



ANFÖRANDE

DATUM: 2005-05-24
TALARE: Riksbankschef Lars Heikensten
PLATS: Diskussionsseminarium, LO

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registrator@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Riksbanken och stabiliseringspolitiken

Låt mig börja med att tacka för inbjudan till detta seminarium. Jag ser fram mot en intressant och givande diskussion.

I den inbjudan som skickades ut listades några frågor som det är tänkt att diskussionen ska kretsa kring. Jag tänkte strukturera mitt inlägg på så sätt att jag helt enkelt i tur och ordning redogör för min syn på dessa frågor.

Innan jag gör detta vill jag dock passa på att uttrycka min uppskattning för avsnittet om stabiliseringspolitikens möjligheter och begränsningar i LO-ekonomernas senaste konjunkturrapport. Även om jag inte håller med om allt – vilket kommer att framgå senare – uppfattade jag texten som seriös och sökande på ett positivt sätt.

Är det viktigt med stabiliseringspolitik?

Mitt svar på den frågan är (förstås): Ja, stabiliseringspolitik är viktigt. Det räcker med att gå tillbaka till våra erfarenheter från 1970- och 1980-talen för att inse detta. Det som då skedde var i korthet att den politik som fördes inte förmådde hålla ekonomin i tillräcklig balans. Politiken var ofta alltför expansiv och detta skapade en miljö där det visade sig vara svårt att hålla pris- och löneökningarna på en rimlig nivå. De snabba ökningarna av löner och priser kom gång på gång på kollisionkurs med den fasta växelkursen. Resultatet blev att kronan devalverades ett stort antal gånger från mitten av 1970-talet och framåt. Ekonomin kom att kännetecknas av "boom-bust-cykler" med omväxlande kraftiga inbromsningar och häftiga stimulanser. Effekterna av denna politik på den allmänekonomiska utvecklingen blev i flera avseenden förödande. I välståndstermer tappade Sverige mark samtidigt som reallöneökningarna i stort sett uteblev. Denna utveckling blev till slut ohållbar och efter att systemet med fast växelkurs hade fått överges i november 1992 genomfördes ett tydligt stabiliseringspolitiskt regimskifte.

När man blickar tillbaka på den tid som gått sedan dess tror jag att de flesta håller med mig om att den nya regimen fungerat väl. Sverige plågas inte längre av trendmässigt alltför hög inflation, återkommande kostnadskriser och höga räntor. Den stabilare miljön har bidragit till en bättre välståndsutveckling. Det nya regelverket har också skapat helt andra och bättre ramar för lönebildningen, något inte minst ledande företrädare för LO brukar understryka. Arbetstagarnas organi-

■ sationer behöver nu inte längre spela med i ett destruktivt spel, där höga nominella lönelöft äts upp av inflationen och reallöneökningarna år efter år blir en besvikelse.

Att inflationen varit lägre och stabilare under perioden med inflationsmålpolitik är ett gott resultat även om det kanske inte är så överraskande. Vad som måhända är mindre uppmärksammat, och mot bakgrund av teorin på området inte lika uppenbart, är att även de realekonomiska svängningarna har varit mindre. Det verkar alltså som om den nya regimen haft en gynnsam inverkan på stabiliteten även i den reala ekonomin.

När vi nu således tycks ha kommit till rätta med de mer grundläggande stabiliseringspolitiska problemen är det kanske naturligt att ribban efter hand höjs och man börjar fråga sig om saker och ting inte kunde fungera ännu lite bättre.

Det är emellertid viktigt att ha realistiska förväntningar på vad stabiliseringspolitiken kan åstadkomma. I den debatt som förts på senare tid har det varit lätt att få intryck av att det finns förväntningar om att svängningarna i såväl inflationen som realekonomin – och kanske i synnerhet de senare – helt ska kunna elimineras. När ledningen för AMS jämför med ett läge där arbetslösheten alltid är ungefär 4 procent och sedan hävdar att Riksbanken bär ansvar för skillnaden förefaller det vara uttryck för en sådan syn.

Det är oundvikligt att det då och då sker snabba förändringar i ekonomin och inflationen som inte kan förutses eller pareras fullt ut på kort sikt. Ingen centralbank – eller någon annan ekonomisk-politisk beslutsfattare – kan därför styra inflationen och konjunkturen till alla delar över tiden. Erfarenheten tyder i själva verket på att det finns betydande risker för att en aktivt finjusterande stabiliseringspolitik kan förstärka svängningarna i ekonomin. Det kan i sammanhanget vara värt att notera att den uppgång i arbetslösheten som vi kunnat observera i Sverige under den senaste konjunkturnedgången inte på något sätt framstår som anmärkningsvärd i ett internationellt perspektiv.

Till bilden hör också att det är synnerligen svårt att veta vad som är ett "normalläge" för arbetslösheten, inte minst därför att även detta är något som varierar över tiden. För Riksbanken är det viktigt att inte binda sig för hårt vid någon särskild siffra. Vi måste vara villiga att pröva oss fram och om tilltron till vår politik är tillräckligt god vara beredda att ifrågasätta gamla sanningar. Men det finns skäl att vara skeptisk till dem som på detta område tycker sig sitta inne med säkra svar.

Så, om jag får modifiera mitt svar på frågan: Ja, stabiliseringspolitik är viktigt, men man får inte ha en övertro på vad den kan åstadkomma.

Den överraskande svaga utvecklingen på arbetsmarknaden är naturligtvis ett viktigt skäl till att debatten om stabiliseringspolitiken intensifierats på senare tid. Jag håller med om att vi måste ta problemen med arbetslösheten på allvar. Men det gör man inte genom att i första hand koncentrera diskussionen på stabiliseringspolitiken och gång efter annan skylla den svaga sysselsättningsutvecklingen på de senaste årens penningpolitik. Särskilt illa skorrar detta när de som driver debatten – AMS och andra – gjort i allt väsentligt samma bedömningar av det ekonomiska läget och sysselsättningen som Riksbanken vid de tidpunkter när de avgörande besluten fattats. Vi har alla blivit överraskade av att relativt hög tillväxt kombinerats med låg inflation och närmast oförändrad sysselsättning.

I tider som dessa, med omfattande strukturella förändringar och "störningar" som avlöser varandra, är det extra viktigt att fundera över ekonomins anpassningsförmåga. Förutsättningarna att nå en varaktig framgång i form av högre sysselsättning och lägre arbetslöshet är större om åtgärderna inriktas på att göra ekonomin mindre "störningskänslig" än på att med stabiliseringspolitik försöka parera störningar. Det är dessutom betydligt enklare att finna meningsfulla åtgärder som kan vidtas om man har den första ambitionen än om man har den senare.

Fokuseringen på stabiliseringspolitiken framstår också som förvånande om man beaktar att den nominella räntan är den lägsta sedan 60- och 70-talet och att den även mätt i reala termer, dvs. nominella räntenivån minus den förväntade inflationen, är bland de lägsta vi sett på 20 år. Penningpolitiken är alltså påtagligt expansiv. Samtidigt är finanspolitiken också den expansiva och har ett par år tänt gränserna för vad som är i linje med det långsiktiga regelverket.

Så, om jag ytterligare får modifiera mitt svar på frågan: Ja, stabiliseringspolitik är viktigt, men det är *ännu* viktigare med åtgärder som bidrar till en smidig anpassning av ekonomin till nya villkor. Det är sådana frågor vi borde diskutera nu när vi faktiskt har ett system där stabiliseringspolitiken inte längre – som var fallet under 1970- och 1980-talen – bidrar till att skapa kraftiga ekonomiska svängningar, utan tvärtom tycks fungera just stabiliserande.

Hur ska rollfördelningen mellan finans- och penningpolitiken se ut?

Regimskiftet i början av 1990-talet innebar att en tydlig rollfördelning infördes i den ekonomiska politiken. Växelkursen fick förbli rörlig och penningpolitikens huvudsakliga uppgift blev att försöka hålla inflationen på en låg och stabil nivå. Finanspolitiken, som under den tidigare fasta växelkursregimen ofta ledde till stora underskott och i hög grad bidrog till stabiliseringspolitikens gradvisa sammanbrott, skulle nu underställas krav på långsiktig stabilitet och hållbarhet i de offentliga finanserna. Motsvarande förändringar av den ekonomiska politiken har också gjorts på många andra håll i världen.

I den ekonomiska debatten sägs ofta att en konsekvens av systemskiftet var att "Riksbanken fick ansvar för stabiliseringspolitiken". Eftersom det ibland är ganska oklart vad man mer exakt menar med detta – tolkningarna tycks variera en del beroende på vem man frågar – kan det vara värt att kort redogöra för grunddragen i inflationsmålpolitiken som den bedrivs idag.

Riksbankens primära mål är att upprätthålla prisstabilitet. Denna uppgift går ofta hand i hand med en stabilisering av realekonomin; om efterfrågan i ekonomin utvecklas i linje med ekonomins långsiktiga potential bidrar detta oftast till att även inflationen utvecklas stabilt. Men inflationen beror inte enbart på vårt inhemska resursutnyttjande utan även på så kallade utbudschocker, inflationen i omvärlden, växelkursutvecklingen med mera. I vissa lägen måste man göra en avvägning mellan att stabilisera inflationen och att stabilisera realekonomin, till exempel då en kraftig kostnadschock pressar upp inflationen samtidigt som realekonomin försvagas. Det typiska resultatet av den avvägning som görs i ett sådant fall är att centralbanken – om det inte hotar förtroendet – låter det ta väsentligt längre tid för inflationen att återgå till målet än om prisökningstakten hade pressats upp av en ökad efterfrågan. De negativa effekterna på realekonomin blir därför betydligt mindre än om centralbanken enbart hade brytt sig om inflationen och snabbt fört den tillbaka till målet med en aggressiv politik.

■ Avvägningar av detta slag har Riksbanken gjort vid ett flertal tillfällen under drygt tio år med inflationsmål. Exempel finns från slutet av 1990-talet när avregleringar bidrog till en mycket låg inflation och Riksbanken valde att inte fullt ut utnyttja det utrymme för räntesänkningar som kanske funnits med en mer strikt tolkning av inflationsmålet. Men det finns också exempel med motsatta förtecken från 2001 och 2003, då tillfälliga utbudsfaktorer pressade upp inflationen och Riksbanken inte reagerade med att höja räntan. För att vara ännu tydligare; när vi utformat politiken har vi vid flera tillfällen medvetet valt att tillåta avvikelser från inflationsmålet under kortare eller längre perioder. När konsekvenserna av avvikelserna varit ett lägre ränteläge än vad som skulle följt med en mer strikt tolkning har kritiken i stort sett uteblivit. Detsamma har inte gällt när avvikelser gjorts i motsatt riktning.

Varken Riksbanken eller någon annan centralbank med inflationsmål är således en "inflation nutter", för att använda ett välkänt uttryck myntat av Mervyn King, numera brittisk centralbankschef. Vi fokuserar alltså inte enbart på att stabilisera inflationen utan tar även hänsyn till realekonomin – vi bedriver vad som brukar kallas en *flexibel* snarare än en *strikt* inflationsmålspolitik. Detta är också helt i linje med vårt uppdrag som det formulerats i lag och förarbeten.

Det finns också andra typer av avvägningar som måste göras i penningpolitiken. En uppenbar sådan är hur den finansiella stabiliteten kan komma att påverkas av de räntebeslut som fattas. Under det senaste året, men även vid några tidigare tillfällen, har utvecklingen på kreditmarknaden diskuterats en hel del vid våra penningpolitiska möten. Vi har trots allt inte så lång erfarenhet av hur kreditykler påverkar ekonomin; fram till 1980-talet var ju de finansiella marknaderna starkt reglerade. Vår kunskap om riskerna med en snabbt ökande skuldsättning och tillgångsprisinflation är därför begränsade. Även om man nog kan säga att kreditexpansionen och husprisutvecklingen än så länge inte har haft en avgörande betydelse för våra räntebeslut är det mot den här bakgrunden faktorer som ändå måste finnas med i ekvationen.

Det gäller alltså för Riksbanken att försöka hitta en lämplig avvägning mellan stabilisering av inflationen och realekonomin, och även beakta konsekvenserna för den finansiella stabiliteten. På samma sätt måste finanspolitiken uppfylla kraven på långsiktig stabilitet och hållbarhet i de offentliga finanserna, med hjälp av mål för budget- och utgiftsutvecklingen, vilket inte utesluter hänsyn till realekonomin inom dessa ramar. Denna rollfördelning har visat sig fungera väl och vi bör därför vara försiktiga med att göra några mer genomgripande förändringar av den.

Mitt svar på frågan hur rollfördelningen mellan finans- och penningpolitiken ska se ut är alltså; som idag. Samma slutsats har man dragit i många andra länder liksom i den ekonomiska forskningen. Vad som i sammanhanget är viktigt att inse är att Riksbanken när vi utformar penningpolitiken *tar* reala hänsyn, så långt vi tror att det är klokt. Möjligen finns ett behov av att vi är tydligare om att så faktiskt är fallet.

Kan och bör penningpolitiken respektive finanspolitiken utvecklas?

I en mening kan man förstås säga att såväl penningpolitiken som finanspolitiken ständigt utvecklas. Inom Riksbanken arbetar vi kontinuerligt med att till exempel förbättra våra analys- och prognosmetoder för att kunna fatta så bra och välunderbyggda beslut som möjligt. När vi i den senaste inflationsrapporten publicerar inflationsprognoser baserade på marknadens förväntade räntor är det ett exem-

■ pel på detta. Man kan utgå ifrån att motsvarande utvecklingsarbete bedrivs inom finansdepartementets område.

Jag tror att en ytterligare fördjupad diskussion om vad det innebär att göra avvägningar mellan inflationsmålet och den reala ekonomin kan vara av godo. Under de första åren med inflationsmål uttryckte sig Riksbanken ibland som om den var en "inflation nutter". Denna hållning övergavs emellertid efter några år och sedan dess har vi kommunicerat att hänsyn också tas till finansiella och reala faktorer. I ett beslut av Riksbankens direktion 1999 klargjordes vår syn på dessa frågor. Men säkert kan vi bli ännu bättre på att analysera och förklara hur man kan se på de avvägningar vi ställs inför när vi bedriver en flexibel inflationsmålspolitik. Direktionen har hållit flera tal på detta tema det senaste året och jag räknar även med att vi ska publicera någon form av gemensamt dokument om detta ämne framöver.

När det gäller finanspolitiken verkar den stimulerande på ekonomin främst genom de så kallade automatiska stabilisatorerna, det vill säga genom att systemen för skatter och utgifter, som är mycket omfattande i Sverige, är utformade så att det sker viss "automatisk" anpassning till konjunkturutvecklingen. Därutöver spelar som jag var inne på tidigare finanspolitiken via skatte- och utgiftssystemen en avgörande roll för ekonomins förmåga till anpassning till störningar. Inom regeringens ekonomisk-politiska arsenal finns också arbetsmarknadspolitiken, som kan spela en viktig roll både för att underlätta anpassningar och för att kortsiktigt upprätthålla efterfrågan på arbetskraft inom enskilda sektorer eller regioner. Inom all dessa områden finns det skäl att fortsätta att leta efter vägar att utveckla politiken och göra den mer effektiv.

Möjligheterna att låta automatiska stabilisatorer verka eller att sätta in mer omfattande arbetsmarknadspolitiska åtgärder riskerar emellertid i praktiken att begränsas om inte de offentliga finanserna är tillräckligt starka. Detta är en principiell slutsats som jag delar med LO:s ekonomer om jag förstått saken rätt. I praktiken har dock LO:s ekonomer mer sällan stått på barriaderna och argumenterat för en stramare politik ens i goda tider. Men kanske är en förändring här på gång.

Men vad frågan om huruvida penning- och finanspolitiken bör utvecklas nog främst avser är om det kan finnas skäl att modifiera den rollfördelning mellan penning- och finanspolitik som rått sedan den nya stabiliseringspolitiska regimen infördes. I botten ligger förstås LO:s förslag att Riksbanken ska "få hjälp" av diskretionär finanspolitik med att stabilisera realekonomin. Tanken är, om jag uppfattat den rätt, att riksdagens finansutskott eller delar av det – en särskild stabiliseringspolitisk kommitté – ska få en utökad roll med analysfunktion och befogenhet att när behov bedöms finnas genomföra diskretionära finanspolitiska beslut.

Av flera skäl tror jag inte på detta. Ett ganska självklart skäl är att en stabiliseringspolitisk kommitté naturligtvis skulle ställas inför samma svåra problem som Riksbanken och regeringen när det gäller att förutsäga framtiden. Att inflationen idag är låg är i hög grad ett resultat av positiva utbudsstörningar som överraskat alla bedömare, inte av att Riksbanken utmärkt sig genom avvikande bedömningar eller genom att pressa tillbaka efterfrågan i ekonomin. Svårigheter att förutsäga och finjustera ekonomin är något alla som ger sig in på området kommer att möta och knappast ett bra skäl för att inrätta nya statliga organ.

Ett annat viktigt skäl till att jag känner tveksamhet inför förslaget kan kopplas till den bärande idén när det gäller reformeringen av penningpolitiken, nämligen att den bör utformas "på armslängds avstånd" från den dagsaktuella partipolitiken.

Enligt förslaget är det, såvitt jag förstår, tänkt att denna problematik ska hanteras genom att på förhand uppställda regler ska ange i vilka lägen en diskretionär finanspolitisk åtgärd ska genomföras och avvecklas. Man kan naturligtvis ha olika åsikter om hur väl detta skulle fungera. Men om man jämför med det rigorösa institutionella ramverk som omgärdar penningpolitiken är det svårt att frigöra sig från känslan att den "arm" som ska markera avståndet från den dagsaktuella partipolitiken med en sådan lösning skulle bli i kortaste laget.

Jag tycker att det i detta sammanhang finns en del oroande tecken. Det förefaller som om det från politiskt håll finns en tendens att se stabiliseringspolitiken, eller mer precist nivån på reporäntan, som den huvudsakliga lösningen på de problem vi idag ser på den svenska arbetsmarknaden. Det finns, som jag ser det, en uppenbar risk att en sådan syn också skulle sätta sin prägel på en diskretionär finanspolitik med en utökad stabiliseringspolitisk uppgift.

Låt mig dock, innan jag rundar av, säga att det inte kan uteslutas att det kan uppstå lägen som är så allvarliga ur stabiliseringspolitisk synvinkel att det är motiverat med diskretionära finanspolitiska åtgärder. Jag tänker då i första hand på situationer med så kraftiga efterfrågebortfall av depressionskaraktär att såväl finans- som penningpolitik tvingas göra kraftiga avsteg från de normala principerna. Men detta rör sig om extremt ovanliga omständigheter och utgör inte något argument för att inrätta en permanent stabiliseringspolitisk kommitté.

Så, mitt svar på frågan om penning- och finanspolitiken bör utvecklas är: Ja, men inte i den riktning som LO verkar ha i åtanke. För penningpolitiken gäller det att fortsätta att förbättra analys- och prognosmetoderna och att hitta vägar för att tydliggöra avvägningarna mellan i första hand inflationsmålet och realekonomin. För finanspolitiken kan det handla om att hitta sätt att få de automatiska stabilisatorerna att bli än mer effektiva, men främst om att försöka utforma förebyggande system så att den strukturella anpassningen i ekonomin vid olika störningar som oundvikligen då och då inträffar går smidigare. Detta innebär inte några förändringar i den grundläggande rollfördelningen i stabiliseringspolitiken.

Sammanfattning

Låt mig kort sammanfatta mina svar på de tre frågorna. Stabiliseringspolitik är viktigt, men man får inte ha en övertro på vad den kan åstadkomma. Andra ekonomisk-politiska åtgärder är mycket viktigare för den långsiktiga välståndsutvecklingen. Med en smidigare anpassning när ekonomin drabbas av störningar kan sysselsättningen utvecklas gynnsammare än med aktiv stabiliseringspolitik. Rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik när det gäller att stabilisera makroekonomin har fungerat väl i den nya regimen och jag kan inte se några starka skäl att ändra på den. Såväl finans- som penningpolitiken kan och bör utvecklas men detta bör ske inom ramen för nuvarande stabiliseringspolitiska rollfördelning. För penningpolitiken handlar det bland annat om att analysera och beskriva de avvägningar som görs mellan inflationsmålet och utvecklingen i den reala ekonomin. Det viktigaste när det gäller finanspolitiken är inte stabiliseringsinriktade åtgärder utan att lägga en allmänt god grund för välståndsutvecklingen.

Tack