

PERSPEKTIV PÅ PENNINGPOLITIKEN

Anförande av riksbankschef Urban Bäckström vid Penningpolitiskt Forum måndagen den 3 juni 1996

För fjärde året i rad arrangerar Riksbanken, i samarbete med SNS, Penningpolitiskt Forum. Det har nu blivit en tradition, vilket är bra. En öppen diskussion om penningpolitiken och dess villkor är väsentlig för Riksbanken och för den ekonomisk politiska debatten i stort.

Förra årets Penningpolitiska Forum hölls den 11 april 1995. Reporäntan var då 8,34 procent, den långa räntan var 11,5 procent och kronans kurs låg i TCW-termer över 130. Den höga långa ränta och den svaga krona som vi då hade präglade mitt anförande. Jag hävdade att detta var ett uttryck för en bristande tilltro till Sveriges förmåga att föra en stabilitetsinriktad ekonomisk politik. Min slutsats var att vi genom en uthållig ekonomisk politik inriktad på prisstabilitet och sunda statsfinanser skulle kunna vända utvecklingen.

Under det år som gått har tilltron till den ekonomiska politiken ökat. Konvergensprogrammet med dess halvårsvisa kontrollstationer har bidragit till att förtroendet för budgetpolitiken ökat. Riksbanken har visat att inflationsmålet är allvarligt menat.

Det har i sin tur lett till att den långa räntan kommit ner med ca 3 procentenheter till omkring 8,50 och att kronan apprecierat med över 10 procent till mellan 114 och 116 (TCW-index) jämfört med läget vid tiden

för förra årets Penningpolitiska Forum. Dessutom har reporäntan kunnat sänkas med ca 2,4 procentenheter till 6,50 procent från januari i år.

Jag tänker idag åter anknyta till diskussionen om betydelsen av förtroende för den penningpolitiska handlingsfriheten. Skälet till att jag väljer detta tema för mitt anförande är att vi nu har fått ett perspektiv på den tidigare utvecklingen. Förhoppningsvis gör det att vi bättre kan analysera och diskutera de olika avvägningar som penningpolitiken ibland står inför.

När det gäller den mer aktuella penningpolitiken tänker jag vara kortfattad eftersom Riksbanken presenterar årets andra inflationsrapport i övermorgon.

Vad menas med "förtroende för den ekonomiska politiken" ?

Låt mig börja med att repetera ett par grundläggande förhållanden som har betydelse för mitt fortsatta resonemang.

När företrädare för Riksbanken använder uttrycket "förtroende för den ekonomiska politiken" menar vi graden av tilltro hos ekonomins olika aktörer till den ekonomiska politikens vilja och förmåga att uthålligt vidmakthålla en prisutveckling i linje med inflationsmålet. Det handlar således om förväntningarna om den framtida inflationen, dvs vilken inflation väntar sig ekonomins aktörer på 1, 2, 5 eller 10 års sikt, och hur förhåller sig dessa förväntningar till målet för inflationen på 2 procent.

Inflation är i sista hand ett monetärt fenomen. För att inflationen varaktigt skall ligga på en viss nivå, oberoende av om den är på en hög eller låg nivå, förutsätts centralbankens medverkan. Tillfälliga upp- eller nedgångar i inflationen kan uppstå, men i längden är det centralbankens penningpolitik som avgör inflationsutvecklingen. Därför handlar förtroendet för låginflationspolitiken - och nivån på inflationsförväntningarna - oundvikligen om synen på hur centralbanken i framtiden kommer att hantera penningpolitiken.

Centralbankens arbete kan emellertid vara mer eller mindre svårt. Misstro kan uppstå om landet har en oförmånlig historia på inflationsområdet. Förekomsten av budgetunderskott är en annan faktor som försvagar tilltron till en långsiktigt stabilitetsinriktad politik. Det beror inte på att underskott i sig leder till inflation. Sambandet är mer indirekt och gäller hur sådana underskotts- och skuldproblem bedöms komma att hanteras. Farhågor kan nämligen skapas för att centralbanken, på ett eller

annat sätt, ska tvingas ackommodera de störningar som en inbördes inkonsistent politik för med sig. Det historiska mönstret, när det gäller hur inflations- och budgetpolitiken har hanterats i det förflutna, spelar en viktig roll för hur ekonomins olika aktörers uppfattningar om framtiden formas.

Bristande tilltro till en stabilitetsinriktad ekonomisk politik - och följaktligen högre förväntad inflation än vad myndigheterna säger sig sträva efter - tar sig olika uttryck.

För det första tenderar inflationsförväntningar att bli självuppfyllande. Om hushåll och företag räknar med en högre inflation påverkar det deras handlande. På arbetsmarknaden kan arbetsgivare och löntagare sluta avtal som inte är förenliga med den nivå på inflationen som myndigheterna strävar efter. Arbetsgivarna räknar med att kunna ta ut de högre kostnaderna i form av högre priser medan löntagarna vill gardera sin köpkraft. Samma sak händer på varumarknaden. Producenterna höjer sina priser eftersom de ändå räknar med att försäljningen ökar, medan konsumenterna är villiga att betala eftersom de räknar med att kunna kompensera sig med högre löner.

För det andra ger inflationsförväntningar utslag i prissättningen på de finansiella marknaderna. Även om priserna på den nya typ av globala finansmarknad som vuxit fram under det senaste decenniet ibland tillfälligt avviker från mer underliggande faktorer, är de ändå på lite längre sikt en mätare på den tilltro som finns till förmågan att föra en stabilitetsinriktad ekonomisk politik. Om sparare och investerare befarar att inflationen kommer att vara hög i framtiden, bygger de in premier för detta i obligations- och valutakurser. Placerarna vill helt enkelt gardera sig för den upplevda osäkerheten. Det ger höga långa räntor och en svag valuta.

Vad blir konsekvenserna av en bristande trovärdighet?

Låt oss göra tankeexperimentet att centralbanken bortser från eventuella trovärdighetsproblem och istället bedriver sin politik i syfte att åstadkomma kortsiktig tillväxtstimulans.

En sådan politik kan ge intrycket av att centralbankens tolerans för högre inflation i ett medelfristigt och längre perspektiv har ökat. Det ger i sin tur ett intryck av att de farhågor som olika aktörer uttrycker i enkät-svar eller i prissättningen på de finansiella marknaderna håller på att be-

sannas. Det kan då leda till att den högre väntade inflationen blir självuppfyllande och att den sedan rentav stiger ytterligare. Långa räntan kan då komma att etableras på en hög nivå eller stiga till högre nivåer.

Försök att öka den nominella efterfrågan då inflationsförväntningarna är höga riskerar att leda till ökad faktisk inflation snarare än till real tillväxt. För att få någon effekt alls på tillväxten, i en situation då förväntningarna justeras uppåt, behövs ständigt nya och oförväntade penningpolitiska stimulanser. Det skulle i värsta fall kunna innebära att prisnivån stiger utan gräns. När sedan inflationen, förr eller senare, måste anpassas tillbaka till mer rimliga nivåer blir det ännu svårare att bryta inflationsförväntningarna, vilket riskerar att leda till svagare tillväxt.

Resultatet av bristande trovärdighet blir således minskade möjligheter till hög och stabil tillväxt och sysselsättning.

Vi kommer här in på penningpolitikens paradox. Den innebär att ju mer trovärdig och framgångsrik en centralbank i det långa loppet är när det gäller att hålla inflationen under kontroll desto större blir möjligheterna i det korta perspektivet att väga in också tillväxtaspekter. Det omvända tenderar att också gälla: Ju större vikt en centralbank lägger vid kortsiktig tillväxtstimulans i relation till prisstabilitet desto sämre blir möjligheter att uppnå en långsiktigt gynnsam tillväxt.

Tilltron till förmågan att vidmakthålla prisstabilitet är därför avgörande för en stabil och gynnsam ekonomisk utveckling både på kort och på lång sikt. Huvudfrågan handlar därmed om hur centralbanken kan skapa en sådan tilltro.

Vad bör centralbanken göra vid bristande trovärdighet?

För att motverka bristande trovärdighet kan en centralbank ha ett entydigt mål för politiken och arbeta för att uppnå det. Målet kan antingen definieras av centralbanken och sedan aktivt stöttas av det politiska systemet, vilket är förhållandet i bl.a. vårt land, eller, som i en del andra länder, åläggas ett mål av regering eller parlament.

Det är inte ett självändamål att med hjälp av exempelvis ett inflationsmål eller för den delen en fast växelkurs begränsa den egna handlingsfriheten. Inte heller kan man med säkerhet säga att just en, två eller tre procents inflation eller just en viss given växelkurs är optimala värden för att bidra till en så väl fungerande ekonomi som möjligt. Ett entydigt mål bör i första hand uppfattas som ett medel för att stabilisera

förväntningarna om den ekonomiska politiken. När aktörerna över tiden också ser att centralbanken agerar med styrräntan så att målet uppnås ökar trovärdigheten successivt. Det ger, som jag framhöll tidigare, paradoxalt nog också på sikt större handlingsfrihet för penningpolitiken i det korta perspektivet. Ingen tror - när trovärdighet väl föreligger - att penningpolitiska lättnader vid en konjunkturförsvagning ska resultera i att inflationen senare i konjunkturcykeln kommer att tillåtas stiga över målet. Därför påverkas heller inte inflationsförväntningarna, långa räntorna stiger följaktligen inte och valutan förblir i stort sett stabil.

Det kan naturligtvis uppkomma situationer när den inbördes inkonsistensen i den ekonomiska politiken blir så stor att penningpolitiken och dess mål överbelastas. Det skedde t.ex. under hösten 1992, då marginalräntan tvingades upp till 500 procent och det ändå inte gick att bibehålla den fasta växelkursen.

Tidvis har vi också under den flytande växelkursregimen haft en allmän diskussion om att penningpolitiken skulle - som man har uttryckt det - knäcka ekonomin och hota såväl tillväxt som sysselsättning. Med ett inflationsmål innebär emellertid en svagare tillväxt att inflationsriskerna från efterfrågesidan avtar och ofta att den väntade inflationen sjunker. Det minskar snarast behovet av en stram penningpolitiken. Från Riksbankens sida hävdades - när den diskussionen var som mest intensiv förra året - att så länge saneringen av statens finanser fullföljs och successivt leder till ökat förtroende för den ekonomiska politiken i stort så överbelastas heller inte penningpolitiken.

Vad har hänt under det senaste året?

Som jag framhöll inledningsvis har trovärdigheten för inflationsmålet ökat sedan vi förra året träffades i samband med Penningpolitiskt Forum. Långa räntan har sjunkit och kronan har stärkts, vilket är tecken på det. Olika enkäter visar också på att allt fler tror att Riksbanken skall uppfylla målet under de närmaste åren. Den ekonomiska politiken framstår idag som konsistent på ett helt annat sätt än tidigare. Förväntningarna på lite längre sikt har också sjunkit även om det finns utrymme för ytterligare förbättringar. Marginalen mot Tyskland ligger exempelvis fortfarande runt 200 punkter, vilket är dubbelt så högt som i vårt grannland Finland.

I samband med att inflationsrapporten i november förra året presenterades var det många penningpolitiska debattörer som förväntade sig att Riksbanken skulle börja sänka styrräntan. Den information som var tillgänglig då tydde på att inflationen under 1996 och 1997 skulle ligga en bit ovanför målet på 2 procent. Det understryks också av att de flesta andra - för att inte säga alla andra - konjunkturbedömare inte heller såg förutsättningar för att inflationsmålet skulle kunna uppfyllas. En sänkning av styrräntan hade då kunnat skapa intrycket att Riksbankens tolerans för inflation ökat och att målet inte var allvarligt menat. Av allt att döma förstärktes trovärdigheten för målet under senhösten. De långa räntorna sjönk från mitten av november och fram till i januari med drygt 80 räntepunkter och marginalen mot Tyskland med drygt 50 punkter. Även förväntningarna såsom de kan utläsas i olika enkäter tyder på samma sak.

I januari i år började Riksbanken sänka reporäntan. Det gjordes i ljuset av fortsatt förbättrade inflationsutsikter. Till dessa bidrog fortsatt fallande inflationsförväntningar, en uppbromsning av konjunkturen och en starkare krona. Sedan dess har reporäntan sänkts från 8,91 till 6,5 procent, dvs med drygt 2,4 procentenheter. Det har påverkat den korta räntan i ungefär samma utsträckning. Däremot ligger den långa räntan kvar på i stort sett samma nivåer som den gjorde i januari. När man tolkar detta bör man dock betänka att de långa räntorna i omvärlden har stigit under samma period. Det har däremot, för första gången på länge, inte drivit upp de svenska långa räntorna. Marginalen mot Tyskland har istället minskat med ytterligare ca 40 räntepunkter. Det är ett tecken på att trovärdigheten utvecklats bra även i en tid då det internationella ränteläget på den långa sidan utvecklats oförmånligt. Samtidigt finns det, som jag framhöll tidigare, utrymme för fortsatta förbättringar. Därför kan den långa räntan komma att fortsätta ner ytterligare. En statsfinansiell utveckling mot balans är i detta sammanhang fortsatt en nyckelfaktor.

Sänkningen av reporäntan, som skett i relativt snabb takt, har således kunna ske utan att trovärdigheten har ifrågasatts. Den har tvärtom fortsatt att förbättrats. Sannolikheten är därför hög att sänkningen av reporäntan kommer att ha en gynnsam effekt på tillväxten i svensk ekonomi på ett sätt som inte skulle ha varit fallet om trovärdigheten hade påverkats oförmånligt.

Mottagandet bland marknadsaktörer har i allt väsentligt varit bra. Jag har dock sett i något marknadsbrev att det spekuleras i att det numera är konjunkturen och endast konjunkturen - och följaktligen inte

trovärdigheten - som styr penningpolitiken. Tidigare handlade diskussionen typiskt nog ofta om att det enbart var trovärdigheten och kronan, men inte tillväxten, som var styrande. Båda dessa synsätt är missvisande.

Låt mig än en gång påminna om att det är inflationsutsikterna som ligger till grund för penningpolitiska beslut. Grovt sett kan man säga att inflationsutsikterna alltid bestäms av tre faktorer. Dessa är *utbuds- och efterfrågeförhållandena i ekonomin* och *inflationsförväntningarna*. *Kronan* kommer in i bilden genom att den berör båda dessa två. En varaktigt svagare eller starkare krona påverkar efterfrågan i den konkurrensutsatta sektorn och ger därmed upphov till förändringar i det sk. produktionsgapet. Men kronans utveckling är också en indikator på hur inflationsförväntningarna eller trovärdigheten utvecklas. Det är dock inte kronans kortsiktiga rörelser i marknaden som har betydelse, utan mer bestående förändringar.¹

Den förbättrade trovärdigheten har dock inneburit en bättre miljö för penningpolitiken. När inflationsförväntningarna stabiliseras runt inflationsmålet blir den realekonomiska utvecklingen viktigare för inflationsförloppet jämfört med en situation då den väntade inflationen ligger en bra bit över målet och när kronan är starkt undervärderad.

Avslutning

Låt mig avslutningsvis sammanfatta med att säga att tilltron till den ekonomiska politiken har ökat sedan förra årets Penningpolitiska Forum hölls i april 1995. Det har skett genom en kombination av ökat förtroende för konsolideringen av statsfinanserna och genom att Riksbanken visat att inflationsmålet tas på allvar. Det har bl.a. tagit sig uttryck i att korta och långa räntor fallit, avkastningskurvan har inte bara fått en positiv lutning utan att den också har förflyttats nedåt mer eller mindre parallellt. Dessutom har den tidigare undervärderingen av kronan reducerats. Också olika typer av enkätundersökningar tyder på att inflationsförväntningarna kommit ner.

¹ I mitt anförande på Nationalekonomiska Föreningen (den 21 februari 1996) gjordes en mer teknisk genomgång av hur en centralbank som arbetar med ett inflationsmål kan agera, principiellt och praktiskt.

Den tidigare bristande trovärdigheten för svensk ekonomisk politik i stort innebar att den förväntade inflationen låg för högt och att riskerna var påtagliga för att inflationsmålet skulle överskridas. Det ledde till höga marknadsräntor i svensk ekonomi, en starkt undervärderad krona och även till en förhållandevis hög reporänta.

De förändringar till det bättre som skett innebär att förutsättningarna för en uthållig och balanserad tillväxt i svensk ekonomi har ökat. Detta förhållande kommer ofta i bakgrunden i den allmänna diskussionen. Att den internationella konjunkturen svänger upp och ned är inget nytt fenomen, frågan är istället om svensk ekonomi har förmåga att fullt ut dra nytta av det internationell handelsutbytet och få utdelning i form av ökad sysselsättning och stigande realinkomster. På det makroekonomiska planet har förutsättningarna utan tvekan förbättrats avsevärt under det senaste året. Även när det gäller ekonomins struktur har många åtgärder som går i rätt riktning vidtagits sedan slutet av 1980-talet. Nu pågår också en diskussionen om hur arbetsmarknadens funktionssätt kan förbättras. Med tanke på den höga arbetslösheten och de för höga löneökningarna i den senaste avtalsrörelsen är det rimligt att fokusera diskussionen på just detta.

Från januari har Riksbanken kunnat dra ner reporäntan i relativt snabb takt utan att det påverkat förtroendet för penningpolitiken i negativ riktning. Tvärtom ser inflationsförväntningarna ut att alltjämt justeras nedåt, såsom de framkommer i olika enkäter. Även Riksbanken bedömning av inflationsutsikterna för de närmaste åren, som också inkluderar en bedömning av den realekonomiska utvecklingen, tyder på att vi har goda möjligheter att uppnå inflationsmålet. Det kan således, mot denna bakgrund, även fortsättningsvis finnas ett visst utrymme för lättnader i penningpolitiken.