

Penningpolitiken

Anförande av vice riksbankschef Lars Heikensten vid SNS konjunkturdag den 9 oktober 1996

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

Min avsikt är att idag i huvudsak uppehålla mig vid två tema. Först tänker jag tala om penningpolitiken under det senaste året. Vad har hänt sedan vi sågs här sist och varför? Därefter tänker jag blicka framåt. Vad väntar sig Riksbanken av det kommande året och hur kan det komma att påverka penningpolitiken? Innan jag går in på detta tänker jag dock säga ett par ord om hur jag ser på behovet av öppenhet och tydlighet i penningpolitiken.

Ambitionen att vara öppen och tydlig borde vara en i grunden rimlig utgångspunkt för varje centralbank. Det är svårt att se sakliga motiv för mystik och dimridåer. Särskilt viktig är öppenhet när centralbankernas makt och självständighet ökar. Då är det än mer betydelsefullt att medborgarna kan förstå hur centralbanken arbetar och att de kan värdera agerandet och utkräva ansvar.

I Sverige är en sådan attityd speciellt viktig av flera skäl. Våra demokratiska traditioner - och öppenheten i statsapparaten i övrigt - gör det svårt att tillämpa någon annan uppläggning. Vi är också bara i början med att bygga upp förståelse och stöd för Riksbankens mål och agerande och som jag ser det är vår öppenhet viktig i denna process.

Öppenhet och tydlighet är också naturliga förutsättningar för att en marknads-konform penningpolitik ska kunna fungera på ett smidigt sätt. Om marknadens aktörer inte förstår Riksbankens agerande eller om de känner sig förda bakom ljuset av de åtgärder vi vidtar blir penningpolitiken mindre effektiv.

Till detta kommer att behovet av tydlighet i agerandet är särskilt stort när en ny penningpolitisk regim ska etableras. Den penningpolitiska debatten präglas lätt av marknadsaktörernas ibland kortsiktiga synsätt. På marknaden är det betydelsefullt om räntan sänks en viss vecka och inte nästa eller om den sänks med 10 punkter eller 20. Men detta är i ett större samhällsekonomiskt perspektiv inte så viktigt. Kanske går det att med ett tydligt agerande förskjuta debatten i riktning mot de större penningpolitiska frågorna - det är i alla fall vår förhoppning.

Penningpolitiken läggs om

Därmed är det dags att gå in på vad som hänt under det senaste året. Det råder ingen tvekan om att förutsättningarna för penningpolitiken förändrats påtagligt. Vid den här tiden förra året hade kronan stärkts från sin botten-notering i TCW -termer på index 136,50 den 24 april 1995 till ca 124. (*Diagram 1.*) Samtidigt hade den väntade inflationen på två års sikt enligt t.ex. Aragons mätningar kommit ner från nivåer runt 4 procent under vintern 1995 till runt 3 procent för flertalet grupper. Inflationen i löpande tolv månaderstal var 2,7 procent.

Under senare delen av 1995 förstärktes detta mönster. Kronan steg först ytterligare och sjönk sedan tillbaka, men höll på det hela taget de nya nivåerna. Parallellt kröp inflationsförväntningarna gradvis ner. (*Diagram 2.*) Vi började närma oss den punkt då det borde vara möjligt vrida om penningpolitiken i mer expansiv riktning och sänka reporäntan. Ännu beräknade vi dock inte att inflationen skulle kunna bli lägre än två procent och därmed fanns det inte skäl att lägga om politiken.

Debatten om penningpolitiken var intensiv runt julen 1995. Flertalet bedömare ansåg då att vi borde sänka räntan. Detta gällde flera av våra mer frekventa ekonomisk-politiska debattörer, men också utländska mäklarhus etc. Vi gjorde vid denna tid en sammanställning av olika aktörers inflationsprognoser som jag tidigare visat i en del fora. (*Tabell 1*) Därav framgår att ingen av de mer etablerade bedömarna av svensk ekonomi räknade med att vi skulle klara målet 1996.

I Riksbanken skedde en gradvis omprövning av utvecklingen under senhösten 1995. Inflationsprognosen i vårt huvudscenario reviderades ner. Samtidigt ökade sannolikheten för ett alternativ med svagare ekonomisk utveckling och med denna följande lägre inflation. Också det senare var något vi hade anledning att väva in i vårt beslut. Normalt baseras inte penningpolitiska beslut på enbart ett punkttestimat för den framtida inflationen. Vi arbetar med flera alternativ och våra beslut utgår från en bedömning av sannolikheten för de olika alternativen.

I detta perspektiv bedömde vi i januari att det var dags att börja sänka räntan. Det kan i detta sammanhang vara värt att påminna om att Urban Bäckström så sent som i början av februari fick kritik på nationalekonomiska föreningen - av vår egen rådgivare i akademiska frågor Lars Svensson, av Assar Lindbeck och av Anders Vredin - för att Riksbanken inte hållit sig till spelreglerna utan sänkt innan enligt deras uppfattning prognosen för inflationen kommit ner till 2 procent.

Den situation vi stod inför i början av detta år kan kanske beskrivas som att vi skulle ut på okända vatten. Färdriktningen måste då vara tydlig. Samtidigt fanns det skäl att undvika drastiska manövrar som kunde störa bilden. Vi ville gärna se en fortsatt nedgång i de långa räntorna och en viss ytterligare förstärkning av växelkursen. Marknaden borde då helst känna sig hemma i de nya vattnen och dela vår syn på ekonomin och inflationen.

Det är lätt att idag glömma att situationen i januari 1996 var allt annat än stabil. Ett exempel på oron var marknadsreaktionerna på den s.k. Perssonplanen. Kronan föll och de långa räntorna steg. Många marknadskommentatorer ifrågasatte då om Riksbanken skulle kunna gå vidare med sänkningar. Det valde vi att göra. Avgörande för agerandet var den grundläggande inflationsbilden. Vår tilltro till budgetutvecklingen var dessutom uppenbarligen större än marknadens. Visst måste en centralbank "lyssna" på marknaden. Men det gäller ändå i första hand att själv ha en tydlig bild och stå för den.

Inflationsbilden bättre än väntat

Politiken under våren och sommaren har varit framgångsrik på så vis att reporäntan har kunnat tas ner med nästan fyra procent utan att kronan försvagats eller att de långa räntorna påverkats negativt. I själva verket har ju motsatsen gällt; kronan är starkare än i januari och de långa räntorna väsentligt lägre. Än tydligare är den starka långränteutvecklingen mätt som differens mot de tyska långa räntorna. (*Diagram 3*)

Bakom denna utveckling ligger många olika faktorer. Den internationella miljön har varit god. En stor del av det senaste året har präglats av en ökad tro på att EMU blir av, vilket gynnat ränteutvecklingen i Europas högränteländer. Det faktum att penningpolitiken varit fortsatt expansiv i såväl Europa som Japan samtidigt som någon höjning av styrräntan inte skett i USA är också en del av bilden. Minst lika viktigt är dock vad som hänt i Sverige. Budgetutvecklingen har blivit väsentligt bättre än de flesta räknade med för ett år sedan. Detsamma gäller inflationsbilden. Vår relativa position i Europa är i dag i dessa avseenden betydligt bättre än för ett år sedan. Dessutom följer politiken fastlagda planer (konvergensprogram etc.).

Den taktik vi valde var att från början gå fram i relativt stora steg (25 punkter inledningsvis) med någorlunda jämna mellanrum. Inflödet av ny positiv information om inflationstrycket gjorde att vi gradvis reviderade vår uppfattning om hur långt ner reporäntan skulle kunna komma. Den nya informationen skulle möjligen kunna ha motiverat sänkningar i större steg, men det avhöll vi oss ifrån; vi ville inte riskera att marknaden intecknade större räntesänkningar än vi själva var säkra på att kunna genomföra. Sekvensen av i stort sett lika stora sänkningar kom därmed att bli relativt lång. Om vi haft dagens bild helt klar för oss från början hade det kanske varit naturligt att göra ett par större sänkningar under våren. Samtidigt finns det skäl att betona att vi inte då - och inte heller nu - är bundna av något särskilt mönster. Taktiken är alltid underordnad vår strävan att uppnå inflationsmålet och ny information om inflationstrycket i ekonomin kan alltid motivera en omprövning av den valda taktiken.

Vårt agerande förefaller på det hela taget ha varit begripligt. Marknaden har under våren och sommaren förändrat sin bild av hur mycket räntan skulle kunna tänkas sänkas i ungefär samma takt som vi själva gjort. En bild av hur sänkingspotentialen förflyttats kan man få genom att sammanföra reporäntans utveckling under perioden med förväntningarna om dagslåneräntan vid olika tillfällen. Då framgår t.ex. att marknaden i slutet av mars räknade med att reporäntan skulle kunna sänkas till drygt 6 procent. Där någonstans befann vi oss också vid den tiden. (*Diagram 4*)

Ett annat sätt att beskriva utvecklingen är att jämföra den faktiska utvecklingen av reporäntan under perioden med den dagslåneränta som förväntades av marknaden tre månader tidigare. (*Diagram 5*) På denna tidshorisont har prissättningen väl kommit att spegla det faktiska utfallet. Om något har reporäntan under det senaste halvåret sänkts snabbare än förväntningarna var inställda på. Det är också anmärkningsvärt att marknaden relativt väl förefaller ha förutsett tidpunkten för omläggningen av politiken.

Annorlunda blir bilden om reporäntan relateras till den bedömning marknaden gjorde av dagslåneräntan ett helt år tidigare. (Diagram 6) Då är avvikelserna betydligt större. Reporäntan har alltså kunnat tas ner mer än marknaden räknat med ett år tidigare. Rimligen beror detta i allt väsentligt på ett inflöde av ny information. Gradvis under vintern och våren befästes bilden av Sverige som ett land seriöst inriktat på låg inflation och ordnade statsfinanser.

Sammantaget kan vi alltså konstatera att det under det senaste året skett en radikal omvärdering av svensk ekonomi i mer positiv riktning, en förtroendechock om ni så vill. Precis som tidigare chocker i motsatt riktning har denna påtagligt förändrat villkoren för penningpolitiken främst genom den kraftiga kronförstärkning som följt. Det är bl.a. denna som ligger bakom de senaste månadernas rapporter om en inflationsutveckling som skulle ligga under den nedre bandgränsen. Det är min gissning - och förhoppning - att så dramatiska fluktuationer i kronans kurs ska visa sig sällsynta i framtiden.

Svagt inflationstryck

Med detta är jag färdig att gå vidare och säga något om hur vi ser på inflationsförutsättningarna framöver. Jag kommer i stor utsträckning att utgå från den inflationsrapport som publicerades för ca tre veckor sedan.

När vi bedömer den framtida inflationen fokuserar vi framförallt på två faktorer; relationen mellan efterfråge- och utbudsförhållandena i ekonomin (produktionsgapet i vid mening) och inflationsförväntningarna. I de flesta enkla nationalekonomiska modeller för inflationens bestämning är det just dessa faktorer som lyfts fram. Växelkursen är därutöver värd att nämna bl.a. därför att den har ett direkt inflytande på inflationen via importpriserna och på efterfrågan i ekonomin. Den är också en indikator på inflationsförväntningarna.

Tyvärr är världen inte så enkel att det finns entydiga mått på produktionsgapet och den väntade inflationen, som bara kan "pluggas in" i en ekvation och ge oss inflationen om ett år eller två. Tvärtom, är det så att den samlade kunskapen om hur sambanden mellan produktionsgapet och inflationsförväntningarna å den ena sidan och den faktiska inflationen å den andra sidan är ofullständig. Detta beror inte minst på att den svenska ekonomin genomgått omfattande strukturella förändringar på senare tid. Vi arbetar också med en ny penningpolitisk regim, med rörlig växelkurs, som gör det extra svårt att hysa tilltro till historiska mönster.

Produktionsgapet som ett samlande begrepp för efterfråge - och utbudförhållandena är viktigt i våra analyser. Om efterfrågan tenderar att överstiga utbudet i ekonomin är produktionsgapet positivt. Då är risken för accelererande inflation stor. Motsatsen gäller när utbudet är större än efterfrågan. Normalt finns det därmed skäl att strama åt penningpolitiken om produktionsgapet är positivt och att lägga om den i mer expansiv riktning när gapet är negativt. Detta under förutsättning att inflationsförväntningarna inte visar på en annan bild, för då kan situationen vara betydligt mer komplicerad.

Riksbanken har länge arbetat med att ta fram mått på produktionsgapet i ekonomin som helhet. Resultaten har varierat starkt med den metod som valts. I den senaste inflationsrapporten redovisar vi tre olika skattningar. De visar att gapet idag varierar mellan 0,5 och 2,5 procent av BNP. (*Diagram 7*) Sammantaget antyder detta att inflationstrycket idag borde vara lågt.

Den osäkerhet som präglar skattningar av produktionsgapet på nationell nivå gör att det är närmast självklart att arbeta med ett brett spektrum av indikatorer på efterfråge - och utbudsförhållandena. En möjlighet att närma sig frågan om kapacitetsutnyttjandet i ekonomin är att studera mer disaggregerad information. Till följd av den tudelning som präglat svensk ekonomi har bilden under senare år varit påtagligt splittrad. (*Diagram 8*) Detta gäller också idag, om än inte fullt lika markant. Även denna information tyder dock på att produktionsgapet i vid mening inte är slutet. Därmed borde inflationstrycket vara svagt.

Löneökningarna oroande

Frågan om produktionsgapets i vid mening storlek och om inflationstrycket blir väsentligt mer komplicerad när löneutvecklingen förs in i bilden. Under det senaste året har lönerna i ekonomin enligt SCB ökat med ca 6 procent. Det här är siffror som ifrågasatts. Vi bedömer dock att löneökningstakten för ekonomin som helhet knappast är lägre än fem procent, sedan vi gjort justeringar för strukturella faktorer (uppsägningar av lägre betalda t.ex.), varierande avtalslängder etc. På längre sikt är detta inte en godtagbar löneökningstakt, något som bl.a. utvecklats av den s.k. Edingruppen, med representanter för arbetsmarknadens parter.

En pessimistisk tolkning är att löneökningstakten också när nya avtal sluts kan bli för hög. Löneökningarna har varit höga i hela ekonomin, inte bara i sektorer där efterfrågan och vinstnivåer var uppdrivna när avtalen slöts 1995 (handeln är det mest kända exemplet). Löneökningarna är också en följd av löneglidning, som fortsatt trots en svacka i konjunkturen. Mellan den s.k.

jämviktsarbetslösheten (den arbetslöshetsnivå vid vilken inflationen börjar stiga) och produktionsgapsbegreppet föreligger ett nära samband. Om löneökningstakten inte dämpas innebär det att jämviktsarbetslösheten är väsentligt högre än de flesta akademiska studier hittills visat, vilket också skulle tala för ett mindre produktionsgap.

Det finns dock goda argument för en mer optimistisk bedömning. Löneavtalen slöts i ett läge när inflationsförväntningarna ännu var höga på arbetsmarknaden, kapacitetsutnyttjandet ökade snabbt inom industrin och vinstnivåerna var extrema. Inflationsförväntningarna för de närmaste åren låg i genomsnitt kring 3,5- 4 procent hos arbetsmarknadens organisationer jämfört med ca 2 procent i september i år. (Tabell 2) Internationella erfarenheter synes också - även om de inte är helt entydiga - visa att det tar några år innan lönebildningen har anpassat sig till en ekonomi med låg inflation.

Mot den här bakgrunden utgår vi ifrån att en nedgång i löneökningstakten gradvis kommer till stånd när nuvarande avtal löper ut. Processen kan bli långdragen och kostsam i termer av arbetslöshet, men den kommer att ske. Om den å andra sidan går snabbare blir resultatet en bättre sysselsättningstillväxt.

Låt mig i detta sammanhang poängtera en viktig skillnad jämfört med senare delen av 80-talet som dessutom väl åskådliggör samspelet mellan penning - och finanspolitiken. Innevarande år ökar reallönerna mer än väntat, till följd av höga nominella lönelöft och låg inflation. Effekten av reallönelöften på efterfrågan blir dock mindre än under 80-talet. En viktig orsak till detta är den strama finanspolitiken. (Innevarande år ökar reallönerna exempelvis med runt 4-5 procent samtidigt som de disponibla inkomsterna växer med bara ca. 1 procent.) Den strama finanspolitiken är alltså inte bara nödvändig i ett längre perspektiv, för att säkra en lägre skuldkvot, den bidrar också i högsta grad till att minska inflationstrycket från lönerna. Därmed ökar Riksbankens penningpolitiska manöverutrymme. Någon direkt koordinering av penning - och finanspolitiken förekommer inte, men med inflationsmålsstyrning tas i praktiken hänsyn till finanspolitiken när penningpolitiken läggs fast.

Slutsatser för penningpolitiken

När Riksbanken i inflationsrapporten vägde ihop de olika argumenten blev slutsatsen att det fanns ett produktionsgap i ekonomin. Den ekonomiska tillväxten beräknades under 1996-1997 sammantaget uppgå till 3-4 procent, med tyngdpunkten i den övre delen av intervallet. Den nya information som till-

kommit under de senaste veckorna stämmer väl med denna bild. Om något talar den nya informationen för en marginell upprevidering av tillväxten. Samtidigt bedömer vi att den potentiella tillväxten i ekonomin är lite drygt 2 procent. Mot denna bakgrund tror vi inte på något större inflationstryck under de närmaste två åren, även om efterfrågetrycket skulle visa sig bli något högre än i inflationsrapportens huvudscenario. Eftersom inflationsförväntningarna dessutom kommit ner i nivå med Riksbankens mål blev slutsatsen i rapporten att inflationen under 1996 skulle bli runt en procent samt under 1997 och även under första hälften av 1998 i linje med målet på 2 procent.

Inflationen kan utvecklas gynnsammare än i inflationsrapportens huvudscenario. För detta talar främst de låga inflationsförväntningarna och att inflationsbenägenheten kan ha fallit. Ett större produktionsgap än beräknat innebär att inflationen 1997 och därefter blir lägre.

Å andra sidan kan en starkare utveckling av den privata konsumtionen driva upp genomslaget från de stigande lönekostnaderna i konsumentprisledet. I ett längre perspektiv utgör en lönebildning som inte anpassats till de nya förutsättningarna ett hot mot möjligheterna att förena prisstabilitet med hög sysselsättning. Nästa "avtalsrunda" är viktig för penningpolitikens framtida uppläggnings. Redan vid årsskiftet löper avtalen ut för finanssektorn och massa- och pappersindustrin.

Vår bedömning från mitten av september - som står sig idag - var att den tillgängliga informationen talade för ett visst återstående utrymme att sänka reporäntan. Däremot kan man inte alltid förvänta sig att penningpolitiken framöver kommer att följa ett visst mönster. Avgörande för den fortsatta utvecklingen är inkommande information och hur den förhåller sig till analysen i Riksbankens senaste inflationsrapport.