Penningpolitiska indikatorer

YNGVE LINDH

Efter förändringen av växelkursregim den 19 november 1992 bedrivs penningpolitiken under en rörlig kronkurs. Riksbanken har angivit prisstabilitet som det centrala målet för penningpolitiken, preciserat som en inflationstakt på 2 procentenheter med en tillåten avvikelse på ± 1 procentenhet. Målet skall nås 1995 efter en tvåårig anpassningsperiod då en ökning av prisnivån tolereras som följd av deprecieringen och förändringar i skatter och subventioner.

Inledning

Förutsättningarna för penningpolitiken har förändrats väsentligt efter beslutet den 19 november att låta kronans kurs flyta. Vid en fast kronkurs är valutaflödena den centrala penningpolitiska indikatorn. Dessa reagerar på förändringar i den ekonomiska politiken med mycken liten tidsfördröjning. När marginalräntan höjdes kunde valutautflöden vändas i stort sett omedelbart. Riksbanken fick således mycket snabbt information om effekterna av marginalränteförändringen.

Med en rörlig växelkurs är läget annorlunda. Prisstabilitet var målet under fast kurs och är fortsatt målet under rörlig växelkurs. Penningpolitiken inriktas nu mot ekonomiska variabler i den inhemska ekonomin för att uppnå prisstabilitet. Särskilt betydelsefullt är hur en förändring i det penningpolitiska instrumentet, marginalräntan, påverkar inflationen, den totala efterfrågan i ekonomin och produktionen.

Denna »transmissionsmekanism« har länge studerats av ekonomer utan att någon absolut kunskap om hur processen ser ut har erhållits. Betydande internationell erfarenhet finns och det har visat sig att förändringar i de räntor som centralbanker använder som instrument ger effekter på inflationen över en relativt lång tidsperiod. Via påverkan på inflationsförväntningarna kan effekten komma snabbt men via effekter på efterfrågeläget, den långa räntan, investeringarna och produktionen kan processen bli utdragen. I ett flertal internationella studier finner man tidsförskjutningar upp till två år från det att en förändring gjorts i det penningpolitiska instrumentet, räntan, tills dess att politiken fått fullt genomslag på efterfrågeläget och inflationen. Politiken får med andra ord gradvis effekt på ekonomin.

Med en rörlig växelkurs blir det därför centralt att vägleda penningpolitiken med hjälp av ett brett spektrum av indikatorer som förutser inflationens och den reala ekonomins förlopp några år i framåt i tiden och som ger signaler om huruvida penningpolitiken är konsistent med det mål som är fastlagt.

Yngve Lindh är verksam vid ekonomiska avdelningen på Sveriges riksbank.

I denna artikel diskuteras hur indikatorer kan ge vägledning för penningpolitiken och vilka ekonomiska variabler som kan användas som sådana. Dessutom kommenteras i några fall preliminära resultat som tagits fram vid Riksbanken angående lämpliga indikatorer för Sverige.[1]

Hur indikatorer används

Som underlag för penningpolitiken behövs löpande information om hur inflationen och den reala ekonomin utvecklas den närmaste framtiden. Det är viktigt att kunna förutse hur olika störningar på ekonomin, som förändringar i utländsk efterfrågan och förändringar i terms of trade, kommer att påverka inflationen och produktionen. Av samma anledning bör effekterna av förändringar i den inhemska ekonomin analyseras, exempelvis effekterna av lönebildningen och av statsbudgetens utveckling.

Det är av särskild vikt att finna sådana indikatorer som direkt påverkas av penningpolitiken och som i sin tur har en tydlig koppling till inflationen, produktionen och den totala efterfrågan om än på lite sikt. Sådana indikatorer kan sägas mäta graden av penningpolitisk stramhet och ange huruvida politiken är konsistent med en utveckling av ekonomin så att målet, en stabil prisutveckling, uppnås. Utan att ange någon rangordning är den nominella växelkursen, olika penningmängdsaggregat eller ekonomins totala nominella efterfrågan exempel på sådana variabler.

Penningpolitiken påverkar inflationen såväl direkt som indirekt. För att vägleda penningpolitiken används ett flertal indikatorer. Sammantaget ger indikatorerna en bild av det rådande inflationstrycket i ekonomin, förväntningar om framtida inflation, efterfrågeläget och huruvida penningpolitiken är konsistent med inflationsmålet. Om exempelvis inflationstrycket är för starkt för att målet skall kunna uppnås och förväntningar om framtida inflation är för höga, bör detta föranleda en åtstramning av penningpolitiken. Det är emellertid viktigt att påpeka att ny information inte bör föranleda en kontinuerlig finjustering av penningpolitiken. Penningpolitiken bör ha en långsiktig inriktning.

Det är således en sammantagen bedömning av denna typ av indikatorer som bör ligga till grund för penningpolitiska beslut. Visserligen kan en enskild indikator, från tid till annan, få stor vikt, men internationell erfarenhet visar att detta inte nödvändigtvis behöver vara stabilt över en längre tid.[2] Erfarenhet visar att det finns en tendens till att marknaden tolkar frekvent använda indikatorer som intermediära mål. Detta bör undvikas genom att centralbanken klart signalerar att det är ett flertal indikatorer som ligger till grund för dess bedömning.

Tänkbara indikatorer

En grupp indikatorer utgörs av monetära variabler, som olika penningmängdsaggregat och kreditvolymer. Även räntor och relativa räntenivåer gentemot utlandet kan tjäna som indikatorer. Exempelvis kan differenser i långa räntor tolkas som skillnader i förväntningar om framtida relativa inflation/deprecieringstakt i Sverige i förhållande till omvärlden.[3]

1. På Riksbanken pågår ett flertal projekt i vilka penningpolitiska indikatorer analyseras.

2. Nya Zeelands centralbank lade tidigare stor vikt vid differensen mellan korta och långa räntor. På senare tid har växelkursen fått större vikt.

3. Inflation och deprecieringstakt är synonymer under vissa förutsättningar. Det är rimligt att anta att ett land med högre inflationstakt än omvärlden också kommer att få en deprecierande valuta.

En annan grupp av indikatorer har anknytning till den reala ekonomin. Det gäller exempelvis avvikelser i produktion från dess potentiella nivå,[4] industrins kapacitetsutnyttjande eller industrins orderingång. Höga värden på dessa variabler är tecken på överhettning i ekonomin med risk för ökad inflationstakt. Ett vanligt resultat i internationella studier, vilket också tycks gälla Sverige, är att det endast förekommer en kort tidsförskjutning mellan förändringar i dessa reala variabler och förändringar i inflationstakten.

Ytterligare en grupp av indikatorer utgörs av sådana variabler som ligger »nära« prisbildningen. Sådana är exempelvis råvarupriser. I USA används bl.a. priser på jordbruksvaror och metaller som indikatorer. Oljepriset av är t.ex. av stor betydelse för den svenska ekonomin.

Utfallen av löneavtalen är likaså centrala. En variabel av särskilt intresse är löneglidningen. Denna kan tolkas som marknadens korrigering av centrala avtal och utgör således en signal om efterfrågetrycket på arbetsmarknaden. Det är även naturligt att import- och insatsvarupriserna följs då dessa får direkt genomslag på varupriserna. Det kan leda till ett inflationstryck, dvs. att prisnivån höjs, men behöver inte nödvändigtvis leda till inflation. Med en stram finans- och penningpolitik kan sådana inflationsimpulser motverkas.

Konjunkturläge, prisutveckling och ekonomiskpolitisk inriktning i omvärlden påverkar naturligtvis också den svenska konjunkturen och den svenska prisutvecklingen.

4. Med produktionens potentiella nivå menas den produktionsnivå då arbetskraft och kapital och andra produktionsfaktorer används fullt ut. Vid den produktionsnivån förändras inte inflationstakten.

Metoder för urval av indikatorer

För att analysera vilka variabler som är speciellt användbara som indikatorer kan olika metoder användas. En sådan metod är att använda formella makromodeller. På ett teoretiskt konsistent sätt härleds då strukturella[5] pris- och produktionssamband ur en makromodell och testas därefter mot faktisk redovisad data. Härigenom kan man kvantifiera relationen mellan indikatorn och inflationen. Vanligen skattas också tidsförskjutningen och styrkan över tiden av en förändring i indikatorn på inflationen.[6]

En annan metod är att utan formell teoretisk modell välja ett stort antal variabler som är tänkbara indikatorer. Därefter används statistiska metoder för att sortera ut ett antal indikatorer som, enligt dessa kriterier, har högt prognosvärde för inflationen.

Vilka indikatorer som är användbara avgörs slutligen av hur väl indikatorn förvarnar för inflationen och för omslag i inflationstakten eller hur väl den mäter graden av stramhet hos penningpolitiken och hur stabila måtten är över tiden. Frekvensen i rapporteringen av variabler som kan användas som indikatorer är också en viktig faktor.

5. Med strukturella samband menas just att de är härledda från en teoretiskt konsistent ekonomisk modell, exempelvis en makromodell. Under vissa förutsättningar kan parametrarna i den bakomliggande makromodellen beräknas från koefficienterna i det strukturella sambandet.

6. Vid Bank of Canada har denna metod utvecklats under lång tid. I princip används en prisekvation (aggregerad Phillipskurva) med växelkursen, internationella priser, indirekta skatter, råvarupriser och ett mått på hur produktionen avviker från den normala produktionsnivån. Dessa förklarande variabler utgör då indikatorer för inflationen.

Efter bytet av växelkursregim den 19 november 1992 har ett omfattande arbete bedrivits på Riksbanken med att analysera indikatorer. Olika samband har analyserats och samband som är välkända från andra länder har också visat sig vara betydelsefulla för Sverige. Ytterligare tester över stabiliteten hos indikatorerna pågår. Av naturliga skäl måste alla empiriska test göras på data från perioden med fast växelkurs med enstaka justeringar. Med dessa reservationer kommenteras nedan vissa resultat.

Några centrala indikatorer

VÄXELKURSEN

I ett system med rörliga växelkurser utgör växelkursen i sig en central länk mellan penningpolitiska åtgärder och inflationen. Då ekonomin utsätts för störningar, som förändringar i efterfrågan eller i produktionskostnaderna, utgör anpassningar i räntan och växelkursen tillsammans den jämviktsskapande mekanismen. Dessutom påverkar penningpolitiken inflation och produktion inte bara genom räntan utan också indirekt genom att förändringar i räntan ger effekter på växelkursen. Förändringar i växelkursen påverkar direkt prisbildningen i landet via förändringar i importpriserna och via förändringar i efterfrågan på export- och importkonkurrerande varor.

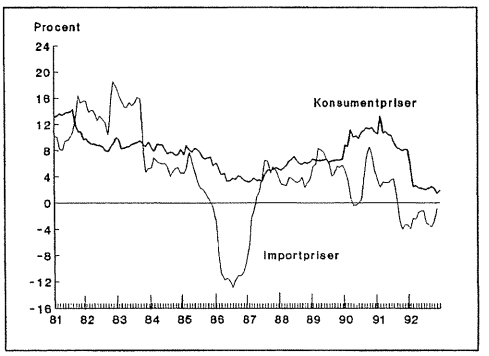
Förändringar i växelkursen i sig påverkar således prisutvecklingen via flera kanaler. Vid en depreciering av kronan ökar importpriserna och det kan leda till att prisnivån stiger och eventuellt även till att inflationstakten ökar. Växelkursen kan därför i sig ge viktig information om prisutveckling, inflationsimpulser och framtida inflation.

Men växelkursen kan också vara en indikator för graden av penningpolitisk stramhet. En depreciering av växelkursen kan tolkas som att inflationsförväntningarna är höga därför att penningpolitiken inte är tillräckligt stram. Växelkursen påverkas naturligtvis även av finanspolitiken och av den ekonomiska politiken i andra länder.

IMPORTPRISERNA

När växelkursen deprecieras ökar importpriserna, vilket höjer prisnivån. Tidigare erfarenheter tyder på att det tar cirka ett år innan effekten har slagit igenom fullt ut. I ett normalt konjunkturläge kan en 10-procentig depreciering leda till en 3 procentenheters ökad inflation. Dessa resultat förefaller stabila.

DIAGRAM 1.
Importpriser och inflation
Import- och konsumentpriser
1981–1992. 12-månadersförändringar



Källa: SCB

ETT PENNINGPOLITISKT INDEX

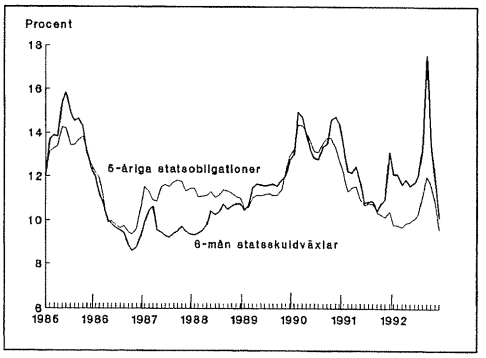
Eftersom såväl räntan som växelkursen har betydelse under rörlig växelkurs kan ett index av dessa variabler vara av intresse. Växelkursen är en viktig kanal genom vilken penningpolitikens effekter överförs till den reala ekonomin och till inflationen. Av den anledningen kan ett index konstrueras i vilket växelkursen tillsammans med den korta nominella räntan ingår. Vikterna svarar mot de båda variab-

lernas relativa effekt på ekonomins totala efterfrågan. I empiriska test för andra ekonomier har det visat sig att effekten på den aggregerade efterfrågan av en ränteförändring respektive av en växelkursförändring har olika vikter. Då efterfrågeläget i sin tur påverkar inflationen, blir indexet ett sätt att mäta graden av penningpolitisk stramhet.

SKILLNADER MELLAN KORTA OCH LÅNGA RÄNTOR

Skillnader mellan korta och långa nominella räntor, dvs. avkastningskurvans utseende, utgör också en tänkbar indikator på penningpolitikens stramhet och på framtida inflation. Placerare på penningmarknaden ställer krav på en given real avkastning när de gör sina placeringar. Om placerarna förväntar sig att inflationen stiger om ett par år, kommer de också att kräva höga nominalräntor på sina placeringar på längre löptider. Detta påverkar avkastningskurvans utseende. Exempelvis kan en kraftigt positiv lutning på kurvan, dvs. att långa räntor är högre än korta, tolkas som att räntor och inflation förväntas stiga på sikt.

DIAGRAM 2.
Långa och korta räntor
Räntor på femåriga statsobligationsräntor och sexmånaders statsskuldsväxlar



Källa: Riksbanken

Flera preliminära skattningar för att mäta inflationsförväntningarna med hjälp av avkastningskurvan har gjorts. Resultaten hittills pekar inte på att någon entydig information om framtida inflation kan erhållas ur avkastningskurvan. Däremot tycks ett förhållandevis stabilt resultat vara att långa räntan förutsäger inflationen på längre sikt.

PENNINGMÄNGDSAGGREGAT

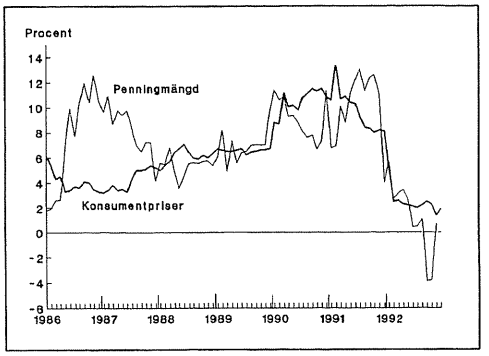
I flera länder, exempelvis i Tyskland och Schweiz, används penningmängdsaggregat som intermediära mål. Ur teoretisk synvinkel förefaller detta rimligt. Ett stabilt samband mellan penningmängd, inflation och real BNP antas föreligga, åtminstone på längre sikt. Internationella empiriska resultat tyder på att en förändring i penningmängden påverkar inflationen under en relativt lång period framåt i tiden.

I de länder som använt penningmängden som intermediärt mål är erfarenheterna inte odelat positiva. Det har visat sig svårt att finna ett penningmängdsmått som står i stabil relation till prisutvecklingen och som är möjligt att kontrollera med penningpolitiska instrument. Detta gäller i synnerhet i länder med väl utvecklade finansiella system, där hushåll och företag erbjuds alternativa placeringsmöjligheter till bankinlåning.

Det är därför en rimlig strategi att endast använda penningmängdsaggregaten som indikatorer för penningpolitiken. I de preliminära test som gjorts vid Riksbanken tycks det finnas ett samband mellan penningmängden mätt som M3[7] och inflationstakt.

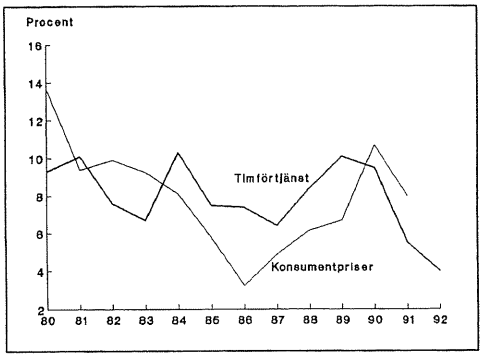
7. Penningmängden inkluderar sedlar och mynt, bankinlåning från allmänheten, bankcertifikat och postgiro.

DIAGRAM 3.
Penningmängd och inflationstakt
Förändringar i penningmängd (M3) och konsumentpriser 1986–1992



Källa: Riksbanken och SCB

DIAGRAM 4.
Löner och inflation
Förändringar i timförtjänst inom industrin och konsumentprisindex 1980–1991



Källa: SCB

LÖNER

Löner och priser är självfallet nära sammanflätade. Sambandet bör därför ses som en simultan process. Lönekostnaderna är oftast en av de viktigaste faktorerna när företagen sätter priserna, men när lönerna sätts tar löneförhandlarna hänsyn till den förväntade prisutvecklingen under den kommande avtalsperioden.

För penningpolitiken är det därför av stor vikt att följa lönebildningsprocessen och att aktivt motverka inflationsförväntningar. Avtalade löner, löneglidning och avtalsprocessen i sig är därför av intresse för penningpolitiken.

Vissa estimeringar tyder på att lönerna påverkar inflationen med en tidförskjutning på upp till ett år. En löneökning med 1 procent tycks höja priserna med 0,3 till 0,5 procent inom ett år. För löneglidningen kan tidsförskjutningen vara längre.

Slutsatser

Vid en flexibel växelkurs är tidsförskjutningen mellan en förändring i det penningpolitiska instrumentet, marginalräntan, och effekten av förändringen av målet, inflationen, succesiv och utdragen över en tid på upp till ett par år.

Av den anledningen krävs att penningpolitiken vägleds av indikatorer som mäter det rådande inflationstrycket, inflationsförväntningarna och efterfrågeläget.

Sådana indikatorer skall vara variabler som kan påverkas av penningpolitiken och som i ett senare led i sig påverkar inflationen eller som på annat sätt förvarnar för inflationen.

Penningpolitiken bör vägledas av ett brett spektrum av sådana indikatorer, vilka löpande tillför information som underlag för politiken.