

Flexibel inflationsmålspolitik i praktiken och teorin

Pehr Wissén

Ni är alla hjärtligt välkomna till mötet med Nationalekonomiska Föreningen! Detta möte består av två halvor, dock inte lika långa. Vi har nämligen först föreningens årsmöte, ett kort möte. Därefter får vi lyssna till riksbankschefen Stefan Ingves som vi är glada att ha som gäst på Nationalekonomiska Föreningen igen.

Vi tycker att det är roligt att ibland vara här vid Stockholms universitet, inte minst för att studenterna då har lättare att komma, och vi ser väldigt gärna fler studenter.

Stefan Ingves ska tala om flexibel inflationsmålspolitik i teori och praktik.

Stefan Ingves

Först vill jag säga att det är väldigt roligt att vara här; det är närmast ett privilegium. En gång om året har jag möjlighet att prata om penningpolitik, finansiell stabilitet eller vad det nu är utan att det är så mycket fokus på räntan för stunden utan mer frågor som har att göra med verksamheten i vid mening och hur man kan tänka kring det. Det är roligt att ha den möjligheten, så jag gläds åt att få vara här.

Det jag i dag kommer att tala om är såsom det står i rubriken "Flexibel inflationsmålspolitik i teori och praktik". Det är ett slags korsning mellan vad man finner i den teoretiska diskussionen och litteraturen. Jag vill betona att detta inte på något sätt är en fullständig teorigenomgång, inte i närheten av det, utan det är att lukta på de mer teoretiska delarna.

Den andra delen är att försöka para ihop det hela. De sex som ska sätta räntan, hur gör de? Går det att få till stånd ett samspel mellan teori och praktik på ett sådant sätt att det kommer ut en ränta av det i Sverige? Sedan ska jag återknyta till det jag pratade om förra året, nämligen vad detta innebär för finansmarknader och regleringar av finansmarknader när man numera lägger mycket mer tonvikt på det än låt oss säga för fem eller tio år sedan.

Jag ska lägga till att Mikael Apel, Carl-Andreas Claussen och Niklas Frykström har hjälpt mig med detta och vi har samtalat många timmar för att hitta en tråd när det gäller mitt och andras tänkande och funderingar kring detta. Jag har haft mycket god hjälp av dem.

Inflationsmålspolitik är någonting som vi i Sverige har hållit på med sedan början av 1990-talet. Efter många turer och diskussioner kom det att uttryckas i lagstiftningen att vi ska upprätthålla ett fast penningvärde. Man kan tänka sig att det kanske skulle ha varit prisnivåmål, men det var inte så det kom att tolkas så småningom när det lämnades åt Riksbanken 1993-94 att fylla det med ett innehåll. Man kom fram till slutsatsen att man skulle tolka det i form av att man skulle försöka stabilisera inflationen.

I enlighet med vad som står i lagen ska vi ägna oss åt att fundera kring realekonomin i den meningen att såvitt vi klarar av vårt inflationsmål kan vi också stödja vad som sker i ekonomin i övrigt. Men inflationsmålet kommer alltid först, så det andra kan vi säga är underordnat.

Det är viktigt att komma ihåg i relation till det jag pratar om här att när allt detta kom till stånd i början av 1990-talet uttrycktes det inte i form av de matematiska formler, kurvor och diagram som jag kommer att gå igenom i dag. Det är någonting som gradvis har vuxit fram

NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

2011-05-12

Sammanfattade av
Karin Sirén, Birgit
Filppa och Elisabeth
Gustafsson

Ordförande:

Pehr Wissén

Inledare: Stefan Ingves, riksbankschef

Kommentator:

Martin Flodén,

professor vid Nationalekonomiska insti-

tutionen, Stockholms

universitet

Övriga deltagare:

Laura Hartman,

Göran Hjelm, Björn

Kinberg, Kristian

Koerselman, Olle

Lindgren, Per Martin

Meyerson, Johan

Schück, Johannes

Åbrandsen

över tiden och där synen på detta kan och har varierat över tiden. Det betyder att ingenting är så stabilt att inte formelerna ändras, så om tio år är det kanske andra formler eller en annan syn. Men det är också det som är tjuusningen.

Vad vi försöker eftersträva i de här sammanhangen är att hitta en lämplig balans mellan att stabilisera inflationen så att det inte svänger alltför mycket i den svenska ekonomin på inflationssidan och att hjälpa till när det gäller vad som sker i realekonomin. Det brukar vi säga är det man numera kallar för en väl avvägd penningpolitik.

Såsom i väldigt många andra sammanhang när det gäller ekonomisk politik gäller det att hitta någonting som är någorlunda lagom. Det är vad det handlar om, men det är alltid inflationstakten som är i fokus för vår del.

Ett sätt att uttrycka detta, om man ska försöka mäta det i någon form, är med hjälp av en förlustfunktion:

$$L = \sum(\pi - \pi^*)^2 + \lambda \sum(y - y^*)^2$$

där π är inflationen, π^* är inflationsmålet, $y - y^*$ avvikelserna mellan faktiskt och normalt resursutnyttjande och λ den relativa vikten på stabilisering av resursutnyttjandet i förhållande till stabilisering av inflationen. Om man avviker från inflationsmålet är det negativt; det kostar någonting att inte hamna precis där vi vill hamna vid varje tidsperiod. När man kvadrerar det blir man av med minustecknet. Den andra delen är att titta på avvikelserna mellan det som är faktiskt och normalt resursutnyttjande ($y - y^*$), att på något sätt försöka mäta det som pågår i ekonomin. Om vi lyckas mäta det, någonting som vi alltid kan resonera om, kostar det så att säga även att ligga fel på den kanten. Sedan får man väga ihop det och bestämma sig för vad som är vikterna på detta när det gäller inflationstakt och resursutnyttjande. Hur ska man se på det?

Det är viktigt att komma ihåg när man tittar på den här formeln,

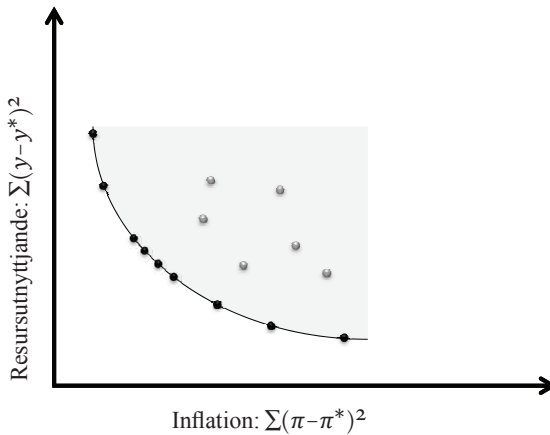
$$L = \sum(\pi - \pi^*)^2 + \lambda \sum(y - y^*)^2,$$

att den inte är komplett, det är extrema förenklingar. Ytterligare frågeställningar som finns under ytan är att när man tittar långt in i framtiden, över olika tidsperioder, ökar osäkerheten. Hur ska man hantera det? Hur ska man se på det?

En annan faktor som spelar roll är: Hur ska man diskontera? Vilken diskonteringsränta ska man använda? Men jag ska i dag inte gå in på hur man ska se på vad som händer långt framåt i tiden jämfört med vad som händer om ett halvår. Varje liten faktor som finns beskriven här innehåller en mängd olika frågeställningar utöver det jag pratar om.

I alla fall har man detta som utgångspunkt. Låt oss anta att vi väljer att stabilisera inflationen helt perfekt, så att den aldrig avviker från inflationsmålet. Då kommer aktiviteten i ekonomin att variera ganska kraftigt. Eller så väljer man att säga att vi alltid ska ligga på målet när det gäller den ekonomiska utvecklingen i övrigt och då kommer inflationen å andra sidan att fluktuera. Så det finns en *trade off* där, man kan inte uppnå de båda samtidigt. Det är svårt att komma till nirvana och hålla sig där om man mot förmodan skulle hamna där någon gång. Skulle det hända någon dag så säger vi till precis vid den stunden.

Man måste välja hur mycket variation i inflationstakten man tolererar och hur mycket variation i resursutnyttjande man tolererar. Man kan säga att den hypotetiska svarta linjen, de svarta prickarna, visar den *trade off* det handlar om ifall man lyckas bra, om politiken är effektiv. De grå prickarna är inte effektiva eftersom det går att stabilisera minst en av variablerna bättre. Var man kommer att lägga sig längs de svarta punkterna bestäms av vilken vikt man



Figur 1
Inflationens målpolitik
i teorin. Val mellan
olika "effektiva"
alternativ

ger parametern λ , dvs hur man värderar variation i inflationstakten i förhållande till variation i den allmänna ekonomiska utvecklingen. Det är det som i teoretisk mening styr var man kommer att hamna när man gör detta. Så försöker man hitta en bra *trade off*.

I teorin ser det enkelt och bra ut, men i praktiken är det inte så. Om man tar ett sådant begrepp som resursutnyttjande och tittar på y^* (den nivå på resursutnyttjandet som är långsiktigt hållbar): Vad är normalt resursutnyttjande för någonting? Hur observerar vi resursutnyttjandet i samhället som med nödvändighet blir ett aggregat av någonting, vad det nu är? Då kan man fråga: Vilket y och vilken nivå på y^* ? Hur ska man välja? När man läser våra penningpolitiska rapporter ser man att det kan variera lite över tiden.

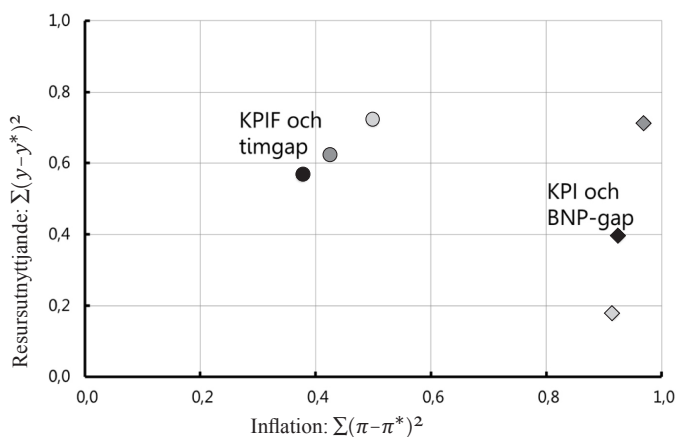
Vi pratar ibland om outputgap, man tittar på BNP och avvikelser från något slags tänkt normal BNP. Man kan räkna på arbetade timmar och ha en uppfattning om det normala antalet arbetade timmar som ett annat alternativ. Man kan titta på arbetslösheten och välja densom variabel, eller man kan, vilket vi också gör, titta på ett index där man väger ihop alla de variabler man hittar som man tycker på något sätt styr resursut-

nyttjandet. Återigen är problemet hela tiden att det här inte är en faktor som är helt och hållet observerbar. Om man tänker sig en väldigt idylliserade och idealisk värld kan man t o m tänka sig ett y^* med regleringar eller utan regleringar eller alla möjliga varianter på det och det gör det ännu svårare.

Jag återkommer lite längre fram till att det är sex personer som ska ha synpunkter på detta. Då får man på något sätt ta hänsyn till det. Det har lett till att Riksbanken använder en ganska bred ansats där vi brukar uttrycka detta i rent allmänna termer. Och säga att resursutnyttjandet är lite lägre än normalt eller högre än normalt eller att vi närmar oss ett normalt resursutnyttjande under en tidsperiod.

Inflationstakten är det lite enklare med, därför att KPI är vad det är. Det har suttit kloka människor i olika nämnder i säkert hundra år och funderat på vad KPI är för någonting. Man fastställer hur det räknas och hur det ska gå till. Men även där finns frågeställningen att det inte är självklart vilken typ av index man kan använda. Vi tittar på KPI, som i Sverige har den egenskapen att den har med en räntekomponent. Det kan då finnas skäl att i stället fokusera på ett inflationsmått rensat för dessa direkta ränteffekter.

Figur 2
Kvadratavvikelser för
olika variabler



Källa: Sveriges riksbank.

Erfarenheten är den att vad man nu än har valt ska man hålla sig till det under en lång tid. Det är inte bra att hoppa mellan olika mått ofta, för det skapar en undran hos allmänheten om vad vi håller på med. I teorin kan man prata om alla möjliga olika mått, varför det ena är bättre än det andra osv. Men när man en gång valt är det en mycket betydande investering i information att övertyga mänskligheten i ett samhälle om att det är ett visst mått som styr. Det ändrar man inte från det ena året till det andra, för då får man återigen problem med vad det är man styr efter.

Ett sätt att illustrera att variablerna spelar roll är med hjälp av den formel som jag visade tidigare (se figur 2).

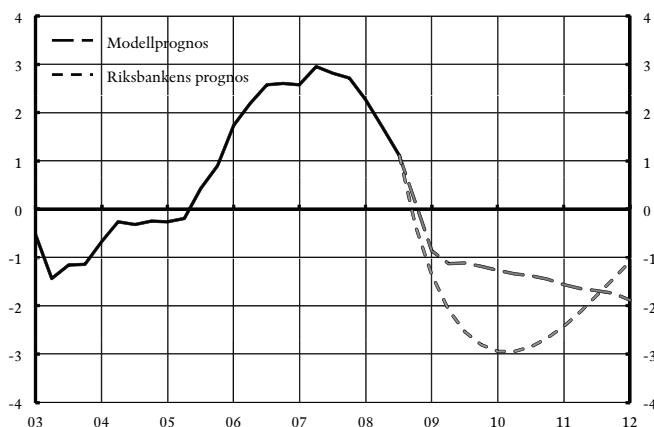
Låt oss säga att vi ska försöka minimera den genomsnittliga kvadratavvikelsen från målvariablerna y^* och π^* . Vad betyder det? Här är ett verkligt exempel från prognosen från september 2008. Den mellanrå pricken är huvudscenariot. Vad man har gjort är att man beräknat kvadratavvikelser för prognosen för inflationen och något realekonomiskt mått, säg tre år framåt i tiden. Vid sidan av räntebanan i huvudscenariot har vi också två alternativa räntebanor,

en som ligger högre än den i huvudscenariot (ljusgrå) och en som ligger lägre (svart). Om man räknar på KPI och ett BNP-gap hamnar man på den svarta pricken till höger när det gäller huvudscenariot, om man väljer den högre räntebanan och räknar på det hamnar man på den mellanrå punkten. Och om man räknar på KPI och BNP och tar den lägre räntebanan hamnar man på den ljusgrå punkten till höger.

Om man i stället väljer KPIF så att man inte har med ränteförändringar och byter ut BNP-gapet mot ett timgap, arbetade timmar, då ändras saker och ting. Det framgår av de tre punkterna till vänster. Huvudscenariot är fortfarande i mitten, men ordningen när det gäller de andra alternativen kastas om.

Det här är bara ett exempel för att visa att man kan hamna på olika ställen. Till sist måste man bestämma sig för någonting. Det enda jag är ute efter är att illustrera hur det kan se ut.

En ytterligare faktor när ett antal personer ska vara med och fatta beslut är att det inte är så enkelt att ena sig om vilken punkt man gillar, det kan man ha olika synpunkter på. Men alla måste, om man använder just den här tekniken,



Figur 3
Prognos för BNP-
gapet i PPR 1/2009

Källa: SCB och Sveriges riksbank.

vara bekväma med måttenheten. Det är ungefär som att fråga: Gillar man Celsius eller Fahrenheit, eller vill man ha en annan måttenhet? Det kan man diskutera och välja på en rad olika sätt.

Det som är trevligt med den här tekniken är att man kan fånga utvecklingen över en längre tidsperiod. Man tittar på avvikelser i inflationstakt och på avvikelser i resursutnyttjande ifrån de mål man har och så försöker man uttrycka det på något sätt efter bästa förmåga. Man kan naturligtvis också nöja sig med att titta på hur kurvorna ser ut och på det sättet avgöra vad som känns bra.

Det finns alla möjliga olika frågeställningar i sammanhanget och jag ska bara lyfta fram några.

Hur kan det komma sig att huvudscenariot inte ger de minsta kvadrata avvikelserna?

En lite specifik, teknisk förklaring till varför en alternativ räntebana kan ge ett till synes bättre utfall än räntebanan i huvudscenariot hänger samman med hur de olika scenarierna har tagits fram.

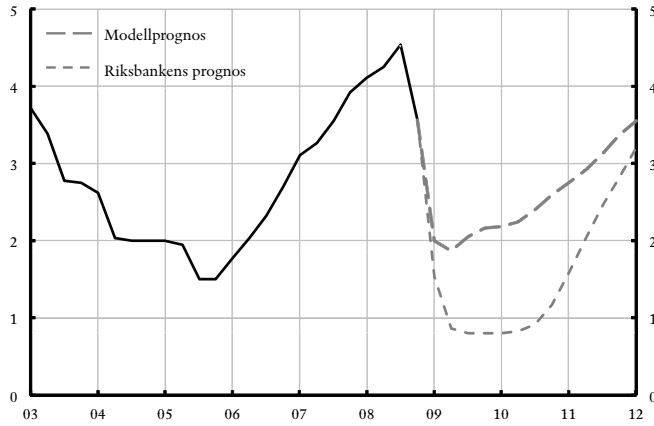
I huvudscenariot är den svarta prick-
en i den tidigare bilden en kombination av modellkalkyler och bedömningar (se figur 3). Det går till så att först finns det

i botten en stokastisk dynamisk jämviktsmodell, men den förutser inte allt som man tycker är rimligt när det gäller de resultat man får. Då får man lägga till och dra ifrån och så får man snacka ihop sig om ett huvudscenario. Modellkörningar kan man göra hur många som helst i teorin, men bedömningar orkar man inte göra hur många som helst. Det finns fysiska begränsningar för det och det är inte heller så meningsfullt. Det betyder att man kan lägga ned betydande tid på ett huvudscenario, men det blir lite svårare när man ska göra andra typer av scenarier.

Prognoserna i de alternativa räntescenarierna har däremot hittills tagits fram på ett annat sätt. Här har vi utgått från huvudscenariot och sedan gjort en ren modell-teknisk justering. Någon bedömning utöver den som redan ligger i huvudscenariot har inte gjorts. Prognoserna i de alternativa räntescenarierna är alltså i den meningen mindre genomarbetade än de i huvudscenariot. Om även de alternativa räntescenarierna kompletterades med bedömningar skulle prognoserna och medelkvadrata avvikelserna se annorlunda ut.

Att det kan finnas en skillnad mellan

Figur 4
Prognos för reporän-
tan i PPR 1/2009



Källa: Sveriges riksbank.

rena modellprognoser och bedömningar kan illustreras för den prognos för bruttonationalprodukten som vi hade i den penningpolitiska rapporten i februari 2009 (se figur 3).

Man ser att skillnaden mellan den rent modellbaserade prognosen för BNP-gapet, den grovstreckade linjen, och Riksbankens prognos, den finstreckade linjen, är ganska stor. Vi ser att BNP-gapet kommer att se ut på ett visst sätt under den här tidsperioden och det blir vägledande för vad det i någon mening ska kosta att avvika från målet. Avståndet är avvikelser från y^* . Om man ska göra många olika jämförelser då måste man göra många olika fullständiga prognosgenomgångar för olika kombinationer av de variabler som man tittar på i de här sammanhangen.

Bedömningarnas betydelse blir kanske ännu mer tydlig om vi tittar på prognosen för reporäntan (se figur 4).

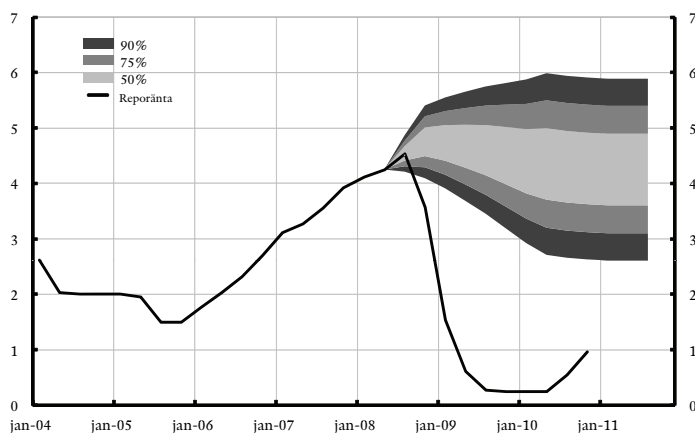
Om man släpper i väg modellen tickar räntan i väg uppåt ganska fort enligt den grovstreckade linjen, medan den finstreckade linjen är den prognos som i själva verket lades. Skälet till att den grovstreckade linjen går upp mycket fortare är att det finns två mo-

ment i det här. Eftersom vi pratar om allmän jämvikt på lång sikt måste en sådan modell röra sig mot någonting på lång sikt. Om man släpper i väg allting tre, fyra, fem år till hamnar allting räntemässigt på 4,85 vid tidpunkten för huvudantagandet. Det är det ena.

Det andra som leder till det här resultatet är att i den här kalkylen finns direktoners tidigare beslut när det gäller räntesättning inbyggda. Det är det man har med sig modelltekniskt. Kalkylen måste baseras på någonting. Det är klart att i en sådan värld blir det ganska anorlunda än i den värld som modellen har tänkt sig. Modellen har med sig en period med hyggligt stabil utveckling och då kommer det att putta tillbaka räntan till normaltillståndet lite fortare än vad vi själva tyckte var lämpligt när vi höll på med detta. Det är ett skäl till att man kan få en sådan avvikelser.

Ett sätt att beskriva detta, bara för en illustration av de svårigheter man ställs inför när det gäller beslutsfattandet, kan vi se på figur 5:

Detta är den förväntade reporänta med osäkerhetsintervall som vi hade med i den penningpolitiska uppföljningen i september 2008. Vi tänkte så



Figur 5
Reporäntan med osäkerhetsintervall från penningpolitisk uppföljning september 2008. Procent, kvartalsmedelvärden

Källa: Sveriges riksbank.

här: Man kan ha med sig historien, och historien fångar tidigare svängningar, vilket innebär att tratten här tar i stort sett max- och miniräntenivå för de senaste tio åren – det är ungefär där det hamnar. Man kan titta på sannolikhetsfördelningen som säger att det blir ganska jämna sannolikheter tre år fram i tiden. Det betyder egentligen att vi inte vet så mycket om hur det blir om tre år. Det är ett annat sätt att uttrycka det.

Den svarta kurvan på bilden beskriver den ränteutveckling som i själva verket blev verklighet. Det är ett annat sätt att illustrera frågeställningen. Svarta svanar kommer flygande och då blir det ganska annorlunda. Här befinner vi oss långt utanför den sannolikhetsfördelning som ligger på 90-procentsnivån. Med det här synsättet skulle man säga att vi ligger utanför 100 procent av sannolikhetsfördelningen. Det blev väldigt annorlunda. Då får man på något sätt laga efter läge och ta hänsyn till det. Det är just detta man fångar om jag går tillbaka en figur.

Man kan tänka sig att i huvudscenariot, den svarta pricken som jag visade tidigare i figur 2, borde på något sätt majoritetens syn vara den som är bäst.

Det innebär att man sitter och funderar och vrider och vänder på detta så att man hamnar så nära origo som möjligt. Men om nu dessa räntescenarier är framtagna på olika sätt därför att man i huvudscenariot gör modeller och bedömningar, medan alternativscenarierna är modelljusteringar av ett huvudscenario men inte några bedömningar, kan även det leda till att man får lite olika resultat utöver det som jag visade tidigare. Det gör också att man kan hamna på olika ställen.

Detta är naturligtvis någonting som vi har att jobba med. Jag är helt övertygad om att man kan förbättra detta över tiden genom att ytterligare fundera på hur man gör sådant och hur man gör flera alternativscenarier.

En annan aspekt är hur man ska hantera problem bortom prognoshorisonten. Om världen tar slut efter tre eller fyra år i en sådan modell tar inte den verkliga världen slut efter den tiden. Man kan inte utesluta att det finns saker som sker i dag som kan leda till olika typer av händelser bortom prognoshorisonten. Då kommer man in på den svårighet vi har när det gäller modellbyggeriet. Det är t ex svårt att på ett bra sätt bygga in en finanssektor i den här världen. Vi vet

av erfarenhet att finanssektorn då och då spelar oss ett spratt. När det inträffar vet vi att kostnaden blir mycket hög i realekonomisk mening. Då får vi negativ tillväxt i flera år.

Men om det är svårt att få in det i modellvärlden ställs man inför frågeställningen: Hur ska man då ta reda på det? Hur ska man betrakta ett alternativscenario som i någon mening undviker en katastrof på lång sikt när vi inte riktigt lyckas siffrsätta denna katastrof? Det är en utmaning att få till detta på ett bra sätt. De som har räknat på det här i lite andra sammanhang är olika expertgrupper i Baselmokmittén. De har gjort det från en helt annan utgångspunkt, för de gör det med utgångspunkt i kapitaltäckningsregler. De ställer sig frågan: Om vi höjer kapitaltäckningen och om det reducerar sannolikheten för en katastrof om låt oss säga fem år – vad är samhällsnyttan av det? Det är denna typ av frågor och frågeställningar som vi behöver jobba vidare med för att få in detta på ett i sammanhanget mer raffinerat sätt.

Det är inte heller lätt att ta hänsyn till risker för riktigt dåliga utfall. I modellvärlden räknar man på förväntat värde och med det kommer svårigheten att ta hänsyn till att något kan gå riktigt illa och hur man ska inkludera det i sin kalkyl. Då kommer man naturligtvis in på lite mer subjektiva bedömningar när det gäller hur man gör sådant.

Detta leder mig in på nästa steg. Det jag sagt hittills visar att det finns komplexitet så att det räcker, även i det fall då det enbart hade funnits en centralbankschef som satt på kammaren och funderade och sedan bestämde sig varannan månad för att sätta räntan. Men nu är det sex personer som ska fatta dessa beslut. Då har man att fundera på flera saker. Om det nu är sex personer som ska ta ställning till detta – hur kommer de att närma sig problematiken? Hur kommer de att fundera på de *trade offs* som finns?

Det har vi faktiskt tagit reda på. För ungefär ett år sedan hade vi haft tio år med inflationsmål och tio år med en direktion på sex personer. Då gjordes en liten undersökning där man frågade alla direktionsledamöter under tioårsperioden hur de såg på beslutsfattandet. Jag tror att nästan alla svarade. Nio av tolv ledamöter sade: Det är en alltför enkel tanke att man med en siffra kan beskriva vikten av att stabilisera inflationen i förhållande till realekonomin. Frågan var: Hur ser ditt λ ut i den formel som jag visade tidigare? Nio av tolv var inte så jättepigga på att säga: Mitt λ är 1,37 eller någonting annat. Detta var det svar man fick – att det inte är så enkelt att göra så.

Men det finns ändå en tanke med att det är sex personer som ska fatta besluten och som på något sätt har att hantera och komma fram till ett beslut givet att man gör prognoser på det ena eller det andra sättet. Man måste i slutändan göra en bedömning av vad man anser är bra när det gäller att klara av inflationsmålet. Då tänker man så här: Grupper fattar bättre beslut. Två eller flera huvuden är bättre än ett. Men om flera huvuden ska vara bättre än ett kan de inte tycka samma sak. Då blir det ju bara ett huvud i alla fall.

Därför ligger det i sakens natur att de här personerna kommer att ha lite olika bakgrund. De kommer att ha lite olika erfarenhet och lite olika kunskap. De är definitivt inte som individer och människor stöpta i samma form. Det betyder att de på något sätt måste snacka ihop sig. Detta är vad jag i andra sammanhang brukar kalla för beslutsfattandets natur. Det är något som det inte finns mycket skrivet om över huvud taget eftersom det inte är så känt hur sådant går till på olika platser i världen.

Jag har stoppat in ännu en punkt här som jag har kallat för begränsad röstning. Låt mig förklara vad det innebär och vad jag är ute efter. Det syns tydligt

i samma enkät som jag tog upp tidigare vad det är fråga om. I en rent teknisk mening finns det i den svenska förvaltningslagen angivet hur man röstar i en svensk myndighet. Man kan tänka sig, rent teoretiskt, att de här sex personerna kommer till ett räntemöte. Vi sätter oss med ett antal alternativ, och vi röstar om BNP, om arbetslösheten och om än det ena, än det andra. Så småningom ramlar det ut en ränta ur detta röstande. Rent röstningstekniskt vet man precis hur det går till. Vad som kommer att hända, eftersom riksbankschefen har en och en halv röst, och är den som bestämmer i vilken ordning man röstar, är att processen driver i en viss riktning.

Men det är inte så det går till i praktiken. När olika direktionsledamöter svarade på frågorna i enkäten framgick att de insett att vi inte kan sitta och rösta om allting. Det blir för svårt och för komplicerat och det blir för svårt att bedöma slutresultatet. Det innebär att det normala är att man går in i detta med ett slags prutmån där man säger att om huvudscenariot är tillräckligt nära min syn på tingens ordning så kan jag acceptera det. Om det finns någon variabel där man har en helt annan syn och man är tillräckligt långt ifrån majoritetssynen väljer man att isolera sig. Om man läser Riksbankens protokoll ser man att det i praktiken leder till ett förhållandevis begränsat antal röstningar. Det är inte meningsfullt att ha många röstningar. Med god vilja och långa diskussioner brukar det vara möjligt att ha en mycket begränsad röstningsprocedur. Majoritetssynen är egentligen inte en punktskattning, utan mer någon form av intervall där man säger att i en osäker värld är detta "close enough".

För en illustration av nyanserna i praktiken kan man gå till protokollet. Även den som hör till majoriteten säger i protokollet att man funderar särskilt mycket på utvecklingen i USA, på globa-

la obalanser, på bostadsmarknaden eller vad det nu kan vara för någonting. Om man kombinerar prognoserna med det som står i protokollet hittar man ungefär dessa intervall och förstår ungefär hur det hela går till. På det sättet går det att åstadkomma beslut på ett rimligt sätt.

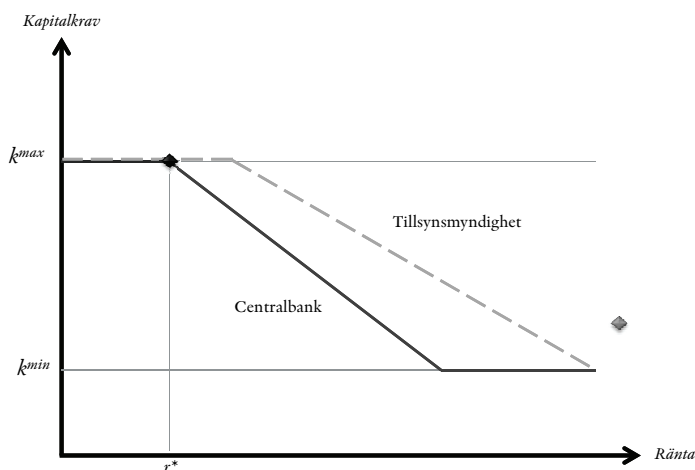
En viktig balansgång när det gäller detta är skillnaden mellan diversifiering och tydlighet. Det handlar om sex personer. Det står var och en fritt att tycka vad som helst – så länge det är åt det penningpolitiska hållet. Det ser ni ju också att det är när ni läser protokollen. Det handlar förstås inte om något annat. Men om man har sex synpunkter på allting finns en risk att man blir otydlig – för att inflationsförväntningarna ska vara förankrade måste vi kunna kommunicera med 10 miljoner människor. Då går det inte att spanna upp en variationsrikedom som är för stor, då blir det förvirring.

Man måste hela tiden hitta balansen där man å ena sidan har utrymme för egna analyser och kunna fatta beslut helt efter eget huvud. Å andra sidan får det inte leda till otydlighet så att ingen egentligen kan förstå vad det är som sägs och att det blir svårt att utvärdera. I detta sammanhang ger den teoretiska analysen större stadga åt själva beslutsprocessen. Det ökar möjligheten att utvärdera det som sker jämfört med om man förde ett samtal runt ett bord.

Detta är en utmaning som alla centralbanker har att hantera på ett eller annat sätt. I vårt fall finns protokollen. Man kan se precis vad de sex personerna tyckte. Den andra lösningen är att göra som man gör på ECB-sidan, där det är chefen för ECB som talar och det tar 30 år innan du får reda på vad de andra tyckte. Man kan hamna i ganska olika lösningar och det beror rätt mycket på historia, hur lagstiftning ser ut och vilka preferenser man har i en viss typ av samhälle.

Här finns hela tiden kopplingen – att

Figur 6
Spel mellan centralbank och tillsynsmyndighet



hitta en lagom balans mellan teori och praktik. Det gäller också att hitta en lagom balans mellan tydlighet och kaka-foni. Man får hela tiden jobba med avvägningarna så att det går att förstå hur penningpolitiken bedrivs. Så mycket om beslutsprocessen. Jag har försökt ge en liten bild av detta, som naturligtvis kan beskrivas på många olika sätt och på många andra sätt än vad jag har gjort.

Låt mig lite grann mot slutet hoppa över till att tala om vilka utmaningar som finns när man också ska hantera det som kallas för systemrisk. Detta pratade jag om i detalj förra året, så det är bara ytterligare en liten fortsättning på det temat. Det jag visar här är sådant som är baserat på arbete som jag och andra har gjort i BIS. Dessutom är detta mycket kopplat till arbetet i det som heter European Systemic Risk Board, där man hanterar systemriskfrågor på europeisk nivå.

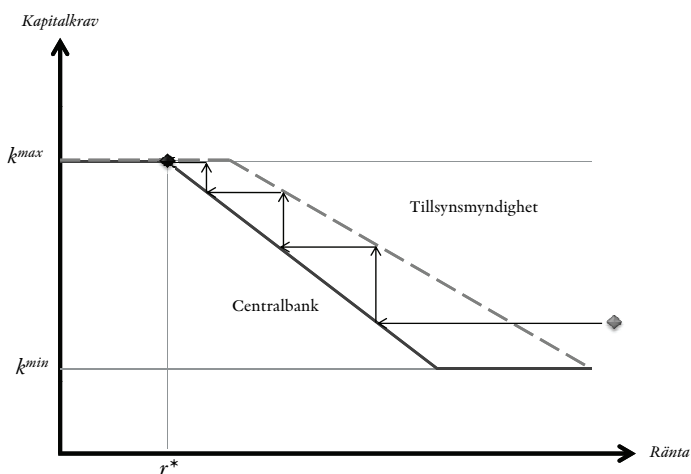
Vad man i dag resonerar allt mer om jämfört med tidigare är att man tar mer hänsyn till finansiell stabilitet när man sätter räntan. Men när man gör det måste man ha olika verktyg. Dessa verktyg har effekter som liknar penningpolitiska verktyg. Det handlar om att införa en reglering. Det handlar om att det tar emot någonstans och om det tar emot

någonstans blir det *de facto* dyrare att låna. Om det blir dyrare att låna innebär det att man kan översätta varje reglering till en skuggränta. I den meningen behöver man, när man utövar penningpolitik, vara medveten om hur skuggräntan på något sätt ser ut, även om det finns kalkylproblem som är enorma när det gäller detta.

Man ställs då inför hur man ska göra det hela. Det finns viktiga frågor, inte minst i Sverige för närvarande. Ska vi ha ett centraliserat ansvar för detta, där vi har Finansinspektionen, Riksbanken, Riksgäldskontoret och Finansdepartementet? Eller ska vi ha ett mer centraliserat ansvar? Hur ska man formulera uppgifterna? Vad innebär det att göra detta? Med den riksbankslag som vi har i dag står det i lagen kort och gott att vi ska främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Men det är klart att det är ganska lång väg från främjande till att fylla detta med sakinnehåll. Det är det som vi och många andra brottas med. Och hur ska man samordna det?

Det finns inga bra svar i dagsläget. Forskning pågår i stor skala. Jag ska bara med en figur (se figur 6) försöka illustrera en aspekt på det hela.

Det handlar verkligen bara om att



Figur 7
Spel mellan centralbank och tillsynsmyndighet

lukta på frågan om varför detta är viktigt och varför det spelar roll hur man gör det. Antag att vi har en finansinspektion som sätter kapitalkraven i banksystemet. Det gör de inom detta intervall – lägsta tänkbara och högsta tänkbara kapitalkrav. Det jag beskriver här visar deras syn på världen. De säger egentligen så här: Om räntan är hög lånar man förmodligen inte så mycket och det är mindre farligt i den finansiella sektorn. Om räntan blir jättelåg börjar folk låna något alldeles kolossalt och då blir det farligt förr eller senare. Alltså vill vi då ha ett högt kapitalkrav. Sedan har vi en centralbank som funderar på samma sak, men de är lite snällare. De säger därför så här: Om räntan är på en viss nivå tycker vi att det räcker med att man ligger på minimikapitalkravet. Men Finansinspektionen säger: Nej, det duger inte alls. Vi ska alltid vara lite högre! Så säger de därför att de är försiktiga. Deras jobb är ju att se till att det inte går snett i systemet, så de är alltid lite försiktigare.

Vi har här alltså två myndigheter som har att jobba med detta, men som tycker olika. Om de tycker olika – hur blir det då? Låt oss anta att vi börjar här i nästa figur (se figur 7)

Vi behöver inte förgylla kvällen med

att grubbla på hur vi hamnade där, men det är där vi började. Man kan då säga att vi antar att centralbanken sänker räntan. Då hamnar vi på ett visst läge där centralbanken är jättenöjd med kapitaltäckningen. Då kommer tillsynsmyndigheten och säger: Nej, det här funkar inte. Kapitaltäckningen är alldeles för låg med den här räntenivån! Alltså puttar vi upp kapitaltäckningen till en annan nivå. När man har kommit så långt kommer centralbanken och säger: Nej, vid så där hög kapitaltäckning lånar bankerna ut för lite vid den räntenivå som vi har! Det var inte bra! Alltså sänker vi räntan så att vi får fart på det här. Då säger tillsynsmyndigheten: Nej, det funkar inte. Då blir det för riskabelt! Vi höjer kapitaltäckningen lite.

På så sätt kör man runt det hela några varv. Då kommer vi att hamna i hörnet här på bilden med låg ränta och hög kapitaltäckning. Det fångar frågeställningen ganska bra. På något sätt måste man hitta någon form av kooperativ lösning i detta. Annars kommer systemet att drivas i än den ena, än den andra riktningen.

Vad jag inte har gjort i denna figur är att ge mig in på bostadsmarknaden och exempelvis stoppa in en fastighetsskatt

eller någonting annat. Då får man precis samma typ av koordineringsfrågeställningar som man ska hantera på något sätt för att undvika det exempel som jag gav – att detta på något sätt inte driver i väg i någon riktning som i slutändan är oönskad för samhället i sin helhet.

Hur ska man då göra det? Ett sätt är att formulera mandaten så att bedömningarna sammanfaller. Men om man har två myndigheter är det svårt att göra detta om det är människor som byts över tiden. Man kan också ge centralbanken ansvar för båda styrmedlen. Det låter lite altruistiskt, men jag har utgått från att frågeställningen inte är att ge penningpolitiken till Finansinspektionen – därav det asymmetriska i det hela. Alternativt måste man hitta någon lösning där man antingen samordnar på något sätt eller rakt upp och ned förhandlar om det hela. Det är rätt mycket detta som diskussionerna i Sverige för närvarande handlar om. I Sverige har vi inte i nuläget någon formell struktur över huvud taget för att hantera detta. Det är det man behöver fundera på framöver. Vad innebär det om man ska hitta en mer formell struktur i detta så att man inte försätter sig i hörnlösningar som på ett eller annat sätt är olyckliga?

Låt mig summera vad jag har försökt föra till torgs här denna vackra majkväll: Steget mellan teori och praktik är av olika skäl inte helt enkelt. Man har att ta ställning till olika mått på inflation. Man har att ta ställning till olika mått på resursutnyttjande. Man måste fundera på hur man ska ta hänsyn till olika typer av risker, inte minst det faktum att osäkerheten ökar med tiden.

Vad betyder det när man samtidigt ska ordna en beslutsprocess på ett sådant sätt att det är möjligt att fatta beslut i en grupp och även möjligt att kommunicera besluten? Man måste klara av att balansera diversifieringen i synpunkter å ena sidan, å andra sidan vara tillräck-

ligt tydlig så att människor kan förstå vad penningpolitik innebär.

Därutöver, som en krydda i tänkan- det, har vi framgent att lägga till frågeställningen: Vad ska vi göra när det gäller att hitta en balanspunkt också visavi andra myndigheter eftersom det inte är centralbanken allena som styr hur transmissionsmekanismen i en ekonomi ser ut? Det måste man också balansera på ett eller annat sätt när det gäller att hitta balanspunkten. När jag nu ser denna sista bild vill jag lägga till att det egentligen borde vara pluralis: Man ska hitta *balanspunkterna* i sammanhanget.

Det var dagens tema. Nu får vi höra vad man kan tycka om det.

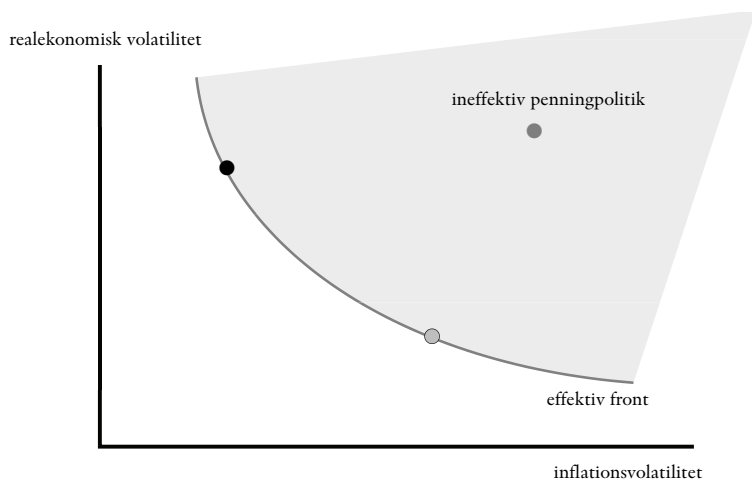
Pehr Wissén

Tack, Stefan Ingves! Om ingen har någon direkt sakfråga lämnar jag ordet direkt till professor Martin Flodén.

Martin Flodén

Tack för att jag får möjlighet att kommentera Stefans anförande! Det tar upp många intressanta frågeställningar och diskussionspunkter. Jag vill börja med att säga att jag egentligen bara kommer att fokusera på det som rör den direkta penningpolitiken och flexibel inflationsmålpolitik. De avslutande punkterna om finansiell stabilitet och ansvarsfördelning är viktiga, men jag håller med Stefan om alla punkter. Även de kolleger jag har diskuterat detta med håller med och tycker att det är viktiga frågor. Det behövs en tydligare ansvarsfördelning och samordning inom dessa frågor. Det är det enda jag vill säga om det. Jag fokuserar som sagt i stället på det som rör inflationsmålpolitiken och flexibiliteten.

En viktig reflexion att göra inledningsvis är att jag ser Stefan Ingves anförande som en replik på vice riksbankschef Lars E.O. Svenssons olika anföranden, tal, rapporter och uttalanden i direktionmöten – det man kan läsa i



Figur 8
Taylorkurvan

protokollen från penningpolitiska möten. Det är på något sätt en oundviklig utgångspunkt, även om det inte nämnades i Stefans anförande. Jag tänker inte ta på mig rollen att försvara Lars E.O. Svenssons synpunkter, men oundvikligen kommer jag ibland att ställa frågor eller göra kommentarer utifrån dem.

En annan sak som är viktig att påpeka är att man ibland kan få uppfattningen att det finns stora meningsskiljaktigheter inom direktionen och att det är flera ledamöter som systematiskt röstar emot de andra. Debatten kan ibland framställas som att ledamöterna tycker väldigt olika. Och i någon bemärkelse är det väl så, men jag skulle ändå vilja poängtera att jag tycker att samsynen på hur penningpolitiken ska bedrivas och hur ramverket ska se ut är stor i Sverige. Dessutom tycker jag att vi jämfört med tidigare tidsperioder och med andra länder har ett väl fungerande politiskt ramverk och en väl fungerande penningpolitik. Det är startpunkten. Sedan är det förstås intressant att diskutera ytterligare möjliga förbättringar och det är det som dagens diskussion berör – enligt mig i varje fall.

Till att börja med tänkte jag gå igenom vad som egentligen menas med flexibel inflationsmålpolitik. Delvis har

Stefan redan sagt detta. Sedan tänkte jag ge en liten tillbakablick på hur flexibiliteten har implementerats eller formulerats av Riksbanken tidigare och i dagsläget. Avslutningsvis tänkte jag ge lite synpunkter på hur strategin skulle kunna förbättras och även ställa några frågor till Stefan om hur han ser på de här sakerna.

Flexibel inflationsmålpolitik är ett internationellt ofta förekommande begrepp i den penningpolitiska diskussionen både i praktik och i teori i dagsläget.

Det är ett uttryck som myntades av Lars E.O. Svensson i en artikel där ett första utkast fanns 1996. Det är alltså hans begrepp, men sakinnehållet är inte på något sätt nytt, utan det har funnits så länge vi har haft penningpolitik. Centralbanker har alltid brytt sig om den reala sidan i ekonomin, vilket är det som är innebörden av flexibel inflationsmålpolitik förutom att man också har ett inflationsmål, vilket man inte alltid har haft.

Även i förarbetena till dagens svenska riksbankslag skriver man in flexibiliteten mycket tydligt och det skedde ungefär parallellt med att det här begreppet myntades. I förarbetena står det att Riksbanken har en skyldighet att ta hänsyn till den reala ekonomin. Det

man nämner är hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Det ansågs så självklart att det inte behövde tas in i lagtexten.

Ett sätt att illustrera den avvägning som penningpolitiken ställs inför är en kurva som är ungefär samma kurva som den Stefan visade. Den brukar ofta kallas för taylorkurvan eftersom den först visades av ekonomen John Taylor i en artikel från slutet av 1970-talet. Att den här avvägningen finns är alltså ingen ny insikt.

Tanken är, som Stefan berättade, att det finns någon slags bästa effektiva korrelation i den volatilitet vi får på den nominella sidan, för prinsnivå eller inflation, och på den reala sidan. Vi kan få stabil inflation om vi är beredda att få större konjunkturfuktuationer i stället etc. En viss sorts penningpolitik kan vara ineffektiv i den bemärkelsen att vi kan få mer stabilitet både på den nominella sidan och på den reala sidan om vi rör oss mot origo i grafen. Den grå punkten där uppe är ett exempel på ineffektiv penningpolitik.

Den svenska Riksbanken har varit tydlig med att man verkligen för en i praktiken flexibel inflationsmålspolitik, åtminstone sedan 1999. Man har uttryckligen sagt att man tar realekonomisk hänsyn och det har blivit tydligare och tydligare över åren. Utvecklingen har varit liknande i de flesta länder där man har infört inflationsmålspolitik. Att utrymmet för att bedriva flexibel inflationsmålspolitik och även fokusera på den reala sidan av ekonomin har blivit större beror förmodligen framför allt på att penningpolitiken är mer trovärdig, att man kan hantera inflationstakten även om man tar andra hänsyn. I takt med att man har fått mer trovärdighet är det naturligt att man också funderar mer på realekonomisk stabilitet.

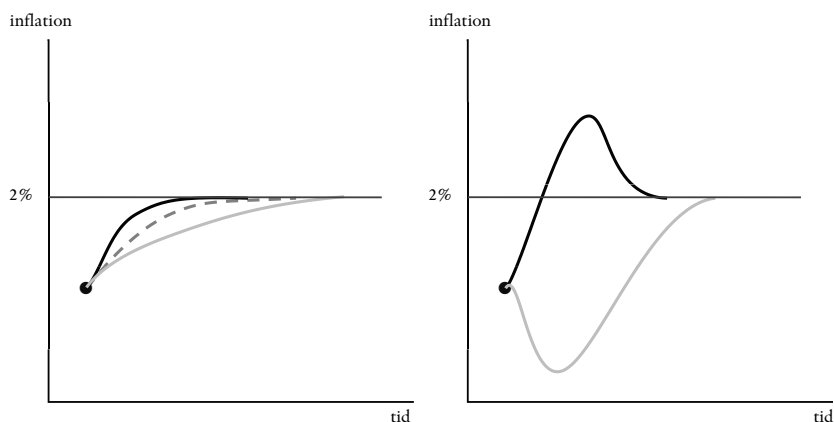
I ett första strategidokument från Riksbanken 1999 skrev Lars Heikensten att man försöker undvika oönskade

svängningar i den ekonomiska aktiviteten. Riksbanken har mer tydligt formulerat sin strategi i ”Penningpolitiken i Sverige 2006”, vilken sedan har uppdaterats 2007 och 2010, där man berättar vad man försöker göra och på vilket sätt. I det tidigare dokumentet står det att man har utrymme att ta hänsyn till tillväxt, arbetslöshet och sysselsättning. Det står också att man tar hänsyn till förändringar i tillgångspriser, även om syftet med detta är oklart. Just den formuleringen har försvunnit i dokumentet från 2010. Där har även arbetslösheten försvunnit. Nu är man ganska nära lagtexten, där det talas om tillväxt och sysselsättning, vilket jag tycker är bra. Strategin har successivt förtydligats till det bättre.

Så några kommentarer och frågor jag tänkte ställa rörande två huvudpunkter: Hur ska målformuleringen och den realekonomiska hänsynen tolkas? Kan man göra målformuleringen mer formaliserad, vilket Stefan i varje fall indirekt har argumenterat emot i dag?

Formalisering skulle kunna ske genom att man beräknar ett s k medelkvadratgap för inflationens avvikelse från inflationsmålet och något mått på realekonomisk hållbarhet eller kanske med hjälp av en målfunktion där målfunktionen viktat ihop realekonomisk stabilitet och nominell stabilitet. Målfunktionen går ytterligare ett steg; där måste man ta ställning till vilken avvägning man vill göra. Den λ -parameter som Stefan pratade om måste få ett värde om målfunktionen ska vara meningsfull.

Låt mig börja med två frågor angående målformuleringen såsom den dels är formulerad, dels operationaliserad i praktiken. Man skriver tydligt i strategidokumentet att inflationsmålet är överordnat den realekonomiska stabiliteten. För mig framgår det inte tydligt på vilket sätt man ser den överordnade rollen för inflationsmålet. I tidigare strategidokument har man talat om en tidshorisont



Figur 9
Hur är inflations-
målet överordnat?

som normalt skulle vara två år. Normalt skulle inflationen vara vid inflationsmålet 2 procent inom den här tidshorizonten. Däremellan har man handlingsutrymme på den realekonomiska sidan.

Den formuleringen har i princip försvunnit. På vilket sätt man prioriterar inflationsmålet är för mig otydligt. En möjlig tolkning är att det rör parametern λ i målfunktionen, vilken vikt man lägger på realekonomisk stabilitet relativt nominell stabilitet. Det är tydligt att Lars E.O. Svensson ser det på det sättet, skulle jag vilja säga, och jag tycker att även Stefan Ingves anförande i dag tyder på att det är den tolkningen man ska göra.

En annan tolkning som jag själv har trott att Riksbankens majoritet står för, i alla fall tidigare, rör hur anpassningsbanan för inflationen kan se ut. Antag att vi befinner oss med en för låg inflation. Då kanske man kan fundera över olika reporäntebanor som gör att inflationsprognoserna blir som den svarta, grå eller den streckade linjen så att man har en handlingsfrihet i hur snabbt vi ska försöka föra inflationen tillbaka till målet. Det är ungefär så det är formulerat på vissa ställen i strategidokumentet.

Vad innebär optimering enligt en förlustfunktion? Om man försöker göra någon sorts optimal avvägning mellan

realekonomisk och nominell stabilitet med de analysredskap man har, man sätter in någon sorts valparameter i sin förlustfunktion, så kommer inflationsbanorna ibland att medföra att inflationen tidvis rör sig bort från inflationsmålet. Är det här någonting man kan tänka sig när man har ett överordnat inflationsmål – att man avsiktligt låter inflationen tidvis röra sig åt fel håll, bort från inflationsmålet? För mig är det lite oklart om alla direktionsledamöter tycker att sådana strategier är okej.

Det var egentligen en fråga.

En annan kommentar gäller hur man har formulerat måluppfyllelsen när det gäller den realekonomiska sidan. Riksbanken fokuserar ofta på resursutnyttjandet med hjälp av olika gapmått, som produktionsgap och timgap. Lars E.O. Svensson vill att det ska vara ett arbetslöshetsgap. I förarbetena till Riksbankslagen säger man att det ska röra sig om hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Är det här rätt indikatorer för att uppnå det som vi verkligen bryr oss om? Här handlar det inte om indikatorer på vad som leder till inflation eller inte, utan här handlar det verkligen om målvariabler. Vad är det vi vill uppnå med penningpolitiken? Vad är det som påverkar välfärden i ekonomin?

Frågan är hur viktigt resursutnyttjandet är som välfärdsmått. Det är kanske mer uppenbart att arbetslösheten är kopplad till välfärden. Och sysselsättningen är kanske ännu viktigare. Just sysselsättning nämns i förarbetena men inte arbetslöshet. Man kanske borde fokusera på ett sysselsättningsgap snarare än de andra måtten. Sysselsättningsgapet är någonting som ibland räknas fram i olika rapporter. Jag tror att Riksbanken har gjort det ibland, Konjunkturinstitutet har gjort det ibland. Vad är en hållbar nivå för sysselsättningen och vad är sysselsättningen i dag?

Normalt säger man att centralbanker och penningpolitik inte kan påverka den potentiella nivån i en ekonomi. Därför är kanske en hållbar tillväxt en sorts hoppöst mål. Men kanske finns det situationer där penningpolitiken åtminstone på medellång sikt kan påverka vad som är hållbar sysselsättning. Ett exempel på ett sådant resonemang har Karolina Ekholm nämnt i något direktionsmöte, har jag sett i protokollen. Hon säger att om arbetslösheten inte trycks ned snabbt ökar risken att vissa grupper slås ut från arbetsmarknaden. Det här låter som ett väldigt rimligt argument för att kanske föra en mer expansiv penningpolitik än annars. Men om man tittar på de realekonomiska mått som används av Riksbanken fångas detta inte av gapmått eftersom det här är någonting som även skulle påverka den potentiella sysselsättningsnivån. Kanske kan man på något sätt tillåta att man tar sådana hänsyn. Jag har själv inte tänkt klart på den frågan, men det är i alla fall en fundering.

Den andra gruppen av frågor som jag ville kommentera rör möjligheten att mer uttryckligt formalisera de avvägningar som görs mellan realekonomi och nominell ekonomi, inflationsmål etc och kanske också kvantifiera de avvägningar man gör. Att det inte är helt absurt att gå flera steg längre illustreras

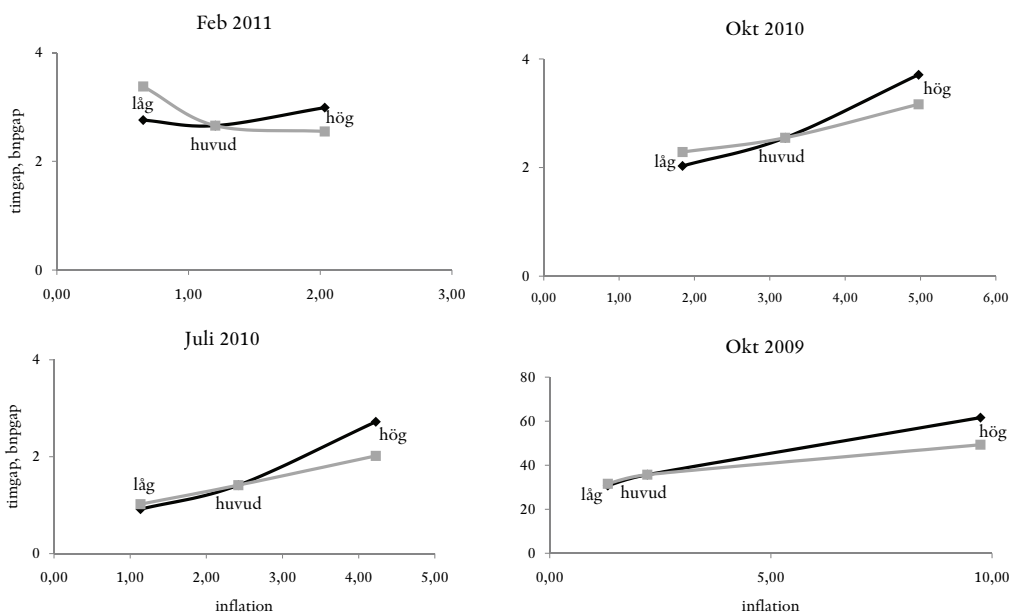
av att man i Norge faktiskt publicerar en hel förlustfunktion som i princip är den funktion som Stefan visade, summan av förväntade medelkvadratgap för inflationens avvikelse från inflationsmålet, produktionsgapet i kvadrat och ytterligare några termer i Norge. Det är på något sätt en extrem lösning som jag själv inte tror så mycket på, ska jag säga.

Sedan finns det lite försiktigare steg att tydligt redovisa medelkvadratgap på det sätt som Lars E.O. Svensson har gjort i flera sammanhang och som Riksbanken några gånger också har gjort men oftast har undvikit att göra.

Stefan har i dag redovisat flera invändningar mot att använda dessa mått. Låt mig kommentera några av invändningarna.

Först och främst är det flera invändningar mot de realekonomiska måtten; olika mått på resursutnyttjandet kan ge olika indikatorer på vad som är väl avvägd penningpolitik i dagsläget. Det finns flera olika indikatorer. Jag ser inte något problem med det. Man kan redovisa beräkningar baserat på olika mått på resursutnyttjandet, om man nu tycker att resursutnyttjandet är ett lämpligt mått. Normalt sett kommer de här indikatorerna dessutom att tyda på samma sak.

Stefan visade ett exempel från september 2008 när indikatorerna gav olika svar. Låt oss se på de fyra senaste tillfällena där man från Riksbankens sida kan hitta prognoser på inflation, timgap som är den svarta serien och produktionsgap som är den gråa serien. Vid de fyra senaste tillfällena när man har prognoser på dessa variabler under olika räntebanor – en lägre och en högre räntebana än huvudscenariot – ser vi att oberoende av vilket mått på resursutnyttjandet som vi använder, det svarta eller det gråa måttet, blir det ungefär samma svar. Dessutom ser vi att i oktober 2009, juli 2010 och oktober 2010 tyder de här beräkningarna helt entydigt på att det finns en



Källa: Riksbankens sifferunderlag till respektive penningpolitiska rapport.

Figur 10
Medelkvadratgap-
KPIF och olika mått
på real ekonomi,
huvudscenario &
lägre/högre ränta

dominerande strategi här oavsett vilken avvägning man gör mellan real sida och nominell sida och oavsett vilken parameter λ man har – skulle man ha valt en lägre ränta än huvudscenariot. Detta bygger på data som finns i de penningpolitiska rapporterna.

I det allra senaste fallet får man en lite otydligare bild. Det är möjligt att huvudscenariot och lägre ränta båda ligger på den effektiva fronten och att detta beror på preferenser när det gäller vilket val man skulle göra.

Nu säger jag inte nödvändigtvis att det skulle vara bra att välja den lägre banan. Men jag tyckte att när man ändå har producerat de här prognoserna för resursutnyttjande på olika sätt och alla tyder på samma sak, så måste man tydligt förklara varför man trots allt inte vill välja den lägre räntebanan. Eller kanske man inte ska publicera de här måtten på resursutnyttjandet alls om man tror att de inte innehåller någon information?

Den tredje punkten rör att alternativscenarierna inte är lika genomarbetade som huvudscenarierna. En möjlig invändning där är att det går att göra alternativscenarierna mer genomarbetade. Det är en resursfråga. Det är mer en fråga om man tycker att det är värt att göra det eller inte.

Den invändning som jag tycker kanske är den viktigaste av dem som Stefan tar upp rör risker och prognoshorison. Det är någonting som bortses ifrån åtminstone i de här enklaste kvantifieringarna av medelkvadratgapen. Om det finns en liten risk för ett väldigt dåligt utfall som kan elimineras med en viss penningpolitik, om penningpolitiken med olika strategier leder till olika mycket osäkerhet och olika stor varians, så kommer inte medelkvadratgapen att ge rätt indikationer på vad som är bra penningpolitik och vad som är dålig penningpolitik. Det är en osäkerhet som på något sätt antingen måste kvantifi-

eras och byggas in i modellerna eller användas för att motivera varför man trots allt inte väljer den lägre räntebanan när modellprognoserna tyder på att det är klart bättre penningpolitik.

När det gäller detta med många beslutsfattare har jag väldigt svårt att se det som ett problem att olika beslutsfattare, olika direktionsledamöter, har olika åsikter och röstar på olika saker. Jag har svårt att tro att det leder till mer förvirring så länge varje enskild ledamot är tydlig i sin argumentering. Vi har ju protokoll som vi kan se och där läsa hur ledamöterna har argumenterat. Det problem jag ser och som också Stefan nämner är att det eventuellt kan krävas mycket analysresurser om alla direktionsledamöter vill få sina egna favoritscenarier noga analyserade. Det är en uppenbar invändning, men att man tycker olika har jag svårt att se som ett problem.

För att kort sammanfatta tycker jag att det finns utrymme för att Riksbanken, trots att den är tydlig i dagsläget, ytterligare förtydligar hur man ser på målformuleringen, kanske särskilt vad man menar med att inflationsmålet är överordnat. Jag tycker att olika ledamöter mycket väl kan ha olika uppfattning och inte bara om hur prognoserna ska se ut eller hur man bedömer det dagsaktuella ekonomiska läget, utan för min del är helt okej om ledamöterna har olika uppfattning om hur man ska implementera och operationalisera själva målformuleringen. Någon kanske vill använda medelkvadratgap i sin analys; någon kanske vill använda ett annat resonemang; någon kanske vill formulera en hel förlustfunktion etc. Så länge ledamöterna gör det tydligt och preciserar vad det är man försöker uppnå tycker jag att det bara är en klar förbättring.

I dagsläget kan det ibland vara svårt att förstå varför ledamöterna röstar på olika räntebanor. Är det för att de gör olika bedömningar av det ekonomiska

läget, eller är det för att de har olika syn på vad målet för penningpolitiken faktiskt är?

Jag tror personligen att kvadratgap kan vara till hjälp i analysen vid beslutsfattande. Att det kan vara en hjälp betyder absolut inte att man ska följa indikationerna från beräkningarna mekaniskt. Det kan mycket väl vara motiverat att avvika från vad kvadratgapen indikerar. Men då bör man förklara varför man inte litar på sina egna prognoser, så att säga. Vilka risker är det man ser med de beräkningar som finns bakom den penningpolitiska rapporten?

Stefan Ingves

Jag tycker att Martin fångar många av de frågor som jag försökte lyfta fram. Man kan räkna på väldigt många olika sätt, man kan ha många olika synsätt när det gäller olika variabler som man lyfter fram och när man i slutändan måste hitta någonting som fungerar med alla dessa olika valmöjligheter som finns bland sex personer. Det jag är tveksam till, och då pratar vi om beslutsteknik, är t ex en form där man tvingar sex personer att vara matematiker, för de kommer aldrig att vara det. Det är ungefär som att koka gröt – vissa läser på paketet och andra känner i armen. På något sätt måste man hitta det som i någon mening är lagom.

Sedan ska man försöka kvantifiera det. Nu har jag varit med sedan 1990-talet då vi började med inflationsmålspolitik och ser att apparaten har vuxit. I takt med att man lär sig växer aptiten. Man kan öka nyansrikedomen i detta och öka nyansrikedomen i samtalen och komma fram till en sorts normalbild.

Jag ska ta ett exempel som är belysande när det gäller olika syn och de valmöjligheter man ställs inför. Du hade en modellkalkyl som visar att om man gör på ett visst sätt för att få ett bra resursutnyttjande som går mot målet får man en inflationstakt som slår över målet, som

så att säga går i kringelikrok. Om man ska våga tro på den kringelikroken måste man lita på att inflationsförväntningarna inte sticker i väg vid den tidpunkt där man är över.

Om man själv har sina egna dubier när det gäller just den egenskapen för den kringelikroken är det inte så sannolikt att man hamnar där. Därmed inte sagt att det på något sätt är fel att man kan släppa i väg modellen på detta sätt. Då får man en känsla för vad som händer. Men där kommer olika individer att välja olika och göra olika val, inte minst när det gäller synen på osäkerhet.

Men du har alldeles rätt när du säger: Vilket av måtten ska man välja? Ett annat sätt att se på det är att säga att det kan man aldrig riktigt veta. För hur ska vi veta att vi har hittat det perfekta måttet? Det innebär att måtten också till en del har varierat över tiden. Man har kämpat med detta. Men din genomgång är en alldeles utmärkt ytterligare reflexion om det man har att kämpa med när beslut ändå ska fattas varannan månad på det ena eller det andra sättet.

Jag är helt övertygad om att detta sätt att gå till väga går att raffinera. Men då ska också alla som fattar besluten känna sig bekväma med den analysteknik som man använder.

Pehr Wissén

Tack! Därmed lämnar jag ordet fritt för synpunkter och frågor.

Göran Hjelm

Jag jobbar på Konjunkturinstitutet, så jag håller på med ungefär samma saker och har samma dubier, svårigheter osv. Jag tror att Martin tog de flesta poängerna.

Jag har en kommentar i denna härva av svårigheter. Givet att ni har valt denna modellstruktur, som man kan diskutera i sig, och på något sätt ändå har lagt alla ägg i samma korg vad gäller beräkningar av effekter av alternativa ränte-

banor snarare än att göra bedömningsmässiga beräkningar tycker jag inte att ni har någonting att förlora på att försöka nåla ned λ dat. Det finns olika enkla metoder för det, även om det är oerhört teoretiskt, förenklat osv. Om man vore direktionsledamot själv skulle man väl vilja ha en sådan metod för sig själv så att man kunde kontrollera sin egen konsistens över tid. Sedan kan man förstås våga in tusen andra saker. Man kan ha svårigheter med inflationsförväntningar och man kan tro på det. I en modell måste inflationen alltid gå tillbaka, men i praktiken behöver det inte vara så osv.

Min fråga är: Har ni gjort det, eller har ni pratat om det? Om inte – varför?

Stefan Ingves

Svaret finns i enkätundersökningen: Majoriteten av dem som har suttit i direktionen har inte varit beredda att ge sig in i den tekniska diskussionen och samtidigt med dess introspektion komma fram till sitt eget λ . Det har inte känts som en naturlig startpunkt när man diskuterar penningpolitik. Jag kan inte uttala mig om någon annan än mig själv i sammanhanget, men jag har ju suttit med i dessa samtal i bra många år vid det här laget. Det har helt enkelt varit svårt att hitta en gemensam nämnare som skulle vara sådan att var och en börjar i sitt eget λ data. Därtill tror jag – och det beror inte på att man inte kan försöka sig på detta – att λ varierar över tiden för enskilda individer. Jag är inte alls säker på att λ behöver vara konstant och det behöver inte vara fel att λ rör sig. Men för att få fram "revealed preferences" ska man nog ha hållit på ett bra tag.

Det var detta jag försökte fånga – fast det kanske inte blev på ett så bra sätt – när det gäller beslutsfattandets natur. Det är en sak att försöka driva en beslutsprocess med sex personer i någon mening någorlunda lagom så att det blir ett begripligt beslut varannan månad.

Det är någonting helt annat att bedriva en process där man ska tvinga in sex personer i en specifik matematisk form. Det har vi inte gjort, utan det har mer varit så att alla blommor av synpunkter har fått blomma. Det är väldigt olika hur man närmar sig detta.

Detta är bra när det gäller att försöka analysera och försöka göra så gott man kan. Men man kanske säger: Nej, varför ska jag tro på det här när finanssektorn inte funkar i den här modellen? Vad blir mitt λ då, i den modellvärlden? Då blir det knepigare. Man kan också vända på det och säga: Det känns inte riktigt bra att allting här är att räkna på förväntat värde. Jag kanske inte känner för den analysen. Det innebär ju att man räknar på "certainty equivalence". Ett annat sätt är att säga att det finns osäkerhet, men sedan trola bort osäkerheten eftersom det då blir lätt att räkna.

Hur ska man då göra? Då behöver man gå igenom någon annan typ av process för att få reda på denna individs nyttofunktion så att man kan sätta siffror på den. Det går inte på något sätt att säga att det är något fel i allt detta, men vi har inte kommit så långt ännu. Vad man får göra är att ta ett problem och en variabel i taget och fundera på hur man på något sätt förhoppningsvis kan bli bättre när det gäller att analysera. Som den här världen ser ut får man sedan försöka skapa konsensus i en sådan grupp av människor och säga att det är rimligt att vi kommer att använda just den ramen.

Laura Hartman

Jag fastnade vid det du sade om att man har valt olika modeller utomlands och i Sverige när det gäller protokollen. I andra banker är det chefen som talar. Det handlar alltså om frågan om transparens. Varför väljer man den ena eller den andra vägen?

Jag träffade en statsvetare häromdagen som berättade mycket spännande

saker om sin forskning om kvaliteten i förvaltning, kvaliteten i demokrati, korruption och sådana frågor. Det har varit en hypotes som många har studerat om transparensen i sig spelar roll. Svaret var ganska entydigt nej. Man har inte kunnat belägga någon korrelation mellan transparens och kvalitet. Vad vet vi om centralbankernas transparens?

Stefan Ingves

Vi är ganska udda, för vi hör till de mer transparenta. Det är delvis ett medvetet val i så måtto att givet den självständighet som vi har fått har de som har jobbat med detta under årens lopp sagt ungefär så här: Om man har denna självständighet ska det gå för dem som har givit oss denna självständighet att förstå och bedöma vad vi håller på med. Det är en annan nyans.

Din fråga är väldigt bra. Jag har själv några gånger försökt resonera om de här sakerna med statsvetare. Men då säger de: Penningpolitik är inte för statsvetare! De är något förvånade över frågeställningen. Jag har därför tyvärr inte kommit så långt, men det är en mycket relevant fråga.

Enligt min mening är det också en sak att resonera om transparens därför att man vill att marknadsdeltagare ska förstå vad det är man gör och varför. Men det är en annan sak att resonera om transparens därför att man vill att de som har givit en uppdraget ska förstå vad man sysslar med. Det är en annan grupp. När det gäller hur man förenar detta blir det väldigt olika resultat i olika länder. Varför det är på det sättet är inte så lätt att svara på. I EU-sammanhang är detta en klassiker när det gäller myndighetsutövning i största allmänhet. Där är vi ofta en outlier.

Per Martin Meyerson

Min frågeställning går i ungefär samma riktning. Trovärdigheten på marknaden

är viktig för en penningpolitisk effektivitet. Jag undrar om det finns möjlighet att mäta den trovärdigheten och om ni gör sådana mätningar.

Stefan Ingves

Man kan mäta detta på en rad olika sätt. Ett viktigt mått är inflationsförväntningar. Så länge inflationsförväntningarna är hyggligt förankrade har man lättare att kosta på sig avvikelser på kort sikt. Om alla ändå tror att inflationstakten hamnar på 2 procent på låt oss säga fem års tid är det inte någon större fara å färde om man avviker. Där ser vi mycket stora skillnader när man frågar folk i dag jämfört med i mitten på 1990-talet. På 1990-talet spelade det ingen roll vad räntan var – alla sade att det blir högre inflation. I dag kan vi ligga både över och under från tid till annan och det går hyggligt mot 2 procent.

Det andra som vi också gör är att hålla reda på vad olika människor på marknaden gör för bedömningar när de pratar om den framtida räntan. Man kan sedan genom att titta på till vilka räntor man köper och säljer värdepapper och obligationer räkna ut vad marknaden tror om den framtida penningpolitiskt satta räntan. På så sätt kan man följa lite grann hur det hänger ihop och om det hänger ihop mycket eller lite. Det varierar nog en del över tiden. Inte minst när det är osäkra tider och mycket stora svängningar. Då får man i alla fall intrycket att det är mer spretigt jämfört med om man har i stort sett samma syn på vad som sker i ekonomin. Ja, det går alltså att följa.

Per Martin Meyerson

Är du nöjd med den trovärdighet ni har i dag?

Stefan Ingves

Ja, jag stretar varje dag och tycker att jag kan konstatera att om man ser på måtten

inflationsförväntningar är de bra förankrade kring 2 procent på fem års sikt, även om inflationen för närvarande mätt med KPI ligger över målet. Om man tittar på olika bedömares syn på räntebanan är deras syn på räntan framöver ungefär densamma som vår. Om man tittar på dem som handlar på sådant här ligger de ganska nära på kort sikt och en del under på lite längre sikt. Då är det en del av vårt jobb att på ett eller annat sätt försöka övertyga alla dessa aktörer som har synpunkter.

Som penningpolitiken fungerar – eftersom vi har monopol på att skapa pengar, minska pengar eller sätta priset på pengar – är risken att vi förr eller senare får det dit vi vill. På det sättet, om vi är tydliga och håller oss till en viss politik, anpassar man sig efter det. Men det sker inte alls omedelbart – därav den eviga diskussionen om penningpolitik. Det är så det ska vara.

Kristian Koerselman

Du sade att det är oönskvärt att inflationen överskjuter eller underskjuter målet. Skulle det vara en lösning att försöka nå en prisnivå på andra ställen än inflationsmålet? Skulle det öka på trovärdigheten?

Stefan Ingves

I teorin kan man mycket väl tänka sig att man har ett prisnivåmål. Men jag har ännu inte lyckats klura ut hur man skulle översätta det till någonting kommunicerbart som förankrar inflationsförväntningarna på kort sikt. Det innebär att man ibland kommer att tillåta hög inflation och sedan kräver man så småningom att inflationen ska tillbaka ned mot en lägre nivå. Jag har ännu inte hittat någon metod för att få fatt i inflationsförväntningarna så att man också får det dit.

Björn Kinberg

Jag erinrar mig ett motsvarande möte här i Nationalekonomiska Föreningen

för några år sedan då Assar Lindbeck var med. Han hade svårt att över huvud taget förstå vitsen med räntebanan. Jag undrar om det någonsin har varit ett tema inom direktionen.

Stefan Ingves

Nej, det tycker jag inte. Det var naturligtvis mycket diskussioner innan räntebanan infördes. Men innan dess stoppade vi in marknads räntebana i vår analys. Det var så det gick till. Då fick vi det omvända problemet; om vi inte gillade det som kom ut ur den analysen pratade vi om att det inte var någon bra räntebana. Då ställde folk frågan: Vilken räntebana vill du ha, då? Så småningom övergick vi till vår egen.

Det är en debatt som fortfarande pågår med kraft i centralbanksvärlden – om man ska göra så eller inte. Vi som håller på med detta har känt oss glada och komfortabla med hur det blev i den meningen att det är mycket mindre fokus på enskilda räntebeslut och mer diskussion om penningpolitikens inriktning. Det har känts bra i den meningen att om man tittar på kurvorna, funderar på dem och säger att det är okej att också ta hänsyn till den realekonomiska utvecklingen blir detta ändå ett slags trögörslig utveckling över tiden. Det tar ju ett antal år innan man kommer till det mål som vi föreställer oss.

I en sådan värld känns det mycket rimligt att tala om detta i termer av en ränteutveckling över tiden jämfört med det tidigare enorma fokus som var på en given räntehöjning eller räntesänkning vid en given tidpunkt. 25 punkter vid ett givet tillfälle ska egentligen inte ha någon dramatisk effekt på vare sig inflationstakt eller den realekonomiska utvecklingen. Det är mer själva banan det handlar om.

Detta har känts bra. Jag kan inte dra mig till minnes något större bekymmer, även om det finns många utanför

vårt land som kanske tycker att vi borde vara bekymrade. Men det har som sagt inte känts så.

Johan Schüeck

Det förs en diskussion på en del håll – bl a har IMF:s chefsekonom varit inne på det – om att det kunde vara bra med ett något högre satt inflationsmål än det vi har i bl a Sverige. Jag undrar hur du ser på detta. Vilken skillnad skulle det vara om vi hade ett inflationsmål på låt oss säga 3 procent i stället för 2 procent?

Stefan Ingves

Det är en högriskstrategi att lyfta inflationsmålet och få det dit och sedan börja hantera svängningarna kring det. Såsom vi kämpade på 1990-talet för att få ned inflationstakten är jag mycket komfortabel med de 2 procent vi har. Men jag kanske bara är rädd för att inflationen kunde vara mycket högre och mycket mer variabel än vad den är nu. Jag skulle nog oro mig en del för hur man kontrollerar systemet om man skulle flytta sig från detta mål.

Pehr Wissén

Låt mig hänga på en fråga: Givet att förändringen går att genomföra och att man klarar det – vad vore skillnaden mellan en ekonomi med ett tvåprocentmål och en med ett treprocentmål?

Stefan Ingves

Eftersom alla har ställt in sig på det blir det i slutändan någonting som vi måste se igenom så att vi översätter allting till reala variabler. Om alla har genomskådat det ska det inte hända någonting. Men om det finns någon del av ekonomin där man inte riktigt har gjort det blir det förstås lite anorlunda. Men vad det innebär kan jag inte svara på.

Pehr Wissén

Poängen med IMF-ekonomen var väl att den västerländska ekonomin med ett fungerande inflationsmål på 3 procent skulle fungera bättre och ge en högre tillväxt givet att man klarar att ta sig dit.

Johannes Åbrandsen

Jag är ekonom. Jag undrar hur det kommer sig att Sverige, som är ganska exportberoende, vågar driva en sådan i framkant kontraktiv valutapolitik. Hur kommer det sig att vi höjer räntan långt före Bank of England, Norge, USA och ECB? Finns det inte en risk med det?

Stefan Ingves

Därför att vi har ett inflationsmål och inte ett mål för växelkursen. Vi har en svensk penningpolitik som är anpassad efter svenska förhållanden. Det spelar i och för sig roll vad som sker i resten av EU och världen, men inte ett till ett. Det är vi själva som måste ta ställning till vad som sker och detta är den slutsats vi har kommit fram till.

Detta är en väldigt grov förenkling, men man kan säga så här: Om du tänker dig att man tittar på tillväxten och tror att tillväxten så småningom också har någonting med inflationstakten att göra så har vi tre världar. Vi har USA och euroområdet – där man har en lägre tillväxt än i Sverige – och en stor del av den snabbt växande utvecklingsvärlden där man har tillväxttakter på någonstans mellan 5 och 10 procent. Australien är också en kontinent som har hamnat där, för de producerar mycket råvaror. I den snabbväxande delen av världen har man redan i dag mycket högre nominella räntor och man kanske t o m borde ha ännu högre – vad vet jag? I den andra änden har man dollar- och euroområdet

där man har låg ränta och lägre tillväxt. Sverige är någonstans mittemellan. Om man gör den parallellen är det nog inte så konstigt att vår räntehöjningsnivå något skiljer sig från den man har på dollar- och eurosidan. Men detta är som sagt en mycket grov förenkling.

Olle Lindgren

De svenska hushållens tillförsikt till framtiden har fallit och vikit under tre månaders tid. När vi mäter detaljhandels omsättning ser vi också att den har vikit sedan hösten förra året fram till nu. Uppräknat till årstakt rör det sig om en minskning med över 4 procent.

Ser du något samband mellan dessa förändringar i hushållens tillförsikt och Riksbankens penningpolitik?

Stefan Ingves

Det återkommer vi till i den penningpolitiska rapporten i början på juli. Jag vill inte spekulera i det i dag. Det har mycket att göra med att det löpande kommer nya siffror hela tiden. Jag är inte beredd att hänga upp tillvaron på några enskilda av dem just nu, utan jag nöjer mig med att säga att vår analys säger att tillväxten så småningom kommer att normaliseras i den meningen att vi ett tag har haft extremt hög tillväxt i Sverige i ett historiskt perspektiv. Det finns inte skäl att tro att den fortsätter hur länge som helst, även om det kommer att vara goda tider under överskådlig tid. Detaljerna och vad det innebär när det gäller inflation får vi återkomma till vid nästa beslutstillfälle.

Pehr Wissén

Vi har fått två alldeles utmärkta föredragningar av Stefan och Martin. Vi tackar så mycket för det och går ut i den vackra majkvällen. Tack för att ni kom!