

Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

ONSDAG DEN 18 FEBRUARI 1998

Fem år med prisstabilitetsmål

Anförande vid Nationalekonomiska Föreningen
den 18 februari 1998

Tack för inbjudan att för fjärde gången få komma till Nationalekonomiska Föreningen och diskutera penningpolitik. Under de år som har gått har jag i tur och ordning diskuterat "Prisstabilitet och penningpolitik" (1995), "Riksbanken och penningpolitiken" (1996) och "Penningpolitiken och arbetslösheten" (1997). Kallelsen till dagens förhandlingar i Föreningen har rubriken "Fem år med inflationsmål". Det har nämligen gått fem år sedan Riksbanksfullmäktige den 14 januari 1993 fattade beslutet att inrikta penningpolitiken i vårt land mot ett uttalat inflationsmål. Beslutet innebar att förändringen av konsumentprisindex från och med 1995 skulle begränsas till 2 procent med ett toleransintervall på plus/minus 1 procentenhet. För 1993 och 1994 skulle penningpolitiken inriktas på att förhindra en uppgång i den underliggande inflationstakten.

Riksbanksfullmäktige fattade beslutet under ganska stor tidspress. Tiden för djupare analys var begränsad. Den fasta växelkursregimen hade tvingats överges den 19 november 1992. Även om man kan konstatera att beslutet var förutseende och att den nya regimen i allt väsentligt så här långt har fungerat bra, finns det skäl att efter fem år beröra några aspekter av den penningpolitiska uppläggningsen. Jag tänker i mitt föredrag här i kväll ta upp följande frågor: Hur är inflationsmålet konstruerat? Finns det anledning att ändra formuleringen av målet? Hur bör penningpolitiken bedrivas för att målet skall nås? I vilken utsträckning kan och bör Riksbanken ta hänsyn till reala faktorer som tillväxt och sysselsättning? Varför är öppenhet och tydlighet viktigt för penningpolitiken? Har inflationsmålet uppfyllts? Därefter kommer jag att kort blicka tillbaka på den förda penningpolitiken för att till sist sammanfatta och se framåt.

Inflationsmålet har djupa historiska rötter

Att inrikta penningpolitiken mot låg inflation, eller prisstabilitet, är ingen ny tanke. Den diskuterades faktiskt redan av den kände svenske nationalekonomen Knut Wicksell. Det för oss här i kväll kanske särskilt intressanta med den diskussionen var att den fördes här i Nationalekonomiska Föreningen och den fördes för i dagarna 100 år sedan. Det var närmare bestämt den 14 april 1898 som Wicksell höll ett föredrag om "Penningröntans betydelse för varupriser". Han föreslog att penningpolitiken borde inriktas på prisstabilitet. Anförandet byggde på ett arbete som publicerats på tyska, men föredraget i Nationalekonomiska Föreningen var första gången han redogjorde för sina idéer för en svensk publik. Wicksell inledde sitt anförande med följande ord:¹

"Många ord behövas icke för att bevisa vigten af, att penningens bytesvärde eller, hvilket är det samma, blott från motsatta sidan sedt, varuprisens allmänna nivå behållas vid en såvidt möjligt fast och oföränderlig höjd. Penningen är ju och blir för hvarje dag alltmera mätaren för alla värden, grundvalen för alla förmögenhetsaftal: alla varor bytas mot penningar, och icke blott detta, utan vi producera endast för att byta och byta mot penningar. Hvad kan då vara viktigare än, att det, som utgör måttstocken för allt annat, sjelft förblir oföränderligt till sin storlek?"

Wicksell fortsatte och framhöll att det var

"temligen säkert, att alla intressen bäst skulle vara betjenta med, om likaren för värdet hölles lika minutiöst oföränderligt som likaren för mått, mål och vikt."

Wicksells viktiga poäng, som även finns beaktad i dagens inflationsmål, var att det är lika viktigt att undvika såväl inflation som deflation. Hans synpunkter kom med tiden att spela en central roll för den nationalekonomiska forskningen och för penningpolitiken på många sätt bl.a. i Sverige.

Drygt trettio år senare, när Sverige tvingades lämna guldmynntfoten i september 1931, deklarerade den svenska regeringen och Riksbanken att målet för penningpolitiken skulle vara att "med till buds stående medel bevara den svenska kronans inhemska köpkraft". Riksbanken blev med detta steg den första centralbank som öppet gjorde prisstabilisering till norm för den förda penningpolitiken.

Mot denna bakgrund kan man säga att Riksbankens beslut i januari 1993 om att införa ett inflationsmål vilade på en solid svensk tradition. Att inflationen i Sverige var ca. 2 procent i genomsnitt per år mellan 1830 och 1970 förstärker ytterligare den slutsatsen.

Jag tror inte man kan sägas förvanska språket om man byter ut ordet *inflationsmål* mot *prisstabilitetsmål*, med tanke på mätfel och annat som konsumentprisindex kan innehålla. Ordet prisstabilitetsmål tycker jag också har en bättre klang och tydligare visar vad dagens mål egentligen handlar om. Det handlar inte om att uppnå en viss inflationstakt, utan snarare om att undvika såväl inflation som deflation, dvs att

¹ Se Jonung (1989) för en fyllig diskussion om Knut Wicksells prisstabiliseringsnorm och förhandlingarna i Nationalekonomiska Föreningen samt om penningpolitiken på 1930-talet.

uppnå och vidmakthålla prisstabilitet. Jag skall därför i fortsättningen använda begreppet prisstabilitetsmål istället för inflationsmål.

Sverige är inte ensamt om att använda ett explicit prisstabilitetsmål. Det gör man också i t.ex. Nya Zeeland, Australien, Kanada och Storbritannien. Men även i de allra flesta andra industriländer inriktas penningpolitiken numera mot prisstabilitet, även om det sker med hjälp av sk. intermediära eller mellanliggande mål såsom fast växelkurs eller penningmängdsmål.

Det är framför allt en växande samsyn inom tre områden som gjort att allt fler länder numera inriktar sin penningpolitik på långsiktig prisstabilitet. *För det första*, har man kommit till insikten att det inte tycks finnas något stabilt långsiktigt utbytesförhållande mellan inflation och reala faktorer som t.ex. produktion och sysselsättning. Penningpolitiken kan endast påverka nivån på inflationen på lång sikt. *För det andra*, är de flesta ense om att i den mån penningpolitiken har någon betydelse för reala storheter över huvud taget, så tycks sambandet vara att prisstabilitet i sig kan bidra positivt till den långsiktiga produktivitetstillväxten. *För det tredje*, anser man att en alltför kortsiktigt inriktad ekonomisk politik tenderar att leda till en trendmässigt högre inflation.

Vid första anblicken förefaller penningpolitik med hjälp av ett prisstabilitetsmål som relativt enkelt. Det handlar i grund och botten om att reglera mängden slutliga betalningsmedel, med hjälp av styrräntan, så att den håller sig på en "lagom" nivå i förhållande till värdet på landets produktion. Men inflationsprocessen är komplicerad och penningpolitikens effekter på ekonomin verkar med lång och varierande eftersläpning. Centralbanken har därmed endast en indirekt kontroll över inflationen. Det reser en hel del frågor om prisstabilitetsmålets praktiska konstruktion.

Utformningen av prisstabilitetsmålet

Utgångspunkter

Vid valet av målvariabel bör ett mått som täcker en så stor del som möjligt av prisbildningen i ekonomin användas. Måttet bör alltså vara relaterat till individers och hushålls välfärd samt vara väl känt. Det bör vidare publiceras regelbundet med liten eftersläpning och inte revideras alltför ofta. Det talar för att konsumentprisindex eller någon variant av detta är att föredra framför andra tillgängliga mått, som t.ex. BNP-deflatoren eller producentprisindex.

Penningpolitiska åtgärder har emellertid begränsade möjligheter att omedelbart motverka tillfälliga prisrörelser som är en följd av störningar av olika slag, som t.ex. plötsliga förändringar i växelkursen, indirekta skatter och subventioner, råvarupriser etc. Drastiska penningpolitiska åtgärder skulle möjligen ha effekt, men de skulle samtidigt destabilisera den reala ekonomin. Därmed är det inte önskvärt att motverka de direkta effekterna av sådana störningar, såvida de inte påverkar inflationsförväntningarna och därmed får mer bestående effekter på den inhemska prisbildningsprocessen. Inte heller är det rimligt att penningpolitiken söker motverka räntans inverkan på t.ex. konsumentpriserna. Det skulle i så fall innebära att penningpolitiken så att säga skulle jaga sin egen svans. Sett över en hel konjunkturcykel tar ränteeffekterna på den uppmätta inflationen ut varandra.

En idealisk målvariabel bör alltså återspegla den långsiktiga och trendmässiga inflationsprocessen, men inte nödvändigtvis temporära prISRörelser. Det är dock svårt att på förhand i olika mått separera tillfälliga prISRörelser från mer varaktiga inflationsimpulser. Därför kan det vara svårt att i förväg veta vilket mått, som i efterhand, visar sig vara det mest lämpliga.

Ytterligare en aspekt på valet av målvariabel är att den också bör medge möjligheter till internationella prisjämförelser.

Varför KPI?

Riksbanken valde ursprungligen konsumentprisindex (KPI) som målvariabel. Jag har redan konstaterat att KPI, eller någon variant på detta mått, är att föredra framför andra redan tillgängliga prisindex. Allmänheten skulle inte känna igen sig om ett mått på den underliggande inflationstakten istället valdes, eftersom det kräver speciella beräkningar för att separera ut tillfälliga prISRörelser. Däremot är det viktigt att i inflationsrapporter mm. analysera olika mått på den underliggande inflationen för att fördjupa förståelsen och kunskapen kring temporära effekter i inflationsprocessen. Steg i den riktningen togs i inflationsrapporten i december när ett särskilt avsnitt infördes om de temporära effekterna och genom att ett särskilt diagram publicerades för prognosen för ett av de olika måtten på den underliggande inflationen, som Riksbanken arbetar med. Det är som sagt den långsiktiga och trendmässiga inflationsprocessen som bör stå i förgrunden när penningpolitiken läggs upp.

Inte heller finns skäl att i dagsläget byta till det harmoniserade indexet för konsumentpriser (HIKP), vars syfte är att bli ett internationellt jämförbart inflationsmått. Harmoniseringsarbetet är inte avslutat. HIKP:s korta historia innebär också att det är tämligen okänt och endast i begränsad utsträckning använts som inflationsmått hittills.

Varför just 2 procent?

Riksbanken valde 1993 ett prisstabilitetsmål på 2 procent. Det finns inga vetenskapliga belegg för att *just 2 procent* - och inte exempelvis 1,5 eller 2,5 procent - är den mest lämpliga nivån för ett prisstabilitetsmål.

Att inte välja ett lägre mål än 2 procent kan dock motiveras av följande skäl. För *det första* tyder mycket på att inflationen mätt med KPI överskattar den faktiska inflationen i ett flertal länder. För *det andra* kan ett för lågt satt prisstabilitetsmål orsaka problem om de nominella lönerna är trögrörliga nedåt, vilket antagligen är fallet. Anpassningar efter störningar i ekonomin sker då i onödigt hög utsträckning genom minskad sysselsättning, eftersom det är det enda sättet att minska den totala lönesumman om inflationen varaktigt är obefintlig.

Att inte välja ett prisstabilitetsmål som ligger över 2 procent hänger samman med att inflationen är skadlig för ekonomin ju högre den blir. Dessutom strävar länderna i Europa efter en inflationstakt på den nivån.

Till detta kommer att det finns en växande samsyn bland ekonomer när det gäller vilken ungefärlig nivå på inflationen som det är rimligt att sträva mot. Den väl-

kände nationalekonomen och numera biträdande chefen för Internationella Valutafonden Stanley Fischer har sammanfattat den rådande uppfattningen så här:

*"These arguments point to a target inflation rate in the 1 to 3 percent range; more specifically, they suggest that inflation should be targeted at about 2 percent, to stay within a range of 1 to 3 percent per year."*²

Toleransintervall

En viktig egenskap hos en målvariabel är dess kontrollerbarhet. En hög kontrollerbarhet innebär att penningpolitiken kan utformas så att målvariabelns avvikelse från målet blir liten. Kontrollerbarheten bestäms av förekomsten och omfattningen av olika typer av störningar samt penningpolitikens möjligheter att motverka dessa störningar. Graden av kontrollerbarhet bör bestämma toleransintervallets bredd.

Här ställs den som formulerar toleransintervall inför en svår avvägning. Å ena sidan innebär ett brett toleransintervall att penningpolitiken kan bedrivas med stor flexibilitet. Temporära inflationsimpulser kan enkelt släppas igenom utan att centralbanken närmare behöver förklara detta. Andra typer av störningar som mer varaktigt påverkar inflationen uppåt eller nedåt behöver inte utlösa snabba och kraftiga reaktioner.

Det finns dock en annan sida, som väger tungt särskilt när förtroendet för låginflationsregimen skall etableras och som talar i andra riktningen. Ett brett toleransintervall kan nämligen uppfattas som att centralbanken lägger liten vikt vid att uppnå sitt mål. Det kan leda till att inflationsförväntningarna ställer in sig på en högre nivå än önskvärt. Kostnaderna för att vidmakthålla den långsiktiga prisstabiliteten blir större i termer av tillväxt och sysselsättning när förväntningarna avviker från målet.

En hög grad av flexibilitet i penningpolitiken på kort sikt brukar allmänt uppfattas som något positivt. Centralbanken behöver inte agera så "strängt" med styrräntan. Men paradoxalt nog kan denna flexibilitet över tiden tvinga fram en högre styrränta än annars till följd av att allmänheten bygger in förväntningar i sitt beteende om högre inflation än den som centralbanken strävar mot.

Det finns idag inga starka argument som talar för en ändring av toleransgränsen. Det underskridande av toleransgränsen som skett under senare år har i allt väsentligt varit ett resultat av temporära effekter. Tiden med prisstabilitetsmål har varit för kort för att man skall kunna dra några bestämda slutsatser av målvariabelns kontrollerbarhet. Däremot är det viktigt att klargöra att toleransintervallet anger det intervall som målvariabeln *normalt* sett förväntas röra sig inom och att dess syfte är att *indikera* hur kontrollerbar målvariabeln är. Trots det kan det inte uteslutas att inflationen ändå kan hamna utanför intervall. I sådana fall är det särskilt viktigt att Riksbanken klart deklarerar sin syn på orsakerna och hur inflationen skall bringas tillbaka till målet.

² Se Fischer (1996).

Hur bör utvärderingen ske?

En fråga som hänger samman med valet av bredd på toleransintervallet är längden på den tidsperiod över vilken måluppfyllelsen i efterhand skall utvärderas. Riksbanken har tidigare talat om att det bör ske i ett "årligt perspektiv"³.

Ett sätt att öka sannolikheten för måluppfyllelse är att utsträcka den tidsperiod över vilken måluppfyllelsen ska utvärderas. Det är lättare att hålla den genomsnittliga inflationen nära prisstabilitetsmålet över t.ex. en två-årsperiod än över en ett-årsperiod främst därför att temporära störningar jämnas ut. Men en nackdel med en förlängning av utvärderingsperioden är att prisstabilitetsmålet som "ankare" för inflationsförväntningarna kan minska. Att förlänga utvärderingshorisonten har alltså liknande för- och nackdelar som att vidga toleransintervallets bredd.

Slutsatsen är att utvärderingen av prisstabilitetsmålet även i fortsättningen bör ske i ett lite längre, "årligt perspektiv". Det finns emellertid anledning att förtydliga detta begrepp. Utvärderingen behöver inte begränsas till att avse kalenderår. En möjlighet är att flytta fram horisonten så att utvärderingen hela tiden gäller ett löpande glidande genomsnitt av tolv månaderstalen under de senaste tolv månaderna, oavsett om dessa utgör ett kalenderår eller ej.

Inflationsrapporterna bör användas för att fortlöpande utvärdera den förda penningpolitiken. Diagram som belyser hur väl målet nåtts kommer att publiceras. Samtidigt kommer den tidigare utvecklingen och graden av måluppfyllelse att kommenteras särskilt. Detta bör kunna ge ett bra underlag för den penningpolitiska diskussionen.

Tas hänsyn till den reala ekonomin?

Att centralbanken tilldelas uppgiften att sträva efter låg inflation skall inte uppfattas som att detta är det enda och slutliga målet för hela den ekonomiska politiken. Skälet till att centralbanken ges den uppgiften är att låg inflation är ett medel att nå de vidare och mer övergripande målen för den ekonomiska politiken i stort.

Penningpolitik som bedrivs med hjälp av ett prisstabilitetsmål brukar ibland kritiseras för att inte ta hänsyn till reala variabler som t.ex. tillväxt och sysselsättning. I grund och botten är det dock fel att säga att penningpolitiken bortser från den reala ekonomin även om den har prisstabilitet som mål. En politik som styrs av ett prisstabilitetsmål tar nämligen indirekt hänsyn till tillväxten och resursutnyttjandet i ekonomin på flera olika sätt.

Ett tydligt exempel på detta är att politiken syftar till att nå målet 2 procent. Det innebär att det är lika viktigt att undvika inflation som det är att undvika deflation. Eftersom det vanligen är resursutnyttjandet i ekonomin som styr den underliggande inflationsprocessen, innebär det att penningpolitiken närmast automatiskt söker undvika att resursutnyttjandet faller till låga nivåer, liksom att det stiger på ett sätt som riskerar att inflationen tar fart. Över tiden skapas därmed normalt sett förutsättningar för att ekonomin skall kunna expandera längs sin långsiktiga tillväxtbana.

³ Begreppet "årligt perspektiv" diskuterades första gången mer utförligt i Bäckström (1994).

Även valet av styrhorisont har betydelse för utvecklingen av resursutnyttjandet i ekonomin och graden av variationer i tillväxten eller efterfrågan på kort sikt. Styrhorisonten är ett framåtblickande begrepp som har att göra med över hur lång sikt penningpolitiken riktas in för att uppnå prisstabilitetsmålet.

En alltför kort styrhorisont gör att det kan krävas kraftiga förändringar av styrräntan för att nå målet. Dessa kraftiga ränteförändringar kan resultera i oönskat stora variationer i tillväxt och sysselsättning och riskerar att få penningpolitiken att framstå som alltför ryckig. Å andra sidan kan en alltför lång styrhorisont visserligen leda till större kortsiktig stabilitet i tillväxt och sysselsättning, men innebära att inflationen varierar mer. Det kan i sin tur försvaga tilltron till låginflationspolitiken och leda till att styrräntan över tiden kommer att ligga högre än vad som annars är nödvändigt. Även om det inte finns ett långsiktigt utbytesförhållande mellan nivån på inflationstakten, å ena sidan, och tillväxt och sysselsättning, å den andra, är det fullt klart att det finns ett val mellan *variationen* i inflationen och *variationen* i utvecklingen i den reala ekonomin.

Själva begreppet styrhorisont är ett uttryck för hänsynstagande till reala faktorer som tillväxt och sysselsättning. Att försöka uppnå prisstabilitetsmålet på tämligen kort horisont kräver kraftiga ränteändringar och snabba omslag i penningpolitiken. Flera skäl finns för att istället välja en längre horisont och vidta en gradvis anpassning av penningpolitiken.⁴

Mot denna bakgrund har Riksbanken valt en styrhorisont som ligger ett till två år framåt i tiden. I linje med detta analyserar vi inflationsutsikterna i inflationsrapporterna i huvudsak i samma perspektiv. Vid en kraftig utbudschock i form av t.ex. en omfattande uppgång av internationella råoljepriser skulle det också kunna bli aktuellt att utsträcka styrhorisonten. Även en finansiell störning någonstans i världen skulle kunna få till konsekvens att inflationen tillfälligt hamnade utanför toleransintervallet. Då måste emellertid Riksbanken tydligt motivera hur och på vilken sikt som inflationen kan förväntas återgå till målet. Risker finns annars att inflationsförväntningarna och inflationsprocessen påverkas.

Viktigt med en öppen Riksbank

En stor fördel med en penningpolitik inriktad på ett tydligt fastställt prisstabilitetsmål är att den går bra att kombinera med öppenhet vad gäller Riksbankens agerande. Det blir förhållandevis tydligt hur politiken fungerar, vilket bör underlätta strävandena att få allmänheten att sluta upp bakom målet. Marknadsaktörerna kan få en klar bild av vad som styr Riksbankens agerande. Prisstabilitetsmålet är ett medel att stabilisera förväntningarna om hur penningpolitiken agerar. Därför är det viktigt med öppenhet för att få penningpolitiken att fungera effektivt. Brist på öppenhet och tydlighet gör det svårare för inflationsförväntningarna att ställa in sig på målet. Det kan i sin tur göra det svårare att uppnå en hög och stabil tillväxt.

Mot denna bakgrund har Riksbanken arbetat för större öppenhet under de senaste åren. En del av arbetet bedrivs internt. Ju bättre politikens analysunderlag är, desto lättare blir det att formulera, motivera och förklara politiken. Därför satsar Riksbanken resurser på forskning och avancerat utredningsarbete. Men Riks-

⁴ För en vidareutveckling av argumenten för en gradvis anpassning hänvisas till Svensson (1997).

banken arbetar också på olika sätt med extern verksamhet som syftar till att öka insynen i och kunskapen om banken och dess politik. Det har bl.a. tagit sig uttryck i form av medverkan i öppna utskottsfrörhör i riksdagen, inflationsrapporter, tal, artiklar, diskussioner samt olika former av seminarier och publicering av expertpromemorier. Arbetet har efter hand skapat större insikt om hur penningpolitiken arbetar hos såväl marknadsaktörer samt hos en bredare allmänhet. De undersökningar som Riksbanken löpande låter göra visar glädjande nog att uppslutningen hos svenska folket för prisstabilitetsmålet är mycket god och att en majoritet på det hela taget stöder den penningpolitiska inriktningen.

Kraven på öppenhet kommer framöver att öka än mer. Det hänger samman med Riksbankens ökade självständighet. Fem politiska partier vill lagstadga om prisstabilitetsmålet och öka Riksbankens självständighet. Det senare är dock något som i den allmänna diskussionen ibland misstolkas genom att man talar om att Riksbanken blir "oberoende". Riksbanken kommer även i fortsättningen att vara rikets centralbank, en myndighet under riksdagen. En ökad självständighet och en tydlig delegering till Riksbanken ställer höga krav på möjlighet till insyn och utvärdering av bankens verksamhet. Penningpolitikens uppläggning måste uppfattas som legitim.

Detta innebär att processen mot ökad öppenhet bör fortsätta att utvecklas så långt det är rimligt och möjligt. Det finns t.ex. skäl att överväga om inte protokollen från den nya direktionens sammanträden bör vara öppna även om det sker med viss tidseftersläpning. Det är en ordning som på något olika sätt redan finns i USA och i Storbritannien och som åtminstone så här långt förefaller fungera bra. Om en sådan ordning bör lagfästas eller prövas av den nya direktionen är en fråga som Riksbankens huvudman, riksdagen, har att fatta beslut om.

Har målet uppfyllts?

En ytterligare fördel med ett explicit prisstabilitetsmål är att den förda penningpolitiken kan utvärderas. Utvärderingen bör alltså göras i ett lite längre, "årligt perspektiv". En möjlighet är att använda sig av genomsnitt av rullande tolv månaderstal av KPI, se diagram 1. I detta diagram finns dessutom ett mått på "underliggande inflation", beräknat på samma sätt.

Av diagram 1 framgår att den underliggande inflationen föll successivt under loppet av 1993 och 1994, vilket var i linje med den målsättning som fullmäktige satte upp för dessa år.

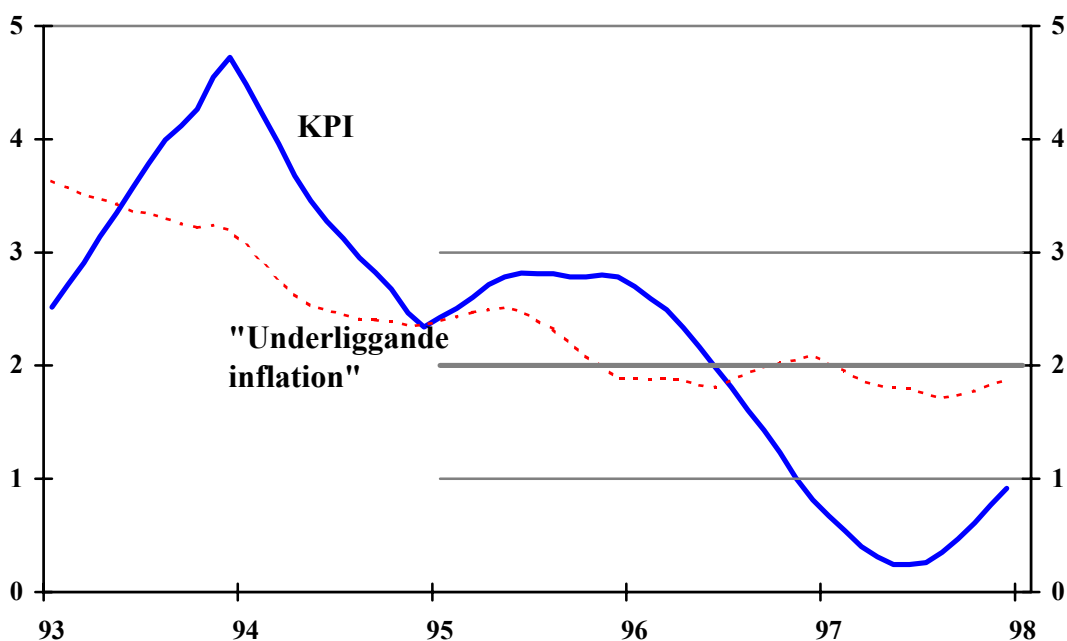
Sedan målet formellt trädde i kraft 1995 har inflationen, mätt med KPI, i genomsnitt varit 1,5 procent. Utfallet under dessa tre år ligger därmed relativt nära målet och väl inom toleransintervallet. Inflationen hamnade dock, mätt som ett rullande genomsnitt, under den lägre toleransgränsen under 1997. Man kan därför säga att Riksbanken inte uppfyllde prisstabilitetsmålet under detta år. Samtidigt är det viktigt att inse att avvikelsen från målet nästan uteslutande hänger samman med förekomsten av tydligt identifierbara temporära effekter. Det framgår av utvecklingen av den underliggande inflationen. Detta bestyrks också av att den faktiska inflationen, som väntat, stigit ganska snabbt under senare tid i takt med att de temporära effekterna successivt börjat försvinna ur tolv månaderstalen. Den faktiska inflationen har alltså närmat sig den underliggande.

Det har förekommit en diskussion om huruvida Riksbanken agerar symmetriskt eller inte. Är det m.a.o. lika viktigt att undvika att målets överskrids som att det underskrids? Svaret på den fråga är ett kategoriskt ja. Riksbanken siktar på att uppnå en inflation som ligger på 2 procent. Varken mer eller mindre.

Eftersom det är enkelt att utvärdera penningpolitiken är det i praktiken omöjligt för Riksbanken att i längden vara asymmetrisk i sin syn på prisstabilitetsmålet. Det skulle i så fall i efterhand avslöjas. Efter bara tre år med prisstabilitetsmålspolitik är det naturligtvis för tidigt att slutligen utvärdera politiken. När inverkan av temporära effekter beaktas är det dock svårt att driva hem tesen att Riksbanken skulle ha agerat asymmetriskt.

Diagram 1: Faktisk och underliggande inflation i ett "årligt perspektiv" 1993-1997

Löpande genomsnitt av rullande tolv månaderstal



Källa: SCB och Riksbanken

Anm: Diagrammet visar ett av flera mått på den underliggande inflationen som Riksbanken arbetar med. Definitionen i detta mått är KPI exkl. indirekta skatter och subventioner, räntekostnader för egna hem samt priser på varor och tjänster som huvudsakligen importeras. Det brukar kallas för den inhemska underliggande inflationen, UNDINH. Tanken med att i detta sammanhang redovisa UNDINH som mått på underliggande inflation är inte för att upphöja dess roll eller att måttet i alla lägen skulle vara det bästa måttet på underliggande inflation. Motivet till att här använda ett mått som korrigerar för priser också på importerade varor är att kronans kurssvängningar framför allt berott på snabba förändringar i förtroendet för budgetsaneringen. Ett problem med måttet är dock att mer långsiktigt strukturella effekter som härstammar från handelsutbytet rensas bort.

Utvecklingen under 1996 och 1997 visar att inflationen, mätt med KPI, ibland kan avvika från målet och t.o.m. hamna utanför toleransintervallet. Det viktiga då är att Riksbanken ger en förklaring till det inträffade. Vi måste i en sådan situation göra troligt att inflationen gradvis kommer tillbaka till 2 procent. Om det är temporära effekter, som ligger bakom avvikelsen, bör Riksbanken visa detta. Normalt bör det, som jag sagt tidigare, inte påverka den förda penningpolitiken såvida inte inflationsförväntningarna påverkas. Beror en avvikelse från målet - och toleransintervallet - på mer bestående effekter bör styrräntan användas för att lotsa tillbaka inflationen till målet, inom den tidsperiod som penningpolitiken verkar.

Perspektiv på de senaste årens penningpolitik

Under de fem år som gått sedan prisstabilitetsmålet beslutades har den främsta uppgiften för penningpolitiken varit att skapa trovärdighet för prisstabilitetsmålet och för den nya regimen. Graden av trovärdighet för prisstabilitetsmålet beror på i vad mån allmänheten litar på att inflationstakten varaktigt kommer att ligga kring målet.

Brist på trovärdighet tar sig olika uttryck. För *det första* måste penningpolitiken vara stramare än vad som annars vore nödvändigt, och resursutnyttjandet i ekonomin följaktligen lägre, för att motverka de inflationsimpulser som de höga inflationsförväntningarna orsakar.⁵ För *det andra* innebär brist på trovärdighet att utrymmet för stabilisering av reala faktorer som t.ex. produktionen är begränsat. Försök i den riktningen kan uppfattas som att centralbanken lägger mindre vikt vid prisstabilitetsmålet i ett medelfristigt och långsiktigt perspektiv. Det kan i sin tur försvaga trovärdigheten ytterligare, driva upp långa räntor, inverka negativt i avtalsförhandlingar osv. Om centralbanken ändå väljer att bortse från trovärdighetsproblemet och bedriver en expansiv penningpolitik som leder till att målet överskrids, blir det än svårare att i framtiden få bukt med inflationsförväntningarna.

Mot bakgrund av de realekonomiska kostnader som en brist på trovärdighet innebär är det väsentligt att inflationsförväntningarna så snabbt som möjligt kommer i linje med prisstabilitetsmålet.

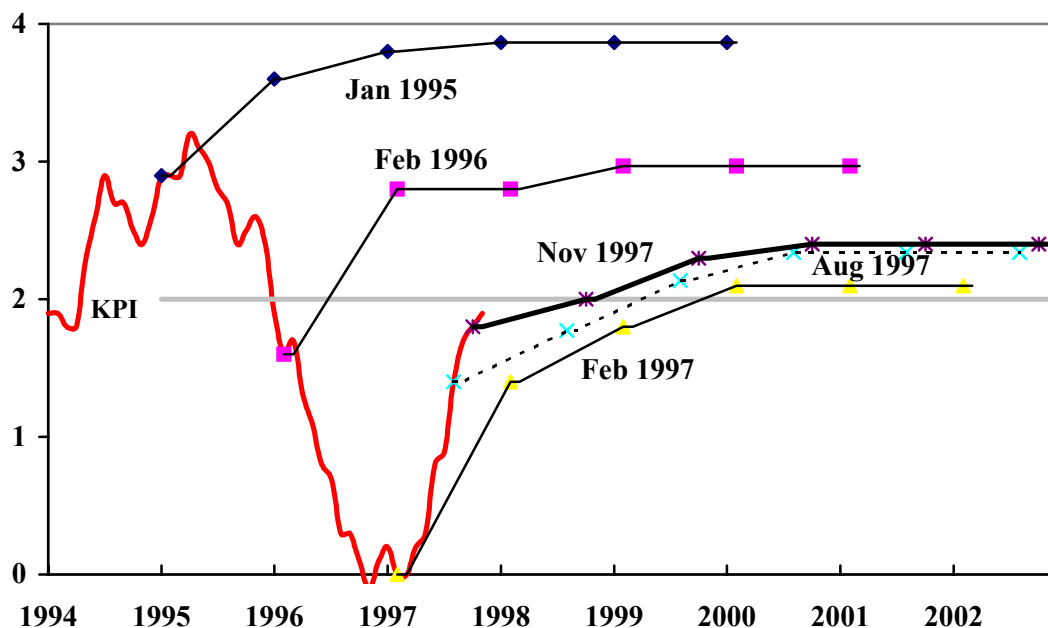
Diagram 2 visar inflation och inflationsförväntningar hos arbetstagarorganisationer under senare år. De räknade 1995 med en inflationstakt på upp emot 4 procent per år för de kommande fem åren. Förväntningarna för andra grupper visade på motsvarande resultat. Därefter har inflationsförväntningarna gradvis kommit mer i linje med målet och trovärdigheten har följaktligen ökat. Det går naturligtvis inte att dra några precisa slutsatser om nivån på inflationsförväntningarna på basis av enkätundersökningar. Samtidigt finns det gott om andra indikationer som stöder uppfattningen att inflationsförväntningarna låg högt till en början för att sedan gradvis närma sig målet. Utvecklingen i långa räntor och implicita terminräntor i förhållande till andra länder är två sådana. De högre utfallen av avtalsrörelsen 1995

⁵ Det är enkelt att se om man utgår från den välbekanta förväntningsstyrda Phillipskurvan. Om produktionsgapet är noll, är inflationen, enligt den här modellen konstant och lika med den förväntade inflationstakten. Om den förväntade inflationstakten ligger kring 2 procent blir alltså den faktiska inflationen 2 procent i en sådan situation. Ligger den förväntade inflationen istället kring 4 procent, måste faktisk produktion vara lägre än den potentiella för att inflationen skall ligga kring målets 2 procent.

och inledning av de förhandlingar som nu förs med något lägre utfall är ännu en, osv.

Det har under de gångna åren varit nödvändigt att inrikta politiken på att successivt stärka trovärdigheten för den nya regimen. Det har varit en uppgift för penningpolitiken, men självfallet också för den ekonomiska politiken i stort. Förtroendet för arbetet med saneringen av statsfinanserna har på ett avgörande sätt påverkat förutsättningarna för penningpolitiken i olika skeden. Fempartiuppgörelsen om Riksbankens framtida ställning har också haft betydelse.

Diagram 2: Inflation och inflationsförväntningar hos arbetstagarorganisationer



Källa: SCB, Prospera Research och Riksbanken

Bristen på trovärdighet i början av perioden gjorde det nödvändigt att bedriva en stram penningpolitik. Det var viktigt att efterfrågeutvecklingen blev måttlig, i syfte att i lugn takt höja resursutnyttjandet i ekonomin. Vid en snabbare uppgång hade inflationsförväntningarna på omkring 4 procent kunnat medföra att prisstabilitetsmålet överskridits. Perioden med bristande trovärdighet hade då sannolikt blivit längre än den faktiskt blev, med negativ påverkan på ränteläge och långsiktig expansion i ekonomin.

Sammanfattning

Sammanfattningsvis tycker jag att regimen med prisstabilitetsmål och rörlig växelkurs så här långt har fungerat bra. Det finns inte heller idag anledning att omformulera målet i något avseende.

Under 1993 och 1994 föll den underliggande inflationstakten, vilket var i linje med den målsättning som fullmäktige satte upp. Sedan målet formellt trädde i kraft har inflationen, mätt med KPI, i genomsnitt varit 1,5 procent per år. Utfallet ligger därmed relativt nära målet och väl inom toleransintervallet. Inflationen hamnade dock under den lägre toleransgränsen under främst 1997. Man kan alltså säga att Riksbanken därmed inte uppfyllde målet under denna period. Samtidigt är det viktigt att inse att avvikelsen nästan uteslutande hänger samman med tydligt identifierbara temporära effekter.

Under de fem år som gått sedan prisstabilitetsmålet fastlades har den främsta uppgiften för penningpolitiken varit att skapa trovärdighet för prisstabilitetsmålet. Penningpolitiken måste under en sådan period vara stramare än vad som annars vore nödvändigt för att målet skall uppnås. Dessutom är utrymmet för stabilisering av den reala ekonomin under en sådan period begränsat. Trovärdigheten har under senare år ökat och inflationsförväntningarna hos allmänheten har successivt konvergerat mot målet.

Första etappen med att uppnå prisstabilitet har alltså passerats. Uppgifterna nu är att vidmakthålla denna stabilitet. Med bättre förutsättningar i form av ökad trovärdighet, bredare uppslutning bland allmänheten och efter fempartiuppgörelsen som innebär en tydlig delegering av det penningpolitiska ansvaret står Riksbanken väl rustad att ge sig i kast med uppgiften att vidmakthålla prisstabiliteten. När detta väl är sagt måste det samtidigt konstateras att vägen framöver inte är alldeles utan utmaningar. I Europa pågår t.ex. som bäst bildandet av den monetära unionen, som Sverige valt att tillsvidare stå utanför. Det kommer inte att ställa mindre krav på svensk ekonomisk politik i allmänhet och penningpolitik i synnerhet. Riksbanken måste alltså konsekvent sträva efter prisstabilitet. Då läggs en god grund för tillväxt och sysselsättning. Inhemsk stabilitet är också grunden för extern stabilitet. Med en inflation i linje med målet i Sverige finns det goda skäl att räkna med att den svenska kronan över tiden blir en stabil valuta i ett internationellt perspektiv.

Referenser

Bäckström, U, (1994), "Penningpolitiken och inflationsmålet", anförande vid SOX-dagen, Stockholms Fondbörs, 9 december.

Fischer, S, (1996), "Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?", *Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium*, Jackson Hole, Wyoming, Augusti.

Jonung, L, (1989), "Knut Wicksells prisstabiliseringsnorm och penningpolitiken på 1930-talet", kapitel 2 i *Inflation och ekonomisk politik*, Dialogos, Lund.

Svensson, L. E.O., (1997), "*Inflation Targeting: Some Extensions*", arbetsrapport nr 40, Sveriges Riksbank.