

## Tankar om hur det penningpolitiska arbetet kan utvecklas

LARS HEIKENSTEN

Låt mig börja med att tacka för inbjudan att ännu en gång komma till Nationalekonomiska föreningen och prata om penningpolitiken.

Sedan jag var här för ett år sedan har det förts en med svenska mått mätt relativt livlig diskussion om penningpolitiken. En del av dem som engagerat sig har gjort det med den för närvarande låga inflationen som utgångspunkt, men det som gett diskussionen sprängkraft är nog ändå den uppgång i arbetslösheten som skett trots rekordlåga räntor och en stark tillväxt. Andra debattörer har tagit sin utgångspunkt just i de låga räntorna och oroat sig för vad de kan betyda för kreditutvecklingen, hushållens skulder och bostadsmarknaden.

Min tanke idag är dock inte att ge mig in i denna diskussion. Istället tänker jag utnyttja tillfället här till en mer principiell diskussion om politikens uppläggning, den penningpolitiska analysen och möjligheter att förbättra vårt beslutsunderlag. Jag ska beskriva de metodförändringar vi planerar att göra. Samtidigt ska jag understryka att det inte är fråga om någon förändring av den penningpolitiska strategin.

### Inflationsmålspolitiken idag

#### *Ett tydligt mål och en tydlig tankeram*

När Riksbanken 1993 bestämde sig för att låta politiken vägledas av ett inflationsmål var det en ganska ny tanke. Den hade på detta konkreta sätt egentligen bara prövats i tre länder tidigare (Nya Zeeland, Kanada och Storbritannien). Det finns stora fördelar med inflations-

mål jämfört med de sätt att bedriva penningpolitik under rörlig växelkurs som tidigare prövats, till exempel mål för tillväxten i penningmängden. Kommunikationen blir enklare när det operationella målet överensstämmer med det slutliga. Med ett tydligt mål kan också inflationsförväntningarna lättare stabiliseras och en utvärdering av politiken ske. Inflationsmålet har också den fördelen att alla variabler av betydelse fångas i en enda variabel. Inflationsprognosen påverkas ju inte bara av räntan utan även av en bedömning av kreditutvecklingen, växelkursen och annat av betydelse för efterfrågeläget.

Det mål för penningpolitiken som riksdagen lagt fast är att upprätthålla ett fast penningvärde. Det har Riksbanken operationaliserat i form av ett kvantitativt mål för inflationstakten: Den årliga ökningen av konsumentprisindex, KPI, ska vara 2 procent. Kring detta mål finns ett toleransintervall på +/- 1 procentenhet, vars syfte både är att tydliggöra att inflationen från tid till annan kommer att avvika från 2 procent och att Riksbankens ambition är att begränsa sådana avvikelser.

Eftersom penningpolitiken verkar med en viss fördröjning måste Riksbanken vara framåtblickande och basera räntebesluten på en prognos för den framtida utvecklingen. Inför varje räntebeslut gör vi därför en prognos för bl a inflations- och konjunkturutvecklingen under de närmaste två åren. Sedan december 2000 har vi ofta funnit det motiverat att komplettera prognosen på två års sikt med en kvalitativ bedömning också på lite längre sikt.

Vi har också arbetat med en handlingsregel för politiken: Om inflationsprognosen överstiger inflationsmålet på ett till två års sikt höjer vi normalt sett reporäntan och omvänt om prognosen är under målet. Denna regel har naturligtvis inte följts mekaniskt. Det är just

## NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

Referat från förhandlingarna 2005-02-22 med anledning av ett penningpolitiskt anförande av riksbankschef Lars Heikensten

*Ordförande:*

Ulf Jakobsson

*Talare:*

Lars Heikensten,  
Riksbanken,  
Kai Leitemo,  
Hadelshøyskolen BI  
i Oslo.

därför ordet normalt alltid finns med i formuleringen av handlingsregeln. Det handlar om en regel som i genomsnitt ger en god beskrivning av politiken.

Handlingsregeln introducerades 1997 och bakgrunden var i första hand en önskan att göra politiken ännu mer tydlig. De studier som fanns, och som alla är osäkra, indikerade att ränteförändringar i genomsnitt hade den största effekten på inflationen i detta tidsperspektiv. För egen del ansåg jag det också viktigt att fokusera det svåra prognosarbetet på det tidsperspektiv som bedömdes vara mest väsentligt för penningpolitiken och inte i alltför hög grad hamna i diskussioner om en mer osäker framtid. Detta argument stärktes enligt min uppfattning när Riksbanken fick ett kollektivt beslutsfattande. Med en mindre tydlig regel och en helt flexibel tidshorisont hade våra diskussioner – mer än vad som hade varit önskvärt – riskerat att handla om val av tidsperspektiv på bekostnad av en diskussion om vad vi faktiskt vet om dagsläget och tror om utvecklingen de närmaste två åren.

#### *Hänsyn till den reala utvecklingen*

Låt mig också säga ett par ord om bakgrunden till det förtydligande av principerna för penningpolitiken som Riksbanken fattade beslut om i början av 1999. Redan när inflationsmålet lades fast 1993 fanns det en insikt om att det inte kunde tillämpas mekaniskt. Det framskymtar bland annat i ett resonemang om att målet inte ska börja gälla fullt ut förrän från 1995, för att på så vis mildra effekterna av de inflationsimpulser som förutsågs under 1993 och 1994 sedan kronan fallit och de indirekta skatterna ändrats. Vid upprepade tillfällen under senare delen av 1990-talet bedrevs politiken inte heller slaviskt efter prognoser för KPI. Det var nämligen uppenbart att detta skulle kunna leda till absurda konsekvenser. Exempelvis hade

räntesänkningarna under 1996 och 1997 medfört en nedgång i KPI via bostadskostnaderna. Det skulle då kunnat hävdas att räntorna borde sänkts ytterligare, som en direkt följd av att de just sänkts så kraftigt. Riksbanken utvecklade dock inte förrän runt årsskiftet 1998/1999 ett sammanhållet, tydligt förhållningssätt i dessa frågor. Det hade föregåtts av en lång diskussion, där huvudsåpet varit tanken att gå över från KPI till ett annat index, där de komponenter som fluktuerade mest av tillfälliga skäl skulle räknas bort. Ju mer vi resonerade om detta desto tydligare blev det dock att det inte finns något index som i alla lägen ger den bästa bilden av inflationstrycket i ekonomin. Därför valde vi istället en ansats enligt vilken vi vid varje beslut ska göra så tydligt som möjligt vad det är för överväganden som just då vägleder politiken. På så vis skulle det bli möjligt att utvärdera oss på ett bättre vis än tidigare.

I förtydligandet anges att penningpolitiken normalt sett ska inriktas på att föra inflationen till målet på ett till två års sikt. Dessutom identifierades två skäl till när Riksbanken kan göra avsteg från denna regel; tillfälliga effekter på inflationen och stora målavvikelser. Med tillfälliga effekter menas att vissa bestämda faktorer påverkar inflationsprognosen på ett till två års sikt, men att effekterna förväntas klinga av utan att någon penningpolitisk åtgärd krävs. Med stora målavvikelser menas att inflationen kommit att avvika så mycket från inflationsmålet att det kan vara motiverat att föra inflationen tillbaka under en lägre period än den normala tvåårshorisonten. En snabbare återgång till målet skulle kunna medföra oönskade fluktuationer i till exempel produktion och sysselsättning.

I praktiken har detta arbetssätt ofta inneburit att vi fokuserat den penningpolitiska analysen och diskussionen på

inflationens mått UND1X, eftersom det i stort sett alltid finns skäl att bortse ifrån effekterna på inflationen av indirekta skatter och subventioner samt ränteförändringar. I några situationer har vi också valt att studera inflationsmått som rensats från andra prisförändringar, t ex våren 2001, då priserna på ett antal varor som el, villaolja, bensin, tele och livsmedel av olika slag steg och 2003, då det i första hand var fluktuationer i elpriserna som under en tid mycket kraftigt påverkade inflationen.

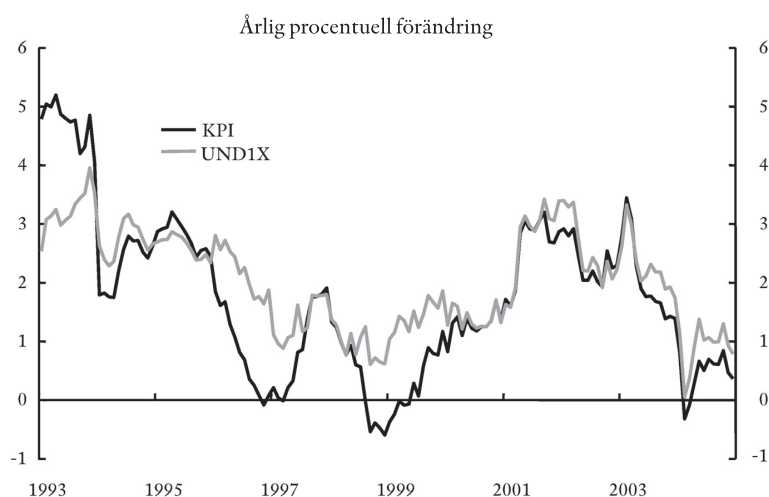
### *Inflation och inflationsförväntningar i linje med målet*

Resultatet av politiken kan belysas på olika vis. Låt mig börja med det som ligger närmast till hands, inflationsutfallet. Om man tar sin utgångspunkt i det datum som sattes upp i det ursprungliga beslutet – inledningen av 1995 – har inflationen enligt KPI fram till idag i genomsnitt uppgått till 1,4 procent. Börjar man istället från januari 1993, när politiken deklarerades, är samma siffra 1,7 procent. Om man fokuserar på UND1X, det underliggande mått som särskilt under senare år men också under en stor del av perioden 1996-1999 vägledde

politiken, är motsvarande siffror 1,8 respektive 2,0 procent (se figur 1).

Huruvida detta är ett bra resultat eller inte kan förstås diskuteras. Låt mig här nöja mig med att konstatera att jag när målet beslutades, då som observatör utanför Riksbanken, i likhet med många andra trodde att det skulle bli mycket svårt att få ned inflationen varaktigt till en nivå runt 2 procent. Det verkligt intressanta i sammanhanget är att det gått att etablera en regim med en låg inflation, i närheten av målet, och att förena detta med en god ekonomisk tillväxt, som under de här åren varit nästan 3 procent per år i genomsnitt, jämfört med ungefär 2 procent under de två föregående decennierna. Om något verkar också den ekonomiska tillväxten ha blivit mer stabil sedan inflationsmålet infördes.

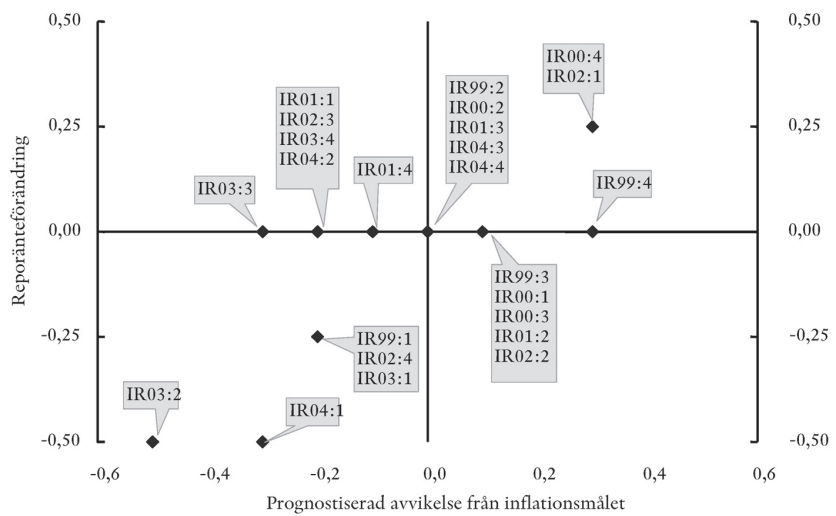
Ett annat sätt att utvärdera politiken är att studera om vi agerat på det vi säger, det vill säga om vi följt handlingsregeln. I figur 2 visas ränteförändringarna på den vertikala axeln och inflationsprognosens avvikelse från målet på två års sikt på den horisontella axeln. Som framgår finns det ett tydligt samband mellan prognostiserade målav-



Figur 1  
Olika inflationsmått

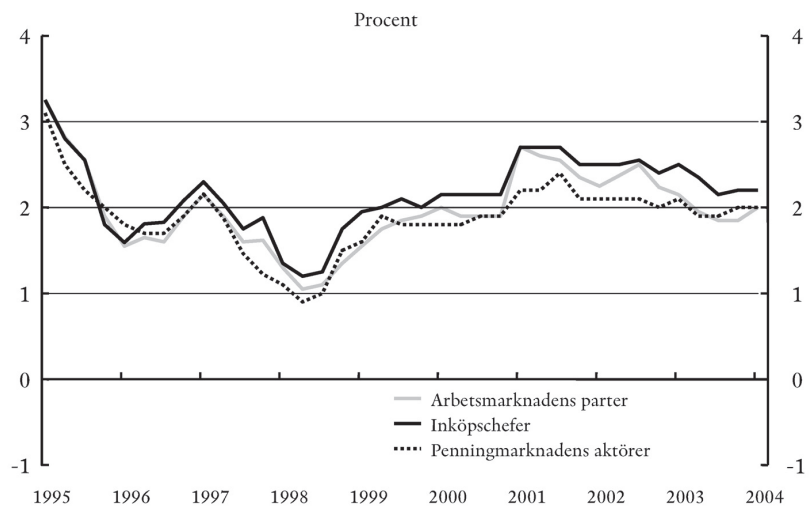
Källa: SCB.

Figur 2  
Räntebeslut och  
inflationsprognoser,  
1999-2004



Källa: Riksbanken.

Figur 3  
Olika aktörers  
inflationförvänt-  
ningar på två års sikt



Källa: Prospera.

vikelser och våra beslut, men det finns också punkter i figuren som avviker från det genomsnittliga beteendet. Dessa punkter avser i huvudsak de prognoser vi gjorde i samband med att vi valde att inte motverka energiprisernas effekter på inflationen. Det förefaller alltså som om vi i allt väsentligt har agerat som vi sagt att vi normalt sett ska göra.

Ytterligare ett sätt att utvärdera resultatet av politiken är att studera om den är betrod. Viktigast i detta sammanhang är att inflationförväntningarna på 2 års sikt och längre legat väl i linje med vårt mål sedan regimen stabiliserats 1997-1998. Den slutsatsen står sig ganska väl oberoende av vilken metod som används (se figur 3).

Vår ambition att vara tydlig här-  
rör bland annat från en önskan att inte  
i onödan skapa rörelser eller oro på de  
finansiella marknaderna. För att belysa  
hur vi lyckats med detta har Riksbanken  
gjort ett antal studier genom åren, va-  
rav några har publicerats. Bilden är att  
politiken i allt väsentligt varit begriplig  
och att den inte medfört några mer be-  
tydande svängningar i finansiella priser  
som kunnat undvikas. Internationella  
jämförelser samt enkäter och liknande,  
som externa bedömare bland annat i  
media har gjort, bekräftar att den pen-  
ningpolitiska kommunikationen funge-  
rat ganska bra. Detta innebär dock inte  
– det vill jag understryka – att det skulle  
saknas exempel på episoder då kom-  
munikationen enligt min uppfattning  
kunde fungerat bättre.

Min slutsats är att politiken under  
de senaste tio åren har fungerat bra.  
Ändå finns det förstås all anledning att  
reflektera över om den analys som görs  
och den uppläggning vi följer när vi ar-  
betar med penningpolitiken skulle kunna  
förbättras. Detta är syftet med resten  
av mitt anförande.

## Några tankar om hur det penningpolitiska arbetet kan utvecklas

### *Metodologiska aspekter*

Låt mig börja med att ta upp en fråge-  
ställning som är av ganska teknisk eller  
metodmässig art, men som vi också ska  
se har en del vidare konsekvenser: valet  
av reporänta på vilken inflationsprog-  
nosen baseras.

Riksbanken har i inflationsrap-  
porterna sedan 1996 presenterat sam-  
manhållna bedömningar av ekonomin  
och inflationen som varit vägledande  
för politiken. Från och med den fjärde  
rapporten 1997 har dessa inkluderat sif-  
fersatta, relativt detaljerade prognoser.  
Genomgående har de publicerade prog-  
noserna utgått från antagandet om en

oförändrad reporänta främst därför att  
bedömningar gjorda på detta vis gör det  
enkelt att motivera förändringar i poli-  
tiken. Inför det penningpolitiska beslu-  
tet tydliggörs om inflationen förväntas  
avvika från målet eller inte, givet nuva-  
rande räntenivå. Om prognosen ligger  
över eller under målet visar det tydligt  
att det finns skäl att överväga om räntan  
behöver ändras.

Den uppläggning Riksbanken till-  
lämpat har varit praxis bland inflations-  
målsländer. Men redan vid mitten av  
1990-talet valde tex centralbanken i  
Nya Zeeland en annan uppläggning,  
med publicerade prognoser baserade  
på den bana för räntan de ansåg gav  
bäst måluppfyllelse. Från våra akade-  
miska rådgivare har det också varit en  
återkommande synpunkt att vi borde  
göra prognoser baserade antingen på  
en ränteutveckling enligt marknadens  
förväntningar eller att vi, som i Nya  
Zeeland, borde räkna ut vilken ränteut-  
veckling som är förenlig med att målet  
för inflationen uppnås.

Mot den här bakgrunden har vi na-  
turligtvis genom åren haft diskussioner  
inom Riksbanken kring frågan om vil-  
ken vikt vi borde lägga vid olika ränte-  
antaganden i vårt interna arbete och när  
vi publicerar prognoser. Vi har också,  
när vi fattat beslut, haft många andra ty-  
per av modellbaserade beräkningar och  
scenarier att utgå ifrån än de som publi-  
cerats. Från oktober 1999 till mars 2003  
publicerades dessutom beräkningar i så  
kallade fördjupningsrutor i inflations-  
rapporten baserade på marknadens  
förväntningar om reporäntan enligt en  
enkät. Beräkningarna tillmättes dock  
sällan särskilt stor vikt i den penningpo-  
litiska diskussionen.

Vilka är då poängerna med att fästa  
en större vikt vid och även att publicera  
bedömningar baserade på andra ränte-  
antaganden än konstant reporänta? Det  
handlar egentligen om två saker:

Den första poängen har att göra med jämförbarhet och möjligheterna att utvärdera våra bedömningar. Som det nu är kan Riksbankens bedömningar vara svåra att jämföra med andras, eftersom andra prognosmakare normalt inte utgår ifrån en oförändrad ränta. Det här riskerar att ibland förvirra de som följer Riksbanken och jämför våra bedömningar med andras i till exempel media. Därmed är det möjligt att ett ränteantagande som bättre stämmer överens med marknadens syn på hur räntan väntas utvecklas skulle kunna underlätta vår kommunikation i vissa lägen. Särskilt gäller detta förstås om avvikelser mellan antagandet om oförändrad reporänta och ett mer realistiskt antagande om reporäntans utveckling är stor. Klart är i varje fall att utvärderingar ex post av bedömningar av ekonomins och inflationens utveckling i allmänhet blir enklare att genomföra om de baseras på ett antagande som bättre speglar ränteförväntningarna bland marknadsaktörerna.

Den andra poängen har att göra med att det blir enklare att göra konsistenta prognoser och scenarier. Detta är särskilt väsentligt om man vill göra beräkningar och ta fram scenarier i ett lite längre tidsperspektiv än de vanliga två åren, vilket ibland kan vara värdefullt exempelvis för att belysa effekten på inflationen av störningar som bedöms vara tillfälliga. Antagandet om konstant reporänta blir ju i allmänhet mer orealistiskt ju längre prognoshorisonten sträcks ut. När skillnaden mellan marknadens framtida syn på reporäntan och antagandet om en oförändrad reporänta varit stor har det också varit komplicerat att koppla antaganden om de korta räntorna till en rimlig bild av exempelvis framtida långa räntor, eftersom långräntorna beror på förväntningar om de korta räntornas utveckling.

Riksbanken har hittills valt att lyfta fram bedömningar baserade på oför-

ändrad reporänta. Det har i grunden fungerat väl, inte minst kommunikationsmässigt. Undan för undan har dock det penningpolitiska arbetet utvecklats så att det idag finns tillräckligt med utredningsresurser för att fördjupa diskussionen inom detta område. Den hittillsvarande ansatsen har också i takt med att analysen utvecklats känts som en större restriktion i det interna arbetet än tidigare. Föreställningarna om hur Riksbanken agerar verkar också ha etablerats så väl att riskerna från kommunikations-synpunkt med att presentera prognoser med olika räntescenarier framstår som mindre idag än tidigare. Till bilden hör dessutom att ett par andra inflationsmålsländer med vilka vi har ett omfattande professionellt utbyte – Storbritannien och Norge – nyligen givit betydligt större vikt åt prognoser baserade på andra antaganden än konstant styrränta och att detta synes ha fungerat väl.

Det utvecklingsarbete vi bedrivit räknar vi med att kunna dra nytta av redan i den kommande inflationsrapporten. Där avser vi att publicera prognoser baserade på så kallad implicita terminsräntor, ett mått som visserligen inte är exakt lika med marknadens förväntningar om den framtida reporäntan till följd av bl a löptidspremier, men som ändå är en rimlig approximation. Egentligen spelar det inte så stor roll om man väljer att betinga prognosen på implicita terminsräntor, enkäter som mer direkt försöker avläsa marknadens förväntningar eller något annat ganska rimligt antagande om den framtida penningpolitiken. Vi har dock valt att utgå från de implicita terminsräntorna, eftersom detta är ett relativt enkelt sätt att få fram en någorlunda rimlig uppfattning om den framtida penningpolitiken. Vad som däremot är viktigt att understryka är att de banor vi publicerar baserade på implicita terminsräntor inte ska tolkas som ett uttryck för vår egen bedömning

om reporäntans framtida utveckling. Erfarenheten är också att utvecklingen ofta förändras så att den faktiska reporänteutvecklingen blir en annan än terminräntorna implicerat. Låt mig också understryka att vi på vanligt vis avser redovisa en bedömning under antagandet om oförändrad reporänta för att upprätthålla kontinuitet och tydlighet i vår analys.

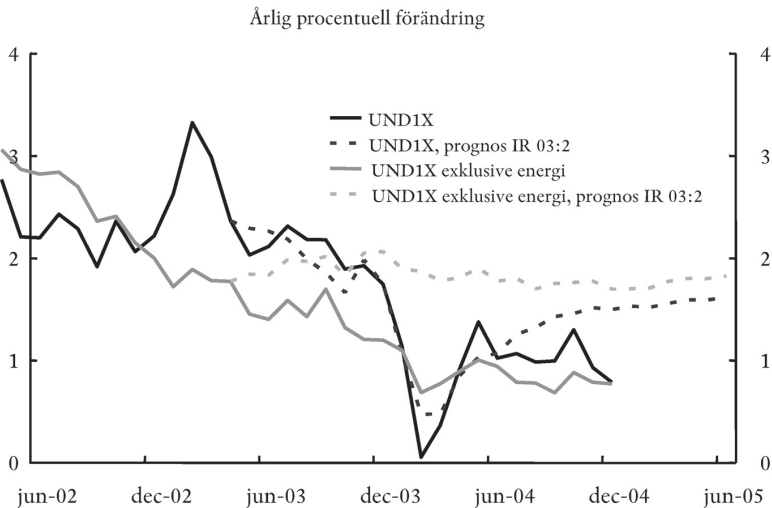
### Kommunikationen

En fördel med att använda implicita terminräntor är, som jag nyss var inne på, att det blir mer meningsfullt att göra prognoser i ett längre tidsperspektiv. Det blir också enklare att beräkna och redovisa scenarier som kan åskådliggöra en del av de problemställningar som vi står inför. Låt mig resonera om två olika frågeställningar, som båda varit aktuella under de senaste åren, och på så vis åskådliggöra hur de utvecklade metoderna kan användas för att förbättra i första hand vår kommunikation men också vår egen förståelse av de problem vi har att hantera.

Den första handlar om situationer när det inträffat speciella störningar i in-

flationsbilden, som vi räknat med skulle vara av tillfällig art. Det kanske bästa exemplet på detta är 2002 till 2003, då elpriserna plötsligt började stiga till rekordhöga nivåer till följd av lägre vattentillrinning i Sverige och Norge och kyligare väder än normalt. Det fanns skäl att tro att elpriserna skulle komma att falla tillbaka och att detta då också påtagligt skulle komma att påverka inflationen. Vi följde då den uppläggning som vi lagt fast i vårt förtydligande från 1999. Den innebär att vi gjorde klart att politiken borde bortse från de tillfälliga effekterna av elprisernas fluktuationer. Just vid detta tillfälle var det lämpligt att beräkna ett alternativt mått på inflationen, UND1X exklusive energi, och detta mått lades därför till grund för politiken.

Hur beslutssituationen såg ut framgår ganska väl av figur 4. Inflationen pressades upp i början av 2003, när elpriserna steg, för att sedan vända ner igen under senare delen av 2003 och 2004 när elprisökningen föll ur inflationstalen. Om man istället ser på UND1X exklusive energi är bilden betydligt mindre dramatisk. När vi blickade framåt och gjorde prognoser blev bilden också väl-



Figur 4  
Inflation med och utan energipriser

Källor: SCB och Riksbanken.



digst olika beroende på om vi utgick från UND1X eller samma mått rensat för energipriser. Att utfallet för UND1X exklusive energi sedan inte blev exakt som vi trodde är en annan sak, som hänger ihop med att den importerade inflationen blev lägre och produktiviteten högre än väntat. Det förtar dock inte att vi i huvudsak gjorde rätt bedömning om elprisernas utveckling.

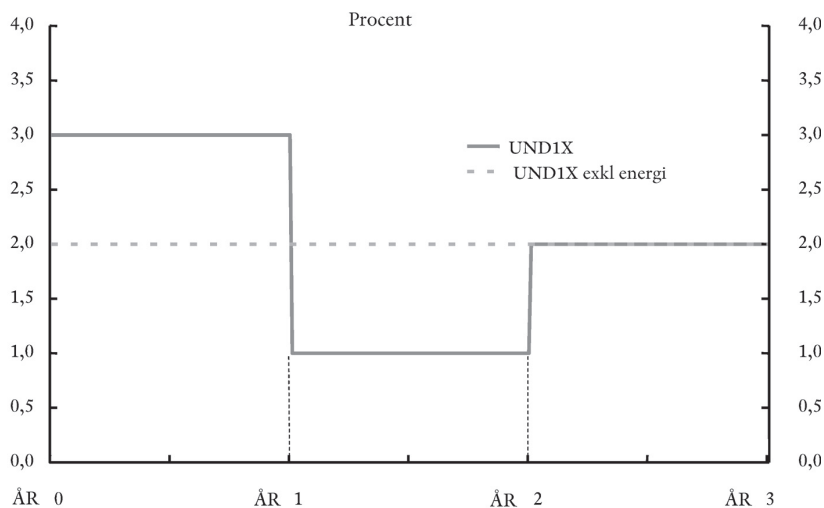
Denna problematik hade också kunnat beskrivas med en prognos för inflationen i ett längre tidsperspektiv. Låt mig åskådliggöra tankegången med ett stiliserat exempel (se figur 5). Energiprisernas utveckling väntades först bidra till att inflationen var över målet och sedan till att den väntades hamna klart under målet i 1-2 års perspektivet. Om vi tittar på UND1X exklusive energipriser väntades detta mått vara ungefär i linje med målet under hela prognosperioden. Med en prognos som enbart omfattar de första två åren framgår det inte att inflationen så småningom åter kommer att vara i linje med målet. En möjlighet är då att visa ett mått som är rensat för energipriserna och utifrån det rensade måttet förklara varför man inte vill mot-

verka störningen. En annan möjlighet är att förlänga prognoshorizonten något. Då illustreras på ett tydligare sätt att man gör bedömningen att fluktuationerna inte har någon varaktig effekt på inflationen.

Det finns skäl att understryka att detta sätt att arbeta, där vi sträcker ut tidshorizonten, naturligtvis inte innebär att man kommer undan den fråga som egentligen är den svåra. Är upp- eller nedgången som skett i inflationen tillfällig och vilken är den penningpolitiska slutsatsen? Men poängen är att när man väl satt ned foten i denna fråga kan man antagligen ibland förklara sina slutsatser på ett tydligare vis om man redovisar vilken utveckling man förväntar sig på längre sikt.

Den andra frågeställningen har att göra med hur alternativa räntebanor kan användas för att illustrera de val penningpolitiken står inför. Låt mig ta det räntebeslut Riksbanken tog i december 2004 som exempel. Då lämnade vi räntan oförändrad trots att inflationen bedömdes vara under vårt mål på 2 procent under större delen av de närmaste två åren. Med en så låg prognostiserad infla-

Figur 5  
Schematisk bild över  
inflationens utveckling  
med och utan  
energipriser



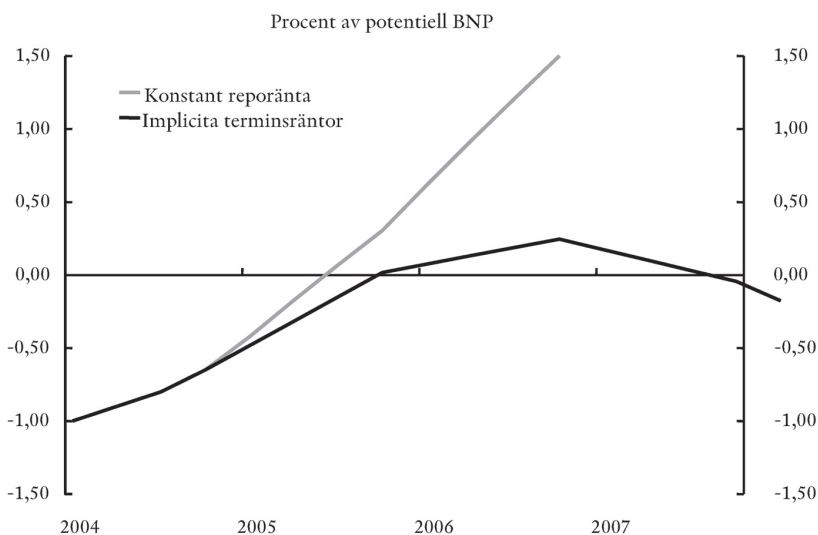
Källa: Riksbanken.



tion under en så stor del av prognoshorisonen skulle det gått att motivera ytterligare en sänkning av reporäntan. Men det fanns också argument i den motsatta riktningen. Det viktigaste var att efterfrågan i ekonomin redan växte betydligt snabbare än ekonomin långsiktigt bedömdes klara av. Den starka tillväxten väntades fortgå och det var alltså inte en svag efterfrågan som genererade den låga inflationen. Orsaken till den låga inflationen var istället en oväntat hög produktivitet och oväntat låga prisstegringar på importerade varor, något som i sig kunde väntas stimulera tillväxten ytterligare framöver. Till detta kom att reporäntan redan låg på en ovanligt låg nivå, vilket kunde vara en delförklaring till att hushållens skuldbörda hade ökat och att priserna på bostäder hade fortsatt att stiga. Även om skuldsättningen inte bedömdes utgöra något hot mot den finansiella stabiliteten skulle en ytterligare räntesänkning ha kunnat spå på husprisutvecklingen och skuldsättningen ytterligare. Det skulle i sin tur ha kunnat leda till problem i framtiden när penningpolitiken så småningom rimligen skulle behöva stramas åt. Inte

något av dessa argument var i sig avgörande för beslutet att lämna reporäntan oförändrad, men sammantaget talade de ändå för en viss försiktighet.

I en situation av det här slaget kan det vara intressant att fundera över hur olika framtida räntebanor kan tänkas påverka både den reala ekonomin och inflationen. Av figur 6 framgår resursutnyttjandet i två olika fall, ett baserat på oförändrad reporänta och ett annat på de implicita terminräntor som gällde under hösten. Vid den tidpunkten innebär de implicita terminräntorna att reporäntan skulle höjas tämligen omgående för att gå mot nivåer kring 4,5 procent på lite sikt. I båda fallen stiger resursutnyttjandet och blir positivt om något år. Men om reporäntan höjs enligt den dåvarande implicita terminräntan dämpas resursutnyttjandet och blir åter negativt under 2007, medan det med konstant reporänta är fortsatt positivt under hela den period räkneexemplet omfattar. Också för inflationen avviker utvecklingen en del mellan de två alternativen (se figur 7). Med den implicita terminränta som gällde i höstas när inflationen aldrig upp till inflationsmålet



Figur 6  
Produktionsgap

Källa: Riksbanken.

medan den med oförändrad reporänta kan väntas skjuta över målet strax bortom den traditionella tvåårshorisonten.

Vad räkneexemplet åskådliggör är att en oförändrad reporänta medförde ett fortsatt stigande resursutnyttjande, som i sin tur drev upp inflationstrycket bortom tvåårshorisonten. Samtidigt visar den prognos som utgick från marknadens bedömning av den framtida reporäntan att det inte behövde vara någon brådska med att inleda räntehöjningarna. I detta räkneexempel ledde en reporänteutveckling enligt de implicita terminräntorna till att inflationen aldrig nådde upp till målet.

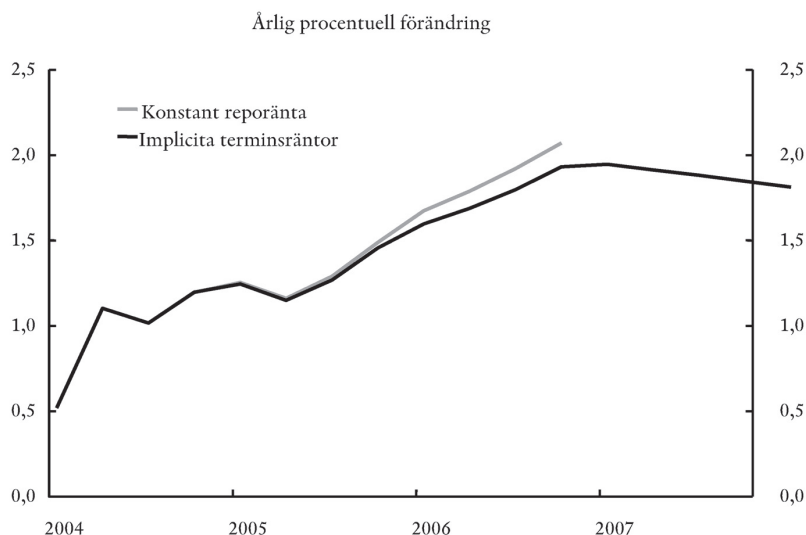
Naturligtvis kan räkneexempel av det här slaget aldrig ge ett exakt besked om när en reporänteförändring bör ske. Vad de kan göra är att öka vår insikt om konsekvenserna av olika alternativ. I detta fall kan de hjälpa oss att ringa in ett antal rimliga scenarier för politiken på några kvartals sikt. Och just i det här exemplet var onekligen en oförändrad reporänta under en period ett sådant rimligt alternativ.

Låt mig för säkerhets skull understryka att de penningpolitiska slutsat-

terna av de båda alternativa prognoserna, inflationsrapportens vanliga huvudscenario och beräkningarna baserade på implicita terminräntor, i allmänhet kan förväntas vara desamma. Oavsett om vi resonerar utifrån den enkla handlingsregeln, som relaterar inflationsprognosen på ett till två års sikt – under antagandet att reporäntan hålls konstant – till det aktuella beslutet, eller om vi studerar prognoser baserade exempelvis på de implicita terminräntorna kan vi nå slutsatsen att det var rimligt att lämna reporäntan oförändrad i december och att reporäntan förr eller senare kommer att behöva höjas. Poängen är att banor med olika ränteförändringar gör det möjligt att i viss utsträckning kvantifiera och tydligare ställa olika penningpolitiska alternativ mot varandra.

Sammanfattningsvis är det alltså lätt att se att den penningpolitiska kommunikationen på olika vis kan underlättas om prognosperspektivet förlängs. De nya metoder som utvecklats kan dessutom underlätta arbetet med att ta fram alternativa scenarier för att tydligare förstå och kommunicera de överväganden Riksbanken står inför.

Figur 7  
UND<sub>1X</sub>-inflation



Källa: Riksbanken.

## Politikens uppläggning

Avslutningsvis skulle jag kort vilja beröra ett tredje perspektiv. Det har inte att göra med metodologi för prognosarbetet, eller hur politiken kommuniceras, utan med hur politiken faktiskt bedrivs.

Då och då framförs i den svenska debatten synpunkten att penningpolitiken borde bedrivas på ett mer ”pragmatiskt” vis ungefär som av Federal Reserve i USA. Vad som avses med detta är inte alltid lätt att förstå, men en tanke förefaller ofta vara att Riksbanken i någon mening bundit upp sig alltför hårt med den tydliga ram för vårt agerande som vi och många andra inflationsmåsländer följer. Även om jag när jag ser tillbaka på de senaste tio årens penningpolitik inte kan identifiera någon sådan situation, där vi hämmats av vår analytiska ram och till följd av detta begått något påtagligt misstag i politiken, tycker jag att frågan förtjänar en diskussion och är värd att återkomma till.

Låt mig vid detta tillfälle bara notera att mitt intryck är att det inom centralbanksvärlden under senare år skett en konvergens. I de länder som likt USA haft en penningpolitik som varit ”pragmatisk” och föga styrd av tydligt redovisade principer pågår ett arbete där mer och mer information offentliggörs och ramarna för politiken görs klarare. Samtidigt fördjupas diskussionen i inflationsmåsländerna om olika problem som motiverar att politiken inte alltid följer de allra enklaste principerna.

Riksbankens sätt att närma sig nya penningpolitiska frågeställningar eller problem är, som tidigare framgått, att hålla sig till en förhållandevis väl specificerad tankeram. Den är vår startpunkt när vi funderar över hur vi ska utforma politiken. Om vi exempelvis önskar avvika från den normala handlingsregeln kan vi göra det, men vi ställer då kravet på oss själva att det ska gå att motivera utifrån den ram vi arbetar med och den

flexibilitet vi sagt oss ha. Det är svårt att se att det skulle finnas skäl att frånga denna uppläggning. Den har enligt min uppfattning i grunden tjänat oss väl och tvingat oss att på ett bättre sätt tänka igenom de olika problem som kommit upp än vad vi annars skulle ha gjort.

De nya analys- och prognosmetoderna ändrar alltså inte politikens grundläggande uppläggning. Vi har fortfarande samma mål, samma ambition att normalt nå målet inom två år och samma argument för att ta hänsyn till den reala utvecklingen när vi bestämmer politiken mer i detalj. Men det som händer är att vi får en del nya underlag för våra beslut och nya möjligheter att kommunicera dem.

## Avslutning

Låt mig försöka sammanfatta mitt budskap. Jag tror att de flesta är överens om att inflationsmålspolitiken på det hela taget har fungerat väl. Vi vet att Sverige sedan inflationsmålet infördes har gått från att ha varit en höginflationsekonomi till att bli en ekonomi med låg inflation och stabila löneökningar. Den lägre inflationstakten har inte inneburit att produktionen utvecklats svagare. BNP-tillväxten har i genomsnitt varit högre i den nya regimen. Det förefaller också – om något – som om den reala stabiliteten i ekonomin blivit större.

Ändå finns det goda skäl att hela tiden fundera över hur penningpolitiken kan utvecklas och förbättras. Med detta syfte har jag ägnat mig åt att diskutera hur Riksbankens penningpolitiska arbete kan utvecklas.

Det har handlat om vad som skulle kunna rubriceras som tekniska förbättringar, till exempel en ökad användning av andra antaganden än en oförändrad reporänta och en förlängd prognoshorisont när underlag för politiken tas fram och presenteras. Fördelen med att använda till exempel de implicita ter-

minsräntorna som utgångspunkt är att det ofta kan vara ett mer realistiskt antagande än oförändrad ränta. Detta kan i sin tur medge fler och bättre alternativa scenarier, som kan belysa olika aspekter på politiken inklusive konsekvenserna för inflationen och resursutnyttjandet över en längre tidshorisont.

Det har också handlat om Riksbankens kommunikation. Genom att arbeta med en längre tidshorisont går det att åskådliggöra bättre än hittills effekterna av så kallade tillfälliga effekter på inflationen. Scenarier med variationer av olika antaganden om reporäntan och en längre prognoshorisont kan också bidra till att tydligare åskådliggöra de avvägningar penningpolitiken kan stå inför mellan inflation och aspekter på den reala utvecklingen. Detta har jag också belyst.

Den främsta fördelen med att komplettera antagandet om oförändrad reporänta med alternativa räntebanor och att göra prognoser på längre horisont är att pedagogiken i det penningpolitiska budskapet kan förbättras. Den enkla handlingsregeln – som innebär att räntebesluten baseras på att inflationen i normalfallet ska återföras till målet på ett till två års sikt – kommer att ge en god vägledning för vårt agerande även framöver. Riktlinjerna i förtydligandet från 1999 kommer alltså att fortsätta att ligga till grund för politikens uppläggning. När det inför räntebesluten finns skäl att beakta annan information än den som har betydelse för inflationen på ett till två års sikt bör det nya arbetssättet bidra till att göra det lättare att förstå hur detta görs.

Att diskutera en hel räntebana kan också skapa förutsättningar för en mer nyanserad diskussion om penningpolitiken. Det kan handla om när vi ska göra en omläggning av politiken och hur snabbt vi måste gå fram. Vad händer om

vi väntar lite med att ändra räntan? Den här typen av överväganden är antagligen mer väsentliga än detaljdiskussioner om tiondelar i prognoserna.

Avslutningsvis har jag även berört det grundläggande ramverk som styr politiken. Bakgrunden till detta är främst att det då och då i debatten hävdas att Riksbanken och andra inflationsmålsländer bundit upp sig för hårt vid en viss modell och att en mer ”pragmatisk” uppläggning av politiken skulle kunna ge ett bättre utfall. Min slutsats är att vårt sätt att arbeta är tillräckligt flexibelt för att hantera de avvägningar som kan vara aktuella. Det finns stora fördelar som jag ser det med en uppläggning av den art vi har med tydligt mål, publicering av underlag, handlingsregel etc. Det ger stadga åt verksamheten, både på stabsnivå och i direktionens diskussioner och kommunikation. Vi tvingas också systematiskt pröva alla nya tankar och frågeställningar som dyker upp mot den ram vi har, vilket har varit intellektuellt fruktbart.

Vad jag dock försökt visa är att de metoder vi nu arbetar med ibland kan göra det möjligt att ta fram intressantare underlag för politiken och att beskriva våra överväganden på ett mer pedagogiskt vis. Det kan då bli lättare att visa vilken flexibilitet som finns i den inflationsmålsregim vi arbetat med. Huruvida detta sedan kommer att få effekter på den penningpolitiska debatten i Sverige, och i förlängningen även på den faktiskt förda politiken, är en mycket svår fråga, som bara framtiden kan besvara. En tröst i sammanhanget för den som undrar över svaret är att de löpande kan bilda sig en uppfattning om hur direktionen utvecklar sin syn på penningpolitiken genom de inflationsrapporter, tal och protokoll från våra sammanträden vi publicerar.

## Vellykket inflasjonsmålstyring i Sverige 1993–2003?

KAI LEITEMO

### Syv enkle tester

La meg først få takke for invitasjon og anledning til å kommentere riksbanksjef Lars Heikenstens innlegg på National-ekonomiska Föreningens arrangement på Handelshögskolan i Stockholm. Det var en ære å bli spurt. Det at Riksbanksjefen villig stiller opp i en åpen debatt med pengepolitiske eksperter er et godt tegn på at en har nådd en god og moden utøvelse av pengepolitikken her i Sverige. Ikke alle land har kommet så langt.

Jeg skal dele mine kommentarer inn i to deler. I den første delen skal jeg ta for meg resultatene fra innføringen av inflasjonsmål i svensk økonomi. I den andre delen skal jeg kort kommentere noen momenter i Heikensten's tale.

Sverige var blant de første landene som innførte inflasjonsmålstyring i første halvdel av 1990-årene. Vi har nå mer enn 10 år med makroøkonomiske observasjoner som gir anledning til å evaluere regimet empirisk. I denne kommentarene presenterer jeg syv enkle tester for hvorvidt regimet i denne 10-årsperioden har vært vellykket og om den utgjør en forbedring over pengepolitikken i den forregående 10-årsperioden. Alle testene gir entydige positive utfall for inflasjonsmålsregimet.

### Innledning

Pengepolitisk forskningen har økt betydelig i omfang i løpet av de seneste årene. Skandinaviske økonomer har stått i fremste rekke for å gjøre teoretiske bidrag til hvordan pengepolitikken bør utformes. Lars Svensson, som av enkelte

økonomer omtales som inflasjonsstyringens akademiske far, har også beskrevet i detaljerte termer hvordan en bør implementere inflasjonsmålet i praktisk politikk.

Selv om vi nå har klare ideer om hvordan pengepolitikken bør utformes ved inflasjonsstyring, er det mindre klart om hvorvidt disse ideene implementert i praksis gir et godt utfall. Det har nå gått mer enn 10 år med inflasjonsmålstyring i Sverige og vi begynner å få tilstrekkelige data til å kunne gjøre opp status.

Hvilke kriterier skal en så benytte seg av? Ideelt sett burde en ha målt aktørenes velferd direkte, identifisert pengepolitikken bidrag til dette og sammenlignet med tidligere perioders pengepolitikk. Dette er vanskelig, ikke minst fordi det er betydelig uenighet om hva økt velferd innebærer og videre hvordan pengepolitikken kan bidrar til den. Det er derfor viktig at vi konsentrerer oss om kriterier som er mer alminnelig akseptert, og samtidig innrømme at vi vanskelig kan komme helt i mål med hensyn til å identifisere hva de beste kriteriene er.

### Syv viktige spørsmål

I denne kommentaren stiller jeg syv spørsmål som alle relaterer seg til i hvilken grad pengepolitikken har vært suksessrik. Spørsmålene operasjonaliseres og besvares gjennom noen relativt enkle empiriske tester som gir mer eller mindre entydige svar. De samme testene gjøres for 10-års perioden før innføringen av inflasjonsmålstyring og jeg sammenligner svarene. Spørsmålene og testene er på ingen måte uttømmende – det finnes trolig andre spørsmål som kunne blitt stilt. Men jeg vil hevde at alle spørsmålene er viktige. Noen av svarene kan imidlertid være gammelt nytt for den informerte leser.

*Kai Leitemo* är førsteamanuensis vid Handelshögskolan BI i Oslo.

Jeg takker Stefan Palmqvist og Arne Jon Isachsen for gode kommentarer.

*Spørsmål 1: Bidro pengepolitikken med et stabilt nominelt anker?*

Hadde aktørene i svensk økonomi god grunn til å anta at sentralbanken over tid ville bringe inflasjonen tilbake til et fast nivå og ikke la inflasjonen drive uten et godt ankerfeste? Sagt med andre ord, var den ubetingede forventningen til inflasjonen konstant i perioden?

Dette er trolig det mest fundamentale spørsmålet en kan stille om pengepolitikken. Dersom inflasjonen driver uten et fast anker, har aktørene ingen mulighet for å danne seg oppfatninger om fremtidig inflasjon som er en viktig forutsetning for å kunne inngå langsiktig kontrakter basert på nominelle størrelser. Jeg benytter en såkalt stasjonaritetstest for å besvare dette spørsmålet og tester om inflasjonen over perioden har et konstant gjennomsnitt. Den spesifikke testen er en såkalt utvidet Dickey-Fuller-test og jeg benytter serien for logaritmen til kvartalsvis sesongjustert KPI inflasjon i testen.

I perioden 1984–1993 kan vi ikke avvise at serien er ikke-stasjonær, dvs at inflasjonen driver uten et fast anker. Testen tilsier at det er hele 43 prosent sannsynlig at det ikke er et nominelt ankerfeste. For inflasjonsmålsperioden 1994–2003 er det derimot kun 0,27 prosent sannsynlighet for det tilsvarende. Vi kan konkludere med at inflasjonen er stasjonær og at dette er et statistisk signifikant resultat. *Innføringen av et eksplisitt inflasjonsmål har alltså bidratt med å tilføre svensk økonomi et solid nominelt ankerfeste.*

Dette resultatet bekreftes av de beregningene som er gjort i Sveriges Riksbank omkring privat sektors inflasjonsforventninger. De er omtrent lik inflasjonsmålet på noen års sikt, noe Heikensten refererer til i sin tale.

*Spørsmål 2: Var gjennomsnittlig inflasjon i perioden optimal?*

Sverige valgte i 1993 et inflasjonsmål på 2 prosent. Dette ligger ikke så langt unna hva den økonomiske literaturen antyder er et optimalt inflasjonsnivå hvis det er ulike kostnader knyttet til nominelle prisendringer. Tar vi utgangspunkt i 4-kvartalsveksten i sesongjustert KPI, ligger gjennomsnittlig inflasjon på 6,3 prosent for den første perioden. Formelt sett er dette ikke et estimat på den ubetingede forventningen til inflasjonen fordi vi ikke kan avvise at den inflasjonen er ikke-stasjonær i perioden (dvs uten en konstant ubetinget forventning). Vi legger imidlertid merke til at tallet er betydelig høyere enn hva optimal inflasjon skulle tilsi.

I inflasjonsmålsperioden faller gjennomsnittlig inflasjon til 1,5 prosent. Videre er gjennomsnittet ikke statistisk signifikant forskjellig fra inflasjonsmålet på 2 prosent. *Vi kan i så måte konkludere med at svensk økonomi har et inflasjonsnivå som er nær optimalt.*

*Spørsmål 3: Har inflasjonen blitt mer stabil?*

En målsetting med innføring av inflasjonsmålstyring er å sørge for at usikkerheten knyttet til utviklingen i inflasjonen er minst mulig. Vi har allerede påpekt at vi ikke kan avvise at inflasjonen er ikke-stasjonær i den første perioden. Dette tilsier at det empiriske standardavviket ikke kan tas som et estimat på den ubetingede standardavviket til inflasjonen, som da ikke behøver å være en endelig størrelse. Dersom vi likevel velger å gjøre det, så er standardavviket til 4-kvartalsveksten i sesongjustert KPI 2,4 prosent. Standardavviket halveres nesten for inflasjonsmålperioden til 1,3 prosent. Det må sies å utgjøre en betydelig reduksjon.

Til dette skal det imidlertid sies at standardavviket til inflasjonen ikke kun

er et resultat av utøvelsen av pengepolitikk, men er også en funksjon av de underliggende forstyrrelsene i svensk økonomi. Vi kan i så måte ikke konkludere strengt med hensyn til utøvelsen av pengepolitikken. Resultatet er likevel en indikasjon på at *inflasjonsmålpolitikken har bidratt til å redusere usikkerheten knyttet til utviklingen i inflasjonen.*

Dersom vi legger til grunn at målsettingen med pengepolitikken primært er å øke sørge for nominell stabilitet og produksjonstabilitet, så ville imidlertid ikke en reduksjon i inflasjonsvariansen nødvendigvis utgjøre en velferdsforbedring dersom det hadde resultert i økte konjunktursvingninger. Det leder oss til det fjerde spørsmålet.

*Spørsmål 4: Har produksjonsgapet og konjunktorene blitt mer stabile?*

Målsettingen med klassisk stabiliseringspolitikk er å redusere produksjonssvingningene i økonomien – det vil si å gjøre konjunktorene flattere. Det er mange måter å beregne produksjonsgapet på. Jeg har benyttet meg av et enkelt HP-filter som utgjør kanskje den meste vanlige metoden. Jeg har benyttet en glattingsparameter i HP-fileret på 1600 som er vanlig på kvartalstall. For å redusere et såkalt endepunktsproblem i HP-fileret, ble beregningen utført på log-BNP-serien over tidsrommet 1970-2004. For perioden 1984-1993 er standardavviket til produksjonsgapet 1,5 prosent og for inflasjonsmålsperioden er den 1,3 prosent. Vi kan konkludere med at den reduserte volatiliteten i inflasjonen ikke har bidratt til større konjunkturfluktuasjoner, snarere tvert imot.

*Spørsmål 5: Er det en optimalt bytteforhold mellom målvariablene?*

De to forregående testene har den vesentlige svakheten at svarene også er påvirket av forhold som ligger utenfor pengepolitikken kontroll. Lav in-

flasjons- og produksjonsvariasjon kan rett og slett skyldes mindre underliggende forstyrrelser i økonomien.

En tilnærming som er mer robust overfor dette går på å estimere førsteordensbetingelsen for optimal inflasjonsmålstyring direkte og se om data passer godt til denne betingelsen. Dersom vi har en kvadratisk nyttefunksjon bestående av inflasjonens avvik fra inflasjonsmålet og produksjonsgapet, og vi ser bort i fra valutakursens direkte virkning på inflasjonen og legger til grunn at inflasjonen bestemmes av en Phillipskurve, kan vi utlede følgende førsteordensbetingelse:

$$E_t x_{t+m} = \alpha E_t x_{t+m+1} + \beta E_t x_{t+m-1} - \frac{\gamma}{\lambda} E_t \pi_{t+m+n}$$

hvor  $x_t$  er produksjonsgapet,  $\pi_t$  er inflasjonen og  $E_t$  er forventningsoperatoren gitt informasjon tilgjengelig på tidspunkt  $t$ . Parameteren  $m$  er tidslaget (i antall kvartaler) mellom endringer i renten og den tilhørende virkningen på produksjonsgapet og  $n$  er tidslaget mellom endringer i produksjonen og de tilsvarende virkningene på inflasjonen.  $\gamma$  er graden av prisfleksibilitet og  $\lambda$  er den relative vekten på konjunkturstabilisering i Riksbankens tapsfunksjon.  $\alpha$  og  $\beta$  er positive parametre mellom 0 og 1, og avhenger av formen på Phillipkurven og forpliktelsesgraden i politikken, noe vi ikke skal komme inn på her.

Dersom vi estimerer ligningen ved hjelp av GMM ved å benytte 4 lag av inflasjons- og produksjonspasseriene som instrumenter, får vi følgende resultat for første periode:

$$E_t x_{t+4} = 0,63 E_t x_{t+5} + 0,27 E_t x_{t+3} - 0,32 E_t \pi_{t+7} \\ \sigma = 0,8\%$$

og for inflasjonsmålsperioden:

$$E_t x_{t+4} = 0,6 E_t x_{t+5} - 3,5 E_t \pi_{t+6} \quad \sigma = 1,8\%$$



Selv om ingen av disse ligningene gir en god tilpasning til data, er det likevel verdt å påpeke den mer signifikante og sterkere sammenhengen mellom produksjonsgapet og inflasjonen i den siste perioden. Den tyder på at inflasjonsstabilisering spiller en betydelig større rolle for Riksbanken ( $\lambda$  er redusert) i den siste perioden og/eller at det har blitt større prisfleksibilitet ( $\gamma$  er økt) i svensk økonomi. Lagget mellom produksjonsendringer og endringer i inflasjonen har blitt noe redusert. Alle disse endringene kan ha hatt noe med økt tiltro til Riksbanken vilje og evne til å få inflasjonen under kontroll.

Fremtidig forskning kan avgjøre om førsteordensbetingelsene for politikken er bedre oppfylt dersom vi tillater at valutakursen kan ha langsiktige direkte effekter på inflasjonen, noe som er rimelig i en åpen økonomi som den svenske. Med ovennevnte resultater kan man imidlertid ikke avvise at den systematiske delen av pengepolitikken har gitt et mer bevisst forhold til at det eksisterer et bytteforhold mellom målvariablene.

#### *Spørsmål 6: Har 'sacrifice ratio' falt?*

Det engelske bekrepet 'sacrifice ratio' er et mål på det samlede produksjonstapet ved å redusere inflasjonen varig med ett prosentpoeng. Det kan vises at produksjonstapet blir mindre dersom pengepolitikken har høy troverdighet med hensyn til sin målsetting om å redusere inflasjonen, dersom prisfleksibiliteten er høy og om politikken utøves på en optimal måte.

I en studie av Leitemo og Røste forsøker vi å måle 'sacrifice ratio' for seks land. Tre land som innførte inflasjonsmål i første halvdel av 1990-tallet (Canada, Storbritannia og Sverige) og tre land som ikke gjorde det (Norge, Nederland og Sveits). Vi sammenligner periodene 1980–1993 med inflasjonsmålperioden 1993–2003. Vi estimerer vektor

autoregressive modeller for alle landene i begge periodene og simulerer modellene for å beregne sacrifice ratio.

*Vi finner at punktestimatet for sacrifice ratio faller for Sverige og de andre inflasjonsmålslandene. Resultatene ikke er like konsistente for de andre landene som hadde andre tilnæringer til pengepolitikken.* Selv om resultatene ikke har en like høy grad av statistisk signifikans som vi skulle ha ønsket, så er dette en av de første indikasjonene på at aktørene får større tiltro til at pengepolitikkenes evne og vilje til å stabilisere inflasjonen etter innføringen av et eksplisitt inflasjonsmål.

#### *Spørsmål 7: Har pengepolitikken blitt mer forutsigbar?*

I samme studie av Leitemo og Røste finner vi at standardavviket til den uforklarte delen av rentevariasjonen er 0,26 prosent for inflasjonsmålperioden sammenlignet med 2,6 prosent i perioden før. Standardavviket er altså 1/10 av hva den var. Jeg tolker dette som at pengepolitikken har blitt mer systematisk og forutsigbar. Den samme studien antyder at pengepolitikken bidrar med kun 10 prosent av sjokkene som driver inflasjonen bort fra hva en skulle forvente på to års sikt. Til sammenligning var dette tallet hele 30 prosent i perioden før. Jeg konkluderer derfor med at *pengepolitikken har blitt mer forutsigbar og systematisk.*

#### **Veien videre**

Er det så et forbedringspotensiale igjen i svensk pengepolitikk? Med de ovennevnte resultatene kunne en jo lett konkludere med at så ikke er tilfelle. Det skal man imidlertid være forsiktig med å gjøre. Testenes styrke svekkes ved at en i noen grad kan observere forbedringer i pengepolitikken og stabiliseringspolitikken i flere land, også i de landene som ikke har innført et eksplisitt inflasjonsmål. Videre eksisterer det mange

förbedringsförslag i den akademiske litteraturen som forventningsvis kan förbedre pengepolitikken. Her skal jeg begrense meg til å kommentere noen av de tankene Heikensten gjør seg, først og fremst de som har med ulike rentebaner å gjøre.

Professor Lars Svensson ved Princeton og Stockholm Universitetet har i mange år ivret for at prognosene som rentesettingen baserer seg på skal betinges på sentralbankens forventede renteutvikling. Prognosene skal være såkalt politikk-konsistente. Dette innebærer at Riksbanken ikke bare må gi prognoser for privat sektors atferd, men også for egen atferd. Man skulle kanskje tro at det sistnevnte skulle være minst kontroversielt blant sentralbankene, men slik fortøner debatten seg ikke. Per i dag er det kun sentralbankene i New Zealand og Den Tsjekkisk Republikk som publiserer politikk-konsistente og forventningsrette prognoser.

Dette er den optimale løsningen. Det er ikke mulig å konstruere en enkel regel for rentesettingen som overgår denne prosedyren. Dersom sentralbanken ikke liker den forventede effekten av rentebanen, så kan jo banen endres helt til forbedringspotensialet fullt ut er utnyttet.

Problemet er imidlertid de utfordringene som kollektiv beslutningstaking medfører. Det kan være vanskelig nok å enes om én rentebeslutning om en ikke skulle behøve å bli enige om en hel fremtidig forventet rentebane. Det er imidlertid mye som tyder på at utøvelsen av pengepolitikken til slutt vil ende opp med dette. En prosedyre kan være å stemme sekvensielt over rentebeslutningene. La Direksjonen starte med første rentebeslutning (som blir imple-

mentert). Gitt avstemningsresultatet, stem over *forventet* fremtidig rente som skal settes ved neste møte. Gitt dette utfallet, stem over den forventede renten som settes i møte deretter osv. Utfordringen blir å ha teknisk utstyr som gjør det mulig å simulere hovedmodellen raskt og effektivt i selve møtet i Direksjonen, slik at en på en rask og effektiv måte kan danne seg et bilde av fremtidig inflasjon og produksjon.

Riksbanken har publisert prognoser basert på en konstant reporente. Riksbankens beslutning om også å publisere prognoser basert på markedets forventninger til renteutviklingen er på mange måter et skritt i retning av anbefalte prosedyre. Slike prognoser gir markedet en tilbakemelding hvorvidt deres renteforventninger virker rimelig sett fra Riksbankens side. Dersom Riksbanken kommenterer ønskeligheten av den forventede banen for inflasjon og produksjon, kan markedet lære om Riksbankens syn på velferd og transmisjonsmekanisme og danne seg bedre forventninger om fremtidig renteutvikling i neste omgang. Det vil også Riksbanken ha nytte av.

Det er likevel en fare ved å ha flere sett med prognoser som er ment å veilede om forventet fremtidig rente.<sup>2</sup> Dersom Riksbanken velger å skifte mellom de ulike prognosene for å forsvare rentendringer som følge av den "enkle" *tumregelen* uten at markedet kan forstå når den ene eller den andre prognosen legges til grunn for regelen, er jeg redd det vil medføre større grad av forvirring og mindre transparens i pengepolitikken. Prognosene bør i så måte ikke benyttes til å forsvare bruken av en *tumregelen* som i alle fall ikke er optimal i alle situasjoner. Det er det bare én strategi som er.

<sup>2</sup> Det kan likevel være nyttig for både markedet og Riksbanken å publisere prognoser basert på ulike antakelser om renteutviklingen og andre politikkvariable (f eks finanspolitikk) for å illustrere Riksbankens syn på transmisjonsmekanismen. De *offisielle prognosene* bør imidlertid ha den funksjonen at de på en eller annen måte gir informasjon om den forventede renteutviklingen basert på gjeldende pengepolitisk strategi/tenkning på en best mulig måte.

## Referat av diskussionen efter anförandena

GÖRAN ALBINSSON BRUHNER

**REFERAT**  
av diskussion efter  
Nationalekonomiska  
Föreningens möte  
den 22 februari 2005

Ordförande Ulf Jakobsson sammanfattade i en enda mening det dittills sagda: Kontentan av båda anförandena är att svensk penningpolitik har varit lysande. Därefter förklarades ordet fritt.

Hans Rödén påminde om att i avtalsförhandlingarna har LO:s – numera fackförbundens – utgångskrav liksom godkännandet av det icke strejktlösande slutliga avtalet motiverats med behovet av kompensation för den aktuella inflationen samt produktivitetsökningen. Detta för att resultatet skall bli en real inkomstökning. En kravdämpande faktor har varit omsorgen om medlemmarnas sysselsättning.

Före den nu gällande penningpolitiken med dess framgångsrika uppnående av det 2-procentiga inflationsmålet låg inflationen tidvis på en mycket högre nivå. LO:s löneanspråk bidrog då till uppkomsten av en ond inflationscirkel. Rödén önskade veta, hur Lars Heikensten uppfattar LO:s reaktion på Riksbankens nuvarande penningpolitik.

Enligt Heikensten är LO på det hela taget nöjd med inflationsbekämpningen. Det är i varje fall den bild som de vilka sköter förhandlingarna ger. Sedan 1995 har takten i reallöneökningen varit 2,5 procent. De 20 åren dessförinnan var genomsnittet 0,5 procent. Men det finns naturligtvis inget som garanterar att reallönerna utvecklas lika bra framöver som hittills.

Den låga inflationen under slutet av 1990-talet och för närvarande har påtagligt bidragit till de höjda reallönerna. När inflationen år 2003 låg på 3 procent uttryckte LO-företrädare bekymmer över detta. De uppmanade oss att vara

vaksamma och hålla inflationsmålet, sade riksbankschefen. Parentetiskt sagt, tillade han eftertänksamt, var det ju då som vi borde ha sänkt räntorna radikalt, om vi skulle ha undvikit att idag ha en inflation under målet.

Om Allan Larsson hade varit närvarande skulle han ha glatt sig åt Rödéns och Heikenstens inlägg. På den tid då den enes lönehöjning var den andres prishöjning pläderade nämligen Larsson enträget för en växling från inflationslöner till reallöner.

Genom att Olle Lindgren framhöll amerikansk pragmatism fick auditoriet intrycket, att han indirekt klandrade Riksbanken för principrytteri. Lindgren påpekade, att den amerikanska centralbanken, Federal Reserve (familjärt duad som Fed), ovedersägligen har ett mycket vidare mandat än Riksbanken. Dess mål är att befordra tillväxt och hög sysselsättning under stabila inflationsförväntningar och balans i de totala utrikesbetalningarna. Det finns inget preciserat inflationsmål, vilket självfallet påverkar Fed:s penningpolitik.

Lindgrens tolkning av diskussionen i USA är att Fed:s ordförande Alan Greenspan och många med honom heller inte vill ha ett preciserat inflationsmål. Ett sådant skulle begränsa Fed:s manöverutrymme och gå på tvärs mot den pragmatiska amerikanska traditionen att hålla alla vägar öppna.

Lars Heikensten menade, att Fed:s politik under Alan Greenspan i praktiken blivit mer och mer inriktad på inflationsmål och inflationsförväntningar. Överhuvud taget är det en ökad konvergens i det sätt varpå penningpolitiken bedrivs i världen. När referenten hörde detta undrade han, ifall president Bush är medveten om att gamle Greenspan har tagit intryck av Old Europe.

Heikensten framhöll, att jämförelser hur mycket räntorna rör sig i Amerika och Sverige måste beakta, att det stora

landet kan sägas sätta scenen för det lilla. Sverige är mycket beroende av den globala konjunkturen, vilken i hög grad är en följd av Fed:s agerande. Riksbanken kan därför göra begränsade ränterörelser emedan Fed gör så stora.

Michael Sohlman ansåg, att en jämförelse mellan den amerikanska och den brittiska penningpolitiken visar klara skillnader med avseende på realräntornas nivå och reaktionshastigheten i den reala utvecklingen.

Lars Heikensten sade sig tro, att Riksbanken – liksom Bank of England – i fråga om reaktionsmönster befinner sig någonstans emellan den europeiska centralbanken, ECB, och Fed. Men Fed har haft ett upplägg av politiken, som varit mindre tydligt än Riksbankens och Bank of Englands. Men både när det gäller ECB och Fed ser man en strävan mot mer tydlighet.

Vidare tycker jag, sade Heikensten, att när ECB:s agerande diskuteras, måste man beakta att inflationen under alla dess fem verksamhetsår varit över två procent. Självklart har detta hämmat ECB:s möjligheter att agera.

Karl-Olof Faxén tog upp den europeiska tråden och framhöll, att även om Sverige står utanför den europeiska monetära unionen, EMU, så gäller den europeiska stabilitetspakten även för oss. Hur har stabilitetspakten påverkat den svenska penningpolitiken? Direkt genom att den satt gränser för rörelsefriheten i vår egen finanspolitik? Indirekt genom att den influerat andra länders finanspolitik?

Om stabilitetspakten överhuvud har påverkat Sverige, sade Heikensten, så är det genom dess inverkan på den europeiska ekonomin. Därvidlag finns kortsiktiga effekter som beror på att länder har bedrivit en stramare politik än de annars skulle ha gjort. Det gäller även dem som brutit mot pakten. Men så finns där också en långsiktig aspekt, som har att göra

med förtroendet till EMU såsom konstruktion med åtföljande konsekvenser för den ekonomiska politiken. Skulle EMU allmänt ifrågasättas kommer detta att också beröra Sverige.

Olle Lindgren återkom med konstaterandet, att Sverige har tagit stabilitetspakten på allvar och levt upp till dess krav. I jämförelse med de allra flesta euro-länder uppvisar Sverige en avundsvärd finanspolitisk stabilitet, vilket har underlättat Riksbankens penningpolitik. Redan tidigare hade Maastrichtfördraget med dess preciserade referensvärden och inriktning på en långtgående ekonomisk integration klargjort nödvändigheten av en svensk skärpning av finans- och penningpolitiken.

Denna verklighetsbeskrivning tedde sig inte oväntat en smula svårsmält för den svenske riksbankschefen. Han höll förstås med om att den svenska finanspolitiken har varit bättre än den som bedrivits i många andra länder. Men detta sades i liten grad bero på stabilitets- och tillväxtpakten. Våra budgetmål är nämligen äldre och striktare än de som är kopplade till pakten, slog Heikensten fast.

För en amatör framstår Riksbanken som en mycket avundsvärd framtidsbedömare. Till skillnad från väderspämännen kan ju Riksbanken påverka den förutsagda utvecklingen. Men trots detta blev Riksbankens prognoser ett diskussionsämne.

I Storbritannien står ledaren för det största oppositionspartiet i spetsen för ett skuggkabinett, vars ledamöter ständigt lanserar alternativ till sina maktutövande motparters politik. En svensk applicering av detta system utgör Konjunkturinstitutets, KI:s, skuggning av Riksbanken. Enligt Ingemar Hansson har KI antagit utmaningen att bidra till en levande diskussion om penningpolitiken. I det syftet gör KI skuggprognoser och lanserar skuggräntor.

I samklang med kvällens goda stämning valde Ingemar Hansson att berömma Riksbanken för att ha lyssnat till andra. Det är bra, sade han, att Riksbanken börjar göra prognoser med en över tiden varierande reporänta. Nuvarande metod med antagande om konstant reporänta innebär konsistensproblem, eftersom bl a andra räntor samt växelkursen avspeglar en över tiden varierande reporänta.

I valet mellan att å ena sidan utgå från observerade marknadsräntor och å andra sidan lägga en bana för en – enligt Riksbankens bedömning – optimal reporänta, ansåg Hansson, att det senare är att föredra. Konjunkturinstitutet gör sedan några år prognoser med en av KI bedömd optimal reporäntebana och detta fungerar bra. Hur resonerar Riksbanken i valet mellan dessa två alternativ? löd Hanssons avslutande fråga.

Heikensten hade inget emot att resonera: Med den typ av redskap Riksbanken har är det inte svårt att för internerna överväganden ge mått på de optimala banorna. Frågan är väl vilket värde det har att kommunicera dem. Ett av problemen är att Riksbanken inte vet tillräckligt mycket om hur ränteförändringar påverkar ekonomin och inflationen (transmissionsmekanismen). Detta gör att det kan vara problematiskt att publicera exakta räntebanor. Det finns en risk att marknadsaktörer övertolkar beräkningarna.

Ett annat problem är att i en krets av sex personer komma överens om hur en bana skall se ut, konstaterade Heikensten. Han uteslöt dock inte att Riksbanken kommer att pröva möjligheten.

Heikensten fäste uppmärksamheten på att det också gäller att prioritera tid och resurser. Höjd sofistiktionsgrad i all ära, men man skall ha med i bilden att Riksbanken - i likhet med andra prognosmakare - ofta inte vet utgångsläget när framtidsinriktade bedömningar

görs. I sådana fall kan det vara klokare att försöka klarlägga nuet än att finslipa prognosmetoder.

Om möjligt ännu bättre än Heikensten artikulerade Kai Leitemo det oerhört vanskliga åtagande som uppnåendet av ett inflationsmål innebär. Det handlar ju om att försöka styra prissättningen hos 100 000-tals beslutsfattare, så att resultatet blir en inflationstakt på 2 procent. Den stora osäkerheten skapar ett med tiden växande förklaringsbehov, vilket ökar när det blir fråga om att göra prognoser. Det finns prestige i korrekta prediktioner. När förutsägelseerna slår fel är det lätt att skylla på Riksbanken.

Med hänsyn till att det är ett omöjligt krav att alltid få rätt, fann Leitemo det naturligt, att centralbanker är tveksamma till att lansera några slags optimala räntebanor. De tvekar inte att meddela hur andra väntas att förhålla sig med avseende på priser, efterfrågan och annat. Men när den egna hållningen kommer på tal blir det väldigt tentativt.

I Norge är det en person som för ordet i sådana här frågor, replikerade Heikensten, vilket naturligtvis gör det enklare att precisera optimala räntebanor.

Heikensten berättade också, att det i Nya Zeeland fanns en debatt om huruvida publicerandet av optimala banor hade medfört onödiga svängningar på räntemarknaden.

Avslutningsvis tillade han, att den svenska kommittéstrukturen med dess offentliga protokoll ger de finansiella marknaderna möjlighet att bedöma hur de olika ledamöterna resonerar. Denna information är ett komplement till de räntebanor som publiceras.

Med dessa ord om Sverige och dess antipod var diskussionen – eller rättare sagt samtalet – om penningpolitiken över. Ordförande Jakobsson sade, att det uppenbara lugn som för närvarande råder kring penningpolitiken är något som Riksbanken bör glädja sig åt. Refe-

renten tolkade Heikenstens leende som ett instämmande. Ingen hade heller ifrågasatt, att eftersom reporäntan kan påverka ekonomin kan Riksbanken också styra ekonomin.

Även Jakobsson hade anledning att se belåten ut. Mötet hade ju visat, att medlemmarna i den förening han satts att styra – till skillnad från många riksdagsledamöter – känner till den uppgift som Riksdagen har ålagt sin bank. Ingen stod nämligen upp och anklagade Heikensten för att trycka ner sysselsättningen genom att klumpa på med alltför stora räntefötter.