

# Anförande

Vice riksbankschef Lars Heikensten

---

TORSDAGEN DEN 13 MARS 1997

## Penningpolitiken och samhällsekonomin

Svenska Kommunförbundets och Landstingsförbundets  
Penning- & kapitalmarknadsdag 1997

Låt mig börja med att tacka för att jag fått komma hit och tala om penningpolitiken.

Idag tänker jag ta upp tre olika aktuella penningpolitiska frågeställningar:

- Först tänker jag säga några ord om det aktuella penningpolitiska läget. I detta sammanhang tänker jag kommentera betydelsen av temporära effekter inte bara för prisutvecklingen under senare tid utan också mer principiellt.
- Därefter tänker jag tala om sysselsättningsfrågan. Vilken roll kan penningpolitiken spela när det gäller att skapa nya arbeten i Sverige?
- Min tredje punkt rör det regelsystem som styr penningpolitiken. Varför är det en poäng att delegera den penningpolitiska hanteringen och uppgiften att etablera låg inflation till en centralbank? I detta sammanhang tar jag också upp de olika förslag till förändringar Riksbankens regelverk som diskuteras för närvarande.

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

## 1. Inflationen och penningpolitiken

Prisstabilitet är Riksbankens övergripande mål och vi har preciserat målet så att konsumentprisindex får öka med 2 procent med ett toleransintervall på 1 procentenhet. Penningpolitiken påverkar inflationen med full effekt först efter ett till två år. Fokus i den fortsatta diskussionen måste därför vara inställt på den *framtida* inflationen. Låt mig dock först säga något om inflationen under det gångna året.

### *Inflationen och de temporära effekterna*

Riksbanken använder konsumentprisindex som inflationsmål i huvudsak för att KPI är ett välkänt mått som publiceras månadsvis med kort eftersläpning och som dessutom sällan revideras. Att använda konsumentprisindex som målvariabel kan dock skapa vissa pedagogiska problem för penningpolitiken. Det gångna året är ett exempel på detta. Den låga inflationstakten var i huvudsak en följd av engångseffekter. Saneringen av statsfinanserna och ett ökat förtroende för den förda ekonomiska politiken bidrog till en starkare krona. Det blev möjligt att sänka styrräntorna med nästan 5 procentenheter under 1996.

Sammantaget bidrog sänkta räntekostnader och den starkare kronan till att minska KPI med omkring 1 procentenhet under 1996.

I några länder med inflationsmål har man valt att exkludera olika komponenter från KPI när man utvärderar inflationsmålet, t.ex. indirekta skatter och subventioner eller räntekostnader för egna hem. Mot denna bakgrund kan det finnas skäl att ställa frågan om KPI är det lämpligaste måttet att använda som målvariabel och om inte något mått på den underliggande inflationen hade varit att föredra.

En fördel med att fokusera mer på ett enda underliggande mått är att det skulle kunna underlätta Riksbankens kommunikation med allmänheten och göra penningpolitiken mer tydlig. Analys och debatt skulle bli fokuserad på faktorer som penningpolitiken påverkar.

Detta förutsätter dock att det finns ett underliggande mått som kan ta hänsyn till alla tänkbara temporära effekter. Det är svårt att konstruera ett sådant mått. Att i förväg specificera alla omständigheter som man måste ta hänsyn till för att få det mått som bäst speglar underliggande inflation är ingen enkel uppgift. En nackdel med underliggande mått är också att man riskerar att förbise väsentlig information

om inflationsprocessen. T.ex. är prisutvecklingen på importerade varor en del av den inhemska inflationsprocessen eftersom den påverkar prisbildningen i handeln.

Nackdelarna med att övergå till ett underliggande inflationsmått som målvariabel för Riksbankens penningpolitik är med de kunskaper vi idag har större än fördelarna. Men som framgått av ovanstående beskrivning kan tillfälliga orsaker få stora effekter på KPI. Det är därför viktigt att följa mått på den underliggande inflationen som uppvisar stabilitet över tiden. Hur den underliggande inflationsprocessen utvecklas spelar en viktig roll för de penningpolitiska beslut som Riksbanken fattar.

#### *Gradvis återhämtning*

Ur tillväxtskympunkt var 1996 ett svagare år än 1994 och 1995. Bakom uppbromsningen av tillväxten låg framförallt en kraftig lageravveckling och en krympande offentlig verksamhet. Även den privata inhemska slutliga efterfrågan ökade dock något långsammare under 1996. Återhämtningstendenserna i ekonomin är nu tydliga. Tillväxten i exporten är fortsatt hög, och vi kan nu skönja tendenser till att även den privata konsumtionen börjar öka i snabbare takt.

Hur kommer då inflationen att utvecklas under de närmaste åren? Riksbankens bedömning är att det idag finns lediga resurser i den svenska ekonomin. Även om tillväxten ökar under 1997 och 1998 är det osannolikt att de lediga resurserna kommer att tas i anspråk i en sådan utsträckning att inflationsmålet äventyras.

Inflationsscenarioet i den senaste inflationsrapporten beskriver en gradvis uppgång av inflationen under de närmaste åren. Ökningen av inflationen beror framför allt på att de tillfälliga effekter som hållit ned inflationen under 1996, d.v.s. effekterna av lägre räntor och en starkare krona, värker ut. Den registrerade KPI-inflationen bedöms då successivt närma sig ekonomins underliggande trendmässiga inflationstakt, vars nivå under de närmaste åren i stort sett bedöms stämma överens med inflationsmålet.

#### *Lägre inflationsbenägenhet*

Den information om prisutvecklingen och ekonomin i övrigt som kommit under de senaste månaderna förstärker bilden av ett lågt pristryck i ekonomin. I denna mening har förutsättningarna för att klara inflationsmålet förbättrats. Mot detta står en svagare växelkurs, som redan stimulerat ekonomin en del.

Inflationsutsikterna och det faktum att den statsfinansiella utvecklingen går åt rätt håll med snabba steg talar för att det finns utrymme för en nedgång i de långa räntorna. Dessutom talar underliggande ekonomiska faktorer för att kronan blivit undervärderad efter den senaste tidens försvagning och att den bör appreciera.

Hur ska växelkursen hanteras i penningpolitiska beslutssituationer? Erfarenheter från senare år tyder på att genomslaget från en kronförsvagning i inhemska priser är begränsat. Men den inhemska efterfrågan har varit låg. Om det finns ett stabilt förtroende för prisstabilitetspolitiken har en växelkursförsvagning i allmänhet endast kortvariga effekter på prisutvecklingen. Det är först när växelkursförsvagningen ger en varaktig expansiv effekt på ekonomin som påverkar underliggande inflation, eller om inflationsförväntningarna stiger, som försvagningen kan utgöra ett problem för penningpolitiken.

En viktig faktor när det gäller att bedöma det framtida inflationshotet är utvecklingen av ekonomins inflationsbenägenhet. Denna förefaller ha minskat under senare år. Med begreppet inflationsbenägenhet menar Riksbanken olika faktorer som kan leda till att inflationsprocessens struktur ändrats. Om t.ex. konkurrensen i vissa delar av handeln har skärpts, så att prisökningarna vid en konsumtionsuppgång är mindre än tidigare, har ekonomins inflationsbenägenhet minskat. Nedgången av marknadens inflationsförväntningar och den högre acceptansen för Riksbankens inflationsmål utgör exempel på faktorer som kan ha bidragit till att inflationsbenägenheten minskat. En annan orsak till att inflationsbenägenheten har minskat kan vara lägre inflation i sig. Låg inflation underlättar för hushåll och företag att jämföra priser. Det blir lättare att upptäcka prishöjningar och svårare för producenter att höja priserna utan att det skett en relativprisförändring. Hur det förhåller sig med detta är en av de viktigaste frågorna för Riksbanken att försöka reda ut och något vi återkommer till senare i år.

Sammantaget talar den bild som avtecknar sig för svensk ekonomi för att penningpolitiken är väl avvägd. Stora förändringar har bl.a. skett i reporäntan under det gångna året. Det behövs tid för att utvärdera effekterna av dessa. Till bilden hör också utvecklingen på de finansiella marknaderna under de senaste månaderna. Den motiverar också en viss försiktighet i penningpolitiken.

## **2. Sysselsättningen och penningpolitikens möjligheter**

Den låga inflationen har under de senaste åren gått hand i hand med en hygglig tillväxt. Sedan 1994 har ekonomin växt med i genomsnitt 2,7 procent per år, vilket

är mer än vad som varit normalt under de senaste decennierna. Att tillväxten varit hög är i och för sig inte så konstigt givet det låga kapacitetsutnyttjandet i utgångsläget. Vad som är mer förvånande - och samtidigt oroväckande - är att återhämtningen i sysselsättningen verkar gå betydligt trögare än återhämtningen i den samlade produktionen.

Svårigheten att generera nya arbetstillfällen är på intet sätt ett unikt svenskt problem utan ett problem som vi har gemensamt med stora delar av Europa. Kontrasten är i detta avseende stor jämfört med USA. Även i Europa finns undantag, exempelvis Holland under de senaste decenniet. Detta pekar på att det finns botemedel mot den höga arbetslösheten, även om det naturligtvis inte är säkert att andra länders lösningar i sin helhet alltid passar svenska förhållanden.

Diskussionen om den höga svenska arbetslösheten är idag intensiv. Jag tänker här inrikta mig på att principiellt försöka beskriva vad penningpolitiken *kan* uträtta och vad den inte har förutsättningar att åstadkomma.

#### *Begränsat utrymme på längre sikt*

När man analyserar penningpolitikens möjligheter att påverka sysselsättningen är det naturligt att göra en distinktion mellan kort och lång sikt. De flesta är överens om att man med hjälp av penningpolitik kan påverka produktion och sysselsättning på *kort sikt*. En viktig anledning till att penningpolitiken - i varje fall i princip - kan påverka sysselsättningen i detta tidsperspektiv är att det finns trögheter i pris- och lönebildningen. Exempelvis kan ett avtal om låga löneökningar ha slutits under förväntningar om en viss inflation. När penningpolitiken görs mer expansiv och inflationen skjuter fart blir de reala lönekostnaderna lägre än väntat. Det blir då mer lönsamt för företagen att nyanställa och sysselsättningen stiger. På kort sikt kan man alltså förvänta sig att det finns ett utbytesförhållande mellan inflation (eller hur expansiv penningpolitiken är) och sysselsättning (eller arbetslöshet). (*Se figur*).

Att det finns ett sådant utbytesförhållande på kort sikt betyder emellertid inte att det kan utnyttjas för att *varaktigt* höja sysselsättningen. Anledningen är att ekonomiska aktörer (företag, arbetstagare etc.), normalt ändrar sina förväntningar om den framtida inflationen då den faktiska inflationen förändras. Det innebär t.ex. att nästa gång löneavtal sluts kan löntagarna komma att kräva kompensation för en högre förväntad inflation. När förväntningarna ändras är utbytesförhållandet mellan inflation och arbetslöshet inte längre stabilt.

Detta är inte så svårt att åskådliggöra intuitivt. Det är lätt att tänka sig att om inflationen normalt är 5 procent ökar sysselsättningen om inflationen stiger till 10 procent, eftersom detta leder till minskade reala lönekostnader för företagen. I figuren rör man sig från A till B. Så småningom kommer dock 10 procents inflation att uppfattas som normalt och lönekraven kommer att utgå från denna nivå. Med högre nominella löneökningar ökar reallönerna åter och arbetslösheten tenderar att gå tillbaka till ursprungsnivån. I figuren rör man sig från B till C. För att kunna höja sysselsättningen krävs nu att inflationen ökar till säg 15 procent, och förloppet upprepas än en gång. Det enda man i slutänden åstadkommit är en genomsnittligt högre inflation.

Den nivå på arbetslösheten till vilken ekonomin återvänder när inflationsförväntningarna anpassats brukar kallas jämviktsarbetslösheten och bestäms av faktorer av strukturell natur som demografisk och teknologisk utveckling och institutionella förhållanden på arbetsmarknaden, dvs. faktorer som inte kan påverkas med penningpolitik. Den viktiga slutsatsen av detta är att det inte går att *varaktigt* uppnå en låg arbetslöshet genom att acceptera en *permanent* hög inflation. Under gynnsamma omständigheter, som jag strax skall återkomma till, kan penningpolitiken ge ett bidrag till ekonomins återhämtning, men om arbetslöshetsbilden ska kunna förbättras påtagligt krävs åtgärder inom många andra områden främst rörande arbetsmarknadens funktionssätt och lönebildningen.

#### *Vad bör penningpolitiken inriktas på?*

Om centralbanken inte varaktigt kan "skapa sysselsättning" vad bör då vara dess huvudsakliga uppgift? Centralbanken kan genom en lämpligt avvägd penningpolitik välja, eller åtminstone i hög grad påverka, vilken inflation som etableras i ekonomin och som kommer att ligga till grund för ekonomiska beslut hos hushåll och företag. Naturligtvis påverkas prisökningarna av många andra faktorer som konjunkturläget, finanspolitikens inriktning, lönebildningen etc. Men inflation är ett monetärt fenomen och ytterst kan Riksbanken, genom att kontrollera tillgången på pengar i vid mening, på längre sikt också styra penningvärdets utveckling och inflationen.

Uppfattningen att centralbankens huvudsakliga uppgift bör vara att upprätthålla prisstabilitet kan idag sägas ha vunnit allmänt gehör. Genom att en låg och stabil inflation bidrar till att förbättra marknadernas funktionssätt, verkar det rimligt att penningpolitiken därmed också indirekt främjar tillväxt och sysselsättning. När

hushåll och företag fattar ekonomiska beslut har de ju en osäkerhetsfaktor mindre - inflationsutvecklingen - att bekymra sig om.

Att penningpolitiken inte kan påverka sysselsättningen på lång sikt och att den bör inriktas på att upprätthålla prisstabilitet hindrar inte att dess förmåga att på kort sikt påverka produktion och sysselsättning ibland kan utnyttjas i konjunkturstabiliserande syfte. Penningpolitiken kan bidra till en återhämtning i ekonomin i den mån detta låter sig göras utan att prisstabiliteten hotas. Problem kan emellertid uppstå om penningpolitiken anses vara inriktad på att *i första hand* stabilisera sysselsättningen. Som vi tidigare sett spelar allmänhetens förväntningar en stor roll i inflationsprocessen. Om allmänheten förväntar sig att penningpolitiken är inriktad på att i första hand stabilisera sysselsättningen kommer löntagare och företag inte att uppfatta överdrivet höga löneökningar som så allvarliga eftersom man räknar med att statsmakterna alltid kommer att stimulera efterfrågan om sysselsättningen hotas.

Utvecklingen i Sverige under 1970- och 80-talen är ett illustrativt exempel på de problem som kan uppstå. Löne- och prisstegringarna låg under denna period systematiskt över utlandets, vilket gjorde att återkommande kostnadskriser och problem med konkurrenskraften uppstod. En viktig orsak till att lönestegringarna inte i högre grad anpassades till de utomlands var att löntagare och företag räknade med att regering och Riksbank till slut skulle "lösa ut" dem med en devalvering, vilket också skedde. Inflationsförväntningarna kom därmed att i förväg anpassas till ett väntat ekonomisk-politiskt reaktionsmönster, där höga pris- och löneökningar accepterades eller släpptes fram genom nedskrivningar av kronan. Starka inflationsmekanismer kom på så sätt att byggas in i ekonomin. Som utvecklingen under de senaste åren visat är det svårt att bryta ned dessa när de en gång väl har etablerats.

### **3. Penningpolitikens regelverk**

Erfarenheterna visar att det inte räcker med stolta deklARATIONER från politiska beslutsfattare om att de ska värna ett stabilt penningvärde eller att de inte tänker anpassa politiken till alltför höga löneökningar. Sådana hade vi gott om på 80-talet. En möjlighet att öka trovärdigheten, som erfarenhetsmässigt har visat sig fungera väl och som fått stöd i nationalekonomisk teori, är att demokratiskt valda organ delegerar penningpolitiken till en centralbank och ger denna i uppgift att inom tydliga, givna ramar värna penningvärdet. Centralbanken ges den fulla kontrollen över de instrument, i huvudsak den korta räntan, som används för att försöka uppfylla det givna målet. Med denna uppläggning minskar utrymmet för kortsiktiga

försök att höja sysselsättningen liksom risken för att inflationsmekanismer slår rot i ekonomin. Därmed minskar också risken för att vi får återuppleva en utveckling i linje med den under början av 90-talet, när inflationsbubblan sprack och arbetslösheten ökade.

#### *Trovärdighet ger större handlingsfrihet*

Det kan vara värt att understryka att ett system där prisstabiliteten delegerats till centralbanken på ett trovärdigt sätt kan ge fördelar i form av ökad ekonomisk-politisk handlingsfrihet, något som i förstone möjligen kan tyckas paradoxalt. Om allmänheten litar på centralbanken kan det bli möjligt att i lågkonjunkturer lätta på penningpolitiken utan att inflationsförväntningarna och de långa räntorna drivs upp, eftersom alla räknar med att politiken kommer att stramas åt innan inflationen tar fart. Något av detta har vi fått se i Sverige under det senaste året.

I ett system med låg trovärdighet kan en lättnad av penningpolitiken uppfattas som ett tecken på att inflationen varaktigt kommer att stiga till en högre nivå. Detta kan i sin tur skapa självuppfyllande förväntningar och framtida problem när inflationen på nytt ska bringas under kontroll. Av förklarliga skäl upplevs risken för detta speciellt stor i ekonomier som under lång tid haft en hög inflation. En mer oberoende centralbank har alltså större möjlighet inte bara att upprätthålla en lägre inflation utan också att ibland föra en i någon mån konjunkturstabiliserande politik (även om problemen med en "finjusterande" stabiliseringspolitik inte ska underskattas). Ett exempel är den tyska centralbanken, som under ett antal decennier kunnat sänka den korta räntan ganska snabbt och kraftigt i lågkonjunkturer.

Kanske kan det vara på sin plats att understryka att trovärdighet och för den delen oberoende kan uppnås på olika vis. I en del länder har regelverken på senare tid tydliggjorts så att de är väl anpassade till den syn jag här argumenterat för. Nya Zeeland är ett sådant. I andra länder t.ex. USA har politiken bedrivits så att den inom det sedan länge etablerade regelverkets ramar gradvis har kommit att åtnjuta allt större förtroende. Som jag ser det är regelverket viktigt, det avspeglar den allmänna uppslutningen kring penningpolitiken och kan innebära en "genväg" till förtroende. Men i demokratiska samhällen vilar penningpolitiken ytterst på att det finns ett folkligt stöd. Det är bl.a. därför viktigt för Riksbanken att arbeta på ett sådant sätt att förtroende för prisstabilitetspolitiken skapas. Detta handlar bl.a. om att ha en tydlig tankeram som kan utvärderas och om att föra en öppen diskussion om penningpolitikens inriktning.



*Delegerat ansvar under demokratisk kontroll*

Ett argument som då och då dyker upp i debatten om penningpolitiken är att det skulle vara odemokratiskt att delegera penningpolitikens utformning till en självständig centralbank. Detta är som jag ser det fel. Riksbanken är underställd riksdagen. Riksdagen har självklart möjlighet att sätta det mål som man anser att Riksbanken ska uppfylla. Dock, och det kan vara värt att betona, är det av naturliga skäl olämpligt att Riksdagen sätter upp mål som Riksbanken inte har förutsättningar att uppfylla, såsom att - som vi tidigare sett - varaktigt "skapa sysselsättning". När målet för Riksbanken är uppsatt - men först då - blir det möjligt att följa upp verksamheten på ett effektivt sätt. Det är viktigt att inse att en delegering av penningpolitiken till en självständig centralbank är ett sätt att skapa förtroende för att den politik som statsmakterna vill föra verkligen kommer att bedrivas.

Regelverket när det gäller penningpolitiken kommer under de närmaste åren att ändras. Sverige har genom att ställa sig bakom Maastrichtfördraget förbundit sig att ändra regelverket för bl.a. Riksbankschefens ställning. Han eller hon ska bara kunna avsättas om det finns uttryckliga skäl som grov misskötsel etc. Riksbanken ska inte heller kunna ta emot direktiv från någon annan som t.ex. regeringen annat än genom lag. Det förefaller också klart att målet för Riksbanken ska regleras i lag och vara prisstabilitet. Frågan om vilka som får väljas in i Riksbankens fullmäktige måste ses över. I Sverige har vi aktiva riksdagsmän i fullmäktige. Det är helt emot traditionerna i Centraleuropa.

Riksbanken skiljer sig från flertalet av centralbankerna i Europa genom att vi har det formella ansvaret för valutapolitiken. I EU-samarbetet har detta av regeringen ansetts vara ett problem. Därför tillsattes den sk. valutakompetensutredningen. I ljuset av den diskussion jag just fört är dess slutsatser inte bra. Förslaget att flytta över ansvaret för valutapolitiken från Riksbanken till regeringen gör det svårare för Riksbanken att effektivt värna penningvärdet och därmed att bidra till ett gynnsamt ränteläge och att - när så är möjligt med bibehållen prisstabilitet - stimulera konjunkturen och sysselsättningen.

I en värld med fria kapitalrörelser finns det en direkt koppling mellan penning- och valutapolitiken. Det innebär att det kan uppstå målkonflikter mellan de två politikområdena. Om regeringen genom att fatta beslut om valutakursen kan påverka Riksbankens möjlighet att klara inflationsmålet kan det dessutom uppstå oklarheter om vem som har ansvar för den förda penningpolitiken.

Det kan enligt min uppfattning - även om också detta ifrågasätts av en del ekonomer - vara rimligt att regeringen bestämmer vilken typ av växelkurssystem Sverige skall ha i förhållande till andra EU-länder, om kronan skall ingå i den europeiska växelkursmekanismen eller flyta. Här finns en nära koppling till det regelverk som gäller inom EU i övrigt och frågan är dessutom i högsta grad politisk. Men inom ett givet växelkurssystem bör Riksbanken fatta beslut om vilken kurs kronan skall ha eller inom vilka band kronan skall få röra sig. Dessa beslut kan ske efter informationsutbyte med regeringen, men det bör ytterst vara Riksbanken som har att tolka om de är förenliga med prisstabilitet eller ej. Vid rörlig växelkurs bör politiken bedrivas med inflationsmål som idag och några möjligheter för regeringen att påverka växelkurspolitikens utformning bör inte finnas.

Den demokratiska kontrollen är viktig. Men den bör ske via Riksbankens huvudman riksdagen på vars uppdrag penningpolitiken bedrivs. Det bör noteras att i extrema situationer, då prisstabilitetsmålet tillfälligt kan behöva åsidosättas (vid t.ex. en kraftig oljeprischock), kan såväl regeringen som Riksbanken vända sig till Riksdagen och föreslå en lagändring när det gäller Riksbankens målsättning. På så vis kan på ett tydligt sätt den demokratiska kontrollen av penningpolitiken säkerställas.