

Anförande

Vice riksbankschef Lars Heikensten

MÅNDAG DEN 26 MAJ 1997

Den penningpolitiska tankeramen

Penningpolitiskt Forum, Stockholm

Den ekonomisk-politiska utvecklingen under de första åren på 1990-talet har präglats av sviterna efter 1980-talets överhettning. I början av 1993 - efter det att kronan fallit - klargjorde Riksbanken sin ambition att uppfylla ett inflationsmål. En viktig uppgift har sedan dess varit att förankra låginflationspolitiken i det svenska samhället och tydliggöra de principer som väglett penningpolitiken.

Vi tycker oss nu ha kommit en bra bit på väg i arbetet med att säkra låg inflation. Samtidigt har stödet för låginflationspolitiken ökat. Regering och riksdag har ställt sig bakom politikens uppläggning och nyligen har förslag lagts bl.a. om att lagstadga om prisstabilitet som mål för Riksbanken. Mot denna bakgrund kan det nu vara på sin plats att försöka tydliggöra och vidareutveckla den tankeram Riksbanken arbetar med. För att bidra till en sådan mer principiell diskussion om penningpolitikens uppläggning ska jag idag ta upp fyra frågeställningar:

1. Först tänker jag säga något om hur jag ser på *sambandet mellan prisstabilitet och tillväxt i olika tidsperspektiv*. En fråga jag kommer att uppehålla mig en del vid är hur denna avvägning ser ut i det korta tidsperspektivet.
2. Därefter skall jag diskutera hur *osäkerhet och den grad av trovärdighet* som penningpolitiken är förknippad med påverkar politikens uppläggning. Dessa två aspekter spelar i praktiken en stor roll för penningpolitikens uppläggning.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

3. Den tredje frågan gäller *växelkursen*. För små öppna ekonomier är den en av de viktigaste bestämningsfaktorerna för inflationen samtidigt som den också är en viktig mått på hur stabil den ekonomiska politiken upplevs vara. Hur förändringar i växelkursen skall hanteras när penningpolitiska beslut fattas har varit en viktig penningpolitisk fråga i Sverige under senare år.

4. Slutligen skall jag ta upp frågan om *hur det penningpolitiska målet har definierats och bör tolkas*.

1. Sambandet inflation/tillväxt

Riksbankens centrala uppgift är att uppnå och bevara prisstabilitet, vilket ska tolkas som att hålla prisökningstakten på en låg och stabil nivå. Bakom denna syn på penningpolitikens roll ligger insikten att tillväxt och sysselsättning på sikt inte kan åstadkommas via en inflationistisk politik. Det är andra faktorer; teknologisk utveckling, ekonomins funktionssätt, befolkningsutveckling etc. som avgör tillväxten.

Försök att kortsiktigt stimulera ekonomin genom att släppa fram högre inflation tenderar att slå tillbaka på längre sikt. Det visar de svenska erfarenheterna från de senaste decennierna, men också erfarenheter i andra länder. Ekonomins aktörer genomskådar politiken, reviderar upp lönekrav och höjer priser. När hänsyn tas till inflationsförväntningar blir resultatet av en inflationistisk politik normalt en sämre snarare än en bättre ekonomisk utveckling.

Penningpolitikens bästa bidrag till en god tillväxt på lång sikt är att se till att en miljö med stabila priser skapas och upprätthålls. Inom dessa ramar kan en centralbank stödja den allmänna ekonomiska utvecklingen. På kort sikt kan det finnas möjlighet att med penningpolitiska medel påverka aktivitetsnivån i ekonomin. För att detta skall vara möjligt krävs dock att penningpolitikens mål i grunden är trovärdigt.

En centralbank bör ha ett tydligt övergripande mål, prisstabilitet. Givet de tidsfördröjningar som finns inom penningpolitiken tar det mellan ett och två år innan effekterna av en ränteförändring slår igenom fullt ut på inflationen. Därför måste politiken styras av den prognosticerade inflationen och inte av inflationen i dagsläget. Om en inflationsprognos för de kommande två åren visar att inflationsmålet riskerar att missas, ska styrräntan förändras så att inflationen förs tillbaka i linje med målet.

Om inflationen väntas vara lägre än målet finns det utrymme för penningpolitiken att i praktiken ta aktivitetsnivån i beaktande. Riksbanken kan då dra ned räntan och på så sätt tillfälligt stimulera produktion och sysselsättning. På samma vis kommer räntorna normalt att behöva höjas i situationer där den framtida inflationen tenderar att bli för hög till följd av ett alltför högt resursutnyttjande.

När en inflationsprognos visar att inflationen framöver inte verkar bli i nivå med målet måste alltså politiken läggas om. I dessa situationer finns det ett avvägningsproblem. Frågan är nämligen hur kraftfull ränteomläggningen bör vara. Om den är dramatisk kan anpassningen av inflationstakten till den målsatta bli snabbare, men återverkningarna på kort sikt i form av fluktuationer i produktion och sysselsättning blir då också troligen större.

Resonemanget kan åskådliggöras i en enkel figur. (Figur 1) Genom att inte välja räntebana 1 utan bana 2 blir anpassningen till inflationsmålet något långsammare, men i gengäld blir också utvecklingen i ekonomin mindre ryckig.

Det faktum att Riksbanken - när prisstabilitetsmålet infördes 1993 - valde att skjuta på tillämpningen i ca. 2 år, utvärdering skulle ske först när de direkta effekterna av kronförsvagningen klingat ut 1995, kan sägas ha varit ett sätt att beakta ovanstående resonemang. Under senare år har dock annars denna typ av överväganden inte spelat en så framträdande roll. Till detta finns det flera samverkande förklaringar. Det penningpolitiska arbetet har hittills i hög grad varit inriktat på att etablera låginflationsregimen och skapa förståelse för denna. I praktiken begränsas också utrymmet för penningpolitiska beslut av "fine-tuning karaktär" i hög grad av den osäkerhet som råder bl.a. om den framtida utvecklingen och av graden av trovärdighet för låginflationspolitiken.

2. Osäkerhet och trovärdighet

Det finns flera olika slags *osäkerhet*, som i praktiken spelar stor roll för penningpolitiken och för den snabbhet och omfattning med vilken förändringar i styrräntorna genomförs:

- En första typ av osäkerhet har att göra med ekonomins *grundläggande mekanismer*. Vilken modell för ekonomin ska vi använda vid analysen? Ett huvudproblem har under senare år varit att övergången till låg inflation och rörlig växelkurs i sig kan ändra modellsambanden.
- En annan typ av osäkerhet gäller tolkningen av den *nya information* som hela tiden kommer in. Viktigt i detta sammanhang är att bedöma vilka effekter en störning eller chock får, vilket bl.a. hänger samman med om den är permanent eller temporär.
- Slutligen råder det osäkerhet om *effekten av de åtgärder* Riksbanken kan vidta; i praktiken ändringar av styrräntorna. Frågan är hur den så kallade transmissionsmekanismen ser ut och på vilken tidssikt ränteändringar påverkar inflationen.

Om en centralbank överskattar avvikelsen från inflationsmålet eller underskattar effekten av en förändring i sin policyränta, finns det en risk för att den höjer eller sänker räntorna för mycket. I en sådan situation kan politiken till slut komma att vara överdrivet restriktiv eller expansiv och det kan bli nödvändigt för central-

banken att svänga om i motsatt riktning. Detta kan skapa instabilitet och förstärka de cykliska svängningarna. Därför synes det finnas skäl att gå fram med viss försiktighet när politiken förändras. Centralbanker tenderar också i allmänhet att justera räntorna i relativt små steg.

Slutsatsen att en centralbank bör gå försiktigt fram är dock inte självklar. Frågan är hur marknadens aktörer tolkar ett visst beteende. Aldrig så små förändringar i styrräntorna, som tolkas som första steget i politikomläggning, kan få stora genomslag (Jfr. Federal Reserves höjning februari 1994) Någon självklar, enkel handlingsregel finns därför sannolikt inte. Centralbankens uppgift är rimligen att så tydligt det går redovisa både sina långsiktiga planer och den osäkerhet som finns i bedömningen.

Det sätt på vilket styrräntorna ändras har också att göra med *trovärdighet och taktik*. Om full trovärdighet för penningpolitiken och låginflationsregimen inte uppnåtts är det naturligt att detta påverkar den takt med vilken räntorna sänks eller höjs. I situationer av det här slaget kan resultatet bli att centralbanken kommer att ha sin styrränta på antingen en för hög eller en för låg nivå jämfört med vad som skulle varit motiverat i en miljö med hög trovärdighet.

Utvecklingen under 1996 kan illustrera effekterna på politiken både av osäkerhet och bristande trovärdighet. I början av året bedömde Riksbanken att aktiviteten i ekonomin var avtagande och att inflationstrycket föll. Både efterfrågesituationen och de indikatorer som fanns på inflationsförväntningarna pekade i samma riktning. (Figur 2) De inflationsprognoser som gjordes av privata aktörer var dock fortfarande inte helt i linje med Riksbankens mål. Riksbankens bedömning var dock att det i detta läge fanns utrymme att börja sänka räntan utan att hota inflationsmålet.

Inledningsvis valde Riksbanken att sänka reporäntan med jämna intervall på 25 punkter. (Figur 3). Försiktigheten motiverades av att vi ville få in ytterligare information som kunde bekräfta vår bild av ett fallande inflationstryck. Dessutom bedömde vi att det var angeläget att inte sänkningarna skulle tolkas av marknaden som ett uttryck för att Riksbanken hade börjat "tumma på" inflationsmålet, med möjliga negativa effekter på i första hand de långa räntorna och kronan. Serien av små sänkningar i reporäntan fortsatte till slutet av året, då räntan sänkts till 4,10 procent dvs. med sammantaget 4,81 procentenheter. Under våren kom ny information som understödde den ljusare bilden; inflations- och budgetsiffrorna förbättrades successivt samtidigt som politiken i stort snarast föreföll bli alltmer stabil. Detta "backade upp" penningpolitiken.

Dessa händelser är ett exempel på hur svårigheten att tolka inkommande information kan hanteras. Riksbankens politik bygger på prognoser, som med nödvändighet är osäkra, och måste dessutom utformas så att den uppfattas som långsiktigt konsekvent och trovärdig.

Slutsatsen är att det kan finnas skäl och utrymme för Riksbanken att inom ramen för en politik med prisstabilitet som mål beakta den realekonomiska utveck-

lingen. I själva verket ligger denna möjlighet inbyggd i penningpolitikens uppläggning med ett inflationsmål. I praktiken begränsas emellertid möjligheterna till en aktiv stabiliseringspolitik av den allmänna osäkerhet som råder.

3. Växelkursen

I små öppna ekonomier har växelkursen stor betydelse för inflationen. På samma gång är det en variabel som har fluktuerat mycket under senare år av skäl som inte alltid varit lätta att förutse och tolka.

Hur förändringar i växelkursen skall hanteras i den praktiska politiken beror framförallt på hur bestående en växelkursförändring bedöms bli. Mer varaktiga förändringar som får effekt på inflationbedömningen måste självfallet beaktas. För att kunna ta ställning till graden av varaktighet och vad som är en rimlig reaktion är det normalt nödvändigt att veta vad som orsakat förändringen. Flera olika fall kan urskiljas:

1. En nominell förändring i växelkursen kan vara en följd av en förändring i den *reala jämviktsväxelkursen*. Detta fall är i princip enkelt att hantera eftersom det normalt inte leder till en ändrad inflationsbild och därmed inte föranleder några särskilda policyåtgärder. Förändringar i den reala jämviktskursen har emellertid inte varit en särskilt vanlig orsak till förändringar i växelkursen under senare år, i varje fall sedan kronan föll i samband med övergången till en rörlig växelkurs 1992.
2. En nominell växelkursförändring kan också ha att göra med en långsiktigt förändrad syn på hållfastheten i den ekonomiska politiken, det som brukar kallas *trovärdighet*. I praktiken är det inte alltid så lätt att urskilja vad som är viktigt för trovärdigheten och olika faktorer kan samverka på ett komplicerat sätt. Två fall kan dock urskiljas:
 - I det första har trovärdighetsproblemen sin primära grund i att det brister i tilltron till *centralbanken som sådan och penningpolitiken*. I det långa perspektivet handlar det då om att etablera ett "track-record". Lagstiftning som säkrar oberoendet kan vara ett viktigt stöd i denna process. På kort sikt är det nog oftast inte mycket annat att göra än att i handling – med räntehöjningar - visa att man håller sig till sitt mål.
 - Svårare att bedöma och hantera är situationer där valutans depreciering är en följd av att *trovärdigheten* för den *ekonomiska politikens mer allmänna inriktning* har försvagats. Investerare på finansmarknaden kan t.ex. anse att risken har ökat för ett regimskifte i framtiden, där prisstabilitetsmålet kan komma att ges upp åtminstone tillfälligt till följd av t.ex. statsfinansiella problem. I Sverige har nog det här varit den vanligaste förklaringen bakom återkommande perioder med växelkursturbulens under 1990-talet. I situationer av den här typen kan penningpolitiken inte själv göra jobbet och vad värre är, kostnaderna av penningpolitiska åtgärder kan i det korta perspektivet bli

betydande. Ändå finns det knappast något annat alternativ för en centralbank än att reagera och höja räntorna och på så sätt markera att den avser att motverka tendenser till inflation. Samtidigt finns det skäl att på andra sätt försöka påverka utvecklingen genom att klargöra vari problemen består, så att finanspolitiken vrids i rätt riktning.

3. Ett annat, ofta kompletterande, skäl till förändringar i den nominella växelkursen kan vara oro eller störningar på de internationella valuta- och kapitalmarknaderna. Om störningar av den här typen kan bedömas vara *rena marknadsfenomen* och därmed också snabbt övergående, bör de knappast spela någon roll för centralbankens beteende. Det är dock inte det vanliga. Vad vi sett på de internationella finansmarknaderna - efter obligationskraschen 1994 eller Mexiko/Barings-oron 1995 - är en interaktion mellan utvecklingsdrag på marknaden i en mer begränsad mening och svaga offentliga finanser eller andra trovärdighetsproblem. Höga internationella räntor och valutaoro har förvärrat problemen med de offentliga finanserna och gjort att ekonomier, som den svenska vid de här tidpunkterna, har rört sig från goda till onda cirklar.

Exempel på hur man skulle kunna analysera växelkursens utveckling i ovanstående termer kan man finna också i det som hänt under det senaste halvåret.

En förklaring till kronans utveckling har att göra med den svenska och de kontinentaleuropeiska ekonomiernas position i konjunkturmått. Under de senaste månaderna har framför allt dollarn och pundet apprecierat relativt de kontinentaleuropeiska valutorna. I USA och Storbritannien har penningpolitiken varit relativt stram. (Figur 4)

Detta är dock inte hela förklaringen. Kronan har också fallit mot de kontinentaleuropeiska valutorna särskilt under vintern och våren. Delvis har detta sammanfallit i tiden med oro när det gäller EMU-processen, möjligen förstärkt i Sveriges fall av att Sveriges position i EMU-frågan är oklar. Därutöver har det funnits en viss osäkerhet kring hållfastheten i den ekonomiska politiken på längre sikt sammanhängande bl.a. med den fortsatt höga arbetslösheten.

De studier som gjorts inom Riksbanken tyder på att det finns ett utrymme för en appreciering för kronan. Förutom att statsfinanserna är i betydligt bättre skick än tidigare (i själva verket är Sverige ett av relativt få EU-länder som enligt EU-kommissionen kan förväntas få ett budgetunderskott 1997 som uppfyller Maastricht-målet med marginal) har Sverige stora överskott i bytesbalansen och den information som finns om den framtida inflationen är dessutom positiv. Trots detta har kronan deprecierat med 6-7 procent i effektiva termer sedan oktober förra året.

Hur skall penningpolitiken hantera en sådan här situation? Vi kan använda "open mouth-operations" och delge marknaden och andra aktörer vår bedömning av vad som har hänt. Kanske kan detta i någon mån påverka utvecklingen. Om en deprecieringsbana inte kan brytas kommer den i sinom tid att få effekter på efterfrågan som Riksbanken måste ta hänsyn till när styrräntorna bestäms. En deprecie-

rande växelkurs är alltså en viktig faktor som kan påverka bedömningen av den framtida inflationen och därmed penningpolitikens inriktning.

4. Målvariabel

Avslutningsvis är det min avsikt att ta upp några olika frågor som har att göra med utformningen och tolkningen av prisstabilitetsmålet. De resonemang jag kommer att föra kan knappast uppfattas som kontroversiella. Även med den allmänna avslutning kring ett prisstabilitetsmål som vi nu fått kvarstår ett antal frågor av mer praktisk natur rörande hur penningpolitiken ska implementeras. Prisstabilitet kan som alla inser definieras på flera sätt med delvis olika konsekvenser för penningpolitikens genomförande.

När man väljer det index med vilket inflationen mäts måste ett antal olika aspekter beaktas. Indexet måste vara någorlunda brett och på så vis ge en bild av prisutvecklingen i ekonomin som helhet. Det är också en fördel om det är väl etablerat och publiceras regelbundet med kort varsel. Till detta kommer att det är önskvärt att det revideras sällan. Alla dessa faktorer talar för att konsumentprisindex (KPI) är lämpligt. Riksbankens inflationsmål har också uttryckts som en förändring i det officiella konsumentprisindexet.

Ett problem med KPI är dock att det påverkas av temporära effekter på inflationen. Exempel på sådana effekter kan vara förändringar i indirekta skatter och subventioner eller i priset på olja. I den utsträckning förändringarna bara får ett direkt första genomslag i prisnivån, men inte bedöms påverka den framtida prisökningstakten, bör de inte föranleda ränteförändringar.

Ett specialfall av de temporära effekterna är vad som händer när Riksbanken själv ändrar sin politik och höjer respektive sänker styrräntorna. Detta påverkar räntekostnaderna för egna hem och får på så vis effekter på KPI. På kort sikt kan därmed ränteändringarna göra det svårare att uppnå målet.

KPI har varierat betydligt mer än de olika mått på underliggande inflation som Riksbanken tar fram. (Figur 5) Ett exempel utgör 1996, när räntorna snabbt togs ned. KPI föll då mycket mer än den underliggande inflationen, vilket hängde ihop med att räntekostnaderna för egna hem minskade. Den årliga inflationen kom därmed att hamna något under den lägre bandgränsen på 1 procent. Samtidigt visar alla indikatorer på underliggande inflation på att den har krupit ned och på senare tid varit relativt stabil i intervallet 1-1,5 procent.

Problemet med de temporära effekterna kan hanteras på olika vis:

1. En möjlighet är att *specificera* tydligt i förväg vilka *avvikelser* från KPI som kan accepteras. Det är den metod som används på Nya Zeeland. Det skulle kunna leda till en större tydlighet. Å andra sidan skulle det blir mindre klart precis hur den målvariabel som gäller är definierad. Dessutom är det svårt att förutsäga alla korrigeringar som skulle kunna vara motiverade och än svårare att kvantifiera de exakta

priseffekterna av dessa. Till slut är det ett problem att korrigeringar av den här typen i så hög grad är beroende av centralbankens egna bedömningar, vilket kan påverka trovärdigheten i negativ riktning.

2. Ett närbesläktat alternativ är att använda något mått på *underliggande inflation* som mål. Det skulle ha fördelen jämfört med det första alternativet att det ger en klar definition av målvariabeln. Det skulle emellertid leda till svårigheter liknande dem som alternativ 1 medför när det gäller problemen med att definiera och kvantifiera effekterna av olika störningar.

3. Ytterligare en möjlighet är att *komplettera KPI med* ett eller flera olika mått på den *underliggande inflationen*. I Kanada är målet formulerat i termer av KPI medan ett mått på den underliggande inflationen - som bättre beskriver inflationsprocessen - är den operativa målvariabeln. I det långa loppet uppnås de slutliga målet genom att det finns en klar koppling mellan detta och det operativa målet. En "mjukare" variant på samma tema är att klargöra hur den praktiska politiken påverkas av den underliggande inflationen, eftersom den ofta kan ge en bättre bild av inflationsprocessen.

Det är viktigt att notera att de stora förändringar som skett i reporäntan och därmed i räntekostnaderna för egnahem under senare år hängt samman med övergången från 1970- och 80-talens höginflationsregim till en regime med prisstabilitet. Fortsatt förtroende för låginflationsregimen innebär att det inte är sannolikt med så stora förändringar i räntekostnadskomponenten i framtiden.

Av vad Riksbanken tidigare sagt i olika sammanhang framgår att det finns pris-effekter, som inte kommer att kunna fångas upp inom bandet, och som vi inte kan eller behöver motverka fullt ut med penningpolitiska åtgärder. Försök att göra så skulle ytterligare kunna destabilisera ekonomin, delvis p.g.a. tidsfördröjningar i penningpolitikens effekter. Därför, om det inträffar oförutsedda störningar, eller skatter och subventioner förändras i samband med t.ex. en stor förändring av skattesystemet, måste vi acceptera att detta får ett omedelbart genomslag i prisnivån. Tillfälliga avvikelser från den målsatta inflationen kommer därmed att kunna ske. Det viktiga vid sådana avvikelser är att föra tillbaka inflationen till målet inom den horisont som penningpolitiken har störst effekter på prisutvecklingen.

Möjligheten att uppnå inflationsmålet påverkas alltså inte bara av hur målvariabeln definieras utan också av vilket tidsperspektiv som används när politiken utvärderas och av hur brett det toleransintervall är som tillämpas. Riksbanken har betonat att man bör se prisstabilitetsmålet i ett årligt perspektiv. Mer precis har definitionen inte varit. När det gäller bandbredden har vi utgått från ett intervall på ### 1 procent, vilket är tämligen normalt bland länder med inflationsmål.

5. Sammanfattning

Politiken med inflationsmål har fungerat väl i Sverige och i övriga länder som valt att arbeta med inflationsmål. Inflationen har blivit låg. Till detta kommer att en

ökad förståelse för en politik inriktad på prisstabilitet har skapats såväl i Sverige som i övriga inflationsmåsländer. Detta är särskilt noterbart eftersom många av de länder som nu arbetar med inflationsmål är just de som tidigare haft inflationsproblem.

När penningpolitik bedrivs med inflationsmål stabiliseras också normalt sett produktions- och sysselsättningsutvecklingen. En ökande efterfrågan innebär exempelvis vanligen också en snabbare prisökningstakt. När inflationsprognoserna visar att inflationen riskerar att överskrida målet är det motiverat att höja styrräntan och att därmed dämpa efterfrågetillväxten.

I praktiken begränsas utrymmet för en aktiv stabiliseringspolitik av den osäkerhet som finns om den framtida inflationsutvecklingen. En annan viktig komplikation har att göra med hur trovärdig politiken är. Med en ökad trovärdighet för penningpolitiken blir utrymmet större både för att snabbt lägga om politiken i en mer expansiv riktning i situationer där efterfrågan viker och för att skjuta på räntehöjningar. Det är bl.a. i detta ljus man bör se åtgärder som stärker en centralbanks oberoende.

Hur växelkursen skall hanteras inom ramen för en politik med inflationsmål är ett viktigt problem. Olika ansatser används i inflationsmåsländerna. Viktigt är under alla omständigheter att bedöma hur varaktig en växelkursförändring kan förväntas bli. Detta förutsätter vanligen en bild av vad som orsakat förändringen. Varaktiga förändringar som påverkar inflationsbedömningen måste alltid beaktas när styrräntorna fastställs. Med en ökad trovärdighet för den ekonomiska politiken i stort blir det här problemet lättare att hantera. Ju större trovärdighet desto mindre blir sannolikt fluktuationerna i växelkursen.

Frågan om hur målvariabeln formuleras och tolkas (bl.a. i förhållande till olika mått som beskriver den underliggande inflationsprocessen) är värd att diskutera. Valet av målvariabel måste ske med hänsyn till flera faktorer. För det första är penningpolitikens möjligheter att exakt förutse och styra inflationen på mycket kort sikt små. För det andra kan ekonomin drabbas av störningar som gör att ett kortsiktigt prisstabilitetsmål kan hamna i konflikt med önskan att stabilisera den reala utvecklingen. För det tredje utgör utfallet av konsumentprisindex inte någon perfekt indikator på den underliggande inflationstakten. Denna problematik hanteras på olika sätt i de länder som har prisstabilitetsmål.

Den svenska penningpolitiken med ett prisstabilitetsmål har varit lyckosam och synes i dagsläget vara väl avvägd med hänsyn till de prognoser som idag görs. Det bör dock inte hindra oss att, mot bakgrund av de erfarenheter som gjorts i Sverige och i andra länder, fördjupa diskussionen om hur penningpolitiken bedrivs.