

Anförande

Andre vice riksbankschef Eva Srejber

TISDAG DEN 15 MAJ 2001

Transmissionsmekanismen

Umeå universitet

Riksbanken har en lagfäst skyldighet att upprätthålla ett fast penningvärde. Hur målet för penningpolitiken skall operationaliseras och vilken penningpolitisk strategi som ska vägleda de penningpolitiska besluten bestäms dock av Riksbanken själv. I de utvärderingar som riksdagens finansutskott varje år gör av hur Riksbanken sköter sin uppgift har såväl målet som den strategi som antagits vunnit acceptans. Penningpolitiken styrs av ett inflationsmål formulerat som att inflationen i årstakt mätt med KPI skall uppgå till 2 procent med ett toleransintervall på plus minus en procentenhet.

Valet att definiera prisstabilitet som att kronans värde skall minska två procent per år gentemot den korg av varor och tjänster som svenska hushåll konsumerar är dock inte självklart. En annan prisökningstakt, andra sammanvägningar av varor och tjänster, finansiella tillgångar eller valutor skulle i princip kunna utgöra det ankare gentemot vilket kronans värde skall hållas stabilt. När inflationsmålet antogs 1993 fanns inte förutsättningarna för att återgå till någon form av fast växelkurs. Det gällde då att bestämma sig för hur penningpolitiken bäst skulle utformas för att klara övergången från en hög- till en låginflationsekonomi och samtidigt skapa förutsättningar för att återgå till en fastkursregim. KPI bedömdes vara det mest kända inflationsmättet och i ett läge då trovärdighet för prisstabilitet skulle erövrats bl.a. därför väl lämpat. En inflationstakt på två procent ansågs vidare ligga väl i linje med inflationen i resten av EU, vilket antogs skapa grunden för att kronans nominella växelkurs skulle stabiliseras mot de europeiska valutorna.

Med penningpolitisk strategi avser jag här hela det ramverk som används för att uppfylla det slutliga mål som penningpolitiken är satt att uppnå. Förutom att operationalisera målet handlar det t.ex. om hur det system skall utformas som skall

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

göra det möjligt för centralbanken att påverka räntorna och hur öppen och tydlig penningpolitiken skall vara. Det handlar också om att ta beslut om eventuellt mellanliggande mål samt på vilken sikt måluppfyllelse skall ske.

Beslut om penningpolitisk strategi vilar i grunden på föreställningar om hur de mekanismer verkar som gör att en centralbank kan bestämma penningvärdet – den s.k. transmissionsmekanismen. Kunskapen om dessa mycket komplicerade mekanismer är dock i stora delar ganska liten. Den snabba utvecklingen på de finansiella marknaderna innebär dessutom att förutsättningarna för penningpolitiken ständigt förändras. Det är därför naturligt att de handlingsregler och strategier som styr penningpolitiken diskuteras och utvärderas. I mitt föredrag här vill jag först ge en kort överblick hur transmissionsmekanismen vanligen beskrivs samt diskutera vilka förändringar som skett. Mot bakgrund av detta kommer jag sedan att ge en kort beskrivning av hur Riksbanken utformar sin penningpolitik.

Vilken roll spelar pengar?

Kvantitetsteorin beskriver på ett enkelt sätt hur inflationen bestäms. Där bestäms prisnivån av mängden pengar i ekonomin. Produktionen bestäms på lite längre sikt av tillgång på arbetskraft och av produktivitetsutvecklingen och penningpolitiken påverkar på den sikten inte produktionen. Det är intuitivt enkelt att förstå att med given produktion stiger prisnivån om mängden pengar ökar och tvärtom om mängden pengar minskar. I en ekonomi där endast sedlar och mynt fungerar som betalningsmedel kan centralbanken styra inflationen genom att bestämma sedelmängden. Förutsättningen är att centralbanken har kännedom om hur mycket pengar som vid given prisnivå behövs för att en viss mängd varor skall produceras och omsättas - omloppshastigheten eller velociteten måste vara känd för att ett penningmängdsmål skall kunna utnyttjas för att styra prisutvecklingen.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna generellt och av betalningsväsendet i synnerhet har dock medfört att sedlar och mynt har fått minskad betydelse som betalningsmedel d.v.s. pengar. Allt större andel av betalningsströmmarna sker via kontoöverföringar och centralbankernas möjlighet att påverka penningmängden i ekonomin går idag i stort sett enbart via dess möjlighet att påverka allmänhetens efterfrågan av pengar. Hur mycket pengar allmänheten efterfrågar beror på deras efterfrågan av transaktionsmedel för köp av varor, tjänster och finansiella tillgångar, som i sin tur påverkas av de räntor allmänheten möter. Lägre räntor ökar t.ex. efterfrågan av pengar när företagets efterfrågan av investeringsvaror och hushållens efterfrågan av konsumtion ökar. Såväl efterfrågan av varor och tjänster som efterfrågan av pengar är således räntekänsliga och är i stort sett spegelbilder av varandra.

Genom att styra räntan påverkar centralbanken därmed såväl efterfrågan av varor, tjänster och finansiella tillgångar som efterfrågan av pengar. Sedlar, mynt och inlåning i bank kan omedelbart omvandlas till betalningsmedel och definierar därför ofta penningmängden. Bankerna kan öka penningmängden t.ex. genom att öka utlåningen eller genom att köpa värdepapper av allmänheten eftersom en stor del kommer tillbaka som likvid inlåning.

Hur mycket pengar i form av inlåning och sedlar och mynt allmänheten väljer att hålla som likviditetsbuffert som beredskap för kommande transaktioner påverkas dock också av hur värdesäkra andra tillgångar är och hur snabbt de kan omvandlas till betalningsmedel. Att ha medel placerade på inlåningskonto i bank eller sedlar i madrassen ger ingen avkastning. Därför är det förstås bättre att t.ex. köpa räntebärande statsskuldsväxlar som snabbt kan omvandlas till transaktionsmedel när man väl skall genomföra en betalning.

Möjligheten att snabbt låna pengar påverkar också viljan att hålla en likviditetsbuffert i form av sedlar, mynt och likvid bankinlåning. Valfungerande andrahandsmarknader och tillgång till kontokrediter är exempel på vad som har påverkat allmänhetens behov av att hålla en likviditetsbuffert. Allmänhetens behov av transaktionsmedel för köp av aktier har troligen också ökat och varierar sannolikt med utvecklingen på aktiemarknaden. Många faktorer har alltså bidragit till att omloppshastigheten för pengar¹ har förändrats och därmed blivit svårare att förutse.

Sammanfattningsvis har dock pengarnas roll för prisnivån i ekonomin i grunden inte förändrats. Det som hänt är att utvecklingen på de finansiella marknaderna har medfört att det blivit svårare för centralbankerna att utnyttja penningmängden som ett mellanliggande mål för ett slutligt prisstabilitetsmål. De flesta centralbanker utnyttjar därför numera penningmängden som en inflationsindikator bland många andra. Det finns dock betydande skillnader mellan olika centralbankers värdering av hur viktig penningmängden är som indikator för prisutvecklingen. Den europeiska centralbanken – ECB – anger till exempel ett så kallat referensvärde för den penningmängdstillväxt som bedöms vara förenlig med deras prisstabilitetsmål.

Penningpolitikens påverkan på BNP-gapet

Svårigheten att använda penningmängden som ett mellanliggande mål för ett slutligt prisstabilitetsmål har bidragit till att alltför centralbanker går över till att styra direkt mot ett inflationsmål. Förenklat brukar de mekanismer som gör att inflationsmålet kan uppnås beskrivas på följande sätt: En styrränteförändring påverkar BNP som i sin tur får effekt på inflationen. Om BNP ökar i en takt som tar produktionsresurserna fullt ut i anspråk förändras inte inflationen, men om efterfrågan är så hög att produktionsresurserna blir ansträngda stiger inflationen. När resurserna är ansträngda talar man om att det finns ett positivt BNP-gap och tvärtom när det finns lediga resurser i ekonomin. När tillväxten är balanserad talar man om att BNP ökar i linje med sin potentiella tillväxtbana. Enligt denna enkla modell går centralbankens möjlighet att påverka inflationen via dess förmåga att påverka BNP-gapet. Här läggs alltså inte tonvikten på ränteförändringarnas effekt på efterfrågan av pengar t.ex. för att kunna genomföra betalningar för investeringar och konsumtion utan direkt på den effekt räntan får på den reala efterfrågan.

¹ Kvantitetsteorin: $m^* = y + p - v$ visar en efterfrågefunktion för pengar i logaritmerad form av $M/P = L(Y, i)$ där M är penningmängden, Y är real BNP, i är räntan och $V = Y / (M/P)$ är omloppshastigheten d.v.s. velociteten.

De kanaler som gör att styrräntan får effekt på BNP-gapet kan delas in på olika sätt:

Den kanal som förmodligen är viktigast kallas *räntekanal*. En styrränteförändring påverkar direkt den kortaste marknadsräntan. Till den räntan kan bankerna normalt finansiera ett underskott och placera ett överskott. Den kortaste marknadsräntan och marknadens förväntningar om kommande styrränteförändringar utgör därför alternativkostnad för bankernas finansiering respektive alternativavkastning för bankernas utlåning och innehav av värdepapper. Bankernas utlåningsränta och räntan på ett värdepapper påverkas därför av den faktiska och den förväntade styrräntan. Penningpolitiken får därför effekt också på de räntor allmänheten möter.

- i. Via räntekanalerna påverkas investerings- och konsumtionsbesluten direkt. Avkastningskraven för investeringar minskar om räntan blir lägre samtidigt som sparande blir mindre lönsamt.
- ii. Ränteförändringar får också en inkomsteffekt via ränteinkomster och ränteutgifter på befintliga tillgångar och skulder.
- iii. Ränteförändringar påverkar också aktiekurser och fastighetspriser – lägre räntor ökar efterfrågan av aktier och fastigheter och priserna stiger. En räntesänkning påverkar därmed också hushållens förmögenhet via högre aktie- och fastighetspriser som i sin tur påverkar konsumtionsbesluten.

Räntekanalerna påverkar alltså efterfrågan av varor och tjänster och därmed BNP-gapet med viss fördröjning via många komplicerade mekanismer. Förändringar i resursutnyttjandet eller BNP-gapet påverkar sedan i sin tur inflationen med viss fördröjning.

Genomslagen av en styrränteförändring på efterfrågan och inflation kan också påverkas av hur bankerna väljer att sätta sina utlåningsräntor. Ett samlingsbeteckning för den kanal som går via bankernas beteende är *kreditkanalen*. Högre räntor kan t.ex. minska allmänhetens vilja att hålla medel placerad på inlåningskonton där avkastningen är mycket låg. Inlåning ger en låg finansieringskostnad för bankerna och om de behöver finansiera en ökad andel av sin utlåning på annat sätt kan bankerna kompensera detta med högre utlåningsränta. Hur bankernas beteende påverkar penningpolitikens genomslag är dock osäkert².

Via den s.k. *växelkurskanalen* får förändringar av styrräntan effekt dels genom att förändringar av kronans nominella kurs påverkar relativpriserna för nettoexporten. Höjda räntor borde stärka den egna valutan och göra inhemska varor dyrare relativt andra varor och tvärtom. Högre räntor dämpar därmed exporten samtidigt som importen blir billigare och ökar. Lägre efterfrågan på inhemska varor bidrar

² Se Kerstin Hallsten, "Bankloans and the transmission mechanism of monetary policy". Sveriges Riksbanks Working Paper Series nr 73 - 1998.

till att minska resursutnyttjandet och dämpa inflationen. En starkare nominell växelkurs dämpar samtidigt konsumentpriserna direkt, eftersom en del av konsumtionen riktas mot import där priserna dämpas. Lägre importpriser ökar emellertid också den reala köpkraften vilket i sig bidrar till att öka köpkraften. I ekonomier med diversifierad industri leder alltså en höjning av räntan också via växelkurskanalen till lägre inflation. Hur stark effekten blir beror bl.a. på inkomst- och priselasticiteter samt sammansättningen och storleken av utrikeshandeln. I vissa fall kan den positiva effekten på inkomsterna från en starkare valuta t.o.m. överväga och tvärtom.

Förändringar i den nominella växelkursen får troligen mindre genomslag i import- och exportpriser om förändringarna inte uppfattas som bestående. Under en rörlig växelkursregim är det därför troligt att förändringar i den nominella växelkursen inte får lika stor effekt som vid en devalvering eller revalvering under en fastkursregim.

Inflationsförväntningarnas roll?

De kanaler som jag nu pekat på går i de flesta fall via efterfrågan och outputgapet. En kanal som troligen är mycket viktig och som inte går via resursutnyttjandet i ekonomin är penningpolitikens påverkan på inflationsförväntningarna och dess inverkan på prissättningsbeteenden och på hur prisförändringar mottas i ekonomin. Att inflationsförväntningarna spelade en självständig roll innan inflationsmålet i mitten av 1990-talet uppnått trovärdighet råder det väl knappast någon tvekan om. När inflationsmålet nu verkar vara väl förankrat och inflationsförväntningarna ligger väl i linje med inflationsmålet är det inte lika självklart vilken roll förväntningarna spelar i transmissionsmekanismen. Stabila och låga inflationsförväntningar torde dock påverka företagens prissättningsbeteende och lönebildningen. Om aktörerna i ekonomin litar på att inflationen verkligen hålls på en låg nivå så skulle det kunna leda till att företagen inte lika ofta anser sig behöva ändra sina priser t.ex. vid kostnadsökningar som uppfattas som tillfälliga. Infrias inte förväntningarna finns kanske en risk att prisetförändringarna blir stora när de till slut äger rum.

Stabila inflationsförväntningar kan alltså göra att inflationen inte varierar kontinuerligt med BNP-gapet vilket paradoxalt nog kan göra det svårare att bedriva penningpolitik. Under senare år har det varit svårt att finna klara och rimliga samband mellan efterfrågeläge och inflation för svenska data. De penningpolitiska besluten grundas på framåtblickande bedömningar av inflationen och där är bedömningen av relationen mellan det förväntade BNP-gapet och inflationen en viktig bestämningsfaktor. En mindre utväxling skulle kunna bero på att inflationsförväntningarna under senare år stabiliserats. Enskilda företag kan t.ex. hålla tillbaka prishöjningar även om resursutnyttjandet ökar om man tror att konkurrenterna inte tänker höja priserna. Så länge inflationsförväntningarna inte rubbas ändras inte priserna. Om de framåtblickande inflationsbedömningar som ligger till grund för de penningpolitiska besluten t.ex. förutsätter att utväxlingen mellan tillväxt och inflation kommer att fortsätta att vara så lågt som man observerat kan det leda till att förändringar i BNP-gapet inte leder någon penningpolitisk respons. Risken är att inflationsförväntningarna då tar fart och att inflationen stiger. På samma vis kan trögheter i prisanpassningarna gälla vid

sjunkande resursutnyttjande. Med andra ord - om penningpolitiken inte agerar som förväntat på fluktuationer i resursutnyttjandet kan utväxlingen mellan tillväxt och inflation åter öka. Förmodligen är det så att relationen mellan BNP-gap och inflation varierar både med nivån på BNP-gapet, med hur snabb förändringen av BNP-gapet är och med förväntningarna om centralbankens agerande.

Riksbankens penningpolitiska strategi

En viktig del i Riksbankens penningpolitiska inflationsmålsstrategi är tydlighet och öppenhet om på vilka grunder de penningpolitiska besluten fattas. Syftet är att skapa uppslutning kring prisstabilitetsmålet och förståelse för vad som styr räntebesluten. Tydligheten gör att Riksbankens räntebeslut ofta är förväntade och ökar Riksbankens möjlighet att via sin analys påverka de något längre räntorna. Öppenheten torde också bidra till att stabilisera inflationsförväntningarna.

De penningpolitiska besluten baseras på framåtblickande inflationsbedömningar av KPI och av det s.k. UNDEX- ett prisindex rensat från vissa tillfälliga effekter. Bedömningarna redovisas i Riksbankens inflationsrapporter, som kommer ut 4 gånger om året. Protokoll från de penningpolitiska mötena, som hålls mellan sex och åtta gånger per år, publiceras med ett par veckors fördröjning.

Inflationsbedömningarna görs på två års sikt men med viss utblick mot utvecklingen det tredje året. Viktiga bestämningsfaktorer för inflationen är utvecklingen av efterfrågeläget och BNP-gapet. En mängd inflationsindikatorer utnyttjas dock för att göra bedömningarna. Penningmängden har ingen särställning i analysen, men utnyttjas som en av många indikatorer.

Orsaken till att besluten vilar på framåtblickande bedömningar av inflationen är att penningpolitiken får effekt med viss fördröjning. Merparten av effekten av en ränteförändring antas komma efter ett till två år, men penningpolitiken antas få viss effekt såväl före som efter denna horisont.

De kanaler som gör att penningpolitiken får effekt på inflationen antas i stor utsträckning gå via BNP-gapet, vilket innebär att en ränteförändring först påverkar resursutnyttjandet som därmed först senare får påtaglig effekt på inflationen. Normalt väger inflationsbedömningen ett till två år framåt därför tyngst för utformningen av penningpolitiken. Men vilket perspektiv penningpolitiken tar sikte på beror också på det ekonomiska läge som förutses. Om inflationen den närmaste tiden avviker mycket från målet kan det väga tyngre än en liten avvikelse längre fram. Likaså kan en befarad högre eller lägre inflation efter ett till två års-perspektivet väga in.

Eftersom genomslaget av en ränteförändring på inflationen första året antas vara litet krävs stora ränteförändringar för att nå effekt på inflationen redan första året. Försök att påverka inflationen redan inom ett år skulle enligt Riksbankens bedömningar i så fall också leda stora fluktuationer i sysselsättning och produktion.

Sambanden mellan ränteförändringar, BNP och inflation är emellertid inte entydiga och klara. Det finns alltså en betydande osäkerhet om med vilken eftersläpning och styrka penningpolitiken får effekt på inflationen. Förmodligen är det så att styrkan i sambanden och tidsfördröjningarna varierar. Som jag tidigare

diskuterade är det också osäkert vilken roll inflationsförväntningarna spelar i transmissionsmekanismen.

Bör penningpolitiken beakta tillgångspriserna?

En debatt som aktualiserats av den kraftiga uppgången på framförallt IT-aktier och teknologiaktier som föregått konjunkturnedgången i USA –och också i Sverige - är huruvida det finns skäl och möjlighet att via penningpolitiken motverka uppbyggnad av finansiella obalanser. Om penningpolitiken uteslutande inriktas mot ett inflationsmål beaktas visserligen tillgångspriserna i den mån de via förmögenhetseffekter och stimulans av investeringar och konsumtion påverkar inflationen. Förstärkningar av valutan, tillfälliga produktivitetsvinster samt lånefinansiering av finansiella tillgångar kan dock leda till att stora finansiella obalanser ackumuleras utan att det blir fullt synligt i ett inflationstryck. Det var fallet i Japan på 80-talet, i Thailand på 90-talet och i USA nu. Omotiverade uppgångar av tillgångspriser kommer dock förr eller senare leda till korrigeringar. Den kraftiga tillväxtboomen ersätts då av en fördjupad och förlängd lågkonjunktur. Om skuldsättningen i utgångsläget är hög och förtroendet för ekonomin svagt kan det vara svårt för penningpolitiken att i det läget påverka efterfrågan och inflationen, vilket varit fallet i Japan under senare år.

Några menar att såväl priserna som produktionen över tiden skulle utvecklas stabilare om penningpolitiken motverkar överdrivna prisökningar i aktier och andra finansiella tillgångar. Det är inte mycket svårare att avgöra när aktiekurserna indikerar orealistiska framtida vinstökningar än vad det är att avgöra hur snabbt produktionen i en ekonomi långsiktigt kan växa sägs det. Och sådana bedömningar är centrala för alla penningpolitiska beslutsfattare. Andra menar att förutom att det är svårt att avgöra när tillgångspriser är överdrivna så är det tveksamt hur stor effekt en räntehöjning skulle få. Särskilt gäller det aktiekurser i mindre länder eftersom aktiemarknaderna är så internationaliserade.

Tydlighet och flexibilitet

Det jag här har diskuterat visar att penningpolitiska beslut inte kan fattas utifrån mekaniska handlingsregler. Transmissionsmekanismen är komplicerad och sannolikt inte heller stabil över tiden. Oavsett vilken penningpolitisk strategi man väljer måste penningpolitiska beslut vila på osäkra bedömningar. Det kan gälla bedömningar av BNP-gap och utväxlingen mellan tillväxt och produktion, omloppshastigheter för penningmängden eller effekter av kraftiga tillgångsprisökningar.

Penningpolitiken måste alltså bedrivas på ett flexibelt sätt baserad på den information som finns tillgänglig. Det innebär t.ex. att bedömningar av om finansiella obalanser håller på att byggas upp och de risker som är förknippade med detta på något sätt måste beaktas när penningpolitiska beslut fattas. Och även om möjligheten för en enskild centralbank att via räntehöjningar påverka en kraftig internationell börsuppgång är mycket begränsad så blir ingenting bättre av om många bedriver en alltför expansiv penningpolitik. Börsuppgång åtföljs dessutom ofta av prisuppgång på fastighetsmarknaden och i motsats till aktiemarknaden är den lokal och därmed i större utsträckning beroende av det

nationella ränteläget. En fördjupad analys av penningmängd och kredittillväxt kan ge ledtrådar om vad som händer i hushållens och företagens balansräkningar samt i de finansiella institutionerna. Under vissa perioder kan det därför vara befogat att analysen av utlåning och penningmängd får ökad tyngd.

Komplexiteten i transmissionsmekanismen i kombination med nödvändigheten av tydlighet och öppenhet ställer penningpolitiska beslutsfattare inför stora utmaningar. Det gäller att undvika att man i sin strävan att skapa förståelse för vad man gör inte förenklar så mycket att man målar in sig i ett hörn.