

# **PENNINGPOLITIKEN**

---

**Anförande av vice riksbankschef Lars Heikensten**

**vid Stora Obligationsdagen i Stockholm**

**den 19 mars 1996**

Tack för att jag fått komma hit och berätta om hur Riksbanken ser på förutsättningarna för penningpolitiken.

Idag har jag tänkt tala om tre saker. Inledningsvis tänker jag kort säga något om Riksbankens inflationsmål. Tanken är att ta upp några frågeställningar som ventilerats i marknadsbrev och media på senare tid. Därefter tänker jag kommentera effekterna på marknaden av de räntesänkningar vi gjort under vintern. Slutligen tänker jag, med utgångspunkt från den bara några veckor gamla inflationsrapporten, säga något om penningpolitiken framöver.

#### Prisstabilitetsmålet

Riksbanken har till uppgift att värna penningvärdet. Därför har vi ett mål för inflationen; ökningen i konsumentprisindex ska begränsas till 2 procent. Målet omges av ett toleransintervall på  $\pm 1$  procent. Avsikten med detta intervall är att det ska kunna fånga upp olika oförutsedda störningar på t.ex. ekonomins utbudssida, som en oljeprisstegring, förändringar i skatter och subventioner, eller för den delen, rena mätfel. Poängen är att det inte är möjligt att styra inflationen så exakt att vi hamnar på 2 procent.

Eftersom penningpolitiken verkar med betydande eftersläpning på ekonomin går det inte att inrikta sig på att påverka de närmaste veckornas eller månadernas inflation. Vi måste i stället fokusera på inflationen något eller t.o.m. några år framåt. Det viktigaste

redskapet i arbetet är därför inflationsprognosen. När denna - med en prognoshorisont på något eller några år - visar att inflationen är på väg ner under inflationsmålet kan det finnas utrymme för att sänka räntorna. På samma vis gäller att räntorna måste höjas när inflationen synes stiga över den målsatta nivån.

Tyvärr känner vi inte ekonomin tillräckligt väl för att med någon enkel modell uppskatta den framtida inflationen. Därför arbetar vi med ett stort antal indikatorer. Dessa kan delas in i två grupper, sådana som berör efterfråga - och utbudsförhållandena och sådana som ger en bild av den väntade inflationen. Det är nämligen samspelet mellan dessa båda faktorer som avgör den framtida inflationen.

Från en tidpunkt till en annan kan det finnas skäl att i diskussioner, anföranden etc. mer betona vissa indikatorer än andra. Något särskilt kan ha hänt med konjunkturläget utomlands, med den uppmätta väntade inflationen, med ekonomins inflationsbenägenhet etc. Men det innebär naturligtvis inte att övriga för inflationen viktiga variabler tappat sin betydelse. Kronans värde sedd i ett lite längre perspektiv kommer t.ex. alltid att vara viktigt för en prognos av inflationen i Sverige.

Låt mig ta upp ytterligare en aspekt på inflationsmålet. Under de senaste månaderna har en del bedömare hävdat att riksbanken numera - till skillnad mot tidigare - tar hänsyn till konjunkturen. Tanken förefaller vara att vi om vi inte släppt så i varje fall har tonat ner inflationsbekämpningen. Så förhåller det sig dock inte.

Att Riksbanken tar hänsyn till konjunkturen är inget nytt. Det ligger i själva idén med ett inflationsmål. När konjunkturen visar tendenser att vika minskar

också inflationstrycket. Det kan då finnas utrymme att lätta på penningpolitiken. Lägre räntor stimulerar efterfrågan och dämpar konjunktturnedgången. Det omvända gäller när konjunktturen vänder uppåt. De räntehöjningar som krävs för att dämpa inflationstrycket håller samtidigt tillbaka efterfrågan. Penningpolitiken påverkar alltså i första hand inflationen via efterfrågan givet att inflationsförväntningarna är låga. Styrning med inflationsmål innebär automatiskt att hänsyn tas bl.a. till konjunkturbilden. Men något annat mål än 2 procents inflation har vi inte.

Styrning med inflationsmål tar också hänsyn till en annan synpunkt vi ibland möter, den att finans- och penningpolitiken borde vara bättre koordinerade. När vi gör inflationsbedömningar beaktar vi den finanspolitik som lagts för de närmaste åren. Större besparingar leder på olika vis - i första hand genom att minska den inhemska efterfrågan - till en bättre inflationsbild. Därmed ökar möjligheterna att föra en lättare - eller alternativt mindre stram - penningpolitik. På motsvarande sätt ställer en svagare finanspolitik krav på en stramare penningpolitik. Principiellt gäller att en klar ansvarsfördelning och tydliga mål - regler om man så vill - minskar behovet av löpande samordning. Denna princip är tillämpbar även på samspelet mellan penning - och finanspolitik.

#### Penningpolitiken vintern 1996

I samband med att inflationsrapporten publicerades för ett par veckor sedan konstaterade vi att inflationsbilden under de senaste månaderna blivit bättre. Särskilt viktig för den här utvecklingen har kronans tilltagande styrka under hösten varit. Den har delvis slagit igenom först nu. Till detta har kommit en svagare realekonomisk utveckling. Till bilden hör

också att den väntade inflationen, som den mäts i enkäter etc., undan för undan har krupit ner.

En bekräftelse på den här utvecklingen har de senaste inflationssiffrorna varit. Nu ligger konsumentprisernas ökningstakt i den undre delen av toleransintervallet. Sammantaget har denna information föranlett oss att sänka reporäntan ett antal gånger under 1996.

Förutom att penningpolitiken kontinuerligt måste utvärderas mot dess effekter på den reala ekonomin finns det skäl att analysera hur den inverkar på de finansiella marknaderna. Skälen till detta är att räntor och valutakurser är viktiga delar i transmissionsmekanismen samtidigt som de ger information om politikens trovärdighet.

Det är ingen enkel uppgift att fastlägga hur penningpolitiken i Sverige under de senaste månaderna har påverkat ränte- och valutautvecklingen. Parallellt med att reporäntan har sänkts har många andra saker inträffat.

Kronan har under de senaste åren utvecklats relativt parallellt med differensen mellan långa obligationsräntor i Tyskland och Sverige. Under en betydande del av den period under vilken sänkningar genomförts har kronan utvecklats något svagare än under hösten. Det samma gäller långräntedifferensen. Detta är i sig bekymmersamt och skulle kunna indikera att oron för framtida inflation tilltagit sedan vi börjat sänka räntorna.

Diagram 1 ger dock inte detta intryck. Det visar att kronförsvagningar och långränteuppgångar på det hela taget inte samvarierat med Riksbankens sänkningar. I själva verket gäller snarast motsatsen. Den initiala effekten av sänkningarna var vid flertalet tillfällen

en förstärkning av kronan och en nedgång i de långa räntorna.

Vad som hänt förefaller snarare vara att Sverige påverkats av ett förändrat stämningsläge på den internationella obligationsmarknaden. Det har också spritt sig till valutamarknaden. Sverige har då, precis som under 1994 och 1995, drabbats mer än t.ex.

"kärnländerna" inom EU. I detta är vi dock inte alls ensamma. Andra länder som tidigare haft höga räntor har också påverkats. Ränteuppgångarna har dock kommit vid lite olika tidpunkter. I Sveriges fall främst när den s.k. Persson-planen presenterades i januari. I Italiens och Spaniens fall främst vid senare politiska problem.

Jämfört med läget 1994 och 1995 är uppgången i långräntedifferens och valutaförsvagningen dock mindre. Detta antyder att läget för svensk ekonomi är bättre. Slutsatsen är dock inte självklar. Motsvarande mönster synes nämligen gälla övriga länder med höga räntor. Hursomhelst, nivån på räntedifferensen visar att vi har en bit kvar innan de finansiella marknaderna har fullt förtroende för den ekonomiska politiken.

Sammanfattningsvis. Vi följer noga effekterna på marknaden av den politik vi för. Liksom tidigare skulle vi önska oss en starkare krona. Självfallet vore också lägre långräntor på flera sätt bra för svensk ekonomi. Den politik vi fört de senaste månaderna synes dock om något i dessa avseenden ha bidragit till en utveckling i önskvärd riktning.

#### Inflationsbilden framöver

Låt mig avsluta med att kort kommentera hur vi ser på inflationen under de närmaste åren och vilka slut-

satser vi drar av detta för penningpolitiken. Min utgångspunkt är då den senaste inflationsrapporten. Där valde vi att inledningsvis lyfta fram tre faktorer som vi bedömde vara särskilt strategiska för inflationen under de närmaste åren. De var ekonomins reala utveckling och inflationsbenägenhet samt kronans värde.

1. Först *den reala ekonomin* och konjunkturen. Vår bedömning var i detta avseende att ekonomin som helhet under de närmaste åren sammantagna kan förväntas växa under sin potential.

- I exportsektorn har det tidigare funnits tendenser till flaskhalsproblem. Dessa minskar nu till följd av en långsammare tillväxt internationellt och en starkare krona. Investeringarna har varit höga. De kommer troligen att växa långsammare under 1996, men en fortsatt utbyggnad av produktionsapparaten verkar sannolik.

- Hemmaekonomin är mer svårbedömd. Därför diskuteras den relativt utförligt i inflationsrapporten. Det troligaste är, som vi ser det, en viss, men dämpad uppgång i konsumtionen. I dessa delar av ekonomin är dock kapacitetsutnyttjandet i utgångsläget lågt.

Det är alltså svårt att se några större inflationsrisker från efterfrågesidan av ekonomin under de närmaste åren.

2. I inflationsrapporten förs också en kort diskussion om *inflationsbenägenheten* i ekonomin. Indicier finns på att denna minskat. Det vore i så fall inte överraskande eftersom motsvarande gällt i flera andra industriländer på 90-talet.

Svensk ekonomi har genomgått stora förändringar under senare år. Det finns argument för att förbättringar i

ekonomins funktionssätt har skett - ökad konkurrens etc.- som bör ha minskat inflationsbenägenheten. Ett exempel är det som skett i bostadssektorn. Men på i varje fall ett annat område - lönebildningens - vet vi att problemen ingalunda är lösta.

Jämfört med de prognoser som gjordes i Sverige för något år sedan har ekonomins tillväxt blivit högre samtidigt som inflationen blivit lägre. Det indikerar - liksom de fallande inflationsförväntningarna - att inflationsbenägenheten blivit mindre.

3. *Kronans värde* har stärkts påtagligt sedan i somras. Det är viktigt och bidrar i hög grad till att inflationen krupit ner under det senaste halvåret.

Avgörande för penningpolitiken är inte - vilket vi i olika sammanhang framhållit - kortsiktiga förändringar i kronas värde. Däremot är det klart att Riksbankens politik skulle komma att påverkas av om kronan mer permanent skulle bli starkare eller svagare. Det skulle nämligen få genomslag i aktivitetsläget i ekonomin och därmed i prispildern, om inte motverkande åtgärder vidtas.

Sedd i ett långsiktigt perspektiv måste kronan bedömas vara undervärderad. Som vi ser det skapar detta förutsättningar för en appreciering. Om denna kommer till stånd eller ej beror på hur förtroendet för den ekonomiska politiken och, som jag nyss berörde, den internationella miljön utvecklas.

I detta sammanhang är det viktigt att understryka att kravet på disciplin i den ekonomiska politiken är fortsatt stort. Det får inte råda någon tvekan om att Riksbanken värnar penningvärdet. Inte heller finns det utrymme för några oklarheter från riksdag och regering när det gäller statens finanser. I det konvergensprogram som regeringen presenterade under



fjolåret stipuleras halvårsvisa uppföljningar av budgetpolitiken. Det är av avgörande betydelse att detta program fullföljs.

I inflationsrapporten drog vi slutsatsen att förutsättningarna för en inflation i linje med vårt mål under de närmaste åren är goda. Mot denna bakgrund ansåg vi att det kunde finnas visst utrymme för fortsatta lättnader i penningpolitiken. Denna slutsats finns det ingen anledning att ändra. Därför har vi i dag sänkt reporäntan med 25 punkter.