

FÖRHANDLINGAR

Nationalekonomiska Föreningen

2002-04-17

Sammanfattade och redigerade av Marianne Ahrén

Ordförande: Professor **Ulf Jakobsson**

Inledare: Riksbankschef **Urban Bäckström**

Kommentatorer: **Irma Rosenberg**, SBAB, **Hans Lindberg**, Konjunkturinstitutet

Övriga deltagare: **Mattias Lundbäck**, Svenska Dagbladet, **Johan Schüeck**, Dagens Nyheter, **Claes Bahri**, Öhman, **Mattias Ganslandt**, IUI och **Per Jansson**, KI

Perspektiv på inflationsmålet

Ulf Jakobsson

Jag ber att få hälsa er alla välkomna till detta föreningsmöte med Nationalekonomiska Föreningen. Det är roligt att se så många här. Vi har vid detta tillfälle även bjudit in studenter vid universitet, som inte är medlemmar, men som är mycket välkomna. Ni är också mycket välkomna att bli medlemmar i Nationalekonomiska föreningen som en är mycket livaktig och intressant förening. Man får dessutom *Ekonomisk Debatt* som extra medlemsförmån.

Vi ska börja med ett föreningsärende. Det har kommit förslag på inval av nya medlemmar. Jag lämnar över till föreningens sekreterare **Mattias Ganslandt**.

Mattias Ganslandt

Förslag på nya medlemmar är: från Nordea **Dan Lindbeck** och **Tony Seeman**, från Medlingsinstitutet **Maj Nordin** och **Åke Kempe** samt från Nordisk Renting **Reinold Geijer** som tidigare var VD för Förenings-sparbanken. Jag vill också påpeka att är det någon som har förslag på nya medlemmar eller själva vill bli invalda i föreningen så kan ni ställa sådana förslag till mig på IUI.

Ulf Jakobsson

Tack för det. Kan vi välja in dessa? Svar: Ja. Frågan är med ja besvarad.

Då kommer vi till dagens huvudpunkt. Jag är mycket glad att hälsa Riksbankschefen **Urban Bäckström** välkommen. Han ska hålla ett anförande med den fantasieggande titeln "Perspektiv på inflationsmålet" vilket ju just nu är särskilt intressant. Efter Urbans Bäckströms anförande har vi två diskutanter **Irma Rosenberg** och **Hans Lindberg**.

Nu lämnar jag ordet till Riksbankschefen **Urban Bäckström**.

Urban Bäckström

Låt mig först tacka för inbjudan att åter få komma till Nationalekonomiska Föreningen och diskutera olika aspekter kring Riksbankens uppgifter. Jag ser verkligen fram emot att, liksom under de gångna åren, föra en dialog om ekonomiskpolitiska frågor med såväl de två opponenterna som med andra forskare och studenter här i föreningen.

Titeln på dagens diskussion är "Perspektiv på inflationsmålet" och jag hade

tänkt att ta det senaste årets uppgång i inflationstakten som utgångspunkt. Uppgången har överraskat flera prognosmakare, inklusive oss i Riksbanken. Detta kan resa frågor om den tankesammanhang som ligger till grund för uppläggnings- och penningpolitiken och som bygger på prognoser. Jag tror att de flesta håller med mig om jag säger att inflationsmålet under de nästan tio år som det tillämpats, på det hela taget har fungerat ganska bra. Ändå är en fortlöpande diskussion om den analytiska ram som omger upplägget av penningpolitiken viktig. Ekonomin utsätts ständigt för komplexa störningar och deras verkningar är så svåra att förutse att det är angeläget att kontinuerligt utveckla tänkandet.

Den fråga som jag tänkt ta upp i min inledning är om det finns andra sätt att bedriva penningpolitiken på än det Riksbanken valt. Något förenklat kan man beskriva Riksbankens upplägg av politiken med en handlingsregel. Den säger att om den prognostiserade inflationen på 1–2 års sikt överstiger målet om 2 procent bör reporäntan normalt höjas, och vice versa.¹ I fokus står alltså en prognos om framtiden. Prognoser är dock förknippade med osäkerhet i och med att de kan slå fel. Det kan därför vara rimligt att diskutera och jämföra med andra alternativa strategier för att utvärdera om det går att minska osäkerheten.

Man skulle kunna hävda att nationalekonomin är en allt för outvecklad vetenskap eller att samspelet mellan olika aktörer och marknader i ekonomin är allt för komplexa för att kunna prognosticeras. Eftersom penningpolitiken inte kan påverka prisutvecklingen direkt kan centralbanken, istället för att använda prognoser för inflationen som styråra, välja att sätta räntorna utifrån någon variabel som är känd idag. Exempel på sådana mellanliggande variabler skulle kunna vara den faktiska prisutvecklingen, penningmängden eller något mått på resursutnyttjandet. Jag tänker diskutera kring sådana möjligheter för att avslutningsvis åter knyta an till den penningpolitiska strategi som Riksbanken

idag tillämpar.

Alternativ till prognosbaserad penningpolitik

Den faktiska prisutvecklingen

Ett alternativ till den nuvarande handlingsregeln skulle kunna vara att sätta räntan efter den rådande inflationstakten. Det skulle innebära att Riksbanken skulle justera styrräntan varje gång Statistiska centralbyrån presenterade utfallsdata för konsumentprisindex (KPI) som låg över eller under målet på 2 procent.

Det kanske viktigaste argumentet som talar mot en sådan ordning är att den skulle leda till större variationer i den reala ekonomin jämfört med dagens handlingsregel. Det finns nämligen inte någon direkt koppling mellan reporäntan och inflationen. Riksbankens möjlighet att påverka prisutvecklingen är mer indirekt och går, något förenklat, via marknadsräntor, kreditgivning och tillgångspriser och därefter till den reala ekonomins efterfrågeläge och variabler som t ex sysselsättning, vinster, investeringar, konsumtion och nettoexport. Hur prisutvecklingen påverkas av efterfrågeläget beror i sin tur på den potenti-

¹ Riksbankens sätt att arbeta med penningpolitiken finns beskriven i bl a Berg, C., [1999], "Inflation Forecasting Targeting", *Penning- & valutapolitik* nr 3, Berg, C., & Lindberg, H., "Conducting Monetary policy with a collegial Board: The New Swedish Legislation One year On", *Penning- och valutapolitik* nr 2, Bäckström, U., [1998], "Fem år med prisstabilitetsmål", *Penning- och valutapolitik* nr 1 och Bäckström, U., [2001], "Vad skall styra penningpolitiken?", Förhandlingar nationalekonomiska föreningen, *Ekonomisk Debatt* nr 6 och Heikensten, L., och Vredin, A., [1998], "Inflationsmålet och den svenska penningpolitiken – erfarenheter och problem", *Ekonomisk Debatt*, vol. 26, 573–593, Heikensten, L., [1999] "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och Valutapolitik*, nr 1, Riksbanken [1999], Riksbanken inflationsmål, – Förtydligande och utvärdering, PM.

ella produktionsförmågan och resursutnyttjandet. Exakt hur denna komplicerade sk transmissionmekanism ser ut, hur snabbt genomslaget blir och hur den varierar både tidsmässigt och sättet som den påverkar ekonomin har vi idag ingen exakt kunskap om.

När det gäller tidsgenomslaget brukar de flesta centralbanker i världen använda sig av tumregeln att det tar mellan ett och två år innan den största delen av räntjusteringar har slagit igenom i ekonomin. Man kan fråga sig om inte det penningpolitiska genomslaget via marknadsräntorna under senare år av olika skäl kan ha blivit snabbare. De finansiella marknaderna har blivit mer styrda av förväntningar, många hushåll har sina bolån till rörlig ränta osv. Samtidigt finns det faktorer som drar åt andra hållet. Växelkursen t ex, som är en central del i transmissionsmekanismen särskilt i en liten öppen ekonomi, svarar inte alltid på samma sätt som tidigare på förändringar av styrräntan. I en låginflationsregim förefaller det dessutom ta längre tid för företag att ändra priserna till följd av de kostnader (s k menukostnader) som prisjusteringar är förknippade med. Det mesta talar ändå för att tills vidare hålla fast vid den gamla tumregeln om att den största delen av genomslaget från penningpolitiken på inflationen kommer efter ett till två år. Det utesluter naturligtvis inte att en del av effekterna kan uppträda redan före år ett, liksom att en del av dem kommer först efter år två.

Allt detta innebär att om penningpolitiken bestäms efter hur inflationen är idag kan detta leda till problem eftersom reporäntan kommer att påverka en ekonomi som kan se helt annorlunda ut när ränteändringen väl får full effekt. Då kan det krävas en ganska tvär kursförändring för att hantera den situation som då råder.

Kanske kan man jämföra med en Finlandsbåt som navigerar på väg genom Stockholms skärgård. Om besättningen på kommandobryggan navigerar efter vad de ser strax framför fartygets för, måste de

göra tvära kast i kursen för att undvika att kollidera med de många öarna, skären och grunden som plötsligt dyker upp i siktfältet. Frågan är om det ens fungerar utan att det blir en grundstötning med tanke på hur lång tid det tar att påverka kursen hos ett så stort fartyg; och om det gick så skulle säkert inte färden upplevas som särskilt bekväm av passagerarna. Om besättningen i stället ser längre fram och gradvis ändrar kursen med sikte på den bästa vägen blir resultatet annorlunda. Besättningen kanske inte ser allt så tydligt flera sjömil framåt men de har en rimlig uppfattning om vilken kurs som är den bästa och den kan gradvis korrigeras ju klarare och tydligare sikten blir. På så vis kommer man inte bara fram till målet, färden dit blir också ganska bekväm för passagerarna.

Vid utformningen av varje penningpolitisk strategi ställs centralbanken inför frågan om hur man ska se på valet mellan variationer i den reala ekonomin eller i inflationstakten. Låter centralbanken den reala ekonomin utsättas för tvära kast kommer troligen allmänhet och det politiska systemet förr eller senare att ändra grunderna för centralbankens självständighet och övergripande uppgift. Omvänt, om den reala ekonomins stabilitet alltid sätts i första rummet och centralbanken accepterar stora målavvikelser när det gäller inflationen så urgröps snart förtroendet för låginflationsregimen. Mot den bakgrunden brukar centralbanker försöka finna en rimlig avvägning mellan de båda extrempunkterna. Centralbanker siktar på att uppfylla inflationsmålet på medellång sikt genom att vara framåtblickande, men accepterar att det förekommer begränsade avvikelser (uppåt och nedåt) på kort sikt. En penningpolitik som agerar utifrån den faktiska inflationen är per definition inte framåtblickande.

Liknande argument kan användas mot en strategi som bygger på att centralbanken styr efter utfall för nominell BNP, en fråga som diskuterades här i föreningen förra året. Förutom de avvisidor en politik som inte är framåtblickande har, innebär

en nominell BNP-strategi den nackdelen att nationalräkenskapsdata ofta revideras i efterhand. Medan siffror för konsumentprisindex för det mesta är definitiva när de publiceras, sker ofta betydande ändringar av utfallsdata för BNP, ibland flera år i efterhand.²

Det faktum att det tar relativt lång tid för penningpolitiken att få effekt på ekonomin gör alltså att man måste acceptera att det ibland förekommer avvikelser från inflationsmålet. I annat fall utsätts sysselsättning och produktion för tvära kast. Det framgår tydligt om man i en av Riksbankens modeller låter ekonomin utsättas för en penningpolitik som snabbt försöker få ned inflationen. Låt oss först anta att inflationen plötsligt stiger, från 2 till 3 procent och att Riksbanken genast försöker motverka uppgången. Repo-räntan höjs med mellan 4 till 5 procentenheter i ett slag. Inflationen skulle då, enligt modellen, visserligen falla tillbaka från 3 ned till cirka 2 procent inom loppet av tolv månader, men det skulle ske till priset av mycket svag tillväxt- och sysselsättningsutveckling. Modellen visar att BNP sjunker med ett par procentenheter under innevarande år och mellan 30 000 till 40 000 jobb faller bort. När året har passerat och inflationen fallit tillbaka till 2 procent krävs det därefter en dramatisk räntesänkning för att ekonomin åter ska stabiliseras.

Exemplet visar att det i och för sig skulle gå att snabbt och resolut möta en uppgång i inflationen, men till priset av en påtaglig destabilisering av den reala ekonomin. Eftersom Riksbanken blickar framåt och inriktar sin penningpolitik på en mjukare anpassningsbana i händelse av avvikelser från inflationsmålet sker normalt inte sådana kast i reporäntan och den reala ekonomin kan därmed utvecklas mer stabil.

Penningmängden

Det är ett väl etablerat faktum att inflationen på lång sikt är ett monetärt fenomen.

Mer betydande och varaktiga förändringar av prisstegringstakten kan förklaras av att penningmängdsutvecklingen varit allt för snabb eller allt för långsam. Ett alternativ till en prognosbaserad politik skulle därför kunna vara att utnyttja penningmängden som mellanliggande mål. Är penningmängden väl korrelerad med inflationen också på medellång sikt skulle alltså en sådan strategi kunna vara ett alternativ.

En fördel med att styra efter penningmängdens utveckling är att penningpolitiken bedrivs på ett systematiskt och förutsägbart sätt. Den mellanliggande variabeln, penningmängden, är väl känd vid beslutstillfället och är den nära korrelerad med inflationsutvecklingen ett till två år fram i tiden blir penningpolitiken mycket tydlig.

Att bedriva politiken utifrån ett penningmängdsmål är dock inte enkelt. Det är tveksamt om det föreligger något entydigt och stabilt samband mellan penningmängden och inflation också på kort- och medellång sikt.³ Bakgrunden är att olika faktorer rubbat på sambandet. Finansiella innovationer har bl a bidragit till att hushål-

² För en argumentation för att Riksbanken bör byta ordning till en nominell BNP-strategi se t ex Kinnwall, M., [2001], "Kommentar till Urban Bäckström", Nationalekonomiska föreningens förhandlingar, *Ekonomisk debatt*, nr 6.

³ T ex Friedman, B., [1996], "The Rise and fall of Money Growth Targets as guidelines for US Monetary Policy", NBER Working Paper 5465 eller Estrella, A. & Mishkin, F., S., [1996], Is there a role for monetary aggregates in the conduct of monetary policy", NBER Working paper 5845. För euroområdet har olika studier visat att det kan föreligga en stabil efterfrågefunktion för penningmängden, se t ex McMorro, K., [1998], "Is there a stable money demand function at the community level - Evidence using a cointegration analysis approach, for the Euro-zone countries and for the community as a whole, EU DGII Economic papers 131 och Coenen, G., & Vega J-L [1999], "The demand for M3 in the Euro-area, ECB Working Paper no 6.

lens betalnings- och placeringsmönster har förändrats. Dessutom behöver man ändå göra prognoser över en rad viktiga faktorer för att söka fastställa vad som är rätt penningmängdsmål. I praktiken måste även en penningmängdsstrategi därför baseras på prognoser för olika variabler och en bedömning av tex produktionsgapet. Till bilden hör också att strategin prövades i ett antal länder under 1970- och 1980-talet och att den inte visade sig fungera särskilt väl.

Om det inte föreligger ett entydigt och stabilt samband mellan den mellanliggande variabeln (penningmängden) och det slutliga målet (prisstabilitet) kan det uppstå konflikt mellan de båda målen eftersom centralbanken enbart har ett medel - styrräntan. Väljer centralbanken att minimera variationer i penningmängden kan det snarast - givet att sambandet inte är exakt och stabilt - leda till ökade variationer i inflation och produktion. Det förefaller intuitivt svårt att förstå varför en centralbank skulle föredra att stabilisera penningmängden, som inte direkt påverkar den allmänna välfärden, framför att stabilisera prisutvecklingen och produktionen på ett mer direkt sätt.⁴

Om sambandet mellan penningmängden och inflationen inte är exakt och stabilt över tiden bör penningmängdens betydelse reduceras till en indikator bland andra i en prognosbaserad inflationsmålsstrategi. Penningmängden är en viktig indikator på inflationstrycket, men inte den enda. Däremot kan det finnas skäl att lyfta fram penningmängdens betydelse - eller kanske snarare dess återspeglning av kreditvolymen i bankernas balansräkningar - när det gäller att ge information om den framtida stabiliteten i det finansiella systemet. I samband med att omfattande finansiella bubblor byggts upp har det så gott som alltid sammanfallit med en omfattande kreditexpansion i det finansiella systemet. Vår egen bankkras för ungefär tio år sedan är ett sådant exempel. Mot den bakgrunden bör penningmängden och kreditgiv-

ningen ingå i den arsenal av indikatorer på såväl monetär som finansiell stabilitet som en centralbank bör följa noga.⁵

Inflation och produktionsgap

Ytterligare ett alternativt sätt att bedriva penningpolitik på är att sätta räntan som en funktion av prisstegringstakten och något mått på skillnaden mellan faktiskt och potentiell tillväxt. Den amerikanske ekonomiprofessorn John Taylor, som för närvarande är biträdande finansminister i Bush-administrationen, har formulerat en enkel räntesättningsregel som kommit att kallas för Taylorregeln och som fått bred spridning.⁶

Taylorregeln innebär att styrräntan varierar kring en konstant jämviktsränta med korrigering för hur den faktiska inflationen förhåller sig till inflationsmålet och till ett mått på resursutnyttjandet, dvs BNP:s avvikelse från en uppskattad trendmässig nivå. Antar man att ekonomin befinner sig i jämvikt och inflationen ligger på 2 pro-

⁴ Svensson, L.E.O (2001), "Monetary Policy Issues for the Eurosystem", working paper.

⁵ Inte minst ledamoten av ECB:s direktion och tidigare chefekonom i tyska Bundesbank Otmar Issing brukar framhålla penningmängdens och kreditvolymens betydelse för den finansiella stabiliteten. Se t.ex. Issing, O., (2002) "The role of monetary Policy in managing economic risks", remarks given at 18th Annual Conference of The National Association for Business Economics, 26 March, Washington. Nya studier av bl.a. Gerlach, S. & Svensson, L., E., O. (2001), "Money and inflation in the Euro Area: A case for monetary indicators", BIS Working Paper 98 visar att ett monetärt gap kan ha en bättre förklaringskraft för den framtida inflationen än outputgapet och Söderström, U., (2001), "Targeting inflation with a prominent role for money", Sveriges Riksbank Working paper nr 123 pekar i denna riktning.

⁶ Taylor, J., (1993), "Discretion versus policy rules in practice", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol 39, s. 195-214.

cent och produktionsgapet är noll blir den nominella styrräntan 4 procent i Taylors version av regeln för USA. Avviker resursutnyttjandet eller inflationen höjer eller sänker centralbanken räntan beroende på avvikelsernas storlek och riktning.⁷

Det finns flera skäl till att Taylorregeln blivit populär, dels är den relativt enkel, dels tycks det som om penningpolitiken i många länder kan beskrivas relativt väl med denna regel. På så vis har regeln bidragit till att öka förståelsen för hur penningpolitiken bedrivs. Ännu har dock ingen centralbank explicit uttalat att man valt att basera sin penningpolitik på den typ av regel som John Taylor föreslagit.

En likhet mellan ett penningmängdsmål och Taylorregeln är att penningpolitiken reagerar systematiskt och förutsägbart vid olika störningar som ekonomin fortlöpande utsätts för. Till detta bidrar att de variabler som penningpolitiken reagerar på antas vara kända vid beslutstillfället.

De invändningar som kan göras mot att basera penningpolitiken på den här typen av enkla regler handlar just om själva enkelheten. Ekonomin utsätts ständigt för olika typer av störningar och vare sig företags eller hushålls beteenden följer mekaniska regler. Därför kan man heller inte förutsätta att den ekonomiska politiken kan reduceras till en slags autopilot. Låt mig ta upp ett par aspekter som illustrerar det.⁸

En första invändning mot att basera penningpolitiken på en enkel Taylorregel är att regeln tillskriver ett enskilt mått på produktionsgapet alltför stor vikt. Begreppet produktionsgap är centralt för makroteori och ekonomisk politik, men det är icke desto mindre komplext.

Den potentiella produktionsförmågan tenderar att variera över tiden. När faktorer som demografi, teknologi, skattesystem, transfereringssystem eller andra viktiga faktorer förändras påverkas produktivitetstillväxten och arbetskraftsutbudet temporärt eller permanent och då förändras också den potentiella produktionsförmå-

gan. Tyvärr har vi inte någon klar tanke-ram, även om det gjorts betydande framsteg inom den s k reala konjunkturcykelteorin för att lyfta fram utbudsstörningars betydelse, för vad som styr variationer i den potentiella produktionsförmågan på kort och medel lång sikt. Det gör att förändringar av produktionsgapet är svåra att exakt fånga i stabila mått. De metoder som används för att beräkna potentiell tillväxt och produktionsgapet utifrån ekonometriska modeller kommer ofta till olika resultat som heller inte är stabila över tiden. Detta är ett välkänt faktum som framkommit i en rad studier och som kan exemplifieras med de olika beräkningar på produktionsgap som gjorts av Riksbankens och som fortlöpande redovisas i inflationsrapporterna.⁹

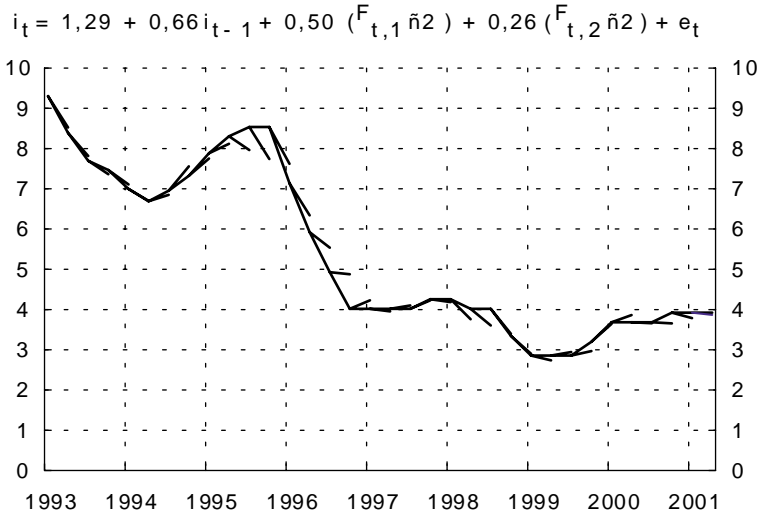
En Taylorregel innehåller ett enskilt mått på resursutnyttjandet. Detta kan kon-

⁷ Enligt Taylorregeln bör styrräntan bestäms på följande sätt: där i är styrräntan, inflationen, y är faktisk BNP och y^* är potentiell BNP. Konstanten 2 motsvarar den reala jämviktsräntan. En omskrivning ger att:

⁸ Följande referenser an knyter något till den ganska omfattande diskussionen av Taylorregeln; Woodford, M., (2001), "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy", Princeton University, January eller Svensson, L., E., O., (2001), "What is Wrong With Taylor Rules? Using Judgement in Monetary Policy through Targeting Rules, kommande i Journal of Economic Literature. Se även fördjupningsrutan "Penningpolitik och enkla regler" i den senaste inflationsrapporten, nr 1 2002, Berg, C., Jansson, P., och Vredin, A., (2002), "Simple rules for monetary policy: Some Swedish experiences", kommande i Sveriges Riksbank Working Paper Series, Taylor, J., (1999), Monetary Policy Rules, The University of Chicago Press eller Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (1999) The Science of Monetary policy, NBER Working paper 7147.

⁹ De Brouwer, G., (1998), "Estimating output gaps", Research discussion paper 9809, Reserve Bank of Australia, Cerra, V. & Saxena, S., C., (2000) "Alternative methods of estimating potential output and the output gap: An

Diagram 1 Faktisk och skattad reporänta. Skattningen görs med hjälp av en enkel prognosbaserad regel



Källa: Riksbanken

trasteras mot hur vi i Riksbanken använder begreppet produktionsgap eller resursutnyttjande. Vi försöker väga samman en rad olika mått och indikationer till en samlad bedömning. I det avsnitt i inflationsrapporten där resursutnyttjandet diskuteras presenteras olika beräkningar av produktionsgapet. Undersökningar av hur resursutnyttjandet uppfattas i olika näringsgrenar diskuteras utförligt. Den faktiska löneutvecklingen, både avtalade löneökningar och löneglidning, analyseras och olika mått på stramheten på arbetsmarknaden är också indikatorer som kan öka kunskapen om resursutnyttjande och sambandet med inflationen. Vi brukar också betona att förhållningssättet till olika mått på resursutnyttjandet måste vara flexibelt och under ständig omprövning. Uppfattningen om hur högt resursutnyttjandet är, i vilket intervall den potentiella tillväxttakten ligger och hur sambandet mellan resursutnyttjande och inflation ser ut har kontinuerligt reviderats under de senaste åren. Min poäng är alltså att jag tror att analysen vinner på att beslutsfattare har ett bredare förhåll-

ningssätt till resursutnyttjandet än det som den mekaniska Taylorregeln förutsätter.

Till dessa invändningar mot den enkla Taylorregeln kan även fogas att mycket talar för att jämviktsräntan i ekvationen inte är stabil utan tvärtom varierar med den potentiella tillväxttakten. Det är ett synsätt som går tillbaka till den svenske nationalekonomen Knut Wicksell när han talar om den "naturliga räntan".

footnot 9 forts

application to Sweden", IMF working paper WP/00/59, Guay, A. & St-Amant, P., (1996), "Do mechanical filters provide a good approximation of business cycles?", Technical report no 78, Bank of Canada, St-Amant, P. & van Norden, S., (1997), "Measurement of the output gap: a discussion of recent research at the Bank of Canada, Technical report no 79, Bank of Canada, Orhanides, A., & van Norden, S., (1999), "The reliability of output gap estimates in real time", Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve. No. 1999-38,

En prognosbaserad penningpolitik

Låt mig nu göra några reflektioner kring den prognosbaserade penningpolitik som vi bedriver på Riksbanken.

Till att börja med har en prognosbaserad inflationsmålspolitik i grunden flera likheter med de andra alternativ som jag diskuterat. Då bortser jag dock från alternativet att basera politiken på enbart utfallsdata för konsumentprisindex. En gemensam nämnare är den grundläggande filosofin och strävan att upprätthålla ett fast penningvärde. Penningpolitiken inriktas på att tillhandahålla ett nominellt ankare för ekonomin genom att sträva efter prisstabilitet. Det medelfristiga perspektivet, snarare än en kortsiktig aktivism, är en annan likhet. Det förutsätter i sin tur ett framåtblickande perspektiv när styrräntan bestäms. Att penningpolitiken reagerar systematiskt, om än inte automatiskt eller mekaniskt i Riksbankens penningpolitiska strategi, är ytterligare en likhet som bidrar till att hushåll och företag kan basera sina förväntningar om inflationen på en förutsägbar penningpolitik. Som framgår av *Diagram 1* har vi följt vår handlingsregel relativt väl.

Diagrammet är hämtat från Riksbankens senaste inflationsrapport och visar faktisk och skattad reporänta med hjälp av en enkel prognosbaserad regel. Med hjälp av en ekvation som bygger på Riksbankens egna inflationsprognoser på ett och två års sikt genom åren och en ”tröghetsfaktor” för reporäntan tycks det gå att på det hela taget ganska väl förklara hur vi har agerat. Avvikelseerna måste rimligen betecknas som små med tanke på hur enkel regeln är. Diagrammet visar därmed att Riksbankens agerande präglats av en hygglig systematik och att agerandet baserats på gjorda inflationsprognoser.

Det är förstås för tidigt att mer ingående utvärdera hur regimer med explicita inflationsmål står sig i förhållande till andra penningpolitiska strategier.¹⁰ Till detta kommer att flera centralbanker som inte har eller haft explicita mål för inflationen,

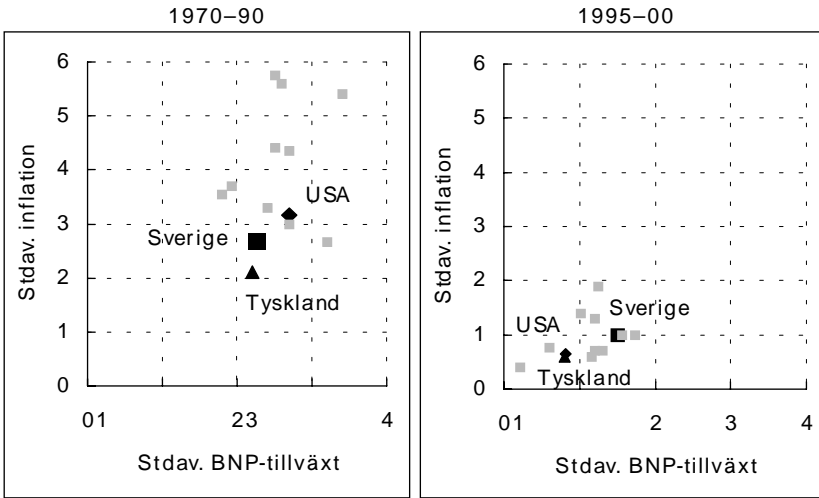
som exempelvis Bundesbank och Federal Reserve, förhållandevis väl har visat sig kunna förklaras utifrån Taylorregler, om än i något modifierad form. Dessa centralbankers strategier visar därmed på likheter med regimer med inflationsmål. Om skillnaderna är större i retoriken än i praktiken är det därför svårt att belägga att den ena ordningen har gett bättre eller sämre resultat.

Diagram 2 visar variationerna i tillväxt och inflation under två olika perioder för ett antal industriländer. Dels för åren mellan 1970 och 1990 då en rad centralbanker, med undantag för Bundesbank i Tyskland och Nationalbanken i Schweiz, bedrev en politik med överdrivna ambitioner att stabilisera sysselsättning och efterfrågan, istället för att inrikta penningpolitiken på att upprätthålla prisstabilitet i ett medelfristigt perspektiv. I vart fall var inte övergången till en stabilitetsorienterad politik fullt ut genomförd i flertalet länder. Dels 1995–2000, då en rad länder klarat av övergångsfasen till prisstabilitet. Valet av perioder och länder liksom metod kan naturligtvis ifrågasättas, men det förefaller som om utvecklingen kommit att bli betydligt mer stabil i samtliga länder under den senare perioden än i den förra.

Den slutsatsen gäller även för Sverige. I vårt land har det arbetats hårt för att skapa trovärdighet för den nya regimen. Jag tän-

¹⁰ Se t.ex. Bernanke, B., S., Laubach, T., Mishkin, F., & Posen, A., (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Bofinger, P., (2001), *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments*, Oxford University Press, Leiderman, L & Svensson, L., E., O., (eds.), *Inflation Targets*, CEPR, Mishkin, F., S., (1998) ”International Experiences with Different Monetary Policy Regimes”, Sveriges Riksbank Working Paper Series nr 57, Svensson, L., E., O., (1999), ”Inflation targeting as a monetary policy rule”, *Journal of Monetary Economics* eller Svensson (2000), ”Monetary Policy Issues for the Eurosystem”, working paper.

Diagram 2 Variation i inflation och BNP-tillväxt. Tretton industriländer



Källa: Riksbanken

ker förstås både på den ambitiösa statsfinansiella saneringen och på Riksbankens eget arbete med att skapa trovärdighet för den nya och inledningsvis spröda regimen med ett explicit inflationsmål. Det verkar som att svensk ekonomi har blivit stabilare med den nya regimen. Inflationen, mätt med UND1X, har legat ganska nära målet på 2 procent i genomsnitt mellan 1995 och framåt. Samtidigt har BNP-tillväxten varit snabbare än tidigare. En del av utvecklingen kan förstås förklaras av att det fanns gott om lediga resurser efter krisen i början av 1990-talet.

Det går inte att hävda att länder med inflationsmål hade klarat sig sämre om de följt samma strategi som Tyskland och Schweiz eller att dessa båda länder inte skulle ha uppnått lika goda resultat om de haft inflationsmål. Det kan heller inte uteslutas att andra monetära strategier, såsom den pragmatiska ordningen inom den amerikanska centralbanken eller de fastkursregimer, där penningpolitiken i praktiken delegerades till centralbanken i Tyskland, som varit rådande under vissa perioder i exempelvis Frankrike, Italien eller Danmark, skulle givit liknande resultat. Även

andra förändringar, bl a en tydligare långsiktig orienteringen av finanspolitiken, med en påtaglig reduktion av budgetunderskotten som en viktig komponent, kan förklara den stabilare utvecklingen.

Däremot förefaller det rimligt att dra slutsatsen att den ökade fokuseringen på prisstabilitet som skett i en rad länder, samtidigt som penningpolitiken delegerats till självständiga centralbanker bidragit till att inflationen minskat i många industriländer. I Sverige har inflationen (UND1X) minskat från i genomsnitt cirka 8 procent mellan 1970-90 till cirka 1,8 procent 1995-2000.

Det är också rimligt att tro att övergången till inflationsmål varit en bidragande faktor till att variationerna i tillväxt och inflation minskat i länder som Sverige, Storbritannien, Kanada, Finland, Australien och Nya Zeeland. Det kan heller inte uteslutas att dessa regimskiften också har bidragit till att tillväxten varit något högre under 1990-talet jämfört med 1970- och 1980-talen.

Flexibel handlingsregel

Jag vill gärna se vår inflationsmålspolitik och handlingsregel som "flexibel". Med det menas att penningpolitiken ska präglas av en enkel och tydlig handlingsregel, som gör det rimligt enkelt att följa och förutse vårt agerande, samtidigt som vi ska vara så flexibla att om nödvändigt ändra vårt beteende om det dyker upp oväntade störningar i ekonomin. Det viktiga då är att vara tydlig om motiven bakom vårt agerande. I grund och botten är det ju, som jag nyss sa, inflationen i ett medelfristigt perspektiv och en rimlig grad av stabilitet i den reala ekonomin som är själva grunden för penningpolitiken.

Diskussionen om inflationen och penningpolitiken har under de gångna åren ofta kretsat kring begreppet tillfälliga effekter. En plötslig och oförutsedd höjning (eller sänkning) av den allmänna prisnivån, till följd av någon typ av störning, leder till att inflationstakten höjs (eller sänks) tillfälligt under de följande tolv månaderna. Det är inte självklart att denna typ av störningar skall påverka penningpolitiken.¹¹ Att å ena sidan att reagera på tillfälliga störningar som inte återspeglar förändringar av resursutnyttjandet eller inflationsförväntningarna skulle kunna leda till att förändringar av styrräntan påverkar efterfrågeutvecklingen på ett sätt som bidrar till att inflationen kommer att avvika från målet i framtiden, och då på ett mer varaktigt sätt. Att å andra sidan inte ta hänsyn till att utbudsstörningar kan återspegla mer eller mindre tillfälliga förändringar av produktivitet utvecklingen eller att temporära prisförändringar kan få följdeffekter på andra priser och påverka inflationsförväntningarna kan också leda till framtida avvikelser från inflationsmålet. Att avgöra huruvida penningpolitiken bör reagera på en förändring av prisstegringstakten förutsätter en ingående analys av de bakomliggande orsakerna.

Det här är ett resonemang som ytterligare belyser nackdelen med en strategi som

enbart tar hänsyn till att den faktiska prisutvecklingen vilket kan antas leda till påtagliga variationer i både pris- och efterfrågeutvecklingen. I grund och botten finns heller inget prisindex som är konstruerat så att det bara mäter det som är centralt för penningpolitiken och som fungerar i alla lägen. Diskussionen åskådliggör också nackdelen med att arbeta med stela handlingsregler för penningpolitiken, som t ex penningmängdsmål eller Taylorregler. Låt mig ta ett ytterligare exempel som belyser det.

Vid Nationalekonomiska Föreningens möte förra våren om penningpolitiken diskuterade jag hur Riksbanken bör reagera om ekonomin utsätts för olika typer av strukturella förändringar. Min slutsats var att den "flexibla inflationsmålspolitik" som Riksbanken definierat också medger tillfälliga avvikelser från vår enkla handlingsregel. Det är viktigt att framhålla att om det sker sådana avsteg från handlingsregeln är det viktigt att vara extra tydlig om vad det är som vägleder penningpolitiken. Jag framhöll dessutom förra året att det inte är svårt att föreställa sig en situation då handlingsregeln och inflationsmålet måste ge vika för en stramare penningpolitik vid exempelvis snabba stegringar i tillgångspriser. Den uppfattningen hänger förstås samman med min tid som statssekreterare i finansdepartementet under bankkrisen i början av 1990-talet. Om stigande tillgångspriser är en symptom på att vidare obalanser, som t ex en snabb kreditexpansion, är på väg att byggas upp i ekonomin måste penningpolitiken söka begränsa riskerna för en uppblåsning av bubblor på det finansiella området som kan påverka den reala ekonomin. Därmed inte sagt att det skulle vara särskilt enkelt att avgöra när en sådan situation är på väg att uppstå, men

¹¹ Hur olika prisstörningar bör analyseras diskuteras i Nessén, M. & Söderström, U., (2000) "Core inflation and monetary policy", Sveriges Riksbank Working Paper Series nr. 110

min poäng är att vår penningpolitiska strategi kan medge detta.¹²

Svårt göra prognoser

Mitt resonemang så här långt har handlat om fördelar med den uppläggnings av penningpolitiken som Riksbanken idag använder sig av och de nackdelar som andra alternativa strategier kan föra med sig. Förhoppningsvis har jag även pekat på en del fördelar med de andra alternativen. Men faktum kvarstår att jag tycker att fördelarna med det sätt som Riksbanken bedriver penningpolitik på väger tyngre än nackdelarna. Men låt mig också säga något om den kanske helt dominerande nackdelen med dagens regim, nämligen svårigheten att göra prognoser på den framtida inflationen – inte minst i ett förhållandevis långt perspektiv som ett till två år framåt i tiden är.

För att göra helt tillförlitliga prognoser om den framtida inflationen måste en prognosmakare kunna klara av två saker: För det första måste man kunna förutsäga hur de störningar som redan uppkommit successivt fortplantar sig genom ekonomin och påverkar den framtida inflations-takten. För det andra kunna förutspå vilka störningar som kan inträffa under resans gång och ge upphov till stigande eller fallande inflationstakt framöver. Den första uppgiften är måhända svår men inte helt omöjlig – givet att utvecklingen någorlunda följer historiska mönster. Den andra uppgiften är näst intill omöjlig.

Vad jag vill ha sagt är att prognoser slår fel, det är något som måste finnas inbyggt i våra föreställningar. Låt mig därför vara extra tydlig på den punkten: Prognoser slår fel, men trots detta konstaterande tycker jag att det mesta ändå talar för att dagens prognosbaserade inflationsmålsregim fungerar bra.

En viktig fråga är förstas hur stora prognosfel som är rimliga att förvänta sig. Några av Riksbankens medarbetare tog sig an denna fråga för något år sedan. De ut-

värderade 52 000 prognoser från 250 institutioner runt om i världen under en period av knappt tio år. Slutsatsen blev att prognosfel när det gäller inflationen kan uppgå till uppemot en procentenhet.¹³

Ser vi till de gångna åren har Riksbankens prognosfel hamnat ungefär inom den ramen utom under tre perioder. Den första inträffade under 1996/97 då bl a den kraftiga räntesänkningen drog med sig KPI-inflationen ned via räntekomponenten i konsumentprisindex. Den andra inträffade mot slutet av 1990-talet då bl a avregleringarna av el- och telemarknaden medförde ett relativt stort engångsskift i den allmänna prisnivån och temporärt drog ned inflationen. Den tredje har inträffat under det senaste året och huvuddelen – om än inte hela – av inflationsuppgången har berott på olika sk utbudsstörningar på t ex el, kött, frukt och grönsaker under förra våren. Prisstörningarna har att göra med en dålig tillgång på vatten i kraftmagasinen till följd av den snöfattiga vintern förra året, sjukdomar bland korna och ovanligt kallt väder i Europa i höstas som gjorde att skördarna slog fel. Den typen av störningar kan som sagt lyfta prisnivån och leda till en temporär höjning av inflationstakten.

Men den kanske viktigaste frågan är om dessa sk ”prognosmissar” som inträffat under de år som gått skulle ha haft någon avgörande inverkan på penningpolitiken om de varit kända långt innan de inträffade. Mitt svar är sannolikt inte. Även om vi hade tagit med i beräkningarna att räntekomponenten i KPI skulle dra ner inflationstakten 1996/97 hade vi ändå sänkt re-

¹² Borio, C. & Lowe, P, [2002], ”Asset prices financial and monetary stability: exploring the nexus”, at the BIS conference, Changes in risk through time: measurement and policy responses.

¹³ Se Blix, M., Wadefjord, J., Wienecke, U. och Ådahl, M., (2001), ”How good is the forecasting performance of major institutions?”, *Penning- och Valutapolitik*, nr 3, Sveriges Riksbank.

poräntan. Inte heller hade det varit realistiskt att tänka sig att Riksbanken, så att säga, skulle ha jagat sin egen svans och sänka räntorna väsentligt mer under förövändningen att KPI-inflationen hamnade under målet. När det gäller perioden mot slutet av 1990-talet var resursutnyttjandet ändå snabbt på väg upp och under den perioden hade det knappast varit motiverat med en väsentligt annorlunda och än mer expansiv penningpolitik. Den svenska styrräntan låg en bra bit under den amerikanska under dessa år och även tidvis under den europeiska samtidigt som kronan var förhållandevis svag. BNP-utvecklingen var hög och sysselsättningen ökade starkt.

Vad gäller det senaste årets uppgång i inflationen var det inte utbudsstörningarna som ledde fram till beslutet i mars att höja reporäntan utan den bild som börjat utkristallisera sig om att svensk ekonomi ligger ganska nära eller till och med något över fullt resursutnyttjande. Detta behöver inte vara ett stort problem för inflationen i dagsläget, utan snarast för inflationen framöver om konjunkturen fortsätter att förbättras.

Avslutning

Mitt anförande startade i frågeställningen om det skulle vara möjligt att undvika de problem som är förknippade med att göra prognoser i den inflationsmålspolitik som Riksbanken använder idag genom en gå över till en annan strategi. Diskussionen har förhoppningsvis visat att så inte verkar vara fallet – åtminstone inte sett med den kunskap som finns idag.

- En mindre framåtblickande penningpolitik, byggd på tex utfallsdata eller på prognoser som endast belyser den allra närmaste framtiden, kan riskera att verka destabiliserande på den reala ekonomin.
- En penningmängdsbaserad politik är i praktiken också beroende av prognoser av resursutnyttjandet. En sådan pen-

ningpolitik kan även verka destabiliserande på ekonomin om korrelationen mellan den mellanliggande variabeln och det slutliga målet bryter samman.

- En strategi som innebär att penningpolitiken bestäms efter en automatisk och mekanisk regel är heller inte ett realistiskt eller ens lämpligt alternativ. Enkelheten i regelns uppbyggnad kan, om det vill sig illa, leda till allt för stora variationer i både inflation och BNP.

Min slutsats är därför att de problem som är förknippade med att göra inflationsprognoser inte går att undvika genom att välja en annan monetär strategi åtminstone med den kunskap vi har idag. De problem som har att göra med prognoser är, enligt min mening, hanterbara och väger relativt lätt mot de fördelar som regimen i övrigt visat sig ha. Samtidigt visar diskussionen att de flesta monetära strategier har fördelar, men också nackdelar.

I grund och botten tror jag nog att de flesta håller med mig om jag säger att erfarenheterna i Sverige av ett inflationsmål är positiva, men det får förstås inte leda till att vi förfaller till förnöjsamhet eller självgodhet. Vi tror oss inte ha funnit en slutgiltig monetär strategi. Men med en öppenhet kring den information vi bygger penningpolitiken på och en villighet att diskutera penningpolitikens uppläggning kan Riksbanken bjuda in till en gemensam resa i den komplicerade värld vi lever i och som hela tiden kan lära oss nya saker. Låt oss vakna varje morgon och fundera en smula på de misstag vi kanske gör och som vi ännu inte förstår.

Penningpolitiken kan dock inte bli perfekt så länge världen och människor inte följer vissa mekaniska och stela mönster. Penningpolitik är inte en exakt vetenskap, om det nu alls är en vetenskap. Men genom agera systematiskt och förutsägbart efter en tydlig tankeram undgår vi kanske inte helt risken för att begå misstag, men av allt att döma – och det är måhända det viktiga – att begå allvarliga misstag.

I arbetet med detta anförande har jag haft stor hjälp av Claes Berg, Anders Borg, Jörgen Eklund, Staffan Viotti och Anders Vredin. Flera av mina kollegor i direktionen och andra medarbetare i Riksbanken har också bidragit med värdefulla synpunkter. Låt mig dock påpeka att jag är ensam ansvarig för eventuellt kvarvarande fel och brister, liksom för de uppfattningar som framförs.

Ulf Jakobsson

Tack så mycket. De två diskutanterna har fått förtroendet att själva avgöra i vilken ordning de ska framträda och det visar sig att Hans Lindberg börjar.

Hans Lindberg

Till att börja med vill jag säga att det är väldigt roligt att vara tillbaka här på universitetet. Senast det begav sig var 1994 då jag försvarade min avhandling som handlade om Riksbankens svårigheter under perioden med fast växelkurs. Nu så här 8 år senare, när man tittar tillbaka på den efterföljande perioden med rörlig växelkurs och inflationsmål, måste man erkänna att penningpolitiken har varit väldigt framgångsrik.

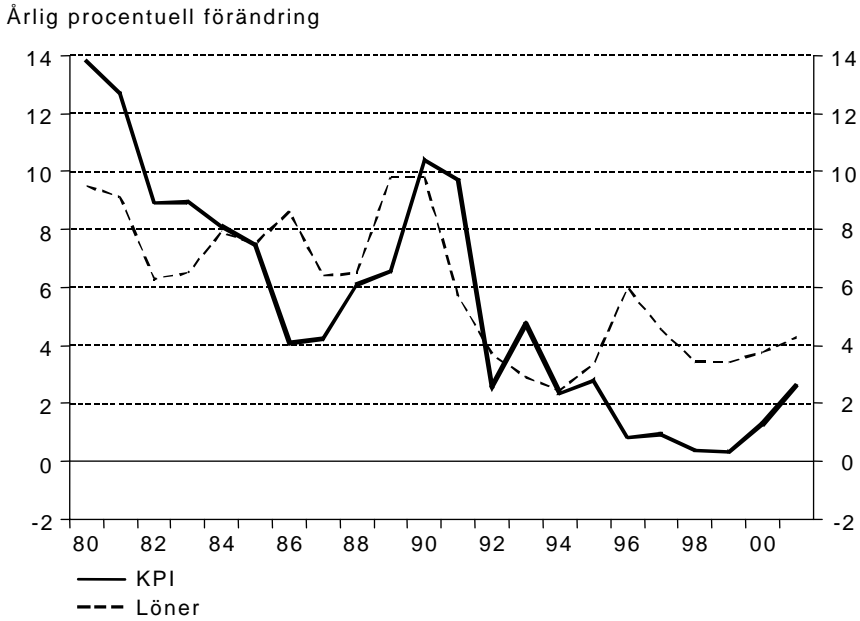
När Riksbanken annonserade inflationsmålet 1993 så var det inte många som trodde att den nya politiken skulle bli framgångsrik. Förväntningarna var inställda på att inflationen snart skulle ligga på samma nivåer som under 1980-talet. Men som ni ser av *Figur 1* så stannade inflationstakten kvar på runt 2 procent. Med tiden vann också inflationsmålet trovärdighet och 1996–97 var till sist inflationsförväntningarna inställda på 2 procent. Ungefär samtidigt växlade löneökningstakten ned till runt 4 procent. Sammantaget kan man säga att Urban Bäckström har rattat sin Finlandsfärja väl under de senaste åtta åren.

Urban Bäckström talade om precisionen i inflationsprognoserna och när man

tittar på de här alternativen som finns till inflationsmål och upplägget med att göra inflationsprognoser, så delar jag Riksbankschefens bedömning att penningmängdsstyrning inte är ett realistiskt alternativ och inte heller att styra efter den faktiska inflationen. Men gör man prognoser så gör man prognosfel och det har ju Riksbanken varit medveten om hela tiden.

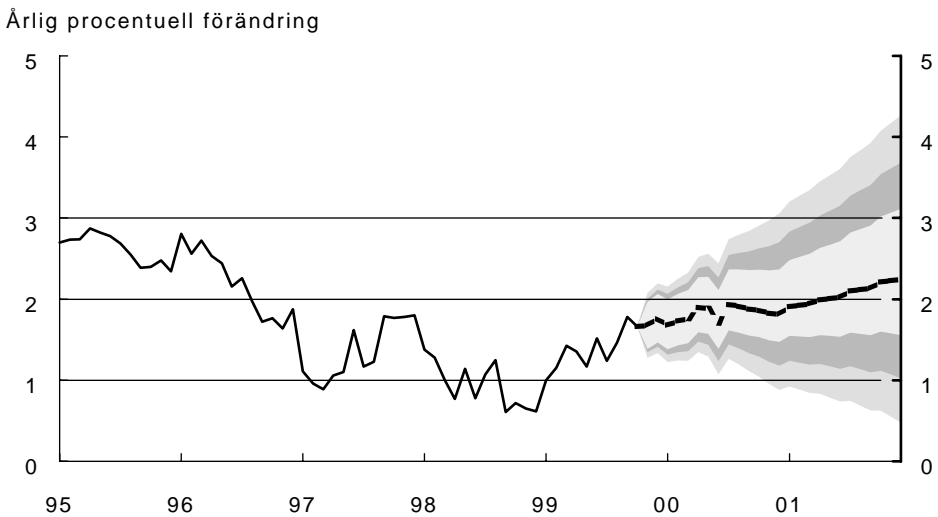
Figur 2 har jag hämtat från den inflationsrapport som Riksbanken publicerade i december 1999. Då hade man börjat att ta med konfidensintervall för inflationsutvecklingen runt prognosen i det som brukar kallas huvudscenariot. Konfidensintervallen fångar osäkerheten i bedömningarna och Riksbanken brukar ibland också hänvisa till denna ”riskbild” i samband med penningpolitiska beslut. Den streckade linjen i figuren visar Riksbankens prognos i huvudscenariot och man trodde då att UNDI_X – inflation skulle uppgå till strax över 2 procent på två års sikt, dvs i december 2001. Som det visade sig blev inflationen i stället 3,4 procent. Men som ni ser så ligger det utfallet ganska långt inne i Riksbankens konfidensintervall. De här prognosfelen som Riksbanken har gjort under senare tid, och som även andra prognosmakare har gjort, är alltså inte anmärkningsvärt stora.

Figur 1 Inflation och löneökningar



Källa: Konjunkturinstitutet

Figur 2 UNIDX med osäkerhetsintervall



Källa: SCB och Riksbanken

Figur 3 UND1X-prognosernas träffsäkerhet 1999–2001

	0,5 år	1 år	2 år
RMKF	0,81	0,87	0,80
Medelfel	0,37	0,26	-0,09

Källa: Konjunkturinstitutet

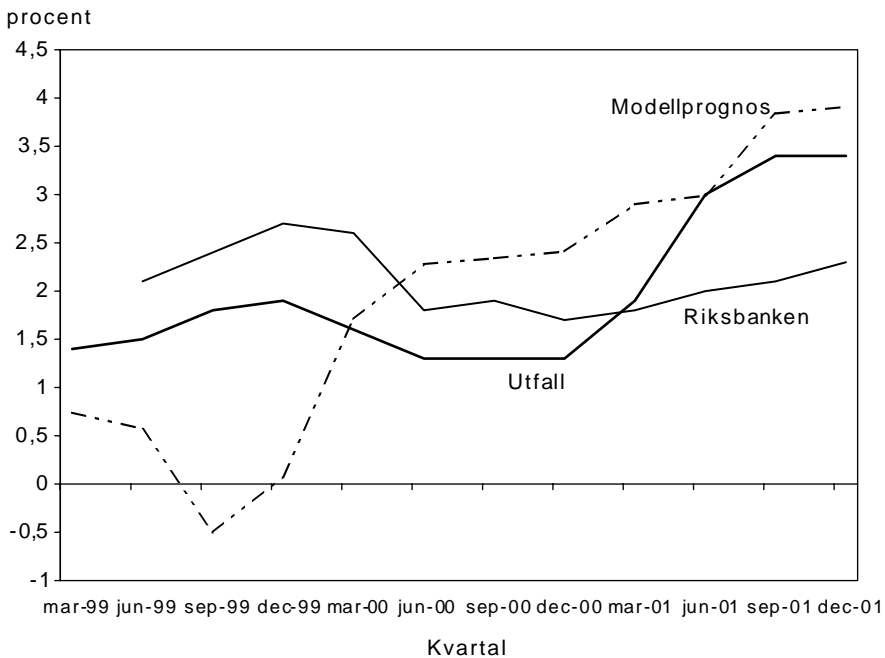
Jag tog också och räknade på hur träffsäkra Riksbankens inflationsprognoser är på olika tidshorisonter. Standardfelet i prognosen, alltså roten ur de kvadrerade prognosfelen, framgår av *Figur 3*. När man tittar på ett halvt år, ett år och två år så blir man lite förvånad. Som ni ser är prognosfelen lika stora på alla de här tidshorisonterna. De här skattarna som vi tittade på i förra figuren ska kanske inte vara några trattar utan mera som cylindrar eller rektanglar. Det här säger oss också att man kanske inte ska stirra sig blind på den faktiska inflationsutvecklingen som innehåller väldigt mycket brus. Man måste all-

tid titta på de underliggande faktorerna i inflationsutvecklingen.

En annan fråga som jag ställde mig var, skulle man kunna göra ett bättre jobb än Riksbanken har gjort under senare år vad gäller inflationsbedömningarna? Till att börja med kan man titta på andra prognosmakare, och det gör ju också Riksbanken i sin egen inflationsrapport. Inflationsrapportens slutsats, som jag också ställer mig bakom, är att det inte finns någon annan prognosmakare som systematiskt har slagit Riksbanken i sina prognoser. Det går naturligtvis att leta upp enskilda tillfällen när någon bedömare har träffat mer rätt, men systematiskt är det ingen som har slagit Riksbankens prognoser.

Man kan också försöka konstruera modeller på bästa sätt med modern ekonometrisk teknik och se hur de här modellerna förhåller sig till Riksbankens inflationsbedömningar. Det är det som *figur 4* visar.

Figur 4 UND1X-prognoser på två års sikt



Källa: Konjunkturinstitutet

Figur 5 UNDIMHX



Källa: Konjunkturinstitutet

Vi har tre kurvor: utfallet, Riksbankens prognos och en modellbaserad prognos. När man gör sånt här så visar det sig att de modellbaserade prognoserna inte kan slå Riksbankens bedömningar. Det kanske inte är så konstigt. Bedömningsbaserade prognoser utgår i sig från olika typer av modeller och sedan lägger man till bedömningar ovanpå det. Det är därför man oftast träffar mer rätt. Men mot slutet av perioden så hamnar man mer rätt med modellprognosen och det för mig in på den senaste tidens utveckling.

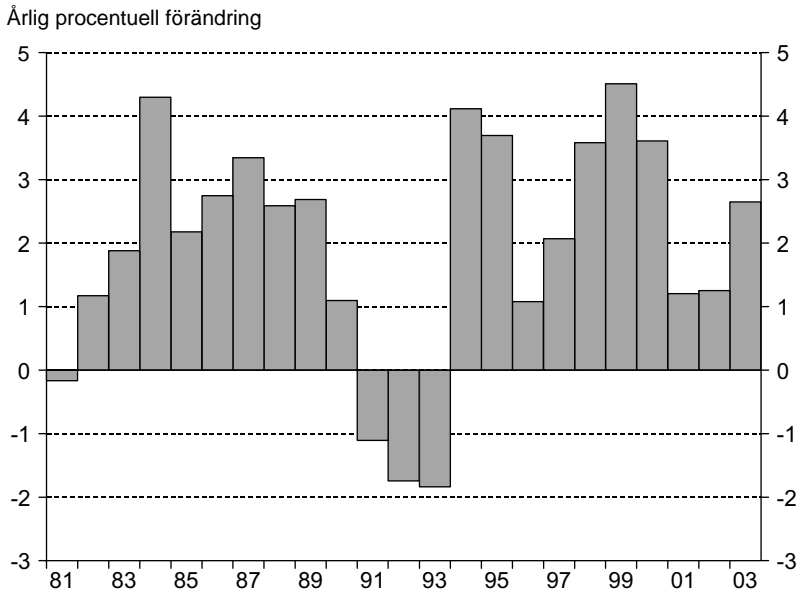
Figur 5 visar Riksbanken och Konjunkturinstitutets prognos av den underliggande inhemska inflationstakten i mars 2001. Jag kommer ju själv från Konjunkturinstitutet så det var den prognosen vi gjorde då. Som ni ser så ligger den väldigt nära den prognos som Riksbanken gjorde.

Sedan har den underliggande inhemska inflationstakten dragit iväg ganska mycket. Det för mig in på frågan: Vad kan vi lära av den här utvecklingen?

Vi på Konjunkturinstitutet räknade igenom vår prognosmiss som vi gjorde under det senaste året och vi kom fram till att ungefär hälften av prognosmissen berodde på olika typer av tillfälliga effekter. Det var frost i Spanien, det var tömda vattenmagasin i Norge osv. Den andra halvan gick inte att förklara med tillfälliga effekter utan den var, som Urban Bäckström var inne på, knuten till frågan om resursutnyttjandet i svensk ekonomi. Som ni såg i diagrammet så blev inflationstakten under förra året betydligt högre än vad vi förväntade oss. Min uppfattning är att det hänger samman med den snabba tillväxten under de tre föregående åren, alltså 1998, 1999 och 2000.

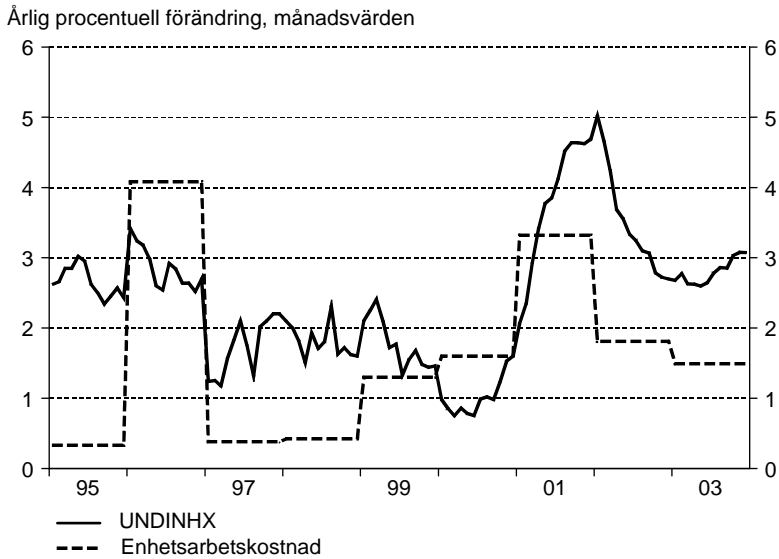
Det stigande resursutnyttjandet ledde fram till att vi fick en tilltagande löneökningstakt och dessutom, när den internationella konjunkturen vek förra året, så blev det överbemanning i företagen och vi fick ett kostnadstryck på prisutvecklingen. Det syns till viss del i Figur 7 som relaterar den inhemska inflationstakten till enhets-

Figur 6 BNP till marknadspris



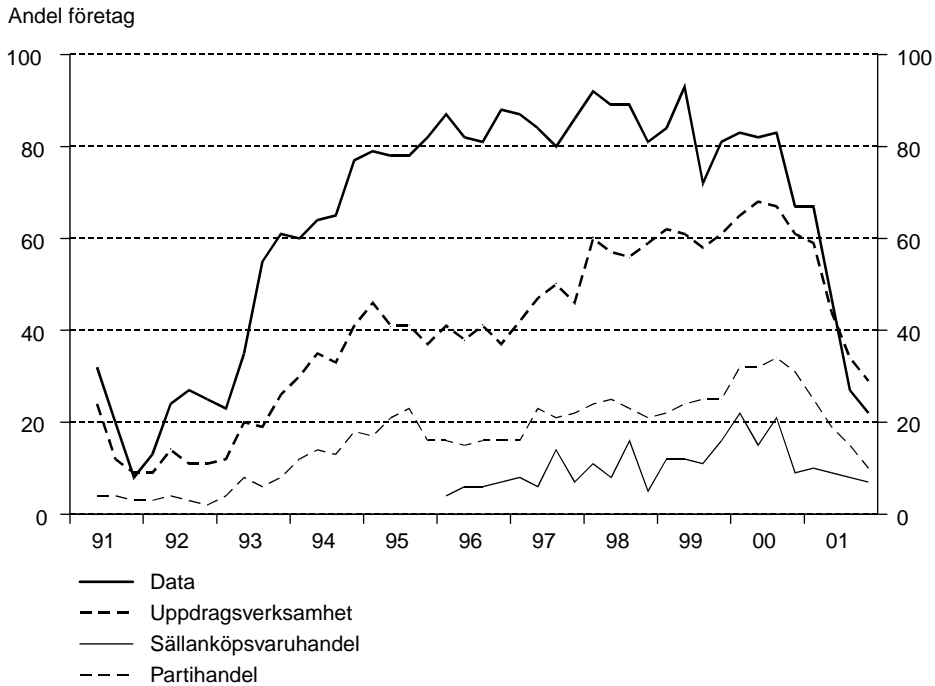
Källa: Konjunkturinstitutet

Figur 7 Inhemsk inflation och kostnadstryck



Källa: Konjunkturinstitutet

Figur 8 Bristtal i tjänstenäringarna enligt Konjunkturbarometern



Källa: Konjunkturinstitutet

arbetskostnaderna. Som ni ser var det en ordentlig puckel under förra året.

Då är frågan: Vad säger det här om den framtida utvecklingen? Hur kan vi förbättra våra prognoser?

Ska man dra slutsatsen att svensk ekonomi ligger nära, eller till och med över, fullt resursutnyttjande, som Riksbankschefen var inne på? Nej, det anser inte jag. Istället drar jag slutsatsen att svensk ekonomi låg nära, eller till och med över fullt resursutnyttjande under år 2000, men att resursutnyttjandet nu har fallit tillbaka. Tillväxten förra året uppgick till 1,2 procent och vår egen prognos för i år är 1,3 procent vilket innebär att resursutnyttjandet sjunker. Det här ser man också i olika typer av indikatorer. *Figur 8* visar bristtal på arbetsmarknaden, närmare bestämt inom olika tjänstebranscher. Som ni ser så nådde de här talen höga nivåer under 2000 och likadant var det på industrisidan. Men

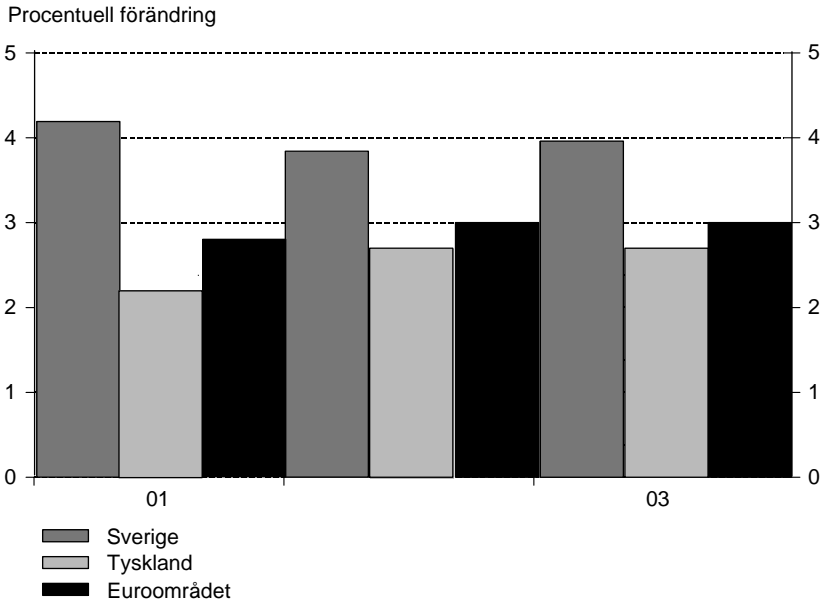
bristtalen har nu fallit tillbaka snabbt.

Min tes om sambandet mellan resursutnyttjandet och inflationsutvecklingen är att resursutnyttjandet påverkar inflationsutvecklingen med viss eftersläpning. När vi nu ser att resursutnyttjandet faller tillbaka så kan vi räkna med ett lägre inflationstryck under de kommande åren. Sedan finns det naturligtvis orosmoln i inflationsbedömningen.

Under förra året så blev löneökningarna något högre än förväntat, delvis hänger det samman med att arbetsmarknadsläget blev ansträngt innan konjunkturen började vika. Men som ni ser i *Figur 9*, som visar vår prognos av löneutvecklingen i Sverige fram till 2003, så verkar lönerna i Sverige öka en bra bit mer än i euroområdet. På sikt är det inte hållbart.

Sammantaget; det som jag tycker vi kan lära oss av utvecklingen under förra året är att utväxlingen mellan tillväxt och infla-

Figur 9 Timplön i näringslivet



Källa: Konjunkturinstitutet

tionen inte varit fullt så gynnsam som vi trodde och det bör vi ta in i våra prognoser, men vi måste också beakta att resursutnyttjandet har fallit tillbaka och det har också konsekvenser för inflationsutvecklingen.

Sedan fick jag en idé till ytterligare en kommentar när Urban visade oss figuren med handlingsregeln. Då kan man ställa sig frågan; hur hanterar Riksbanken reporäntan i förhållande till inflationsmålet när man reviderar sin inflationsprognos?

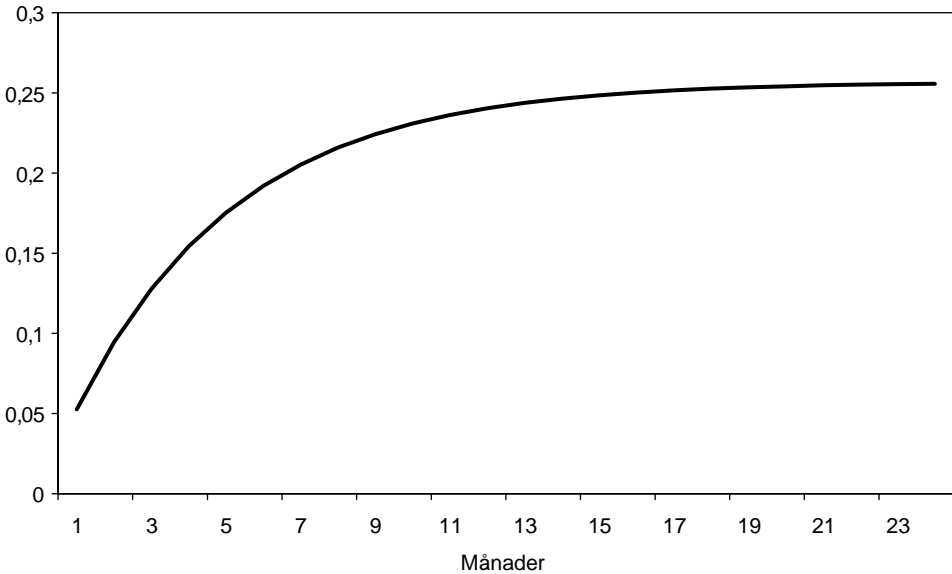
Diagrammet i *Figur 10* visar sambandet mellan inflationsprognoserna och reporäntan skattat utifrån en enkel handlingsregel av den typ som Riksbankschefen visade. Just det här diagrammet visar hur Riksbanken i genomsnitt har hanterat penningpolitiken om man har reviderat upp inflationsprognosen med ungefär en tiondel. Som ni ser så sker ränteförändringarna oftast stegvis. På sikt har reporäntan höjts med 0,25 procentenheter och det är bra, för det betyder att man har höjt reporäntan

med mer än vad man höjt inflationsprognosen. Om inflationsprognosen revideras uppåt så höjer Riksbanken realräntan och det är precis vad man ska göra. Det visar också på en viss tröghet i anpassningen och det fanns ju med i den handlingsregel som Riksbankschefen visade oss i form av nivån på den faktiska innevarande reporäntan.

En annan sak, när vi ändå är inne på reporäntan, det slog mig att Riksbankschefen sa ju att jämviktsräntan i Taylormodellen var 4 procent. Då tänkte jag, men reporäntan är ju faktiskt 4 procent i dag. Då blir naturligtvis den naturliga följdfrågan; i Riksbankens tankeram, vad är jämviktsräntan i nuläget? Det är inte en helt enkel fråga att besvara eftersom jämviktsräntan förändras. Men är penningpolitiken expansiv eller är den kontraktiv efter de senaste höjningarna av reporäntan?

Figur 10 Sambandet mellan inflationsprognoser och reporäntan

Effekt på reporäntan av en upprevidering av UND1X-prognosen med 0,1 procentenheter



Källa: Konjunkturinstitutet

Ulf Jakobsson

Tack Hans Lindberg. Nu välkomnar jag Irma Rosenberg.

Irma Rosenberg

Jag vill också säga att det är roligt att komma hit, särskilt för att diskutera penningpolitiken som är något som jag ägnat mycket tid åt. Urban Bäckström har redan fått en hel del beröm och jag måste stämma in i det till stor del. Det var inte mycket i talet som jag inte skulle kunna skriva under på, jag håller med om det mesta. Men det finns ändå vissa synpunkter man kan ge på Riksbankens sätt att bedriva penningpolitik.

Först vill jag, eftersom vi är på universitetet och det förmodligen är en hel del studenter här, göra lite reklam för Riksbankens inflationsrapport. Den har utvecklats genom åren och är i dag en mycket innehållsrik rapport; pedagogisk och innehåller det mesta man behöver titta på när

man ägnar sig åt analys av det ekonomiska läget. Det tycker jag Riksbanken skall ha all ära av. Det är också frikostigt att bidra med sitt eget underlagsmaterial till alla oss utomstående bedömare. Det finns ett antal pedagogiska rutor i rapporten där man kan få en hel del extra kött på benen. Den är väl värd att läsa.

När det gäller penningpolitiken är Riksbanken också värd mycket beröm. Hans Lindberg visade en bild över hur inflationstakten har gått ner. Samtidigt som inflationstakten är mycket lägre, så har också tillväxten blivit högre än vad den var innan man började med inflationsmålsregimen. På det sättet har penningpolitiken fungerat mycket väl och jag skulle tro att de flesta bedömare skriver under på att det i stora drag har gått ganska bra.

Jag håller också med om att penningpolitiken inte kan mekaniseras, man kan inte göra Riksbankschefen till någon autopilot. Jag skriver också under på slutsatsen att man inte vinner på att styra efter penning-

mängd, enligt Taylorregeln eller på något annat mer mekaniserat sätt, utan jag tror att en prognosbaserad penningpolitik är det angreppssätt man måste arbeta med och fortsätta att utveckla.

Jag gissar att det finns flera här som inte känner till handlingsregeln så där exakt. Urban nämnde den inte heller så tydligt, så jag kan ju börja med att säga att Riksbanken gör en prognos för den ekonomiska utvecklingen och för inflationen ett till två år framåt i tiden. Om inflationsprognosen visar att inflationen blir högre än målet (målet är 2 procent plus minus 1 procent) handlar det i de flesta fall om att man behöver höja reporäntan. Om inflationstakten i stället hamnar under målet kan det bli aktuellt att lätta på penningpolitiken. Riksbanken brukar påpeka, och det var Urban Bäckström också inne på, att man inte tillämpar handlingsregeln mekaniskt utan man tar också hänsyn till vad det är som ligger bakom inflationsuppgången. Det kan t ex vara utbudsstörningar som man normalt sett inte kommer åt med penningpolitik och det behöver då inte leda till att man stramar åt penningpolitiken.

Där jag tycker att man stöter på problem är i själva prognoserna och inte minst då inflationsprognoserna. Riksbanken gör prognosen under förutsättningen att reporäntan inte ändras och det är naturligt. Man försöker alltså se vad som händer med ekonomin om man inte ändrar reporäntan. Det som är märkligt är att man som utomstående bedömare, trots att man inte bygger på den förutsättningen, ofta skriva under på hela analysen. Riksbanken tittar ju väldigt ingående på all tänkbar och användbar information och som extern bedömare drar man ofta ungefär samma slutsatser. När det kommer till inflationsprognosen är det inte samma överensstämmelse längre.

Hans Lindberg visade en bild på hur prognoserna såg ut. Om man tittar på prognoserna genom åren är det sällan så att prognosen för inflationen om ett à två år avviker med mer än ett par tiondelar från målet. I och för sig har man i sina osäker-

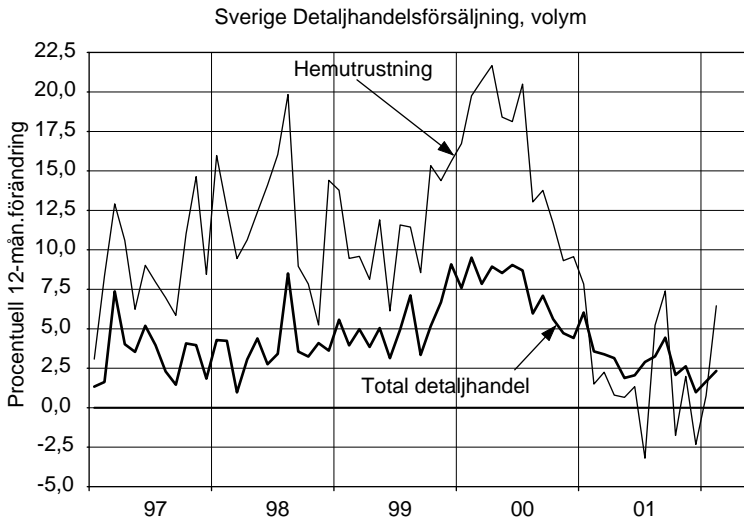
hetsintervall beaktat det mesta av vad som möjligen kan hända, men det är ju ändå huvudalternativet som blir styrande för hur penningpolitiken läggs upp. Med den prognosprecision man har när man gör inflationsprognoser så är en eller två tiondelar fel på ett till två år i själva verket en prognos mitt i prick. Slutsatsen skulle då vara att man inte behöver göra något med reporäntan.

Problemet tycker jag är att prognosen för inflationen ju egentligen inte är särskilt givande när man ska bedöma hur penningpolitiken ska läggas upp. Det kanske inte är så konstigt att det kan vara svårt för Riksbanken att göra en prognos, att inflationen skulle ligga t ex en halv procentenhet eller trekvarts procentenhet fel om räntan inte ändras, därför att man är rädd att blåsa under inflationsförväntningar. Men i ett läge då man har mycket stark tillväxt i ekonomin och man inte gör något med reporäntan under två år, kommer inte inflationen att avvika mycket mer då? Det tror jag att den kommer att göra. Det här kan göra att man hamnar fel ibland. Tidigare talare har tagit upp just den aktuella situationen, att vi nu har en inflation som ligger över målet. Hade man kunnat göra annorlunda? Hans visade beräkningar som tyder på att ungefär hälften av inflationsfelet idag beror på utbudsstörningar, alltså sådant som inte Riksbanken vare sig kunde förutse eller påverka i de flesta fall. Resten av inflationsavvikelsen beror på effekter av annat slag. Man kan fråga sig; är detta något man hade kunnat förutse och göra något åt?

Riksbankens tumregel är att det finns en fördröjning i effekterna av penningpolitiken på ett à två år, och med den utgångspunkten är det alltså vad man gjorde våren 2000 som skulle påverkat var inflationen landat i dag.

Låt oss titta på några olika indikationer som Riksbanken också följer: Detaljhandelsförsäljningen tog t ex fart 1999–2000. Total detaljhandel och det som brukar svänga mest, nämligen handeln med kapi-

Figur 11 Full fart i detaljhandeln 1999–2000



Källa: SBAB

talvaror, fick ordentlig fart. Det var väldigt tydligt redan i början av 2000 att tillväxten var stark och även efterfrågan från hushållen. Det här var inget som Riksbanken missade utan det fanns med i inflationsrapporten att försäljningen till hushållen gick starkt.

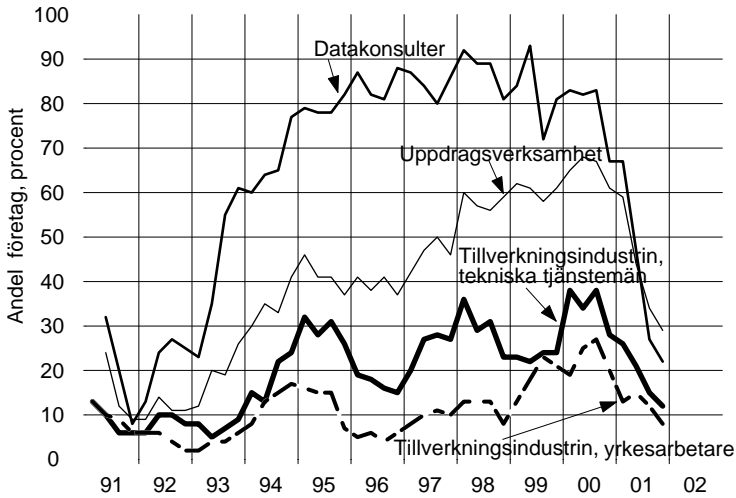
Man kan också se på en annan indikator, och nu kommer samma figur som Hans visade, nämligen bristen på personal enligt konjunkturbarometern, där man går ut och frågar företagen om de har brist på personal eller inte. På våren år 2000 kunde man se att det började kärva till sig i industrin, det började bli ont om folk och det var svårt att få tag på arbetskraft. Datakon-sulter hade det varit problem att få tag i länge. För denna kategori hade situationen snarast mildrats lite efter millennieskiftet. I uppdragsverksamhet, alltså företagsan-knutna tjänster; jurister, advokater, mark-nadsförare och liknande, såg vi också starkt ökande bristtal. Det här var en signal om att det började bli ont om resurser. Detta var också sådana indikatorer som Riksbanken tittade på. Man kunde också se, bara för att ta ytterligare någon indika-

tor, att det började vara ont om produktion-resurser rent allmänt (alltså inte bara arbetskraft).

Vi ska inte jämföra nivåerna med början av 1990-talet, då vi hade den stora krisen, men jämfört med lite mer normala konjunkturförlopp blev kapital, maskin- och anläggningskapacitet och arbetskraft under början av 2000 alltmer återhållande för produktionen, medan efterfrågeläget var ett allt mindre problem för företagen. Det här signalerade alltså att det började vara problem med resurstillgången och kapacitetsutnyttjandet.

Som sagt, alla de här faktorerna fanns med i inflationsrapporten som Riksbankschefen kommenterade i dag, men med fanns också diskussionen om den nya ekonomin. Införandet av ny teknik hade gjort att ekonomin fungerade på ett nytt sätt, ekonomin hade blivit mindre inflationsbenägen osv. Riksbanken verkade ha tagit till sig sådana argument och det bidrog säkert till att man år 2000, trots att man i inflationsrapporterna konstaterade att ekonomin växte starkt och att det var full fart, länge avstod från att höja räntan.

Figur 12 Bristen på personal ökade 1999–2000



Källa: SBAB

I den senaste inflationsrapporten finns en utvärdering av penningpolitiken de här åren som visar att man också diskuterade resursproblemen. Så här i efterhand kan man konstatera att man nog borde ha höjt räntan på våren 2000 som ju många bedömare, bl a jag och min kollega (vi var då i Posten), starkt argumenterade för, just med hänsyn till att man såg att det började uppstå flaskhalsproblem. Jag tror att det här visar på problematiken i upplägget när man baserar penningpolitiken på en prognos så långt fram i tiden. Osäkerheten är så stor att det blir svårt att dra slutsatser för penningpolitiken. Skulle jag ge råd om någon slags förändring skulle det vara att man tyngre väger in det som händer i den reala ekonomin. Man måste naturligtvis hela tiden följa inflationen och se vad det är som händer. Är det utbudsstörningar eller är det efterfrågestörningar som påverkar den faktiska inflationen? Men ändå utforma penningpolitiken utifrån vad man faktiskt ser händer. När man ser att det börjar bli kapacitetsbrist och resursproblem, då tror jag att det är dags att börja strama åt penningpolitiken för att bromsa och se till

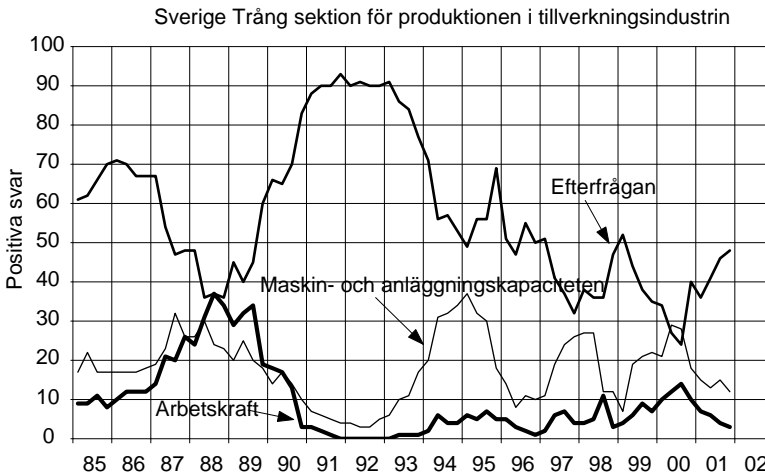
att inte stora obalanser mellan faktisk och potentiell BNP uppkommer.

Det finns som sagt en rad indikatorer som man kan titta på för att göra den här analysen. Om det våren 2000 hade varit så att ny teknik gjorde att ekonomin fungerade på ett annat sätt, så tror jag att skadan hade varit ganska liten om man ändå stramat åt penningpolitiken. Utvecklingen var ändå stark. Däremot är risken mycket större om man släpper ekonomin för långt, och det bildas flaskhalsproblem så att lönerna börjar stiga och inflationen tar fart. Jag skulle nog vilja göra analysen att det är det vi nu ser konsekvenserna av. Lönerna har stigit för mycket för att man tillät alltför stora bristsituationer att byggas upp under 2000.

Då kommer nästa fråga; om man nu har hamnat lite snett, hur ska man göra då? Ska man nu reparera det man missade våren 2000? Inte nödvändigtvis, skulle jag vilja svara. Det beror på hur det ser ut nu.

Av Figur 12 framgår att situationen på arbetsmarknaden ser ganska annorlunda ut nu. Vad man också kan konstatera är att avtalsförhandlingarna fungerar på lite annat

Figur 13 Sverige Brist på produktionskapacitet i tillverkningsindustrin år 2000, nu brist på efterfrågan



Källa: SBAB

sätt än vad de gjort tidigare på det viset att mer av förhandlingar sköts lokalt i företagen. Då är det kanske naturligt, att i ett läge med bristsituationer blir det också mer löneglidning, om man får kalla det så fortfarande. Alltså löneökningar som inte är centralt avtalade utan som beror på att företagen helt enkelt måste höja lönerna för att få tag i folk. Nu är det inte längre samma situation som det var 2000 och det talar för att löneökningarna utöver avtalen kommer att komma ner framöver.

Med utgångspunkt från detta behöver läget nu inte vara alarmerande. Man borde kunna ta det lite försiktigt med räntehöjningar tills man vet att ekonomin faktiskt är på väg uppåt. Jag tycker liknelsen med Finlandsbåten var bra, men vad det handlar om nu är ju inte att man måste börja bromsa eller svänga i god tid, utan problemet nu är att båten ligger i hamn, den ligger stilla, och då handlar det egentligen om att låta den komma igång först innan man kan börja styra.

Frågan om trovärdighet och signaleffekter är viktig. För löneförhandlingarna är det t ex viktigt att man kan styra in förväntningarna på var inflationen kommer

att hamna. Jag tror inte att Riksbanken, genom att titta lite mer närsynt på det som faktiskt händer nu, skulle tappa den trovärdighet som man har byggt upp. Om man i efterhand kan förklara vad avvikelser från inflationsmålet beror på, om de t ex beror på utbudsstörningar som ju inte kan förutses och inte göras mycket åt, så tror jag att trovärdigheten kan behållas även med ett litet ändrat angreppssätt.

Ulf Jakobsson

Tack så mycket Irma Rosenberg. Nu väntar vi med intresse på Urban Bäckströms svar.

Urban Bäckström

Jag tycker det var mycket intressanta synpunkter som kom upp av både Hans och Irma. Nu är det så att båda är jäviga; Irma har tidigare jobbat på Riksbanken och Hans har varit huvudansvarig för alla prognoser som vi gjort under många år, så delvis är det en utvärdering av hans eget arbete. Det är möjligen en kritik till föreningen som genom valet av dessa oppo-

nenter hjälpt mig att få så fina recensioner som Hans gav om Riksbanken. Låt mig få passa på och säga att Hans, tillsammans med andra som sitter här i lokalen, har varit med och utvecklat den tankeram som jag diskuterat. Vi har verkligen haft stor nytta av att kunna rekrytera så många duktiga personer från universitet och högskolor runtom i Sverige som har hjälpt oss att utveckla det sätt på vilket vi bedriver penningpolitiken.

Nu utvecklades det här till en diskussion om det aktuella läget, så låt gå. Både Hans och Irma var inne på det aktuella penningpolitiska läget. Då vill jag markera, att jag säger inget annat nu om det aktuella penningpolitiska läget än det som stod i den förra inflationsrapporten och det som återspeglas i protokollen. Både om den räntehöjning vi gjorde och den syn på det framtida behovet av ränteändringar som framgår av protokollet.

Jag delar uppfattningen att utbudsstörningarna är en del av förklaringen till uppgången av inflationstakten. Men det är inte den enda. Bakom detta, precis som jag sa i inledningen, så ligger också en uppgång av den underliggande inflationstakten. Den kan främst hänföras till prisutvecklingen i tjänstesektorn. Det är där expansionen varit som starkast under det senaste året och det är också där kostnadstrycket på lönesidan varit som tydligast. Vi har haft en tudelad ekonomi, kan man säga. Irma visade bilder på att kapacitetsutnyttjandet i industrisektorn har gått ner och det är alldeles riktigt. Men i tjänstesektorn har det gått fortsatt ganska hyggligt, kanske framför allt i storstäderna. Går man runt i Stockholm så ser man hur prislapparna har ändrats under det senaste året. Problemet, som Hans var inne på, är att löneökningarna systematiskt har legat över ökningstakten i viktiga konkurrentländer och dessutom tenderar att accelerera. Det har delvis kunnat absorberas av en fallande vinstandel i svensk ekonomi under de senaste åren. Men den har nu hamnat under snittet för de senaste 20 åren. Någonstans tar

möjligheten att absorbera stigande kostnadstryck i sjunkande vinstandel slut och vältras över i prisökningar. Det är delvis det vi har sett under den senaste tiden och det är det som har gjort att vi har ändrat syn på resursutnyttjandet och inriktningen på penningpolitiken.

Hastigheten kan vara av betydelse, Hans var inne på det. Hastigheten i uppgången kan naturligtvis ha spelat en roll här. Men jag tror att det illustrerar hur viktigt det är att inte ha ett mått på resursutnyttjandet utan att hela tiden närma sig frågan om vilket resursutnyttjande vi har från flera olika håll.

Jag delar alltså inte uppfattningen att båten ligger i hamn. Den är ute på vattnet och det är just tudelningen som jag hänger upp mig på. Visserligen är det så att industrisektorn möjligen ligger vid kaj. Så är det säkert, men den börjar sakteligen röra på sig. Servicesektorn däremot tuffar fortfarande på i ganska hygglig takt och har så gjort under det senaste året. Här byggs det upp svårigheter i kommande avtalsrörelse. Jag tror att det var bl a det som Willy Bergström tyckte var så besvärande vid förra penningpolitiska mötet och som framgår av protokollet. Här har tjänstemän fått mer betalt än arbetare. Här har löneökningarna blivit större i servicesektorn än i den varuproducerande sektorn. Den svenska lönebildningen har inte gjort sig känd för att kunna klara av sådana här relativlöneförändringar, utan det har alltid i kommande avtalsrörelse utlöst kompensationsmekanismer. Bristtalen har där inte alltid spelat en framträdande roll och påverkat utfallen. Det tror jag låg bakom hans bekymmer och oro inför framtiden.

Avslutningsvis: Hans frågade, var ligger den svenska jämviktsrealräntan? Svaret måste vara: Det vet inte jag. Det är samma sak här; jämviktsrealräntan, om du definierar den som den räntenivå där ekonomin expanderar längs sin långsiktiga tillväxtbana, dvs där inflationen varken accelererar eller sjunker. Det är samma sak här som med produktionsgapet att jag tror att man

måste vara ganska öppen för att revidera sin uppfattning fortlöpande beroende på hur utvecklingen ter sig. Men jag gör bedömningen att penningpolitiken och räntepolitiken i dagsläget är expansiv. Med det vill jag säga att jag tror att jämviktsrealräntan just nu ligger högre än vad vi har idag.

Ulf Jakobsson

Jag skulle vilja återupprepa en av Irma Rosenbergs frågor, nämligen den som hade med inflationsprognosen att göra. Hon konstaterade att den görs under förutsättning att inte det blir några ränteförändringar och att om man tittar på den under längre tid så ligger den genomgående kring 2 procent. Det betyder att skulle man ta den på allvar så skulle man aldrig behöva göra några ränteförändringar och därför blir frågan; hur pass användbar och instrumentell är egentligen inflationsprognoserna som Riksbanken gör?

Urban Bäckström

För oss är de väldigt viktiga i räntesättningen och avvikelser på några tiondelar, som Irma pekade på, är viktiga. Vi försöker bedriva penningpolitiken systematisk; vi ändrar normalt reporäntan när vi avviker från målet. Sedan kan man alltid diskutera, hur stora avvikelser som tillåtas ska? Det som man i huvudsak tänker på när det gäller vår inflationsprognos är huvudscenariot. Kring detta finns en riskbild som vi diskuterar. Sedan blir det den riskjusterade inflationsprognosen som är vägledande. Jag tror inte man kan göra på så många andra sätt. Vi diskuterade vad som skulle hända om man tittade mer på det aktuella läget och det var ju det som Irma var inne på. Jag skulle tro att vi skulle få större svängningar i den reala ekonomin om vi systematiskt skulle korta prognoshorisonten från noll till ett år, i stället för ett till två år. Om Irma har skrivit något om detta eller kan precisera att transmissionsmekanismen är snabbar i dag så ska jag gärna titta på det.

Ulf Jakobsson

Då tillåter jag mig att kommentera den kritik du nämnde mot Nationalekonomiska Föreningen för dess val av dagens utmärkta diskutanter. När man letar efter diskutanter till Riksbankschefen visar det sig att alla akademiker, som i sin profession sysslar med penningpolitik, är anställda på Riksbanken. Alla stannar då inte kvar av alla dessa utmärkta personer utan en och annan rekryteras ut igen och då får man leta där och det är det som gjort det hela till lite av en familjefest. Ser man till behovet av en debatt om penningpolitiken finns här ett problem. Kanske skulle en lösning vara att spara ett litet reservat av penningpolitisk intresserade ekonomer som stannade utanför Riksbanken. Eventuellt med subventioner från Riksbankens rika kassa. Vi har ju Institutet för utvärdering av arbetsmarknadspolitiska åtgärder. Man kanske också skulle inrätta institutet för utvärdering av penningpolitiska åtgärder.

Med dessa ord så lämnar jag ordet fritt för kortare inlägg från salen.

Mattias Ganslandt

Jag tyckte att både Hans och Irma antydde i sina respektive inlägg att det under 2000 och kanske även 1999 uppstod ett hot mot inflationsmålet som var en risk för överhettning på arbetsmarknaden. Min fråga till alla tre är; finns det något seriöst hot som ni ser mot inflationsmålet med strukturell karaktär och i så fall är det arbetsmarknaden? Om det stämmer så är min följdfråga; var det så att inflationsmålet räddades 2000 av en chock i USA snarare än Riksbankens agerande och om det är fallet, vad händer om vi hamnar i en riktig överhettningssituation på den svenska arbetsmarknaden?

Per Jansson

En kommentar till förhållandet att inflationsprognoserna tenderar att hamna nära

2 procent. Det behöver faktiskt inte vara så konstigt. Riksbanken gör visserligen sina prognoser under antagande att reporäntan hålls oförändrad men prognoserna uppdateras varje kvartal, vilket innebär att de löpande anpassas till de ändringar av reporäntan som görs. Till detta kommer att penningpolitiken idag åtnjuter en mycket hög trovärdighet. Mot den bakgrunden är det kanske inte så konstigt att inflationsprognoserna oftast är nära den målsatta inflationen, dvs 2 procent.

När det sedan gäller träffsäkerheten i Riksbankens inflationsprognoser kan konstateras att olika utvärderingar, som också försökt beakta att reporäntan ändrats över tiden, tyder på att Riksbankens prognoser inte är sämre än dem som andra prognosmakare åstadkommer – snarare gäller det omvända.

Mattias Lundbäck

En nyhet, när man tittar på vårpropositionen, jämfört med höstpropositionen är att regeringen verkar ha ändrat synen på BNP-gapets storlek en hel del. I höstpropositionen antogs att BNP-gapet för 2001 skulle hamna på minus 1,2 procent och i vårpropositionen uppskattar man att det slutligen landade på minus 0,7 eller 0,8 procent. Det innebär att man ändrat syn så att man nu antar att ekonomin var mer överhettad 2001 än vad man under hösten trodde den skulle komma att bli, alltså innan händelserna i USA. Det är ju en ganska kraftig omrevidering i så fall och jag funderar då på varför man gjort denna. Har Konjunkturinstitutet förändrat sin bedömning på samma sätt när det gäller just synen på det totala kapacitetsutnyttjandet i ekonomin?

Johan Schück

Åtminstone när det gäller den reala ekonomin så är det svårt att förutse utvecklingen på två års sikt, upptäcker man om man tittar på gamla prognoser och jämför med

vad som blivit utfallet. Det är kanske inte är lika illa när det gäller inflationen men även där finns det svårigheter. Min fråga är om de begränsningar som finns i möjligheterna att göra goda prognoser i ett tvåårs-perspektiv utgör någon begränsning, när det gäller Riksbankens möjligheter att bedriva en penningpolitik på ett till två års sikt. Eller kunde just det här vara ett skäl att något begränsa tidsperspektivet till det som går lättare att överblicka? Sådant brukar ju i alla fall gå lättare på ett års sikt än vad gör på två års sikt.

Claes Bahri

Inflationsmålet eller Riksbanksmålet är cirka 10 år gammalt. Det fungerade ganska bra i början och det var enkelt att läsa vad Riksbanken skulle göra när man missade i prognoserna. Vi har hört både Irma och Urban säga att vi har tittat på terminsräntor, forwardräntor, vi har tittat på mjukare variabler för att bedriva penningpolitik och under de senaste åren så tittar vi på fler variabler än vad vi tidigare gjort. Min fråga är då varför skriver man inte om målet? Varför ändrar ni inte inflationsmålet för att därmed underlätta ert arbete? Riksbanken har med åren utökat att uteslutande titta på KPI, till fler index så som UN1X och UN1NH. Vidare diskuterar de ofta kring BNP, produktionsgap, sysselsättning och andra mjukare variabler för att fastställa penningpolitiken. Min fråga som kanske blev oklart formulerad gäller huruvida inte det nuvarande målet känns inaktuellt och bör reformuleras i någon riktning som gör det enklare för Riksbanken att agera och därmed slippa att måla in sig i hörn då KPI överstiger målet, medan andra för Riksbanken viktiga mål talar för en annan riktning.

Irma Rosenberg

Första frågan handlade om räddades vi av chocken i USA år 2000? Till viss del tror jag att vi gjorde det eftersom den kom in

som en kraftigt kontraktiv kraft och dämpade tillväxten även i Sverige. Det är klart att den fick en tydlig effekt på konjunkturförloppet. Nu ska man inte säga att det bara var en chock i USA, för det handlade mycket om IT och därmed drabbade det Sverige direkt också, inte bara via USA.

Den andra frågan gällde om det är naturligt att prognosen ligger så nära 2 procent. Det handlar ju om ett tvåårigt perspektiv och när vi bedömare gör prognoser för inflationen räknar vi med att Riksbanken rycker in hela tiden med en serie ränteändringar. Riksbankens inflationsprognos baseras däremot på antagandet att ingenting görs med räntan. Då kan man inte bygga in trovärdighet i det perspektivet, tycker jag.

Per Jansson

Den poäng som jag sökte göra i mitt tidigare inlägg var att frågan huruvida det är rimligt att Riksbankens prognos är nära 2 procent i grund och botten är en empirisk fråga. För att ta reda på om det är rimligt eller inte måste man således utvärdera prognosernas träffsäkerhet. Om Irmas resonemang stämmer bör Riksbankens prognoser – sedan man försökt beakta att reporäntan ändrats över tiden – ha dålig träffsäkerhet. Men som jag tidigare påpekade verkar detta inte vara fallet. De utvärderingar som gjorts tyder snarare på att de varit något bättre än andra prognosmakares.

Irma Rosenberg

Jag vill bara förtydliga att min synpunkt inte var att Riksbanken skulle göra på något helt annat sätt, utan den analys som man har i inflationsrapporten av läget och tendenserna tycker jag är en utmärkt bas för att avväga penningpolitiken. Jag tror kanske att man ska fästa mindre vikt vid just prognosen för inflationen om två år och lite mer vikt vid den analys man gör av var vi är i dag, hur tendenserna ser ut och

vilka faror som lurar runt hörnet. Det är inte så att ni ska göra något annat utan använda mer av den här analysen på ett mer konkret sätt.

Sedan var det Johan Schücks fråga om prognossvårigheten är en begränsning. Jag tror inte det, utan jag tror att analysen finns i Riksbankens rapport, men man kan gärna förkorta perspektivet för den reala ekonomin i den bemärkelsen att man låter den faktiska reala situationen få större genomslag i politiken. Däremot tror jag inte man kan göra en prognos för inflationen om ett halvår och styra penningpolitiken efter det därför att penningpolitiken verkar via effekter på efterfrågan och på den reala ekonomin. Det är när det gäller analysen och den reala ekonomin som man kan förkorta perspektivet.

Hans Lindberg

En kommentar om det här med tidsperspektivet vid uppläggnings av penningpolitiken. Jag tror det är viktigt att poängtera att det här med framåtblickande perspektiv avser framför allt inflationsutvecklingen, att Riksbanken siktar på 2 procents inflation, ett till två år framåt i tiden. För att kunna göra en sådan bedömning så måste man ha väldigt bra koll på hur läget i ekonomin ser ut just nu. Gör man en prognos på ett 12-månadstal på inflationen ett år framåt i tiden, så är det en prognos på prisförändringarna i dag och under de närmaste 12 månaderna. Då är det självklart att resursutnyttjandet i dag spelar stor roll och även tillväxten under de kommande 12 månaderna.

När man gör inflationsbedömningar på ett till två års sikt är betydelsen av tillväxten på två, tre års sikt inte av så stor betydelse, utan det handlar om att värdera den aktuella situationen. Om vi backar tillbaka till de kommentarer jag gav tidigare till Urban så var det just den värderingen som slog fel både i KI:s och Riksbankens inflationsbedömningar våren 2000. Vi värderade inte den aktuella situationen precis rätt

som saker och ting såg ut just då. Vi gjorde en felbedömning, åtminstone på KI, av resursutnyttjandet. Det är något som vi har rättat till i våra inflationsbedömningar sedan dess. Vi hade ju en fråga här om synen på produktionsgapet. Prognosmissen har gjort att vi har reviderat synen på så sätt att vi nu bedömer att resursutnyttjandet var mer ansträngt 2000. Men det var inte frågan om någon överhettning. Det vi pratar om är ett produktionsgap som var nära noll i stort sett. Det är ju inte så att svensk ekonomi befann sig i en överhettad situation 2000, utan det som hände var bland annat att lönerna ökade med några tiondelar mer än förväntat och att det här kanske har slagit igenom på KPI med en halv procentenheter eller något i den stilen. Fortfarande är inflationsmålet trovärdigt. Det är en mindre avvikelse och vi har haft avvikelser åt andra hållet tidigare så egentligen är det inte så mycket att prata om, det är marginella justeringar i prognosbilden.

Urban Bäckström

Jag måste säga till Irma att det verkar som vår syn egentligen konvergerar; med lite hjälp från Hans Lindberg så tror jag att vi kan säga det. Jag uppfattade dig som att du egentligen inte ville förkorta prognoshorisonten utan att du ville förkorta horisonten när det gäller den reala ekonomins utveckling, titta mer på det som händer idag. Det är precis det vi gör och Hans förtydligade det på ett bra sätt. Vi måste veta vad som händer i dag för att kunna göra en prognos för inflationen år ett, och något om vad som händer den kommande perioden i den reala ekonomin för att kunna göra en prognos år två. Jag tror egentligen att vi menar samma sak. Sedan kan vi alla tycka att: varför styra efter prognoser när prognoser slår alltid, eller ofta fel. Vi ser dock inga andra strategier för penningpolitiken som hjälper oss där. Det finns alltså inte så många alternativ. Vi får leva med prognosfel och det blir prognosfel. Ändå förefaller den här regimen fungera ganska väl.

Låt mig också säga när det gäller frågan om det var USA som hjälpte oss: Ja, det var det, och det var IT-bubblan som sprack och i den meningen hjälpte oss att dämpa efterfrågan. Jag kommer ihåg att jag höll ett antal tal under 2000 då jag sa att nu måste svensk ekonomi bromsa upp från de här höga tillväxttalen och det kan ske på det ena eller andra sättet, eller genom en kombination av de båda. Det ena sättet är en spontan avmattning det andra är räntehöjningar. Det blev en kombination av de två. Hade inte den amerikanska ekonomin saktat in, då hade vi säkert höjt mer, det är jag övertygad om.

Tack Per Jansson för förtydligandet när det gäller prognosfelen. Man kan möjligen lägga till att det faktum att vi faktiskt gör prognoser fyra gånger om året gör att det inte hinner hända så förfärligt mycket och givet att vi rättar till med ränteförändringar när vi ser att vi ligger fel i förhållande till prognosen. Det gör att det hinner inte hända så mycket på fyra månader mellan prognoserna och det kan vara en förklaring till att avvikelserna inte blir större.

Vårpropositionen är en fråga till regeringen; varför de räknade med produktionsgap 2001 och att de har ändrat sin syn. Det har möjligen Hans Lindberg svarat på men Riksbanken har gjort samma sak och reviderat synen på resursutnyttjandet. Det är inte så konstigt för kommer man från den svåra krisen i början på 1990-talet, en dramatiskt hög arbetslöshet och stor grad av lediga resurser så ställer man sig frågan efter den enorma chock och störning som inträffade: var ligger fullt resursutnyttjandet i svensk ekonomi ett antal år senare. Det är väldigt svårt att veta och de ekonomiska metoderna hjälper oss inte alltid utan det handlar om att pröva sig fram. Riksbanken har ändrat sin syn på inflationsbenägenhet och produktionsgapet ett antal gånger under årets lopp och kommer säkert att göra det i framtiden också. Men det viktiga är att ha bra argument när man gör det; att man tar intryck av det som händer, apropå vad Irma sa. Ta intryck av vad

det är som sker för att göra mer kvalitativa och bredare bedömningar.

Till sist vad Claes Bahri sa om att vi styrt efter terminsräntekurvor och allt möjligt. Ja, jag vet inte vad du har läst av Riksbanken, men under min tid har jag försökt verka för att vi arbetar så att vi gör en samlad bedömning av inflationsutsikterna. Vi presenterar en sammanhållen bild som andra kan förhålla sig till. Jag har inte upplevt att vi har styrt efter någonting annat. Däremot så var det så i de unga dagarna för den här regimen att det skapades en bild av att vi styrde efter både det ena och andra. Det är just den sammanhållna bilden som vi ser i inflationsrapporten som är grunden för vårt agerande.

Ulf Jakobsson

Tack så mycket. Jag vill tacka alla som har deltagit i diskussionen och särskilt Riksbankschefen Urban Bäckström som jag tycker har givit en mycket intressant presentation och som också har svarat med stor öppenhet på de frågor som har ställts. Det finns väl bara en sak att tillägga nämligen att vi på alla Finlandsresenärers vägnar kan vara glada över att det finns sjökort. Tack.