De senaste tio åren – erfarenheter och slutsatser

AV LARS HEIKENSTEN
Lars Heikensten är riksbankschef.

En ny penningpolitik med inflationsmål infördes i Sverige för drygt tio år sedan. Riksbankens ledning lade vid samma tid fast en kurs för organisationen som innebar att banken skulle sträva efter att koncentrera sig på huvuduppgifterna: penningpolitiken och den finansiella stabiliteten. Riksbanken skulle också sträva efter att öka öppenheten gentemot omvärlden. I denna artikel – som bygger på ett anförande som hölls vid mitt sista framträdande som riksbankschef inför finansutskottet den 20 oktober 2005 – sammanfattar jag översiktligt några erfarenheter från de gångna tio åren.

Utvecklingen de senaste tio åren

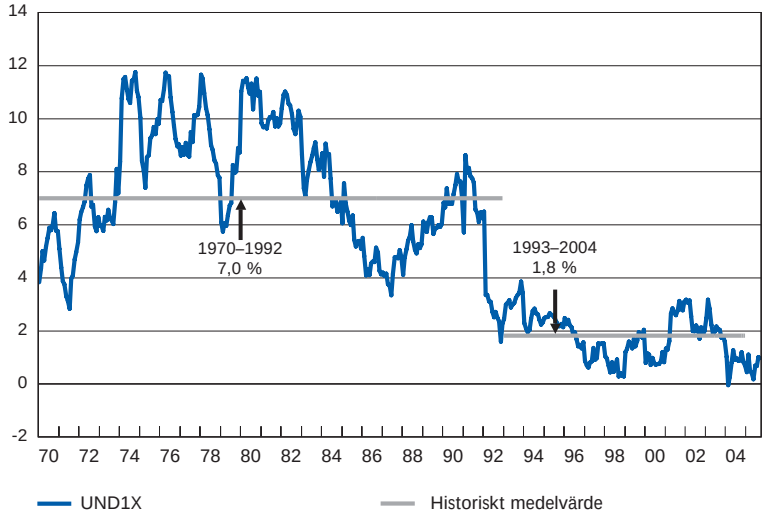
I början av 1990-talet drabbades vårt land av en djup ekonomisk kris.

Som alla säkert kommer ihåg drabbades vårt land av en djup ekonomisk kris i början av 1990-talet. Denna kris skulle på ett mer allmänt plan kunna beskrivas som en dramatisk slutpunkt på nästan tjugo års stabiliseringspolitiska problem. Den svenska ekonomin hade kännetecknats av en ohållbar kostnadsutveckling som hade sitt ursprung i pris- och löneökningar som hela tiden kom på kollisionskurs med den fasta växelkursen. Resultatet blev en rad devalveringar, blygsam tillväxt, dålig produktivitetsutveckling och mer eller mindre stillastående reallöneökningar för löntagarna. Utvecklingen var påfallande svag både jämfört med tidigare perioder och i förhållande till andra länder. Under krisåren förvärrades situationen ytterligare. Arbetslösheten fyrdubblades inom loppet av några år och statsfinanserna försämrades dramatiskt. Ränteläget steg okontrollerat och räntedifferensen mot Tyskland – dåtidens rättesnöre – uppgick tidvis till flera procentenheter.

I dag, drygt tio år efter krisen, är läget ett helt annat.

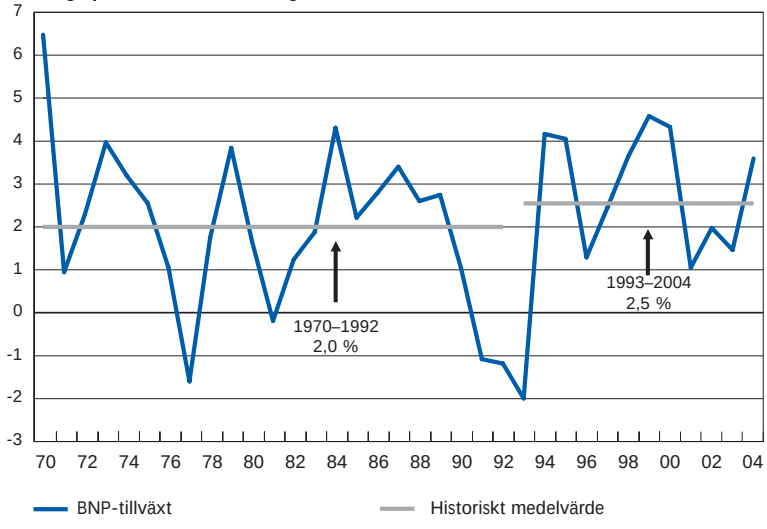
Idag, drygt tio år efter krisen, är läget ett helt annat. Den nya inriktningen av stabiliseringspolitiken – som omfattade avgörande förändringar i uppläggningen av både finanspolitiken och penningpolitiken – har lett till att inflationen numera håller sig relativt stabilt runt målet om en inflationstakt på 2 procent (se diagram 1). Den lägre inflationstakten har inte varit förknippad med en svagare utveckling av produktionen, snarare tvärtom. BNP-tillväxten har i genomsnitt varit ungefär en halv procentenhet högre per år det senaste decenniet än de två tidigare och även de realekonomiska svängningarna verkar ha minskat (se diagram 2). Produktivitetstillväxten har varit överraskande stark, starkare än i resten av EU, och de flesta verkar idag vara överens om att den långsiktiga produktivitetstillväxten, och därmed den potentiella tillväxten i ekonomin, har höjts. Reallönerna har också förbättrats påtagligt; sedan 1995 har de i genomsnitt ökat med ungefär 2,5 procent per år, jämfört med knappt 1 procent i genomsnitt under 1970- och 1980-talet (se diagram 3). Sysselsättningsutvecklingen har inte varit fullt lika bra, men det förtjänar ändå att påpekas att situationen idag är betydligt bättre än den var i mitten av 1990-talet. Vid den tiden var det vanligt med bedömningar som tydde på att arbetslösheten skulle kunna bita sig fast runt 8 procent.

Diagram 1. Inflation mätt som UND1X och historiska medelvärden
Årliga procentuella förändringar



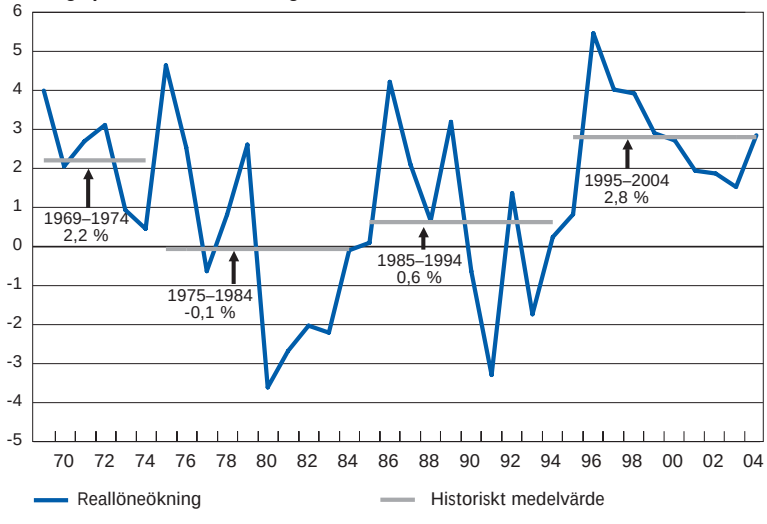
Källor: Statistiska centralbyrån och Riksbanken.

Diagram 2. BNP-tillväxt och historiska medelvärden
Årliga procentuella förändringar



Källa: Statistiska centralbyrån.

Diagram 3. Reallöneökning och historiska medelvärden
Årliga procentuella förändringar



Källor: Medlingsinstitutet, Statistiska centralbyrån och Riksbanken.

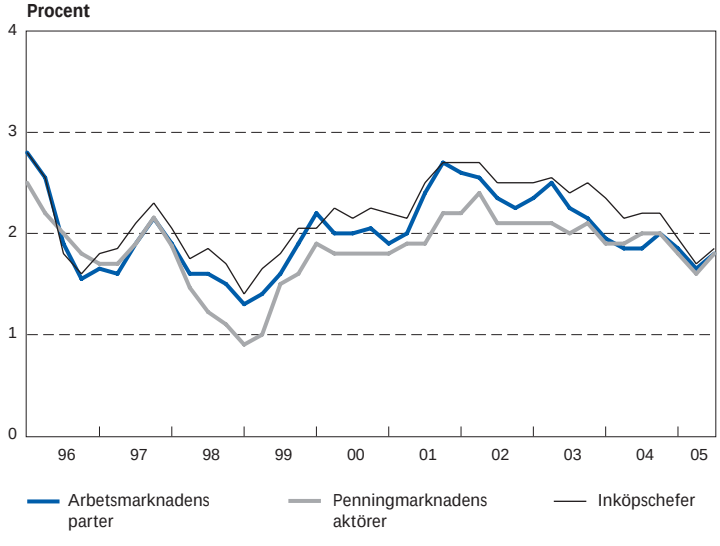
De förhållandevis goda statsfinanserna har varit en stor styrka för vårt land under de senaste tio åren.

Vi som var med under krisåren vet att den här utvecklingen ingalunda var självklar. Att en omläggning av stabiliseringspolitiken kom till stånd är kanske i sig inte så förvånande mot bakgrund både av allvaret i den dåvarande situationen och av de krav som ställdes från en omvärld med fria kapitalrörelser. Men den beslutsamhet och snabbhet med vilken förändringarna genomfördes är något som fortfarande lyfts fram när jag talar med kollegor utomlands. Jämfört med andra länder är det kanske framförallt förändringarna inom finanspolitiken som gör att Sverige utmärker sig trots att gränserna för det finanspolitiska ramverket tänjts en del under senare år – inflationsmålspolitik bedrivs ju numera i ett tjugotal länder världen över och det finns också andra skäl än inflationsmålspolitiken som bidragit till lägre prisökningar globalt. De förhållandevis goda statsfinanserna har varit en stor styrka för vårt land under de senaste tio åren. Kraven skärps nu om Sverige ska klara utmaningarna med en åldrande befolkning framöver.

Med något enstaka undantag har lönebildningen i Sverige sedan mitten av 1990-talet fungerat bra.

Mer överraskande i positiv bemärkelse har kanske lönebildningen varit. Det är inte så länge sedan den svenska lönebildningen i ekonomkretsar brukade lyftas fram som ett varnande exempel för omvärlden. Men med något enstaka undantag har lönebildningen i Sverige sedan mitten av 1990-talet fungerat bra från ett makroekonomiskt perspektiv. Att LO uttalat att "Riksbanken är löntagarnas bästa vän", tycker jag tydligt understryker att något har hänt. Reallönerna har utvecklats positivt i förhandlingar som tagit sin utgångspunkt i stabila inflationsförväntningar (se diagram 4). Därmed inte sagt att lönebildningen och arbetsmarknadens funktionssätt är perfekta. Framtiden kommer antagligen att ställa ännu större krav på en mer produktivitetsbaserad lokal eller individuell lönebildning.

Diagram 4. Olika aktörers inflationsförväntningar på två års sikt
Procent

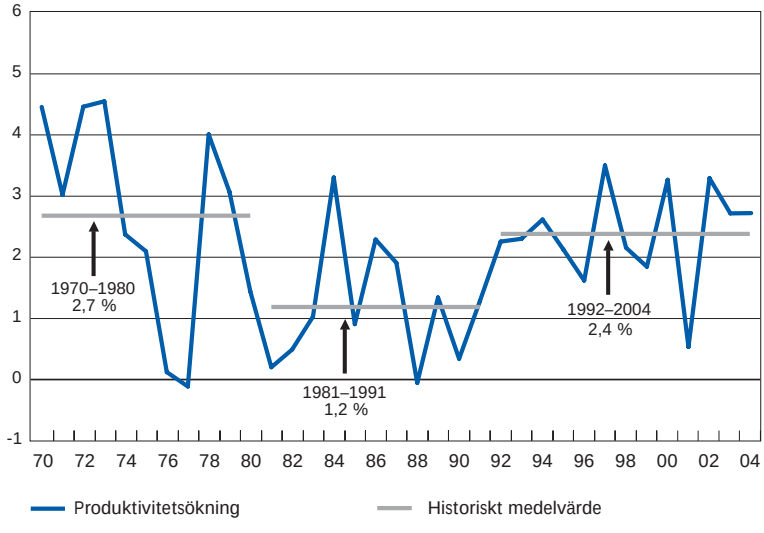


Källa: Prospera.

Den starka produktivitetstillväxten har varit ett annat överraskande positivt drag i utvecklingen (se diagram 5). I början av 1990-talet fanns det inget som pekade i denna riktning. Varför skulle man i så fall vid denna tid ha tillsatt en produktivitetsdelegation? Den goda produktivitetsutvecklingen har förstås varit avgörande för reallönelyften. Men den har också inneburit att företagen inte behövt nyanställa i samma omfattning som tidigare, vilket bidragit till den svaga sysselsättningsutvecklingen under senare år. Vi vet egentligen inte varför produktiviteten förbättrats så starkt även om det finns ett antal hypoteser enligt vilka IT-explosionen, avregleringar och ökad global konkurrens är viktiga förklaringsfaktorer. För Riksbankens del är det viktigt att förstå detta bättre om vi ska kunna göra goda bedömningar av inflationen. Än viktigare är förstås att i den ekonomiska politiken göra vad som är möjligt för att den positiva utvecklingen ska kunna fortsätta. Högre reallöner förutsätter i längden en ökad produktivitet.

Den starka produktivitetsökningen har varit ett annat överraskande positivt drag i utvecklingen.

Diagram 5. Arbetsproduktivitet i hela ekonomin och historiska medelvärden
Årliga procentuella förändringar



Källor: Statistiska centralbyrån och Riksbanken.

TVÅ PROBLEMOMRÅDEN

Allt har dock inte varit lika positivt. Utbudet av arbetskraft har inte utvecklats så gynnsamt som man hade kunnat hoppas. Stora grupper står idag utanför arbetsmarknaden och sysselsättningen har ökat långsammare de sista tio åren än önskvärt. En fortsatt svag utveckling av arbetskraftsutbudet innebär konkret att svensk ekonomi kommer att slå i kapacitetstaket tidigare och att Riksbanken kan komma att tvingas höja räntan vid en

Utbudet av arbetskraft har dock inte utvecklats så gynnsamt som man hade kunnat hoppas.

lägre tillväxt än vad som annars vore fallet. En annan dimension av problemet är att med den åldrande befolkningen följer högre utgifter för vård, omsorg och pensioner, som belastar de offentliga budgetarna. Med risk för att verka tjatig, eftersom detta är något som påpekats av många i debatten, vill jag ändå understryka att det enda realistiska sättet att mildra dessa effekter är att fler arbetar och betalar skatt och att färre är beroende av transfereringssystemen. Inom detta område ligger en av den ekonomiska politikens största utmaningar framöver.

En annan faktor som överraskat negativt är kronans utveckling.

En annan faktor som överraskat negativt är kronans utveckling. Om någon för tio år sedan – när jag började i Riksbanken – sagt till mig att vi skulle få en så god makroekonomisk utveckling som vi haft skulle jag aldrig kunnat föreställa mig att kronan skulle komma att utvecklas så svagt som den faktiskt gjort. Frågan är varför detta skett? Traditionella förklaringar som tar sin utgångspunkt i konkurrenskraft, relativa inflationstakter eller tillväxttakter räcker inte särskilt långt. Mot den här bakgrunden har Riksbanken inlett ett större arbete med deltagande av utomstående akademiker för att bättre förstå utvecklingen. Frågor som har att göra med bland annat skattesystemet, företagens lokalisering och investeringsutvecklingen kommer att belysas i detta sammanhang. Klart är samtidigt att den svaga växelkursen periodvis varit en hjälp till exempel under senare delen av 1990-talet, då en stark exportutveckling kunde kompensera för en svag inhemsk efterfrågan. Men det finns också en annan sida av saken. Försvagningen av kronkursen beror uppenbarligen på att Sverige haft högre inflation än omvärlden. Den svagare kronan innebär därför att svenska folket måste betala mer i reala termer för sin import och därmed får en lägre levnadsstandard.

ETT PAR ORD OM RIKSBANKEN

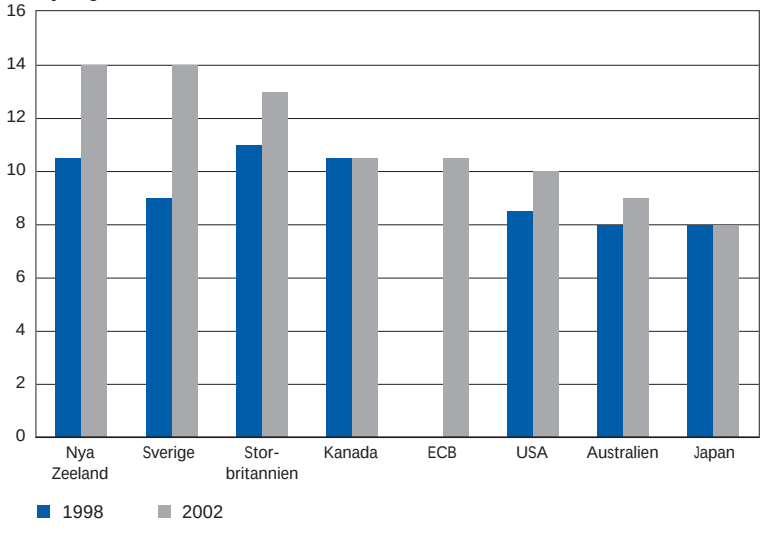
Riksbanken eftersträvar en koncentration till bankens huvuduppgifter och därutöver ökad öppenhet.

Vid mitten av 1990-talet lade vi som då var i Riksbankens ledning, min företrädare Urban Bäckström, min efterträdare Stefan Ingves och jag själv, fast en kurs för organisationen som utgick ifrån några ganska enkla principer. Vi skulle eftersträva en koncentration till bankens huvuduppgifter: penningpolitiken och den finansiella stabiliteten. Inom dessa områden skulle uppbyggnaden av en ökad analytisk kapacitet och kompetens stå i förgrunden. Därutöver skulle vi eftersträva ökad öppenhet såväl internt som gentemot omvärlden. Det här är principer som väglett arbetet under de senaste tio åren. De förändringar som skett är ganska betydande. Antalet anställda i Riksbanken inklusive bolag har reducerats från mer än 1 200 till drygt 400, vilket idag gör oss till en av de minsta centralbankerna i Europa. Ändå har vi inom våra huvudområden kunnat öka de tillgängliga resurserna rejält. Vi har idag betydligt fler personer som arbetar

med att analysera penningpolitiska och stabilitetsorienterade frågeställningar än för tio år sedan. Den akademiska nivån har också höjts markant, vilket exempelvis tar sig uttryck i att vi nu har avsevärt fler anställda med högre akademiska examina i organisationen än vi hade för tio år sedan.

Också betoningen av öppenhet har fått tydliga konsekvenser. Vi publicerar ett omfattande underlag som visar hur vi resonerar när vi fattar räntebesluten, riksbankschefen utfrågas i finansutskottet under öppna former och direktionens ledamöter är ofta ute i landet och informerar om och diskuterar Riksbankens arbete. När centralbanker jämförs med avseende på öppenhet rankas Riksbanken regelbundet mycket högt (se diagram 6). Denna öppenhet har enligt min uppfattning varit central när förtroendet för Riksbanken och inflationsmålet gradvis har byggts upp. Den är också viktig för att göra det möjligt att löpande granska Riksbankens arbete på ett seriöst sätt.

Diagram 6. Index för centralbankers öppenhet
Eijffinger & Geraats index



Källa: van der Cruijsen & Demertzis (2005).

En aktuell indikation på att vi kommit en bit i vår strävan att skapa en hållfast penningpolitisk regim är vad som hände – eller snarare inte hände – i samband med att Urban Bäckström aviserade sin avgång i maj 2002 och när jag själv gjorde motsvarande för ett par veckor sedan. I ingetdera fallet ledde det till några påtagliga effekter på vare sig växelkursen eller räntebilden. Det finns skäl att vara glad för detta, det visar nämligen att vi har en penningpolitisk regim som är stabil och föga personberoende.

Vi har en penningpolitisk regim som är stabil och föga personberoende.

Inflationsmålspolitiken – några tankar inför framtiden

Vilka förväntningar man kan ha på penningpolitiken?

Det makroekonomiska utfallet har som sagt varit förhållandevis gott under de senaste tio åren. Det hindrar naturligtvis inte att det finns frågeställningar som är värda att diskutera och att mycket kan bli bättre. Detta gäller givetvis också inom penningpolitikens område. En viktig frågeställning i detta sammanhang är vilka förväntningar man kan ha på penningpolitiken. Om förväntningarna är alltför högt ställda riskerar det att leda till att fel frågor diskuteras och i värsta fall till ett politiskt missnöje som undergräver den uppläggning som idag gäller för penningpolitiken.

RIMLIGA FÖRVÄNTNINGAR

Lagstiftaren har varit tydlig om att låg inflation ska vara målet för penningpolitiken; över en längre tidsperiod är det nämligen bara inflationen som Riksbanken kan styra.

Enligt riksbankslagen ska Riksbanken säkra ett fast penningvärde. Det har vi operationaliserat som ett mål för inflationen på 2 procent. Att lagstiftaren varit tydlig om att det är låg inflation som ska vara målet för penningpolitiken och inte exempelvis hög tillväxt eller låg arbetslöshet, beror på att det över en längre tidsperiod bara är inflationen som Riksbanken kan styra. Det är därför inte meningsfullt, kanske till och med kontraproduktivt, att ge intryck av något annat. Det tål exempelvis att upprepas att man, om man varaktigt vill sänka arbetslösheten, måste försöka påverka den strukturella delen av arbetslösheten, det vill säga den del som inte beror på att efterfrågan på varor och tjänster i ekonomin fluktuerar. Det är då helt andra åtgärder än penningpolitik som måste till. Det handlar framförallt om åtgärder som påverkar arbetsmarknadens sätt att fungera och som skapar en gynnsam miljö för uppkomsten och tillväxten av företag. Detta hindrar naturligtvis inte att Riksbanken helt i linje med förarbetena till lagen ska bidra så gott det går till att övriga ekonomisk-politiska mål uppnås. Villkoret är att vårt mål, en låg och stabil inflation, inte äventyras.

Faktum är att utvecklingen de senaste åren visar att uppgiften att säkra en inflation i linje med vårt mål är svår nog. Upprepade strukturella förändringar, som varit svåra att fullt ut parera med ränteändringar, har ägt rum. Att i god tid förutse strukturella skift är sällan möjligt, än mindre att uppskatta deras kvantitativa effekter på inflationen. Därför kan de ofta medföra att inflationen avviker från målet. Under de senaste tio åren har det, som jag var inne på tidigare, inträffat ett antal förändringar av strukturell karaktär som mer eller mindre alla bidragit till att pressa tillbaka inflationen.

När Riksbanken med förändringar av styrräntan påverkar inflationen sker det främst genom påverkan på den allmänna efterfrågan. Enkelt uttryckt bromsar vi normalt när konjunkturen är på väg upp och gasar när den verkar vara på väg att dämpas. Inflationsmålspolitiken bör därmed ofta kunna bidra till att utjämna konjunkturen. Det är också möjligt att den kan minska svängningarna i arbetslösheten. Men det är inte rimligt att tro att de konjunkturella svängningarna helt kan elimineras. Det är därför gravt missvisande att göra Riksbanken ansvarig för skillnaden mellan den faktiska arbetslösheten och den som skulle ha kunnat uppnås om konjunktursvängningarna hade kunnat avskaffas. Vad vi kan hoppas på är en något stabilare utveckling, något som vi förefaller ha fått de senaste tio åren även om det är för tidigt att dra några helt säkra slutsatser.

Inflationsmålspolitiken bör kunna bidra till att utjämna konjunkturen men det är inte rimligt att tro att de konjunkturella svängningarna helt kan elimineras.

POLITIKEN ÄR FLEXIBEL

En annan fråga som då och då aktualiseras i diskussionen är hur mekanisk eller flexibel politiken bör vara och hur den mot denna bakgrund bör utvärderas. Riksbanken bedriver idag vad som har kallats en flexibel inflationsmålspolitik. Vi är definitivt inte vad min brittiska kollega Mervyn King har kallat "inflation nutters". Fokus ligger alltså inte enbart på att under alla omständigheter stabilisera inflationen; så länge det finns en grundläggande tilltro till politiken, att vi kommer att ha en låg inflation i linje med vårt mål, tar vi hänsyn även till andra faktorer.

I januari 1999 publicerade vi ett förtydligande av politiken. Där görs det klart att vissa avvikelser från inflationsmålet kan accepteras, men att Riksbanken samtidigt normalt strävar efter att föra tillbaka inflationen till målet inom två år. Ett skäl att göra avsteg är att penningpolitiken inte verkar så snabbt och har sådan precision att inflationen kan styras exakt på kort sikt. Ett annat är behovet att kunna ta viss hänsyn till andra faktorer än inflationsutvecklingen – till exempel utvecklingen i den reala ekonomin.

1999 förtydligades politiken: vissa avvikelser från inflationsmålet kan accepteras, men normalt strävar vi efter att föra tillbaka inflationen till målet inom två år.

Principen att normalt föra tillbaka inflationen till målet inom två år kan man tolka som en restriktion som Riksbanken lagt på sig själv för att göra politiken tydligare. Med hjälp av denna restriktion tydliggörs de hänsyn som normalt kan tas till annat än prisstabilitetsmålet. Men ibland uppstår det lägen då flexibiliteten i förhållande till målet måste få vara större för att inte effekterna på den realekonomiska stabiliteten – variationerna i produktion och sysselsättning – ska bli oacceptabla. I extrema fall kan avvikelserna från inflationsmålet helt enkelt bli så pass stora att det faktiskt inte är vare sig möjligt eller önskvärt att återföra inflationen inom det vanliga tvåårigа tidsperspektivet.

Det finns situationer när överväganden vid sidan av bedömningen av KPI de närmaste två åren har påverkat politiken.

Det finns ett antal exempel på situationer när överväganden vid sidan av bedömningen av KPI:s utveckling de närmaste två åren har påverkat politiken. Under mitten och senare delen av 1990-talet sänkte vi inte alltid styrräntan så mycket som våra normala principer kunnat tala för eftersom vi bedömde att en del av prisnedgången var orsakad av våra egna räntesänkningar som dämpade bostadskostnadskomponenten i KPI och av avregleringar av delvis tillfällig karaktär. På samma vis lät vi oss inte påverkas fullt ut när inflationen 2001 och 2003 steg kraftigt av tillfälliga orsaker. Ett mer sentida exempel är beslutet i mars 2005 om att inte sänka räntan. Vi resonerade då om att det skulle kunna ha varit möjligt med de inflationsprognoser vi hade men att den höga förväntade tillväxten i kombination med de uppdrivna huspriserna talade för en viss försiktighet.

Vår flexibilitet kan också sägas innefatta beredskap att reagera på händelser vars slutliga konsekvenser är särskilt svåra att överblicka. Ett sådant exempel är terrordåden i USA den 11 september 2001. I samband med dessa sänkte många centralbanker världen över sina räntor snabbt. Det kraftfulla agerandet kan tolkas som en sorts ”försäkring” mot en riktigt svag utveckling, snarare än som ett resultat av genomarbetade bedömningar av vilken utveckling som är den mest sannolika.

För förståelsen av penningpolitiken vore det önskvärt att utveckla de principer som styr hur avvägningarna i praktiken bör göras mellan den framtida inflationen och den reala eller den finansiella stabiliteten. Det här är dock av uppenbara skäl ingen enkel uppgift och några bra exempel i denna riktning från andra centralbanker finns egentligen inte. Sedan i våras pågår inom Riksbanken ett arbete som syftar till detta. Ett möjligt resultat kan bli en utveckling av förtydligandet från 1999.

Med en tydligare bild av vilka avvikelser som tillåts blir det lättare att kommunicera och utvärdera politiken.

Med en tydligare bild av vilka avvikelser som tillåts blir det också lättare att kommunicera politiken och utvärdera den på ett meningsfullt vis. Idag utvärderas politiken ofta enbart utifrån historiska genomsnitt för inflationen. Det är i och för sig en naturlig startpunkt men diskussionen bör föras vidare och även handla om hur utfallen av politiken relaterar till de hänsyn som tagits till olika mer tillfälliga prisfluktuationer. Även den reala och finansiella utvecklingen bör beaktas i de sammanhang där den påverkat politiken.

Jag föreställer mig att det här är frågor som det finns anledning för finansutskottet att återkomma till framöver, både som ett resultat av det arbete som bedrivs inom Riksbanken och kanske också som en följd av den externa utvärdering som finansutskottet tänkt genomföra av penningpolitiken. Riksbanken för också diskussioner med externa aktörer om återkommande utvärderingar där en utgångspunkt preliminärt ska vara jämförelser mellan de bedömningar Riksbanken och andra prognosmakare gjort för att ge en bättre grund för en rättvisande diskussion.