är därför av största vikt. Även lönebildningen spelar en roll. Lägre löneökningar ökar också förutsättningarna för att förena låg inflation med en nedgång i arbetslösheten. Självklart har också utformningen av penningpolitiken betydelse för förväntningsbilden i ekonomin. Inflation är ju ytterst en monetär fråga.

När det gäller *efterfrågeutvecklingen* i ekonomin tycks aktiviteten av allt att döma ha utvecklats svagt under det första kvartalet 1996. Flera ekonomiska bedömare har också reviderat ner sina prognoser för 1996. Den ändrade synen på utsikterna för innevarande år har gått förhållandevis snabbt. Till detta har bl.a. en vikande internationell efterfrågan bidragit. Så sent som i december räknade t.ex. Konjunkturinstitutet med en tillväxt på omkring 2 procent i år och nästa år samt med en successiv ökning av inflationen till den övre delen av det toleransintervall som omger inflationsmålet under loppet av 1997.

Grovt sett kan man tala om två alternativ för utvecklingen framöver. Ett *huvudalternativ* där aktiviteten i svensk ekonomi successivt börjar öka igen under loppet av 1996 och ett *sidoalternativ* där återhämtningsprocessen blir mer utdragen och kanske svagare. Låt mig diskutera dessa två alternativ.

I *huvudalternativet* bidrar den fortsatt gynnsamma utvecklingen i USA och uppgången i den japanska ekonomin till en successiv förstärkning av aktiviteten i Europa. Till följd av den låga inflationen i Europa har penningpolitiken lättats. Detta tillsammans med lägre långa räntor verkar stimulerande på ekonomierna i vårt närområde. En starkare

tillväxt i Europa och i världsekonomin som helhet gynnar de svenska exportföretagen.

Lagerinvesteringarna svarar för en inte obetydlig del av konjunktursvängningarna. *Diagram 5* visar utvecklingen av BNP och slutlig efterfrågan. I uppgångsfaser tenderar produktionen att stiga snabbare än efterfrågan, vilket 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. Omvänt uppstår överlager då efterfrågan dämpas. Den anpassning av lagren som därefter sker medför att produktionen försvagas mer än slutlig efterfrågan. Utvecklingen av informationsteknologin har inneburit att företagen har effektiviserat materialhanteringen. Det talas ofta om Just-in-Time, vilket innebär att insatsvaror levereras exakt när de behövs i produktionen. Ändå är det inte ovanligt att det förekommer större såväl negativa som positiva lagerbidrag till totalproduktionens utveckling över tiden.

En förbättrad internationell konjunktur kan reducera den kontraktiva effekt på ekonomin av lagercykeln som man normalt annars skulle kunna förvänta sig vid detta stadium av konjunkturen. Motsvarande perioder av lageranpassningar vid ungefär samma tidpunkt i konjunkturförloppet uppkom också under såväl 1970- som 1980-talen. De underliggande förutsättningarna för en fortsatt expansion i näringslivet i Sverige är annars gynnsamma, med fortsatt god lönsamhet och omfattande investeringsaktivitet.

Även när det gäller den privata konsumtionen kan det finnas förutsättningar för en försiktig återhämtning. Hushållens reala inkomster kan bedömas öka 1996 och 1997, trots budgetsaneringen. Även deras balansräkningar är starkare än på många år. Det borde också finnas ett uppdämt behov av att förnya varaktiga kapitalvaror.

Hushållen har blivit mer positiva till utvecklingen av den egna ekonomin om hänsyn tas till den metodförändring som EU-harmoniseringen inneburit för SCB:s enkätundersökning. Nettotalen som under hösten förra året pendlade kring noll har blivit mer positiva efter årsskiftet, enligt den gamla metoden. Det visar sig nämligen att personer som är äldre än 64 år, som nu också ingår i urvalet, är mer pessimistiska i sina svar än personer mellan 16 och 64 år, som utgjorde det gamla urvalet.

Omsättningen i detaljhandeln utvecklades svagt under perioden januari till februari jämfört med motsvarande period föregående år, men ökade något jämfört med de sista månaderna i fjol. Däremot tycks bilförsäljningen vara svag.

Det finns således några tecken på en viss förbättring när det gäller hushållens framtidssyn och utvecklingen av privat konsumtion. Det är emellertid för tidigt att dra några mer bestämda slutsatser från denna information.

Som alltid vid avmattningsfaser saknas dock inte riskmoment för en svagare utveckling. Därför skulle man kunna tala om ett *sidoalternativ*. En svagare europeisk konjunktur leder till en sämre exportutveckling och en större lageranpassning. Det kan i sin tur ge återverkningar på den inhemska ekonomin om arbetsmarknaden påverkas negativt och hushållens framtidstro försvagas. Det kan heller inte uteslutas att löneökningarna framkallar rationaliseringar i inhemskt orienterade sektorer och påverkar arbetslösheten.

Vilken bedömning kan då, mot denna bakgrund, göras av inflationsutsikterna under 1996 och 1997?

Inflationsriskerna från efterfrågesidan bör kunna bedömas som begränsade. Det gäller även i huvudalternativet. Indikationer på en viss ökning i den potentiella tillväxttakten jämfört med 1970- och 1980-talen liksom vissa tecken på en minskad inflationsbenägenhet i ekonomin ligger bakom denna slutsats. En ytterligare anpassning av lönebildningen är dock nödvändig i ett medelfristigt perspektiv. I sidoalternativet torde inflationsriskerna från efterfrågesidan vara mindre än i huvudalternativet. Givet låga inflationsförväntningar och förtroende för den ekonomiska politiken är förutsättningarna således fortsatt goda för en inflation i linje med målet under de närmaste åren.

Den fortsatta penningpolitiken

Allmänt sett kan man tala om att penningpolitiken kan ha en neutral, expansiv eller kontraktiv uppläggning. En *neutral penningpolitik* är lämplig då den väntade inflationen är låg, kapacitetsutnyttjandet normalt och sannolikheten följaktligen god för att framgent uppfylla inflationsmålet. En *kontraktiv politik* är lämplig då inflationen riskerar att accelerera medan en viss *expansiv inriktning* är möjlig om den väntade inflationen är låg samt resursutnyttjandet i ekonomin är lågt eller fallande, eftersom sannolikheten då ökar för att inflationsmålet underskrids.

Att avgöra vad som är en neutral, kontraktiv eller expansiv penningpolitik är inte okomplicerat. För en liten öppen ekonomi, av Sveriges typ, är det viktigt att se till både räntan och växelkursen vid en bedömning av de samlade monetära förhållandena. Förutsatt att kronans kurs är på väg att anpassa sig till sin jämviktsnivå torde man för närvarande kunna beteckna de monetära förhållandena i Sverige som i stort sett neutrala.

Den korta statsskuldsväxelräntan ligger för närvarande i intervallet 6 till 6,5 procent. Den varierar lite beroende på löptider och om man använder sig av enkel eller effektiv årsränta. Inflationen under den senaste tolv månadersperioden uppgick till strax under 2 procent. Därmed skulle man grovt sett kunna uppskatta den korta reala marknadsräntan till omkring 4,5 procent.

Erfarenheterna från de senaste 15 åren visar att en sådan nivå på den korta reala marknadsräntan ligger något över den historiskt internationella genomsnittliga nivån. I exempelvis Tyskland och USA har genomsnittet sedan början av 1980-talet och fram till idag legat omkring 4 procent. Motsvarande genomsnitt i Sverige har dock varit något högre, drygt 4,5 procent, vilket sannolikt har sin grund i svårigheter med förtroendet för den låginflationsregim som den fasta växelkurspolitiken förutsatte.

En G-10 studie har visat att realräntan på obligationer i industrivärlden har ökat med ungefär en procentenhet från 3 till ungefär 4 procent sedan 1960-talet. Ett viktigt skäl är ett minskat globalt sparande på grund av underskottsproblem i de offentliga finanserna i många industriländer. En annan orsak är att sloandet av administrativa regleringar inneburit en internationell anpassning från de artificiellt låga nivåer som de tidigare regleringarna gav upphov till. Det var t.ex. inte ovanligt med negativa realräntor under 1970-talet. Det är således svårt att beräkna historiska genomsnittliga realräntor över längre tidsperioder.

Utvecklingen av den genomsnittliga realräntan i framtiden är bl.a. beroende av förtroendet för den ekonomiska politiken i olika länder och den globala balansen mellan sparande och investeringar. Det innebär således att det historiskt uppmätta genomsnittet inte nödvändigtvis behöver vara det som kommer att gälla också framöver.

Den korta realräntan brukar, till följd av centralbankernas penningpolitik, pendla kring sitt genomsnitt, se *diagram 6*. Den amerikanska realräntan låg mellan 6 och 7 procent under första halvan av 1980-talet. Tidvis låg nivåerna ännu högre. Även i Tyskland låg realräntan högt vid

1980-talets inledning, men sjönk sedan. I slutet av 1980-talet stramades penningpolitiken åt. I USA kom realräntan upp till 5 procent och i Tyskland till 6 procent. I takt med att inflationstrycket dämpades i början av 1990-talet fördes åter en lättare penningpolitik i dessa länder. I USA bottnade den korta realräntan ut kring 0 procent, vilket var en mycket låg nivå, och höjdes med början under våren 1994 till omkring 3 procent, där den nu ligger. I Tyskland har den korta realräntan sänkts från slutet av 1992 till ca 2 procent.

Som jag framhöll tidigare är det viktigt att också se till växelkursens utveckling när man analyserar de samlade monetära förhållandena. Det visar sig nämligen att länder som haft en starkare växelkursutveckling ofta har lägre korta realräntor än länder med en svagare växelkurs. Det är en - av flera - förklaringar till att t.ex. kontinentaleuropeiska länder nu har lägre korta realräntor än andra länder. Tysklands reala effektiva växelkurs har exempelvis apprecierat relativt kraftigt under senare år.

Vad kan man då dra för slutsatser om penningpolitiken framöver i Sverige mot bakgrund av denna diskussion och av Riksbankens syn på inflationsutsikterna? Oavsett vilket av de båda realekonomiska alternativen som framöver kommer att visa sig vara det mest sannolika bedömer Riksbanken att det fortsatt kan finnas ett visst utrymme för sänkningar av reporäntan. Graden av utrymme blir dock beroende av vilket realekonomiskt alternativ som materialiseras, de därmed följande inflationsutsikterna samt av förtroendet för den ekonomiska politiken. Riksbanken kommer därför att noga följa utvecklingen.