

En utvärdering
av den svenska penningpolitiken
1995–2005

Francesco Giavazzi och Frederic S. Mishkin

ISSN 1653-0942
ISBN 978-91-85050-65-9
ISBN 91-85050-65-2
Riksdagstryckeriet, Stockholm, 2006

Förord

Sedan januari 1999 har Riksbanken ett lagfäst oberoende gentemot riksdagen och regeringen. Beslut om ränteförändringar tas av en direktion bestående av sex medlemmar som enligt riksbankslagen (1988:1385) inte får söka eller ta emot instruktioner i penningpolitiska frågor. Enligt regeringsformen får inte heller någon myndighet bestämma hur Riksbanken ska besluta i frågor som rör penningpolitiken.

Riksbankens mål är att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken ska också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Enligt lagens förarbeten bör Riksbankens penningpolitik i första hand syfta till att nå en låg och stabil inflationstakt. Riksbanken bör därutöver, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Sedan formellt den 1 januari 1995 bedriver Riksbanken den operativa penningpolitiken utifrån ett inflationsmål. Målet är att inflationen, mätt enligt konsumentprisindex, ska begränsas till 2 % per år med ett s.k. toleransintervall på ± 1 procentenhet.

Som ett led i finansutskottets arbete med uppföljning och utvärdering beslutade ett enhälligt finansutskott i april 2005 att genomföra en extern och oberoende utvärdering av penningpolitiken 1995–2005. Anledningen var bl.a. att inflationsmålet varit i kraft i tio år samt att någon oberoende utvärdering av penningpolitiken efter 1990-talets förändringar av den penningpolitiska ramen inte tidigare genomförts. I slutet av maj 2005 beslutade utskottet om utvärderingens direktiv, vilka kortfattat innebar att utvärderingen skulle koncentreras kring följande frågeställningar (direktiven redovisas mer utförligt i rapportens annex):

- Är Riksbankens övergripande mål rätt utformat?
- Är inflationsmålet rätt utformat?
- Har Riksbanken fört en penningpolitik som uppfyllt inflationsmålet 1995–2005?
- Vilka prognos- och analysmetoder använder sig Riksbanken av samt hur ser Riksbankens beslutsprocess ut?
- Har Riksbanken en effektiv och ändamålsenlig kommunikation med omvärlden?
- Har Riksbanken rätt verktyg för att nå inflationsmålet?
- Hur klarar sig Sverige jämfört med andra länder med inflationsmål?

Utskottet beslutade i november 2005 att ge professor Frederic Mishkin vid Columbiauniversitetet och professor Francesco Giavazzi vid Bocconiuniversitetet uppdraget att tillsammans genomföra utvärderingen. Arbetet påbörjades i januari 2006. Under våren 2006 besökte Frederic Mishkin och Francesco Giavazzi Sverige vid flera tillfällen för att samla information och diskutera den svenska penningpolitiken med olika intressenter i det svenska samhället. De har bl.a. träffat företrädare för Riksbanken, arbetsmarknadens parter, universitetsvärlden, finansmarknaden, regeringen och riksdagen. Under tiden

april till juni 2006 hade även allmänheten möjlighet att via riksdagens hemsida ge synpunkter på penningpolitiken till utredarna. Dessutom har ett 20-tal remissinstanser erbjudits möjligheten att avge yttranden om penningpolitiken direkt till utredarna.

Resultatet av Frederic Mishkins och Francesco Giavazzis genomgång av den svenska penningpolitiken de senaste tio åren redovisas nu i denna rapport från riksdagen. Det är utskottets förhoppning att utvärderingen ytterligare ska stimulera den viktiga och redan i nuläget livliga debatten om den svenska penningpolitiken. Författarna svarar själva för innehållet i rapporten.

Stockholm den 28 november 2006

Stefan Attefall
Ordförande i finansutskottet

Pär Nuder
Vice ordförande i finansutskottet

Innehållsförteckning

Förord.....	3
1 Inledning.....	7
2 Den penningpolitiska forskningen.....	10
2.1 Vikten av prisstabilitet och ett nominellt ankare för en framgångsrik penningpolitik.....	10
2.2 Kraven på finanspolitiken och det finansiella systemet för att uppnå prisstabilitet.....	15
2.3 En självständig centralbank som en ytterligare förutsättning.....	16
2.4 Möjligheter att ställa centralbanken till svars för sin politik.....	19
2.5 Argumenten för inflationsmålpolitik.....	21
2.6 Inflationsmålpolitikens flexibilitet.....	27
2.7 Centralbankens öppenhet och kommunikation.....	28
2.8 Det optimala inflationsmålet.....	39
2.9 Tillgångsprisernas roll i penningpolitiken.....	44
3 Hur väl har den svenska penningpolitiken bedrivits?.....	49
3.1 Bokslut för ett årtionde: Penningpolitik och allmän ekonomisk utveckling.....	49
3.2 Har räntebesluten varit välavvägda?.....	51
3.3 Det skenbara mysteriet med den stabila växelkursen mellan kronan och euron.....	56
4 En utvärdering av den svenska inflationsmålsregimen.....	58
4.1 Är den institutionella ramen för inflationsmålsregimen lämplig?.....	58
4.2 Håller Riksbankens tekniska expertis tillräckligt hög kvalitet?.....	63
4.3 Har inflationsmålet en lämplig nivå och utformning?.....	67
4.4 Är den svenska inflationsmålsregimen tillräckligt flexibel?.....	68
4.5 Är det meningsfullt att basera prognoser på implicita terminsräntor enligt marknadsprissättning?.....	70
4.6 Hur väl fungerar Riksbankens kommunikation?.....	71
4.7 Har direktionen rätt struktur?.....	76
5 Slutsatser och rekommendationer.....	80
5.1 Genomförandet av penningpolitiken.....	80
5.2 Styrningen av penningpolitiken.....	82
Bilaga 1 Direktiv för utvärdering av penningpolitiken 1995–2005.....	84
Bilaga 2 Mötesprogram.....	87
Bilaga 3 Förteckning över de institutioner som besvarat vår inbjudan att lämna skriftliga synpunkter.....	91
Bilaga 4 Diagram.....	92
Fotnoter.....	111

1 Inledning

Den 10 november 2005 utsåg riksdagens finansutskott professor Francesco Giavazzi och professor Frederic S. Mishkin till utvärderare av den svenska penningpolitiken 1995–2005. Utvärderingen skulle ske i enlighet med de utvärderingsdirektiv som finansutskottet beslutade om den 31 maj 2005, i vilka följande fastställs (direktiven finns i sin helhet i bilaga 1):

”Följande punkter ska belysas:

- **Målet för Riksbanken.** Utvärderaren ska analysera om det finns målkonflikter mellan riksbankslagens mål om prisstabilitet och uppdraget att främja stabilitet i det finansiella systemet.
- **Utformningen av inflationsmålet.** Utvärderaren ska analysera om inflationsmålet är rätt utformat för att säkerställa prisstabilitet. Utvärderaren ska även analysera om inflationsmålet är väl utformat för att därutöver stödja målen för den allmänna ekonomiska utvecklingen i syfte att nå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Utvärderaren ska belysa konsekvenserna av den nuvarande ordningen där Riksbanken själv utformar det operationella målet för penningpolitiken. Utvärderaren ska granska målets nivå, toleransintervall, målvariabel och de förtydliganden som utvecklats.
- **Uppfyllande av inflationsmålet och utformningen av penningpolitiken.** Utvärderaren ska analysera i vilken grad den förda penningpolitiken bidragit till att inflationsmålet uppnåtts under perioden 1995–2005. Analysen genomförs på årlig basis. Utvärderaren ska belysa om den förda penningpolitiken också givit stöd för en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Utvärderaren ska belysa om Riksbanken följt sin handlingsregel samt om Riksbanken agerat symmetriskt.
- **Underlaget och formerna för penningpolitiska beslut.** Utvärderaren ska analysera Riksbankens prognos- och analysmetoder samt kvaliteten på det ekonomiska/statistiska underlaget. Utvärderaren ska också belysa och analysera Riksbankens interna berednings- och beslutsprocess.
- **Riksbankens externa kommunikation.** Utvärderaren ska analysera Riksbankens kommunikation med omvärlden om inflationsmålet, den aktuella ekonomiska utvecklingen, vidtagna ränteförändringar samt orsakerna till eventuella avvikelser från inflationsmålet. Utvärderaren ska undersöka om Riksbankens redovisning av beslut och beslutsunderlag (i inflationsrapporter, pressmeddelanden, protokoll, tal, arbetsrapporter etc.) är sådan att penningpolitiken går att förutsäga och utvärdera.
- **Riksbankens penningpolitiska instrument.** Utvärderaren ska analysera om de penningpolitiska instrument som Riksbanken har till sitt förfogande är tillräckliga för att Riksbanken ska uppnå sitt mål.

- **Jämförelse med andra länder med inflationsmål.** Utformningen och resultaten av penningpolitiken i Sverige ska jämföras med några andra länder med inflationsmål.”

Vi gick till väga på följande sätt:

Vi inledde arbetet med utvärderingen i januari 2006. Under de första månaderna studerade vi dels dokument som finansutskottets kansli och Riksbanken hade ställt till vårt förfogande, dels liknande utvärderingar som har genomförts avseende andra centralbanker och material som vi själva samlade in.

- Vi besökte Stockholm vid följande tillfällen:
- Professor Mishkin den 5–10 mars 2006.
- Professor Giavazzi den 2–7 april 2006.
- Båda den 7–12 maj 2006.
- Professor Giavazzi besökte också Riksbanken för konferensen ”Central bank governance” (centralbankers styrning och organisation) den 31 augusti–1 september 2006. I samband med detta träffade han tjänstemän från finansutskottets kansli och tjänstemän på Riksbanken (däribland riksbankschefen) för att kontrollera vissa fakta och samla in mer information.

Under våra besök träffade vi berörda parter inom Riksbanken, Finansdepartementet, universitet, finansiella institut, fackliga organisationer och andra svenska organisationer (se mötesprogrammet i bilaga 2). Vi hade också möten med ledamöter i riksdagens finansutskott, företrädare för de politiska partier som är representerade i riksdagen och ledamöter av riksbanksfullmäktige. Den 9 maj 2006 hade vi ett två timmar långt möte med Sveriges statsminister Göran Persson.

Vi uppmanade allmänheten att lämna synpunkter på två sätt:

- Vi informerade om vår utvärdering på riksdagens webbplats (med en länk på Riksbankens webbplats). Via denna kanal fick vi in omkring 50 e-postmeddelanden.
- Vi skickade brev till omkring 20 olika svenska organisationer som uppmanades att komma in med mer utförliga synpunkter. Via denna kanal fick vi in sex bidrag. En förteckning över de organisationer som svarade finns i bilaga 3.

I maj, kort efter vårt besök i Stockholm, skrev vi gemensamt ett första utkast till rapporten i Italien. I juni och juli fortskred arbetet med att samla in ytterligare information från riksdagens finansutskott och Riksbanken och vi gick igenom de e-postmeddelanden och svar som hade inkommit. Rapporten sammanställdes under augusti månad och var klar i september, med undantag för ett fåtal sakuppgifter som behövde kontrolleras. En slutlig version av rapporten förelåg i början av oktober, då den skickades till översättarna.

Vi vill tacka Pär Elfvingsson på riksdagens finansutskott och Mikael Apel på Sveriges riksbank för deras hjälp i uppläggningsen av detta arbete. Johanna Stenkula von Rosen på Sveriges riksbank hjälpte oss med en del av figurerna i rapporten. Vår forskarassistent på Columbia Business School, Emilia Simonova, har gjort ett utomordentligt arbete.

Vi vill tacka Riksbankens tjänstemän för deras öppenhet och uppriktighet.

2 Den penningpolitiska forskningen

Den penningpolitiska forskningen har gjort stora framsteg de senaste trettio åren och de lärdomar som har dragits har bidragit till en väsentligt bättre ekonomisk utveckling i många länder på senare år. Under 1990- och 2000-talen har inflationen sjunkit markant i de flesta länder, samtidigt som fluktuationerna i sysselsättningen varit oförändrade eller minskat något. Forskningen kan hjälpa oss att utvärdera den svenska penningpolitiken på vetenskapliga grunder. I detta avsnitt kommer vi att titta närmare på vad den nationalekonomiska vetenskapen har att säga om hur penningpolitiken bör föras med utgångspunkt i nio centrala frågeställningar: 1) vikten av prisstabilitet och ett nominellt ankare för en framgångsrik penningpolitik, 2) kraven på finanspolitiken och det finansiella systemet för att uppnå prisstabilitet, 3) en självständig centralbank som en ytterligare förutsättning, 4) möjligheten att ställa centralbanken till svars som ett nödvändigt komplement till dess självständighet, 5) argumenten för inflationsmålspolitik, 6) inflationsmålpolitikens flexibilitet, 7) centralbankens öppenhet och kommunikation, 8) det optimala inflationsmålet samt 9) tillgångsprisernas roll i penningpolitiken.

2.1 Vikten av prisstabilitet och ett nominellt ankare för en framgångsrik penningpolitik

Insikten om att prisstabilitet och ett nominellt ankare är betydelsefulla för en framgångsrik penningpolitik har sin grund i tre klarlägganden inom den nationalekonomiska forskningen, nämligen 1) att en expansiv penningpolitik inte kan öka produktion och sysselsättning annat än på kort sikt, 2) att inflation är kostsam och 3) tidsinkonsistensproblemet. Dessa klarlägganden har för det första lett till slutsatsen att prisstabilitet bör vara penningpolitikens övergripande långsiktiga mål och för det andra att ett explicit nominellt ankare bör införas.

2.1.1 En expansiv penningpolitik kan inte öka produktion och sysselsättning annat än på kort sikt

Fram till 1970-talet trodde många nationalekonomer att det fanns ett långsiktigt utbytesförhållande mellan inflation och sysselsättning, dvs. att en expansiv penningpolitik som får inflationen att stiga kan leda till lägre arbetslöshet på lång sikt. Denna tes vederlades dock av forskning i slutet av 1960-talet och på 1970-talet. I sina berömda artiklar visade Edmund Phelps och Milton Friedman att ekonomin på sikt strävar mot någon naturlig arbetslöshetsnivå oavsett inflationstakt.¹

Försök att få arbetslösheten att sjunka under denna naturliga nivå leder bara till högre inflation. Teorin om s.k. rationella förväntningar, som lades

fram i banbrytande artiklar av Robert Lucas, Thomas Sargent och Neil Wallace på 1970-talet, innebar en revolution som gjorde klart att allmänhetens och marknadernas förväntningar om penningpolitiken har en betydande inverkan på så gott som alla sektorer i ekonomin.² Deras forskning visade inte bara att det inte finns något långsiktigt utbytesförhållande mellan sysselsättning och inflation, utan att försök att genom en expansiv penningpolitik få arbetslösheten att sjunka under den naturliga nivån förmodligen kommer att misslyckas, utom på mycket kort sikt (t.ex. över ett par kvartal), eftersom inflationsförväntningarna snabbt kommer att anpassa sig uppåt och sedan leda till högre inflation, utan att det sker någon nämnvärd förbättring av arbetslösheten.

2.1.2 De höga kostnaderna för inflation

Nationalekonomer och politiska beslutsfattare har de senaste trettio åren blivit alltmer medvetna om inflationens ekonomiska och sociala kostnader. Det klimat med hög inflation som rådde på 1970- och 1980-talen gjorde att inflationens kostnader blev tydligare och resulterade i en ökad samsyn om att prisstabilitet – dvs. en låg och stabil inflation – har en mycket gynnsam inverkan på ekonomin. Prisstabilitet motverkar överinvesteringar inom den finansiella sektorn: i en situation med hög inflation expanderar den finansiella sektorn eftersom det blir lönsamt att agera som mellanhand för enskilda och företag som vill undkomma en del av inflationens kostnader. Med prisstabilitet minskar osäkerheten om relativa priser och framtida prisnivåer, vilket gör det lättare för företag och enskilda att fatta bra beslut, och därmed ökar effektiviteten i ekonomin. Prisstabilitet minskar dessutom de snedvridande effekter som uppstår som en följd av samspelet mellan skattesystemet och inflationen. Om det råder prisstabilitet minskar slutligen också påfrestningarna på ett lands samhällsstruktur, eftersom det inte uppstår lika många konflikter mellan olika samhällsgrupper som var för sig – och på varandras bekostnad – försöker försäkra sig om att de egna inkomsterna håller jämn takt med prisutvecklingen. Inflation leder dessutom till ökad fattigdom eftersom den drabbar de fattigaste medborgarna hårdast. Till skillnad från välbärgade medborgare har fattiga medborgare inte tillgång till de finansiella instrument som skulle kunna skydda dem mot inflation.

Alla dessa positiva effekter av prisstabilitet tyder på att en låg och stabil inflation kan öka andelen resurser som används produktivt i ekonomin och till och med bidra till högre tillväxt. Det har med tiden vuxit fram en allt större samsyn om att inflation, och i synnerhet en hög inflation, har en negativ inverkan på tillväxten.

2.1.3 Tidsinkonsistensproblemet

Ett annat viktigt framsteg inom den penningpolitiska forskningen som utvecklades ur idén om rationella förväntningar handlade om *tidsinkonsistensproblemet*s betydelse och presenterades i artiklar av Finn Kydland och Edward

Prescott, Guillermo Calvo och Robert Barro och David Gordon.³ Tidsinkonsistensproblemet är något vi ständigt brottas med i vårt dagliga liv. Vi kanske har en plan som vi vet kommer att ge goda resultat på lång sikt. Ändå kan vi inte låta bli att göra avsteg från den eftersom det kortsiktigt ger oss en positiv effekt. Ett typiskt exempel är när vi avger ett nyårslöfte om att börja banta men kort därefter inte kan låta bli att ta en tårbit till – och en till, och en till – och därför börjar lägga på oss igen. Vi upptäcker att det är omöjligt för oss att *konsekvent* följa en bra plan över *tiden*. Man brukar säga att den bra planen är *tidsinkonsistent* och snart kommer att överges.

Även penningpolitiska beslutsfattare ställs inför detta tidsinkonsistensproblem. De utsätts ständigt för frestelsen att föra en diskretionär penningpolitik som kan stimulera produktionen och sysselsättningen på kort sikt – över den nivå som är förenlig med en stabil inflation – och som är mer expansiv än vad företagen och allmänheten ursprungligen har förväntat sig. Det bästa är dock att *inte* driva en diskretionär, expansiv penningpolitik eftersom beslut om löner och priser speglar arbetstagarnas och företagens förväntningar på politiken. När arbetstagare och företag märker att centralbanken bedriver en expansiv politik stiger deras inflationsförväntningar, och löner och priser drivs upp. Uppgången i löner och priser leder sedan till högre inflation, men i genomsnitt inte till högre produktion.

På sikt uppnår centralbanker ett bättre inflationsresultat om de inser (och gör klart för allmänheten) att målet inte bör vara att höja produktionen eller sysselsättningen över den nivå som är förenlig med en stabil inflation, och inte försöker överraska omgivningen med en oväntad diskretionär och expansiv politik. De bör i stället förbinda sig att hålla inflationen under kontroll.

Även om centralbankerna emellertid inser att en diskretionär politik får negativa följder – hög inflation men ingen ökning av produktionen – och därför tar avstånd från en sådan politik, kommer tidsinkonsistensproblemet troligen ändå att uppkomma till följd av politiska påtryckningar. Många observatörer menar att politikerna i en demokrati tenderar att vara kortsynta eftersom de drivs av viljan att vinna nästa val. Så länge detta är deras främsta mål kommer de knappast att fokusera på långsiktiga mål som att främja en stabil prisnivå, utan i stället söka kortsiktiga lösningar på problem som hög arbetslöshet genom att kräva att centralbanken ska sänka räntorna.

2.1.4 Prisstabilitet bör vara penningpolitikens övergripande, långsiktiga mål

Penningpolitikens oförmåga att stimulera sysselsättningen (annat än på mycket kort sikt), inflationens höga kostnader och tidsinkonsistensproblemet utmynnar i slutsatsen att det övergripande, långsiktiga målet för penningpolitiken bör vara att uppnå prisstabilitet.

De positiva effekterna av en låg och stabil inflation som främjar en högre produktion talar för ett prisstabilitetsmål. Ett institutionellt åtagande för prisstabilitet är dessutom ett sätt att minska sannolikheten för tidsinkonsistens i

penningpolitiken och leder inte till långsiktigt lägre sysselsättning. Ett institutionellt åtagande för målet om prisstabilitet motverkar tidsinkonsistensproblemet eftersom det gör klart att centralbanken måste ha en långsiktig strategi och därför motstå frestelsen att föra en kortsiktig expansiv politik som är oförenlig med det långsiktiga målet om prisstabilitet. Ett institutionellt åtagande om prisstabilitet kan också förmå regeringen att föra en mer ansvarsfull finanspolitik och därmed främja en av de förutsättningar för en bra penningpolitik som beskrivs längre fram. Det blir svårare för en regering som har förbundit sig att uppnå prisstabilitet att föra en politik som leder till stora budgetunderskott. Numera finns det en större medvetenhet bland politiker om att de för eller senare kommer att vara tvungna att finansiera underskott i statsbudgeten genom skattehöjningar eller nedskärningar i de offentliga utgifterna och att de inte kan ta till den s.k. inflationsskatten – dvs. att via sedelpressarna betala för varor och tjänster – eftersom det skulle leda till inflation som är oförenlig med målet om prisstabilitet.

Innebär antagandet av ett prisstabilitetsmål att centralbanken inte bör bry sig om fluktuationer i produktion och sysselsättning? Penningpolitiken bör naturligtvis vara inriktad på att minska både inflationen *och* fluktuationerna i produktion och sysselsättning kring deras optimala/naturliga nivåer. Det är i själva verket just så man brukar definiera målen för penningpolitiken i den akademiska litteraturen. (Eftersom produktion och sysselsättning normalt utvecklas parallellt används de genomgående i texten som utbytbara termer. Det finns emellertid tillfällen då produktion och sysselsättning inte rör sig parallellt, t.ex. när det inträffar produktivitetsschocker. I Sverige har positiva produktivitetsschocker på senare tid lett till en högre produktionstillväxt samtidigt som sysselsättningen har varit oförändrad.)

Det andra målet, att minska fluktuationerna i sysselsättningen, är skälet till varför centralbanker inte bör försöka uppnå prisstabilitet *på kort sikt*. Detta skulle nämligen innebära att penningpolitiken uteslutande skulle vara inriktad på att minimera svängningarna i inflationen, vilket skulle kunna leda till alltför stora fluktuationer i sysselsättningen. Eftersom prisstabilitet bidrar till att främja ekonomisk tillväxt, och eftersom en expansiv penningpolitik som leder till inflation på sikt inte ökar sysselsättningen utan bara drabbar arbetstagarna negativt, bör prisstabilitet vara penningpolitikens övergripande mål på *lång*, men inte kort, sikt.

I en del länder, däribland USA, ska centralbanken enligt lagstiftningen eftersträva två mål: prisstabilitet och maximal sysselsättning – vilket man brukar kalla ett *dubbelt mandat*. I andra länder, t.ex. Sverige, Storbritannien och euroländerna, finns det i stället ett *hierarkiskt mandat* som innebär att prisstabilitetsmålet sätts främst, men att även andra mål, t.ex. hög sysselsättning, kan eftersträvas förutsatt att prisstabilitet uppnås.

Skillnaden mellan ett dubbelt och ett hierarkiskt mandat är emellertid i praktiken mestadels akademisk. Under förutsättning att prisstabilitet är målet på lång, men inte kort, sikt kan penningpolitiken minska fluktuationer i sys-

selsättningen genom att tillfälligt låta inflationen avvika från det långsiktiga målet. Det betyder att centralbanken i praktiken har ett dubbelt mandat.

Ett dubbelt mandat kan framstå som riskabelt: om det dubbla mandatet får centralbanken att föra en kortsiktig expansiv politik för att öka produktion och sysselsättning, men samtidigt struntar i de långsiktiga följderna för inflationen kan det återigen uppstå ett tidsinkonsistensproblem. Oron över att ett dubbelt mandat kan leda till en alltför expansiv politik är ett av huvudskälen till att många länder i stället har valt hierarkiska mandat där uppnåendet av prisstabilitet kommer först. Men hierarkiska mandat kan också skapa problem om de leder till att centralbanken enbart riktar in sig på inflationsbekämpning, även på kort sikt, och därför för en politik som leder till stora fluktuationer i sysselsättningen. Slutsatsen är att båda typerna av mandat är lämpliga så länge prisstabilitet är det främsta målet på *lång*, men inte kort, sikt.

I 2 § riksbankslagen fastställs följande: ”Målet för Riksbankens verksamhet ska vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken ska också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.” Lagen innehåller ingen uttrycklig hänvisning till ett dubbelt mandat, men i den av riksdagen antagna proposition 1997/98:40 konstateras (i avsnitt 7.3) följande: ”Målet för penningpolitiken ska vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Såsom myndighet under riksdagen bör Riksbanken därutöver, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.”

Riksbanken har alltså *de facto* ett hierarkiskt mandat som liknar de mandat som har formulerats för Bank of England och Europeiska centralbanken.

2.1.5 Ett väl definierat nominellt ankare bör införas

Även om ett institutionellt åtagande för prisstabilitet bidrar till att lösa tidsinkonsistensproblemet och finanspolitiska problem är det inte tillräckligt eftersom prisstabilitet inte är ett tydligt definierat begrepp. Definitioner av prisstabilitet brukar vara av typen: man känner igen det när man ser det. Om inte alla är överens om vad prisstabilitet är i praktiken kan de restriktioner som läggs på finanspolitiken och en diskretionär penningpolitik för att undvika inflation bli ganska verkningslösa, och både penningpolitiska beslutsfattare och politiker kan hitta kryphål för att undvika de tuffa beslut som krävs för att hålla inflationen under kontroll. För att lösa detta problem kan man införa ett nominellt ankare som slår fast exakt vad åtagandet för prisstabilitet betyder.

Ett nominellt ankare är som en handlingsregel som bidrar till att förebygga tidsinkonsistensproblemet. Genom att lägga en förväntad restriktion på den diskretionära politiken hjälper ett nominellt ankare centralbankerna att inte ge vika och börja driva en alltför expansiv, diskretionär politik.

2.2 Kraven på finanspolitiken och det finansiella systemet för att uppnå prisstabilitet

Penningpolitiken förs inte i ett vakuum. Det finns två grundläggande förutsättningar för att penningpolitiken ska kunna främja prisstabilitet och för att man ska kunna införa ett trovärdigt nominellt ankare: 1) en ansvarsfull finanspolitik och 2) ett finansiellt regelverk som främjar ett säkert och stabilt finansiellt system. Som vi kommer att se kan penningpolitiken inte hålla inflationen under kontroll om regeringens finanspolitik och det finansiella systemet inte fungerar väl, varför en ansvarsfull finanspolitik och ett stabilt finansiellt system är förutsättningar för en framgångsrik penningpolitik. I Sverige uppfylls lyckligtvis båda dessa förutsättningar. Skälet till att vi ändå diskuterar dem här är att så inte alltid varit fallet samt att det är viktigt att aldrig ta dem för givna: utan dem kommer en aldrig så väl genomförd penningpolitik förr eller senare att misslyckas.

2.2.1 En ansvarsfull finanspolitik

Eftersom regeringen precis som alla andra måste kunna betala sina räkningar har den en budgetrestriktion. Om vi spenderar mer än vi tjänar måste vi låna pengar för att finansiera vår överkonsumtion. Om vi inte kan låna pengar har vi inget annat val än att skära ned på våra utgifter. När en regering spenderar mer än den får in, dvs. när det uppstår ett budgetunderskott, kan den på liknande sätt finansiera underskottet genom att låna pengar, dvs. genom att emittera statspapper. Till skillnad från oss har regeringen dock en annan möjlighet att finansiera sitt underskott om den inte kan låna pengar: den kan låta sedelpressarna trycka nya sedlar och använda dem för att täcka sitt utgiftsöverskott. Om budgetunderskotten är stora blir det kanske omöjligt för regeringen att låna tillräckligt mycket för att täcka dem. Då kan den antingen trycka nya sedlar direkt eller pressa centralbanken att köpa statsobligationer (s.k. *monetarisering*). Slutresultatet blir detsamma: nämligen att penningmängden ökar. När budgetunderskotten blir alltför stora kan det alltså uppstå ett tryck som leder till en expansiv penningpolitik och en hög inflation, vilket gör det svårare för centralbanken att uppnå prisstabilitet. I Sverige är det mindre sannolikt att en expansiv finanspolitik leder till en expansiv penningpolitik eftersom Maastrichtfördraget, som Sverige har undertecknat, innehåller ett förbud mot sedelpressfinansiering för att finansiera budgetunderskott. Till och med under den svenska bankkrisen i början av 1990-talet fattades avsiktliga beslut om att kostnaderna för statens räddningsaktioner inom banksystemet inte skulle finansieras via sedelpressarna: staten blev i stället tvungen att emittera obligationer för att finansiera dessa räddningsaktioner. Men även i ett klimat som det svenska främjar en ansvarsfull finanspolitik förtroendet för att centralbanken aldrig kommer att hamna i en situation där den tvingas öka penningmängden för att hjälpa staten att finansiera sina underskott.

2.2.2 Ett finansiellt regelverk som främjar ett säkert och stabilt finansiellt system

Om regleringarna och tillsynen inom det finansiella systemet är undermåliga kan det uppstå stora förluster i bankerna som gör det omöjligt för centralbankerna att höja räntorna för att kontrollera inflationen, eftersom detta skulle kunna leda till ytterligare förluster och i slutändan orsaka det finansiella systemets kollaps. Stora förluster i bankerna kan dessutom tvinga staten att göra stora utbetalningar för att få bankerna på fötter igen, vilket skedde i Sverige i början av 1990-talet, och försämrade statsfinanserna ytterligare. Stora underskott kan som vi har sett i sin tur leda till en ökning av penningmängden, vilket får inflationen att stiga. En förutsättning för att uppnå prisstabilitet är således ett sunt finansiellt regelverk.

2.3 En självständig centralbank som en ytterligare förutsättning

Det finns emellertid ännu en förutsättning för att man ska kunna uppnå prisstabilitet genom att införa ett trovärdigt nominellt ankare: centralbanken måste vara självständig när den fattar beslut om sina styrmedel. I en demokrati är det alltid med viss olust man lämnar över makt över politiska beslut som påverkar så gott som alla medborgare till icke folkvalda tjänstemän. Vi ska här diskutera frågan om centralbankens självständighet. I nästa delavsnitt handlar det om möjligheterna att ställa den till svars för sin politik.

2.3.1 Måloberoende

Det finns visserligen starka argument för prisstabilitetsmålet och för införandet av ett nominellt ankare, men vem bör egentligen bestämma målen för penningpolitiken? Ska centralbanken själv tillkännage sitt åtagande för prisstabilitet och vilket nominellt ankare den har valt, eller är det bättre om regeringen ålägger den detta åtagande?

I detta sammanhang är det lämpligt att skilja mellan måloberoende och instrumentberoende. Med *måloberoende* menas att centralbanken självständigt fastställer mål för penningpolitiken – t.ex. målet att inflationen ska ligga på 2 % på två års sikt. Med *instrumentberoende* menas att centralbanken självständigt fattar beslut om de penningpolitiska styrmedlen, t.ex. räntenivån, för att uppnå sina mål.

Den för demokratin så grundläggande principen att allmänheten måste ha möjlighet att utöva kontroll över statens agerande talar starkt för att målen för penningpolitiken bör fastställas av en folkvald regering. Centralbanker bör med andra ord inte vara måloberoende. Den logiska slutsatsen av detta är att det institutionella åtagandet för prisstabilitet bör komma från regeringen i form av ett uttryckligt, lagstadgat mandat för centralbanken att eftersträva prisstabilitet som sitt övergripande, långsiktiga mål.

Att centralbanken ska ha ett lagstadgat mandat och vara målberoende är inte bara förenligt med grundläggande demokratiska principer, utan minskar dessutom risken för tidsinkonsistens samtidigt som det ökar sannolikheten för en sund finanspolitik som främjar en bra penningpolitik. Som redan påpekats ligger orsaken till tidsinkonsistensproblemet förmodligen snarare i den politiska processen än hos centralbanken. När politiker väl har tagit ställning för prisstabilitetsmålet genom att anta en centralbankslagstiftning som innehåller ett prisstabilitetsmandat blir det också svårare för dem att pressa centralbanken att föra en kortsiktig expansiv politik som är oförenlig med prisstabilitetsmålet. En regering som gör ett åtagande för prisstabilitet åtar sig också att inte föra en ansvarslös finanspolitik som kan leda till högre inflation.

Detta resonemang talar för att centralbanken i ett parlamentariskt system som Sverige bör vara målberoende: det bör med andra ord vara regeringen som fastställer penningpolitikens långsiktiga mål, t.ex. en inflation på 2 %. (Det är emellertid inte alls lika självklart att det bör vara regeringen som fastställer de långsiktiga målen för penningpolitiken i ett system som det amerikanska, där det finns en tydlig åtskillnad mellan den verkställande och den lagstiftande makten. I ett sådant system är det långt ifrån uppenbart vilket statsorgan som bör fastställa de penningpolitiska målen, vilket kan göra det svårare att etablera ett strikt målberoende för centralbanken.⁴ Men även i ett parlamentariskt system, där åtskillnaden mellan den verkställande och den lagstiftande makten inte är lika tydlig, är frågan om det långsiktiga målet bör fastställas av regeringen eller av den lagstiftande församlingen.) Även om centralbanken är målberoende bör den emellertid inte vara utestängd från beslutsprocessen om målen för penningpolitiken. Eftersom centralbanken har både anseende och expertis på det penningpolitiska området är det så gott som alltid bättre för regeringen att fastställa målen för penningpolitiken i samråd med centralbanken.

Även om argumenten för att det ska vara regeringen som fastställer det långsiktiga målet för penningpolitiken överväger, är det mer omtvistat om den bör fastställa inflationsmålen på kort och medellång sikt. Det finns en oro över att kort- och medelfristiga inflationsmål som fastställs av regeringen kan komma att ändras från månad till månad, eller kvartal till kvartal, och därmed ge upphov till ett allvarligt tidsinkonsistensproblem där kortsiktiga mål tillåts dominera. I praktiken verkar detta emellertid inte vara något större problem eftersom det i länder där regeringen fastställer det årliga inflationsmålet sällan sker någon ändring av detta mål när prisstabilitet väl har uppnåtts. Även om det skulle vara teoretiskt möjligt för en regering att manipulera ett årligt inflationsmål för att uppnå kortsiktiga syften brukar insynen i beslutsprocessen leda till en långsiktig strategi även när inflationsmålet fastställs på årlig basis.

Om inflationen i dagsläget ligger långt från det långsiktiga målet blir frågan om vem som bör fastställa målet på medellång sikt mer komplicerad. Hur lång eftersläpningen är i penningpolitikens inverkan på inflationen är en teknisk fråga som centralbanken är mycket mer kvalificerad än politikerna att bedöma. För att fastställa hur snabbt inflationen bör återföras till det långsiktiga målet

krävs alltså en bedömning av denna eftersläpning som bör skyddas från kortsiktiga politiska påtryckningar för att undvika en tidsinkonsistent politik. Detta talar för att det är centralbanken som bör fastställa det medelfristiga inflationsmålet, eftersom det beror på eftersläpningarna i penningpolitikens inverkan på inflationen hur snabbt detta mål närmar sig det långfristiga målet. Det kan emellertid hävdas att regeringen i ett sådant läge bör ha en roll i fastställandet av det medelfristiga målet eftersom, som Lars Svensson har visat, preferenser när det gäller vilken vikt som läggs vid att minimera fluktuationer i produktionen jämfört med fluktuationer i inflationen påverkar hur snabbt inflationen bör anpassas till det långsiktiga målet.⁵ Om regeringens preferenser ska speglas i penningpolitiken måste den därför ha en roll i fastställandet av det medelfristiga målet.

Om medelfristiga inflationsmål bör fastställas av centralbanken eller regeringen är därför en öppen fråga. Det är kanske för det mesta inget större problem eftersom de medelfristiga målen och de långfristiga målen förmodligen ligger ganska nära varandra. Så är emellertid inte alltid fallet.

2.3.2 Instrumentoberoende

Även om de skäl som anføres ovan talar för att centralbanker bör vara *målberoende* finns det starka argument för att centralbanker bör vara *instrumentoberoende*, dvs. att de ska ha möjlighet att utan regeringens inblandning fastställa styrräntan på en nivå som de anser lämplig för att uppnå det långsiktiga prisstabilitetsmålet. Vi har sett att tidsinkonsistensproblemet med största säkerhet härrör från den politiska processen. Genom att göra centralbankerna oberoende blir det lättare för dem att undvika tidsinkonsistensproblemet.

Det faktum att penningpolitiken måste vara framåtblickande för att ta hänsyn till den långa eftersläpningen i ränteändringars inverkan på inflationen är ett annat argument som talar för instrumentoberoende. Instrumentoberoende skyddar centralbanken mot den kortsiktighet som ofta kännetecknar den politiska processen och som är en följd av att politiker vill bli valda inom en snar framtid. Om centralbanken är instrumentoberoende ökar sannolikheten för att den kommer att föra en framåtblickande politik och att den tar tillräcklig hänsyn till den långa eftersläpningen som de penningpolitiska åtgärderna har på inflationen.

Nyare information tycks stödja hypotesen att den makroekonomiska utvecklingen blir bättre när centralbankerna har ett större oberoende. När centralbankerna i industriländer rangordnas utifrån graden av deras lagreglerade oberoende är inflationsutvecklingen bäst i de länder där centralbankerna har störst självständighet.⁶ Både nationalekonomisk teori och det faktum att länder med mer självständiga centralbanker har haft en bättre utveckling har föranlett en markant trend mot mer självständiga centralbanker över hela världen. Före 1990-talet hade mycket få centralbanker någon betydande självständighet – tyska Bundesbank, den schweiziska centralbanken och i något mindre grad amerikanska Federal Reserve är några exempel. I dag har nästan alla centralbanker i industriländerna och många i tillväxtländerna lika stor självständighet som Bundesbank

och den schweiziska centralbanken hade före år 2000. På 1990-talet blev centralbankerna mer självständiga i så vitt skilda länder som Nya Zeeland, Storbritannien, Sydkorea, euroländerna och Sverige.

2.4 Möjligheter att ställa centralbanken till svars för sin politik

Det är en grundläggande demokratisk princip att allmänheten bör ha rätt att utöva kontroll över regeringens agerande. I en demokrati måste medborgarna ha möjlighet att utkräva ansvar av inkompetenta politiska beslutsfattare för att kontrollera deras agerande. Om politiska beslutsfattare inte kan avsättas eller på annat sätt bestraffas är det i strid med denna grundläggande demokratiska princip. I en demokrati måste regeringsföreträdare kunna ställas till svars inför medborgarna.

Ett annat skäl till varför det är viktigt att politiska beslutsfattare kan avkrävas ansvar är att det främjar effektiviteten i statsförvaltningen. Om politiska beslutsfattare riskerar att drabbas av påföljder ökar sannolikheten för att inkompetenta beslutsfattare byts ut mot kompetenta beslutsfattare, och det uppstår starkare incitament för dem att göra ett bra arbete. Vetskapen om att de kommer att hållas ansvariga för ett dåligt resultat innebär att de politiska beslutsfattarna kommer att anstränga sig för att utforma en bra politik. Om de kan undkomma ansvar minskar incitamentet att göra en bra insats väsentligt, och sannolikheten för en dålig politik ökar.

2.4.1 Var bör den penningpolitiska debatten föras?

För att centralbanken ska kunna ställas till svars bör penningpolitiken vara föremål för en aktiv offentlig debatt. Men var bör en sådan debatt föras? Bör den föras i landets lagstiftande församling, dvs. i parlamentet eller kongressen? Och bör den verkställande makten, dvs. statsråden, delta aktivt i den penningpolitiska debatten?

Innan vi besvarar dessa frågor ska vi redovisa två iakttagelser. Den första är vikten av en fri och kompetent press där välinformerade deltagare debatterar penningpolitiken. Detta förutsätter inte bara duktiga professionella journalister, utan också ett aktivt deltagande av landets bästa och mest namnkunniga ekonomer. Sådana diskussioner är viktiga eftersom de kan bidra till att öka möjligheterna för medborgarna att ställa centralbanken till svars.

Den andra är att man i en diskussion om den offentliga debatten om penningpolitiken aldrig får glömma att en försvagning av centralbankens trovärdighet i dess strävan att uppnå prisstabilitet kommer att leda till stigande inflationsförväntningar och därmed till ett ökat inflationstryck när arbetstagarer och företag kräver högre löner och priser. I ett sådant läge kan centralbanken ställas inför ett svårt val: om den inte gör någonting alls kommer det nominella ankarat att försvagas och inflationen att stiga, men om den stramar

åt penningpolitiken för att återställa det nominella ankarets trovärdighet kan åtstramningarna visa sig bli för stora och skada ekonomin. Det var just en sådan situation som Riksbanken ställdes inför under de första åren efter inflationsmålets införande (1993–1996), vilket vi kommer att beröra i avsnitt 3.2.1. Som vi kommer att se fick oron över att inflationsförväntningarna var för höga Riksbanken att strama åt penningpolitiken. Åtstramningarna visade sig emellertid vara alltför stora och ledde till en konjunkturedgång och till att inflationen sjönk under Riksbankens uttalade mål. Om centralbanken tappar i trovärdighet kan det alltså leda till en sämre penningpolitisk utveckling.

En analys av effekterna av att centralbanken tappar i trovärdighet visar att kritik från politikerna mot centralbankens sätt att bedriva penningpolitik kan få negativa följder. En politisk debatt som bara går ut på att kritisera penningpolitiska beslut och framför allt centralbankens räntehöjningar, men aldrig klandrar centralbanken om den genomför räntesänkningar som kan leda till alltför hög inflation, kan vara kontraproduktiv eftersom den försvagar det nominella ankarat och leder till sämre ekonomiska resultat. En politisk debatt som däremot är inriktad på om centralbanken vidtar eller har vidtagit lämpliga åtgärder för att uppnå prisstabilitet kan förmodligen stärka det nominella ankarat.

Även om en politisk debatt om centralbanken kan få negativa följder kan den också ha betydande positiva effekter. Den politiska debatten har en central roll i ett demokratiskt system och centralbanken bör inte vara undantagen från denna debatt. Det är den kritik som såväl politiker som marknadsaktörer riktar mot centralbanken som tvingar den att stå till svars för sin politik och ger den incitament att göra ett bra arbete. En övervakning av och debatt om centralbanken kan också förbättra bankens förmåga att lära sig av sina misstag. Oavsett i vilken form den politiska debatten äger rum visar fördelarna med en centralbank som kan ställas till svars för sin politik att en aktiv penningpolitisk debatt är absolut nödvändig.

Detta resonemang talar starkt för att en aktiv politisk debatt och granskning av penningpolitiken bör äga rum inom ett lands lagstiftande församling. Det talar också för att debatten om centralbankens agerande, i synnerhet när utfallen är kända, är mycket värdefull för att stärka centralbankens möjligheter att kunna förklara sin politik.

Det är betydligt mer problematiskt om den verkställande makten eller ministrarna ägnar sig åt att debattera och kritisera centralbanken, i synnerhet om syftet är att påverka centralbankens beslut. Eftersom ministrarna har ett större inflytande över lagstiftning som påverkar centralbankens befogenheter och resurser har de, och i synnerhet statsministern och finansministern, en betydande makt att bestraffa eller belöna centralbanken. Om ministrar kritiserar centralbankens agerande, och särskilt räntehöjningar, kommer centralbankens trovärdighet sannolikt att försvagas. Resultatet kan då bli det motsatta mot vad ministrarna vill uppnå, eftersom det kan hända att centralbanken försöker återställa det nominella ankarets trovärdighet och förhindra att inflationsför-

väntningarna stiger genom att höja räntorna ytterligare, vilket i sin tur kan leda till en nedgång i den ekonomiska produktionen och sysselsättningen.

Insikten om faran med att låta ministrar kritisera penningpolitiken har fått en del regeringar att avstå från att kritisera centralbankens beslut, vilket har gett positiva resultat. Förhållandet på senare tid mellan den verkställande makten och Federal Reserve i USA belyser ganska väl fördelarna med att inte låta den politiska debatten om penningpolitiken föras genom kommentarer av regeringsföreträdare. Alldeles i början av Bill Clintons första presidentperiod lyckades Robert Rubin, som senare blev finansminister men då arbetade i Vita huset som ordförande i National Economic Council, övertyga president Clinton om att det vore fel av presidenten (eller av Rubin själv för den delen) att kritisera den amerikanska centralbankens räntehöjningar i början av 1994. En sådan kritik skulle bara försvaga centralbankens trovärdighet, få inflationsförväntningarna att skjuta i höjden, leda till en efterföljande uppgång i de långa räntorna och därmed till en kraftig prisnedgång på obligationer med långa löptider. (Bob Woodward ger en livfull beskrivning av detta i sin bok *Maestro*.⁷⁾ Följden blev att Clintonadministrationen inte en enda gång under mandatperioden kommenterade den amerikanska centralbankens penningpolitiska beslut. Eftersom den inte kritiserades för sina räntehöjningar kunde den amerikanska centralbanken etablera trovärdighet som en seriös inflationsbekämpare, vilket främjade stabilare inflationsförväntningar. Tack vare denna starkare trovärdighet kunde Federal Reserve under senare delen av 1990-talet avstå från att strama åt penningpolitiken utan att behöva oroa sig för att inflationsförväntningarna skulle skjuta i höjden, vilket bidrog till att understödja en stark ekonomisk tillväxt. Dess starka trovärdighet gjorde det också möjligt för Federal Reserve att genomföra aggressiva räntesänkningar som en föregripande strategi inför negativa chocker, till och med innan lågkonjunkturen 2001–2002 inleddes, utan att oroa sig för att detta skulle skada dess trovärdighet som inflationsbekämpare. Den amerikanska centralbankens snabba reaktion ledde till att konjunkturnedgången 2001–2002 i slutändan blev ganska lindrig. Clintonadministrationens strategi, som även Bushadministrationen har anammat, anses ha varit oerhört framgångsrik och inte bara hjälpt den amerikanska centralbanken att uppnå en både lägre och mer stabil inflation, utan också mindre fluktuationer i produktion och sysselsättning.

2.5 Argumenten för inflationsmålspolitik

Nationalekonomer och politiska beslutsfattare må ha kommit fram till samma slutsats om det förnuftiga i att anta ett nominellt ankare, men frågan är vilket ankare man ska välja? Det finns tre grundläggande typer av nominella ankare för länder som har en oberoende penningpolitik: penningmängdsmål, inflationsmål och implicita men inte explicita nominella ankare. (Ett alternativt nominellt ankare är ett växelkursmål, en fast växelkurs, vilket i ett land med öppna kapitalmarknader som Sverige innebär att landet inte längre har en

oberoende penningpolitik som kan inriktas på inhemska hänsynstaganden. Växelkursmål diskuteras i samband med tillgångsprisernas roll i penningpolitiken längre fram.) Vilka fördelar har då dessa olika ankare i förhållande till varandra?

2.5.1 Penningmängdsmål

Penningmängdsmål var en gång i tiden det nominella ankaret framför andra. Det är emellertid svårt för ett penningmängdsmål att fungera som ett starkt nominellt ankare om förhållandet mellan penningmängdsmåttet och inflationen är instabilt. Detta förhållande blir sannolikt än mer instabilt efter finansiella avregleringar eller tekniska innovationer som leder till att det blir svårare att definiera vad pengar egentligen är. Det var faktiskt just det som hände i de länder som införde penningmängdsmål. Gerald Bouey, chef för den kanadensiska centralbanken, beskrev målande sin centralbanks erfarenheter av penningmängdsmål med orden ”Det var inte vi som övergav penningmängdsmåttet, det var de som övergav oss”.

Det bör påpekas att Tyskland (och i mindre utsträckning Schweiz) hade betydande framgångar med sina penningmängdsmål. Men det är samtidigt viktigt att komma ihåg att dessa framgångar ofta uppnåddes (åtminstone fram till slutet av 1980-talet) i en miljö som kännetecknades av ganska stränga finansiella regleringar och där förhållandet mellan penningmängdsmått och inflation var relativt stabilt. Bundesbank och den schweiziska centralbanken hade dessutom inte anammat Milton Friedmans ortodoxa monetarism, enligt vilken penningpolitiken främst bör vara inriktad på att penningmängden ska hålla en konstant ökningstakt. Penningmängdsstyrningen i Tyskland och Schweiz låg i stället betydligt närmare en inflationsmålspolitik än en monetaristisk penningmängdsstyrning.

2.5.2 Inflationsmål

Efter motgångarna med penningmängdsmålen började man söka efter ett bättre nominellt ankare, vilket ledde till utvecklingen av inflationsmålspolitiken på 1990-talet. Inflationsmålspolitiken var en vidareutveckling av penningmängdsstyrningen. Den utgick från den sistnämndas mest framgångsrika grundelement: ett institutionellt åtagande om prisstabilitet som penningpolitikens främsta långsiktiga mål och för uppnåendet av ett inflationsmål, ökad tydlighet genom information till allmänheten om penningpolitikens mål och om de planerade åtgärderna för att uppnå dessa mål samt ökat ansvar för centralbanken att uppnå inflationsmålen. Inflationsmålspolitik skiljer sig emellertid från penningmängdsstyrning i två avgörande avseenden: i stället för att tillkännage ett mål för penningmängdens utveckling tillkännager centralbanken ett medelfristigt siffersatt mål för den framtida inflationen, och för att den ska kunna bestämma hur den ska använda sina styrmedel använder man sig av en strategi som innebär att man lägger större vikt vid prognoser

över inflation och produktion än vid mellanliggande mål som penningmängdstillväxt.

Inflationsmålspolitiken trängde av flera skäl undan penningmängdsstyrningen. För det första är inflationsmål inte beroende av ett stabilt förhållande mellan penningmängd och inflation, vilket innebär att chocker beträffande omloppshastigheten (nominell inkomst i förhållande till penningmängd) som snedvrider detta förhållande i stort sett saknar betydelse för den penningpolitiska utvecklingen. Inflationsmålspolitik är för det andra framåtblickande till sin karaktär och eftersom den baseras på bred information och inte bara på en variabel har den potential att leda till en mer välavvägd politik. Om det inträffar en chock som rör energiutbudet, t.ex. en kraftig höjning av oljepriset, skulle en strikt penningmängdsstyrning inte ta någon hänsyn till de konsekvenser som oljeprisförändringen kommer att få på inflation och framtida produktion, vilket en inflationsmålspolitik däremot skulle göra. Inflationsmålspolitik är för det tredje lätt att förstå för allmänheten eftersom prisförändringar har en omedelbar och direkt inverkan på deras liv, medan penningmängdsmått ligger längre bort från människors vardag. (Hur stor andel av befolkningen kan skilja mellan M0, M1, M2 och M3?) Inflationmål är därför bättre på att göra penningpolitiken mer tydlig, eftersom de bidrar till att klargöra vad centralbanken strävar efter. Inflationmål ökar för det fjärde möjligheterna att ställa centralbanken till svars för sin politik, eftersom resultaten kan mätas mot ett klart definierat mål. I detta avseende fungerar penningmängdsmål mindre bra. Det instabila förhållandet mellan penningmängd och inflation gör det svårare att utkräva ansvar, eftersom det är ofrånkomligt att centralbanken ofta kommer att missa sina penningmängdsmål. Så var också fallet med Bundesbank, som mer än hälften av tiden missade sina målintervall.

Eftersom ett explicit siffersatt inflationsmål ökar centralbankens ansvar för uppdraget att kontrollera inflationen kan inflationsmål också minska risken för att centralbanken drabbas av tidsinkonsistensproblemet och överger sin optimala plan för att i stället försöka öka produktion och sysselsättning genom en alltför expansiv penningpolitik. Men eftersom det är mer sannolikt att tidsinkonsistens uppstår till följd av politiska påtryckningar på centralbanken att föra en alltför expansiv penningpolitik är en viktig fördel med inflationsmål att det blir lättare att inrikta den politiska debatten på vad centralbanken kan göra på lång sikt – nämligen att kontrollera inflationen – och inte på vad den inte kan göra – nämligen att varaktigt höja den ekonomiska tillväxten och antalet arbetstillfällen genom en expansiv penningpolitik. En inflationsmålspolitik tycks alltså minska de politiska påtryckningarna på centralbanken att föra en inflationistisk penningpolitik och därmed minska risken för en tidsinkonsistent politik.

2.5.3 En penningpolitik med ett implicit men inte explicit nominellt ankare

Ett tredje sätt att bedriva penningpolitik är det som användes av den amerikanska centralbanken under Alan Greenspan. Under Greenspan hade Federal Reserve ett

nominellt ankare som var implicit men inte explicit och som handlade om bankens överordnade intresse av att långsiktigt kontrollera inflationen genom framåtblickande och förebyggande insatser mot inflation eller deflation. Denna strategi har varit oerhört framgångsrik. Under Greenspan (som fick god hjälp på vägen av den tidigare centralbankschefen Paul Volcker, som bidrog till att bryta inflationsutvecklingen i början av 1980-talet) lyckades banken reducera inflationen i Förenta staterna till omkring 2 %, vilket är ungefär den nivå som centralbanker med inflationsmål har lyckats uppnå. Föregripande insatser mot inflationen – i synnerhet höjningen av styrräntan 1994–1995 från 3 % till 6 % mellan februari 1994 och början av 1995 – bidrog till att hålla inflationen på en stabil nivå och understödde den mest långvariga konjunkturuppgången i amerikansk historia under perioden 1991–2001. Därefter inledde Federal Reserve i januari 2001 en föregripande insats mot ekonomisk avmattning och deflation. Tack vare detta blev konjunkturredgången 2001–2002 tämligen lindrig och inflationen fortsatte att vara stabil. Resultatet av dessa föregripande insatser mot såväl inflation som försvagning av ekonomin var att Förenta staterna fick en stadig tillväxt med fortsatt låg inflation.

Det finns flera nackdelar med ett implicit ankare som bygger på anseendet hos en enskild person på det sätt som är fallet i Förenta staterna. En nackdel är bristen på öppenhet: det uppstår en ständig gissningslek om centralbankens mål som skapar onödig volatilitet på finansmarknaderna och ökar osäkerheten bland producenter och allmänheten. Ett exempel är de upprepade utbrotten av inflationsoro under 1990-talet, ett annat de kraftiga svängningarna i de långa räntorna i Förenta staterna i slutet av våren och sommaren 2003. Eftersom marknaden var förbryllad över den amerikanska centralbankens dubbla signaler om risken för deflation och vad den skulle göra sjönk den tioåriga obligationsräntan först från nästan 4 % i början av maj till 3,2 % i mitten av juni, för att sedan stiga med mer än 100 punkter till 4,5 % i slutet av juli. Om marknaderna hade haft en tydligare bild av den amerikanska centralbankens mer långsiktiga mål, framför allt beträffande inflationen, skulle de inte ha fokuserat lika mycket på bankens nästa penningpolitiska beslut. Och detta skulle i sin tur ha minskat sannolikheten för att bankens uttalanden och penningpolitiska beslut skulle leda till att marknaderna blev ”dubbelt lurade”.

Bristen på insyn i centralbanker som saknar ett explicit nominellt ankare gör det dessutom svårt att utkräva ansvar av centralbanken inför medborgarna: beslutsfattarna kan inte ställas till svars om det inte finns några på förhand fastställda kriterier för att mäta deras resultat. Begränsade möjligheter att ställa centralbanken till svars kan, som redan påpekats, dessutom göra centralbanken mer mottaglig för tidsinkonsistensproblemet, genom att politiska påtryckningar kan förmå den att driva kortsiktiga mål på bekostnad av långsiktiga mål.

Ett annat problem med centralbanker som inte har ett explicit nominellt ankare är att de – och särskilt deras chefer – löper större risk att få sin trovärdighet ifrågasatt, vilket leder till vad Marvin Goodfriend har kallat ”inflationräddsla” (*inflation scare*) – dvs. en spontan ökning av inflationsoron som slår igenom i en kraftig uppgång i de långa räntorna.⁸ Ett exempel på detta är

när Greenspan först tillträdde som chef för Federal Reserve. De långa obligationsräntorna steg då kraftigt, eftersom marknaderna var osäkra på om Greenspan, som hade starka band till det republikanska partiet, skulle kunna stå emot politiska påtryckningar och vara lika angelägen om att kontrollera inflationen som sin föregångare Paul Volcker. Det var först efter att kontinuerligt och med eftertryck ha betonat inflationsbekämpning och haft framgångar med denna politik som Federal Reserve under Greenspan lyckades undvika utbrott av inflationsrädsla.

Det allvarligaste problemet med ett implicit, i stället för explicit, nominellt ankare är att det är starkt beroende av preferenserna, kvalifikationerna och pålitligheten hos de personer som leder centralbanken. Under Alan Greenspan betonade Federal Reserve med stor framgång en framåtblickande politik och inflationsbekämpning, och denna strategi har fortsatt under Ben Bernanke. Ledarskapet inom den amerikanska centralbanken byts emellertid ut då och då och det finns ingen garanti för att centralbankscheferna alltid kommer att vara lika dugliga som Alan Greenspan eller Ben Bernanke och lika inriktade på inflationsbekämpning. Tidigare har Federal Reserve efter en framgångsrik period med låg inflation brukat återfalla i en inflationistisk penningpolitik – 1970-talet är ett exempel på detta. Utan ett explicit nominellt ankare som ett inflationsmål skulle detta kunna hända igen.

En annan nackdel med ett implicit och inte explicit nominellt ankare är dess oförenlighet med de demokratiska principerna. Som vi har sett är en självständig centralbank avgörande för att uppnå låg inflation, men det är inte alldeles lätt att få ihop de praktiska ekonomiska argumenten för en självständig centralbank med kravet att statens politik ska utformas i demokratisk ordning och inte av en liten elit. Med ett inflationsmål som nominellt ankare blir den institutionella ramen för penningpolitiken däremot mer förenlig med de demokratiska principerna och några av de ovannämnda problemen kan undvikas. Användningen av ett inflationsmål innebär en delegering av beslutsfattandet enligt ett särskilt mandat, snarare än en obegränsad delegering till en enskild (eller grupp av enskilda). Detta gör det möjligt att ställa centralbanken till svars inför de folkvalda.

2.5.4 Den ekonomiska utvecklingen med en inflationsmålspolitik

Med tanke på dess fördelar är det ingen överraskning att inflationsmålspolitiken har haft ganska stora framgångar när det gäller att kontrollera inflationen. Länder med inflationsmål verkar ha lyckats sänka både inflationen (figur 1) och inflationsförväntningarna betydligt mer än vad som förmodligen hade varit fallet utan ett inflationsmål. När inflationen i dessa länder väl har sjunkit har den dessutom fortsatt att vara låg och svängningarna har minskat (figur 2). När inflationstakten har gått ned har den i länder med inflationsmål inte gått upp igen under konjunkturuppgångar, vilket tidigare brukade vara fallet.

En av farhågorna när det gäller inflationsmålspolitik är att inriktningen på enbart inflation kan leda till att penningpolitiken blir för stram när inflationen

ligger över målet, vilket kan leda till större fluktuationer i produktion och sysselsättning. I praktiken har det motsatta inträffat (figur 3). (Volatiliteten i produktionen har emellertid även minskat i många länder som inte har ett inflationsmål, varför det inte står helt klart om det är resultatet av en bättre penningpolitik. Det kan helt enkelt vara följderna av mindre chocker i ekonomin på senare år. Detta är ett område där det för närvarande pågår mycket forskning.) För att se hur inflationsmål kan leda till mindre, snarare än större, svängningar i produktionen måste vi ha klart för oss att inflationen främst drivs av två faktorer: inflationsförväntningar och graden av lediga resurser i ekonomin, vilket avspeglas i det s.k. *produktionsgapet*, dvs. skillnaden mellan den faktiska produktionen och den potentiella produktionen (den naturliga produktion som skulle uppnås i en ekonomi med flexibla löner och priser). (Två andra viktiga faktorer är importpriserna, som bestäms av priserna på världsmarknaderna och växelkurser, samt utbudshocker som priset på olja. Centralbanken har emellertid ingen kontroll över världsmarknadspriserna, framför allt inte oljepriserna, och erfarenheterna visar att inflationsmål ger en stabilare växelkurs och därmed bidrar till stabila importpriser.) Ett inflationsmål bidrar till att stabilisera inflationsförväntningarna kring målet: avvikelser från inflationsmålet kommer därför att vara starkt korrelerade med produktionsgapet. Att stabilisera inflationen bidrar därmed också till att stabilisera produktionsgapet; det kan med andra ord bidra till att stabilisera fluktuationerna i produktionen kring den potentiella produktionen.

För att förstå hur detta kan fungera kan vi föreställa oss att det inträffar en negativ efterfrågechock, t.ex. en plötslig nedgång i konsumentförtroendet som får konsumenterna att minska sina konsumtionsutgifter, vilket sedan leder till en nedgång i produktionen i förhållande till den potentiella produktionen. Följden blir att inflationen på sikt kommer att sjunka under inflationsmålet och att centralbanken kommer att föra en expansiv politik för att förhindra att inflationen underskrider målet. Den expansiva politiken får efterfrågan att stiga och produktionen att återgå till den potentiella produktionsnivån, så att inflationen håller sig nära målet. Inflationsmålet bidrar till att förankra förväntningarna, och därför kommer centralbanken i själva verket att vara beredd att föra en mer aggressiv expansiv politik eftersom den inte behöver oroa sig för att en sådan politik kommer att leda till inflationsoro och få inflationsförväntningarna att skjuta i höjden.

Sammanfattningsvis kan konstateras att inflationsmål inte bara har lett till en bra inflationsutveckling, utan också till minskade fluktuationer i produktionen. Att en inflationsmålspolitik har haft en bättre inverkan på fluktuationerna i produktionen har överraskat många som från början var skeptiska, eftersom en ökad fokusering på att kontrollera inflationen under i övrigt lika förhållanden bör leda till större och inte mindre produktionsfluktuationer. Om inflationsmålspolitiken emellertid skapar ett starkare nominellt ankare, vilket är avgörande för en god ekonomisk utveckling, kan den inte bara leda till lägre inflation utan också till lägre volatilitet i produktionen.

2.6 Inflationens målpolitikens flexibilitet

En inflationens målpolitik har många fördelar, men det är viktigt att den är väl utformad för att ge bästa möjliga utfall. Vad är då bästa praxis för utformningen av en inflationens målsregim? Låt oss börja med att undersöka hur flexibel den bör vara.

Prisstabilitet är ett medel att uppnå ett mål om en sund ekonomi, inte ett mål i sig. Centralbanker får därför inte vara så besatta av inflationens bekämpning att de blir vad chefen för Bank of England, Mervyn King, har kallat ”inflationstokar” (*inflation nutters*). Det står klart att allmänheten bryr sig om svängningar i produktionen likaväl som svängningar i inflationen och därför bör centralbanker ha en långsiktig strategi som inte bara syftar till att minimera fluktuationerna i inflationen kring inflationens målet, utan även till att minimera fluktuationerna i produktionen kring den potentiella produktionsnivån.

Som vi har sett kan en stabilare inflation bidra till att reducera svängningar i produktionen kring dess potentiella nivå, men en alltför stor fokusering på att exakt träffa inflationens målet kan i stället leda till större svängningar om det inträffar en viss typ av chocker. Om ekonomin drabbas av en negativ utbudschock, t.ex. en kraftig uppgång i energipriserna, kan inflationen stiga samtidigt som produktionen sjunker under den potentiella nivån (ett negativt produktionsgap).⁹ Om centralbanken då stramar åt politiken för att omedelbart återföra inflationen till målnivån kommer produktionen att sjunka ytterligare, vilket kan ge upphov till ökade fluktuationer i produktionsgapet. Eftersom centralbanker bör bry sig om fluktuationer i produktionsgapet är utbudschocker ett tecken på att inflationens målpolitik inte alltid bör inriktas på att snabbt återföra inflationen till målnivån. Den bör i stället vara rätt så flexibel och i samband med utbudschocker inriktas på att bara gradvis återföra inflationen till inflationens målet. Lars Svensson talar om en ”flexibel inflationens målpolitik”.¹⁰ Den forskning som han och andra, särskilt Michael Woodford, har bedrivit visar att den tidshorisont över vilken inflationen bör återföras till det långsiktiga inflationens målet i själva verket bör variera över tiden och vara avhängig av hur långt inflationen för tillfället ligger från det långsiktiga målet och vilka typer av chocker som har drabbat ekonomin.¹¹

Detta resonemang talar för att inflationens målpolitik inte uteslutande bör fokusera på inflationen eller baseras på en enkel handlingsregel som innebär att styrräntorna bör ändras åt ena eller andra hållet beroende på tillståndet i ekonomin eller inflationens prognoser. I en inflationens målsregim bör tvärtom betydande hänsyn tas till svängningar i produktionen, och inflationens målpolitik bör vara flexibel och ha olika tidsperspektiv för att återföra inflationen till målet. Centralbanker i länder med inflationens mål uttrycker också att de bryr sig om svängningar i produktion och sysselsättning när de diskuterar sin penningpolitik och har varit beredda att minimera nedgångar i produktionen genom att i samband med negativa utbudschocker bara gradvis sänka de medelfristiga inflationens målen mot det långsiktiga målet. Eftersom finansiell instabilitet kan ha en mycket negativ inverkan på produktionens svängningarna

kan det dessutom vara motiverat att ändra den tidshorisont över vilken inflationen återförs till målet av hänsyn till den finansiella stabiliteten. Att inflationsmålspolitiken har varit flexibel har varit avgörande för dess framgångar, inte bara när det gäller att minska svängningarna i inflationen, utan även svängningarna i produktionen. En flexibel inflationsmålspolitik är i själva verket i linje med den mycket framgångsrika politik som Federal Reserve förde under Greenspan och skiljer sig egentligen bara från den genom att omfatta ett större åtagande om öppenhet.

En flexibel inflationsmålspolitik bör ses som ett sätt att minimera fluktuationerna i inflationen och produktionsgapet, med en tyngdpunkt på att uttrycka politiken i termer av en *inflationbana* eftersom mått på produktionsgapet – som vi kommer att se – är notoriskt otillförlitliga.

2.7 Centralbankens öppenhet och kommunikation

I en inflationsmålsregim läggs stor vikt vid öppenhet och regelbunden kommunikation med allmänheten. Centralbanker med inflationsmål har täta kontakter med den lagstiftande församlingen, varav en del är lagstadgade och andra äger rum efter en formell begäran, och centralbankens tjänstemän brukar ta varje tillfälle i akt att hålla offentliga anföranden om den penningpolitiska strategin. Även om sådant är vanligt också i länder som inte har inflationsmål går centralbanker som bedriver en inflationsmålspolitik ett steg längre när det gäller att nå ut till allmänheten. De lanserar inte bara stora informationskampanjer med eleganta broschyrer, utan publicerar också s.k. inflationsrapporter. Inflationsrapporterna bör särskilt lyftas fram, eftersom de skiljer sig från centralbankernas sedvanliga trista och torra rapporter och med hjälp av tjugig grafik, faktarutor och andra effektfulla inslag försöker fånga allmänhetens intresse och förbättra kommunikationen.

Dessa kommunikationskanaler, särskilt inflationsrapporterna, används av centralbankerna i länder med en inflationsmålspolitik för att förklara följande begrepp för den breda allmänheten, finansmarknadens aktörer och politiker: 1) penningpolitikens mål och begränsningar, däribland argumenten för att använda inflationsmål, 2) inflationsmålens numeriska värden och hur de har fastställts, 3) hur inflationsmålen ska uppnås och 4) skälen till eventuella avvikelser från inflationsmålen. Ett annat viktigt syfte med inflationsrapporterna är att offentliggöra centralbankens prognoser för den framtida inflationen. Detta kommunikationsarbete har gjort det lättare för den privata sektorn att planera genom att osäkerheten kring penningpolitiken, räntorna och inflationen minskar. Det har stimulerat en allmän debatt om penningpolitiken, delvis genom att göra klart för allmänheten vad en centralbank kan och inte kan uppnå, och det har förtydligat ansvarsfördelningen mellan centralbanken och de politiska beslutsfattarna när det gäller penningpolitiken.

Att centralbanker som har infört en inflationsmålsregim tillämpar en större öppenhet och bedriver ett bättre kommunikationsarbete är en av de största

fördelarna med ett sådant penningpolitiskt ramverk. Det bidrar inte bara till att minska osäkerheten, med de positiva effekter som redan nämnts. Öppenheten gör det dessutom möjligt att ställa centralbanken till svars för dess politik.

2.7.1 Hur bör centralbanken diskutera sina mål för penningpolitiken?

Som vi har sett bör centralbanker ha som mål att både sänka inflationen och minska svängningarna i sysselsättning/produktion. Många centralbanker är emellertid ytterst ovilliga att tala om att de oroar sig över svängningar i produktionen, trots att deras agerande tydligt visar att det är något de bryr sig om. Denna brist på öppenhet är vad en av författarna till denna utvärdering har kallat "centralbankernas mörka lilla hemlighet".

En del centralbanker är rädda för att om de uttryckligen medger att det är viktigt att minimera svängningar i produktionen likaväl som svängningar i inflationen, kommer politikerna att använda det som förevändning för att pressa dem att på kort sikt föra en alltför expansiv penningpolitik som kommer att få negativa långsiktiga konsekvenser. Att fokusera på produktionsgapen kan dessutom leda till att man gör politiska felbedömningar, vilket skedde i Förenta staterna på 1970-talet (detta diskuteras längre fram). Lösningen på dessa problem är att centralbanken tillämpar en "don't ask, don't tell"-strategi.

Centralbankernas ovilja att diskutera sitt intresse av att minska svängningarna i produktionen ger emellertid upphov till två mycket allvarliga problem. En "don't ask, don't tell"-strategi är för det första oärlig. Att göra en sak men inte erkänna det är motsatsen till öppenhet och genom att inte medge att de bryr sig om svängningar i produktionen kan centralbankerna undergräva förtroendet för andra delar av sin öppenhetsstrategi som har tydligt positiva effekter. Om centralbanker inte talar om att de bryr sig om svängningar i produktionen kan de för det andra få rykte om sig att vara "inflationstokar", vilket kan undergräva stödet för centralbankens politik och självständighet eftersom ett sådant synsätt inte alls stämmer överens med allmänhetens.

Argumenten för att centralbanken ska vara tydlig med att den bryr sig om produktionssvängningarna är ganska starka. Men hur ska den gå till väga? Ett alternativ är att centralbanken klart och tydligt slår fast att den tar svängningarna i produktionen med i beräkningen i sin inflationsmålspolitik. Det är precis vad Norges Bank har gjort genom följande uttalande som står i början av bankens inflationsrapport: "Norges Bank har en flexibel inflationsmålspolitik, vilket innebär att vikt läggs vid såväl variationer i inflation som variationer i produktion och sysselsättning." På detta sätt slår Norges Bank tydligt fast att målet inte bara är att minska fluktuationerna i inflationen utan även svängningarna i produktionen (sysselsättningen) och att en flexibel inflationsmålspolitik är ett sätt att åstadkomma detta.

Det andra alternativet för en centralbank som vill göra klart att den även har som mål att minska svängningarna i produktionen är att meddela att den inte kommer att försöka träffa inflationsmålet över en alltför kort tidshorisont,

eftersom detta skulle leda till oacceptabelt stora produktionsförluster, i synnerhet om ekonomin drabbas av chocker som får den att avvika kraftigt från det långsiktiga inflationsmålet. Centralbanken kan också förklara att tidshorisonten för att uppnå inflationsmålet kommer att variera beroende på vilka chocker som drabbar ekonomin. Detta är återigen just vad Norges Bank gör med följande uttalande som kommer direkt efter det som citerats ovan: ”Penningpolitiken verkar med en långvarig och varierande eftersläpning. Norges Bank sätter räntan med sikte på att stabilisera inflationen på målet inom en rimlig tidshorisont, normalt 1–3 år. Den aktuella tidshorisonten kommer att vara beroende av de störningar som ekonomin utsätts för och hur de påverkar inflationsbanan och realekonomin framöver.” Riksbankens mål förklaras mycket tydligt, inte i själva inflationsrapporten, utan i *Penningpolitiken i Sverige*, som gavs ut den 19 maj 2006.

Centralbankerna kan låta allmänheten förstå att de bryr sig om att minska svängningar i produktionen på lång sikt genom att understryka att penningpolitiken måste vara precis lika vaksam på att förhindra en alltför låg inflation som den är på att förhindra en alltför hög inflation. Det kan ske genom att de – vilket en del centralbanker också gör – förklarar att ett explicit inflationsmål kan hjälpa centralbankerna att stabilisera ekonomin, eftersom det gör att de mer aggressivt kan lätta på penningpolitiken i samband med negativa efterfrågechocker utan att oroa sig för att det får inflationsförväntningarna att skjuta i höjden. (För att kommunikationsstrategin ska vara tydlig bör det emellertid göras klart att en lättare penningpolitik i samband med negativa efterfrågechocker måste vara förenlig med upprätthållandet av prisstabilitet.)

Centralbanker kan också göra klart att de bryr sig om att minska svängningar i produktionen genom att förklara att de i ett läge när ekonomin ligger klart under alla rimliga mått på den potentiella produktionsnivån – dvs. när det är säkert att produktionsgapet är negativt – kommer att vidta expansiva åtgärder för att stimulera en ekonomisk återhämtning. I ett sådant fall kommer mätfel i beräkningen av den potentiella produktionen – ett allvarligt problem som vi diskuterar i nästa avsnitt – förmodligen att överskuggas av produktionsgapets storlek. Det kommer med andra ord inte att råda någon tvekan om att en expansiv politik är lämplig eller att den sannolikt inte kommer att leda till stigande inflation. Därmed kommer inte heller centralbankens trovärdighet i dess strävan att uppnå prisstabilitet att vara hotad.

2.7.2 Bör centralbankerna tillkännage ett produktionsmål (sysselsättningsmål)?

Om centralbankerna, som vi har hävdad, bör göra klart att de verkligen vill minska svängningarna i produktionen, bör de då inte sätta upp ett produktionsmål (eller sysselsättningsmål) vid sidan om inflationsmålet? Ett sådant mål kan ju tyckas vara ett naturligt uttryck för att man bryr sig om svängningar i produktion eller sysselsättning. Men detta uppenbara svar är dessvärre inte det rätta. Det är nämligen mycket svårt att mäta den potentiella produktionsnivån och den därmed sam-

manhängande naturliga sysselsättningsnivån (eller arbetslöshetsnivån). Det är av detta skäl som vi i föregående avsnitt förespråkade att centralbanker bör uttrycka sin oro över svängningar i produktion/sysselsättning genom att beskriva hur inflationens önskade bana kan ändras för att minimera dessa svängningar. (Vi kommer att återkomma till skillnaden mellan produktion och sysselsättning – vilket vi redan har diskuterat i delavsnitt 2.1.4 – några stycken längre ned.)

Ett mätproblem när det gäller den potentiella produktionsnivån är att de penningpolitiska myndigheterna måste uppskatta den med hjälp av realtidsdata, dvs. de data som är tillgängliga vid den tidpunkt då de fattar sina policybeslut. BNP-statistik revideras ofta avsevärt, vilket är ett av skälen till att det är svårt att mäta produktionsgap i realtid. Vad som är än viktigare är att det är notoriskt svårt att veta vad den potentiella BNP-nivån och dess tillväxttakt egentligen är annat än i efterhand. Det var t.ex. inte förrän på 1980-talet som politiska beslutsfattare i USA insåg att den potentiella BNP-tillväxten hade sjunkit markant efter 1973 (och att den naturliga arbetslösheten hade stigit i motsvarande grad), och felen i mätningarna av produktionsgapen har under efterkrigstiden varit mycket stora.

Ett ännu allvarligare mätproblem beror på att nationalekonomer inte ens är säkra på den teoretiska innebörden av ”potentiell produktion”. En del nationalekonomer hävdar att de konventionella mått på potentiell BNP baserade på trend, som är den vanligaste metoden, skiljer sig avsevärt från mer teoretiskt underbyggda mått som utgår från den produktionsnivå som skulle råda utan trögrörliga nominella priser.

Det faktum att det är så svårt att mäta den potentiella produktionen eller ens slå fast dess teoretiska definition tyder på att ett tillkännagivande av ett produktions- eller sysselsättningsmål skulle leda till en sämre politik. Ett exempel på detta är erfarenheterna i USA på 1970-talet då Federal Reserve hade stora svårigheter att mäta den potentiella produktionen. Under Arthur Burns tid som centralbankschef lade Federal Reserve stor vikt vid att träffa ett produktionsmål. Tyvärr var Federal Reserves beräkningar av den potentiella produktionen så felaktiga att man trodde att det fanns en stor överkapacitet i ekonomin när så inte var fallet. Följden blev att Federal Reserve inte stramade åt penningpolitiken tillräckligt mycket ens när inflationen började stiga till tvåsiffriga tal, vilket utlöste den s.k. ”stora stagflationen”, då inflationen steg till mycket höga nivåer samtidigt som svängningarna i sysselsättningen fortsatte att vara mycket stora. Forskning har visat att skälet till att det gick så dåligt för Federal Reserve under 1970-talet *inte* var att man struntade i inflationen, utan att man fokuserade alltför mycket på ett mål för produktionen.

Det finns visserligen mätproblem även när det gäller inflationen, men både begrepps- och realtidsproblematiken är betydligt mindre än i fråga om produktionsgap. Och även om det finns vissa frågetecken kring vad som är den optimala nivån för ett inflationsmål på lång sikt, verkar det inte spela någon större roll vilken siffra man väljer mellan 1 % och 3 %. En skillnad på 0,5 procentenheter när det gäller den potentiella produktionen får däremot enor-

ma konsekvenser för de enskilda medborgarnas välfärd. Detta är skälet till varför det är bättre att ta hänsyn till svängningar i sysselsättningen inom ramen för en inflationsmålspolitik i stället för att försöka uppnå ett produktionsmål. Som vi redan har påpekat leder en fokusering på inflationsstyrning med hjälp av ett flexibelt inflationsmål sannolikt till ett bättre utfall inte bara för inflationen, utan även för svängningarna i produktionen.

Ett sysselsättningsmål kan vara ännu mer problematiskt än ett produktionsmål eftersom oförutsedda produktivitetsschocker kan förändra förhållandet mellan den naturliga produktions- och sysselsättningsnivån. I många länder – inte bara i Sverige – har oförutsedda produktivetsförbättringar på senare år lett till en mycket snabb produktionsutveckling som emellertid inte har åtföljts av en sysselsättningsökning. Eftersom det har varit mycket svårt att förutse produktivitetsschocker på senare år kan det vara ännu svårare att göra prognoser om den naturliga arbetslöshetsnivån än om den naturliga produktionsnivån. Det är av detta skäl centralbanker ofta är ännu mer ovilliga att diskutera sysselsättningsmål än produktionsmål.

Om ett produktions- eller sysselsättningsmål tillkännagavs skulle det också kunna öka politikernas benägenhet att pressa centralbanken att driva en expansiv politik som kan förvärra tidsinkonsistensproblemet och försvaga det nominella ankar. Detta skulle inte bara leda till en högre och mer instabil inflation, utan också till större svängningar i produktionen.¹²

2.7.3 Bör centralbanker offentliggöra inflationsprognoser?

Nästan alla centralbanker med inflationsmål offentliggör sina prognoser om ekonomiska variabler som produktion, arbetslöshet och inflation. Målet på medellång sikt är den framtida inflationen, dvs. i praktiken den prognostiserade inflationen. (Det är därför inflationsmålpolitiken ibland kallas *inflation forecast targeting*, eftersom det är den framtida prognostiserade inflationen som man försöker styra.) Eftersom inflationsprognoser är av så avgörande betydelse för penningpolitiken i en inflationsmålsregim kräver öppenhetsprincipen att de offentliggörs. Ett offentliggörande har flera fördelar. Inflationprognoserna kan göra det lättare för allmänheten och marknaderna att förstå centralbankens agerande och avgöra om den menar allvar med sitt inflationsmål och använder sina styrmedel på rätt sätt. Offentliggörandet av prognoserna är därför en förutsättning för möjligheten att ställa centralbanken till svars. De ger dessutom marknaderna en chans att förstå hur centralbanken använder sina styrmedel, vilket minskar osäkerheten. Genom att prognoserna offentliggörs kan allmänheten dessutom utvärdera deras kvalitet, vilket kan stärka centralbankens trovärdighet förutsatt att slutsatsen blir att prognoserna konstrueras enligt bästa praxis. Offentliggörandet av prognoserna innebär slutligen ett incitament för centralbanken att göra bra prognoser, eftersom det vore besvärande om prognoserna visade sig vara dåliga.

Ett offentliggörande av inflationsprognoserna kan behöva föregås av flera steg. Först kanske den penningpolitiska kommittén (i Sveriges fall ledamöter-

na i Riksbankens direktion) måste lära sig hur man enas om en prognos (och om det ränteantagande som ligger till grund för prognosen, en fråga som vi kommer att återkomma till längre fram) och vilken osäkerhet som ryms i en sådan prognos. Därefter kan informationen offentliggöras i ett s.k. trattdiagram (namnet kommer sig av att kurvan har formen av en tratt), där skuggade områden anger sannolikheten för att den prognostiserade variabeln kommer att ligga inom ett visst område och på så sätt visar vilken prognos som är mest sannolik samt den osäkerhet som omgärdar prognosen.

Det finns ett argument mot att centralbanker offentliggör sina prognoser som har framförts av Stephen Morris och Hyun Song Shin.¹³ Marknadsaktörerna kan ha tillgång till annan information än centralbanken eller tolka en del uppgifter på ett annat sätt. Om marknadsaktörerna tillmäter centralbankens prognoser stor vikt kan det emellertid hända att de ändrar de egna prognoserna för att få dem att likna centralbankens. Följden blir att deras prognoser inte speglar all den information som de har tillgång till, vilket innebär att den privata sektorn i slutändan får mindre information om ekonomin och därför fattar sämre beslut. Morris-Shin-argumentet förutsätter dock att marknadsaktörerna har tillgång till information som i fråga om tillförlitlighet är väl så god som informationen i centralbankens prognoser. Så är förmodligen inte fallet, i synnerhet inte beträffande inflationsprognoser som är beroende av bedömningar av centralbankens framtida politik som centralbanken av naturliga skäl är bättre insatt i. Argumenten för att centralbanker ska offentliggöra sina prognoser är därför alltså mycket starka.¹⁴

2.7.4 Vilket ränteantagande bör centralbankerna utgå från i sina prognoser?

Det finns alltså många fördelar med att offentliggöra prognoserna. Men då uppstår nästa fråga: Vilket ränteantagande bör prognoserna baseras på? Det finns tre alternativ: 1) ett antagande om oförändrad ränta, 2) marknadens förväntningar om de framtida styrräntorna eller 3) centralbankens prognos för styrräntornas utveckling.

En antagande om oförändrad ränta är förmodligen nästan aldrig optimalt eftersom det kommer att krävas framtida prognostiserade ränteändringar för att hålla inflationen på rätt målbana. Även det andra alternativet är av flera skäl problematiskt. Att utgå från marknadens förväntningar om räntebanan kan ge intryck av att centralbanken låter sina beslut påverkas av analytiker inom den finansiella sektorn. Detta kan undergräva förtroendet för centralbankens förmåga att fatta självständiga beslut och skapa en oro över att centralbanken är i händerna på finansmarknadens aktörer. Om centralbanken bara gör vad marknaden förväntar sig att den ska göra uppstår dessutom en rundgång genom att centralbanken sätter styrräntan på grundval av marknadens förväntningar, som i sin tur bara är gissningar om vad centralbanken kommer att göra. I en sådan situation finns det inget som förankrar systemet och inflationsutfallet kan bli ovisst. Det kan naturligtvis vara så att centralbanken inte

alls har för avsikt att följa marknadens förväntningar, men om så är fallet skulle det strida mot öppenhetsprincipen att basera de ekonomiska prognoserna på marknadens förväntningar om dess agerande. Ett annat, om än mindre, problem med att utgå från marknadens förväntningar om styrräntorna är att dessa förväntningar förutsätter att man bedömer de riskpremier (terminspremier) som ligger inbäddade i räntorna. Det råder ingen fullständig enighet om det bästa sättet att göra en sådan bedömning, och det pågår för närvarande mycket nationalekonomisk forskning kring denna fråga. Om marknadsaktörerna inte är helt nöjda med hur centralbanken utifrån räntorna beräknar marknadens förväntningar om styrränteutvecklingen kan kvaliteten på centralbankens prognoser komma att ifrågasättas.

Teorin talar därför för det tredje alternativet, dvs. att centralbankens antagande om styrräntans utveckling ska ligga till grund för de inflationsprognoser som banken offentliggör. En inflationsprognos är naturligtvis meningslös om det inte anges vilka ränteantaganden den är baserad på. Lars Svensson har därför lagt fram starka argument för att centralbanker ska offentliggöra den förväntade räntebana som de utgår från i sina prognoser och som nästan säkert kommer att vara tidsvarierande.¹⁵ Information om centralbankens syn på styrräntans framtida utveckling skulle dessutom hjälpa marknaden att förstå och bättre bedöma centralbankens sätt att bedriva penningpolitik.

En del centralbanker, däribland ECB och Bank of England, baserar inte sina inflationsprognoser på den räntebana som de bedömer vara lämplig för att uppnå prisstabilitet, utan på den bana som är implicit i marknadens avkastningskurva – dvs. det andra av de ovannämnda alternativen. Dessa centralbanker hävdar att när denna räntebana innebär att inflationsprognosen avviker från bankens mål, kommer den penningpolitiska kommittén att följa en annan räntebana. Om så sker kräver öppenhetsprincipen att centralbanken lämnar en del information om varför den har en annan uppfattning om styrräntornas framtida utveckling, men när den gör det kommer dess prognos med nödvändighet att skilja sig från den som redan har offentliggjorts. Detta kan föga förvånande skapa förvirring bland allmänheten och på finansmarknaderna.

Även om de teoretiska argumenten för att offentliggöra ränteantagandet är starka uppstår det icke desto mindre vissa problem. En invändning mot att centralbanken offentliggör sitt ränteantagande som Charles Goodhart, tidigare ledamot i den penningpolitiska kommittén i Bank of England, har framfört är att det försvårar beslutsprocessen för den kommitté som fattar de penningpolitiska besluten. På de flesta centralbanker är det nuvarande förfaringssättet att endast fatta beslut om styrräntans aktuella nivå. Goodhart menar att ”en stor fördel med att begränsa valmöjligheterna till vad man ska göra nu, just denna månad, är att det gör beslutet relativt enkelt, och till och med självklart.”¹⁶ En förutsättning för att man ska kunna offentliggöra en styrräntepronos med tidsvarierande räntor är naturligtvis att den penningpolitiska kommittén kommer överens om denna räntebana. Lars Svensson menar visserligen att detta kan ske genom en ”enkel” röstningsprocedur, men en sådan omröstning

skulle vara allt annat än enkel och förmodligen inte fungera.¹⁷ Att tvinga kommittéledamöterna att fatta ett beslut om styrräntornas framtida utveckling och inte bara om dagens räntenivå kan medföra sådana komplikationer att det skadar beslutsprocessen. Även om kommittéledamöterna kanske har en uppfattning om styrräntornas framtida utveckling skulle det förmodligen vara problematiskt för dem att ange en exakt räntebana. Det kan dessutom vara mycket svårt och ge upphov till stora konflikter att få kommittéledamöterna att enas om en sådan räntebana.

Det andra problemet med att offentliggöra ränteantagandet är att det kan göra kommunikationen med allmänheten mer komplicerad. Nationalekonomer vet att centralbankens ränteantagande är baserat på vissa förutsättningar och att förändringar av tillståndet i ekonomin kommer att innebära att ränteantagandet måste ändras, men det är inte alls lika säkert att allmänheten inser detta. Det finns en risk att allmänheten och marknaderna kommer att tro att beslut om styrräntorna redan har fattats före nästa möte i den penningpolitiska kommittén. När centralbanken får ny information som föranleder ett styrräntebeslut som avviker från den tidigare offentliggjorda räntebanan kan allmänheten tolka det som att centralbanken har övergett sin tillkännagivna policy eller att denna policy var felaktig. Även om centralbanken bedriver en optimal politik skulle avvikelser från ränteantagandet alltså kunna uppfattas som ett misslyckande från bankens sida och skada dess trovärdighet. Styrräntans avvikelser från sin prognostiserade bana kan dessutom ses som helomvändningar av centralbanken. Som vi ofta ser i politiska kampanjer blir kandidater som ändrar ståndpunkt – även om det sker på grund av ändrade omständigheter och därmed vittnar om gott omdöme – måltavlor för attacker av motståndare som anklagar dem för att sakna ledaregenskaper. Skulle inte centralbanker utsättas för samma kritik om ändrade omständigheter tvingade dem att ändra styrräntan på ett sätt som avviker från dess tidigare publicerade räntebana? Följden skulle kunna bli att stödet för centralbanken och dess självständighet försvagas, även om detta hittills inte har skett i Nya Zeeland, där centralbanken faktiskt offentliggör sitt antagande om styrräntebanan.

Det kan sammanfattningsvis konstateras att även om det finns starka skäl för centralbanker att offentliggöra sina ränteantaganden visar de problem som detta ger upphov till att det är mycket omtvistat vilket tillvägagångssätt som är bäst. Det finns tre möjliga alternativ: 1) att bara offentliggöra den mest sannolika räntebanan (medelvärdet),¹⁸ 2) att offentliggöra den mest sannolika räntebanan men med hjälp av ett trattdiagram med skuggade områden visa hur stor osäkerhet som omgärdar denna bana och 3) att offentliggöra ett trattdiagram över räntebanan som inte visar den mest sannolika räntebanan. Det är för närvarande mycket få centralbanker som offentliggör sina ränteantaganden. Den nyzeeländska centralbanken använder det första alternativet som innebär att bara den mest sannolika räntebanan offentliggörs, medan Norges Bank använder det andra alternativet och offentliggör ett trattdiagram där den mest sannolika räntebanan ingår.

Vi är mycket tveksamma till det första alternativet, särskilt för centralbanker där beslutet om styrräntorna fattas av en kommitté och inte av en enskild person. I Nya Zeeland är det centralbankschefen som ensam sätter styrräntorna, varför problemen med att få en kommitté att enas om ett ränteantagande aldrig uppstår. Det faktum att den nyzeeländska centralbanken har kunnat offentliggöra bara den mest sannolika räntebanan säger därför ingenting om huruvida detta skulle fungera bra även i andra centralbanker där det är kommittéer som fattar beslut om styrräntorna. Om centralbanken bara offentliggör den mest sannolika räntebanan kan den dessutom kritiseras för att den inte gör som den har sagt om den avviker från den antagna räntebanan.

Det andra alternativet, som Norges Bank använder, är mer tilltalande. Det visar nämligen att styrränteprognosen är mycket osäker. Trattdiagrammet gör klart för marknadsaktörerna att det inte innebär en helomvändning om centralbanken avviker från den mest sannolika räntebanan. Det blir snarare lättare för centralbanken att förklara varför ekonomin inte utvecklades på det sätt som ansågs mest sannolikt. Det enda problemet med detta tillvägagångssätt är att allmänheten och massmedierna kan komma att fokusera för mycket på den mest sannolika räntebanan i trattdiagrammet, vilket kan ge upphov till några av de tidigare nämnda problemen.

Vi föredrar det tredje tillvägagångssättet, att man bara offentliggör trattdiagrammet men inte den mest sannolika räntebanan. Trattdiagrammet är i linje med principen om fullständig öppenhet från centralbankens sida eftersom det visar i vilken riktning centralbanken förväntar sig att styrräntan kommer att röra sig, men även den osäkerhet som centralbanken känner beträffande ekonomins och styrräntans framtida utveckling. Om man offentliggör ett trattdiagram (och de uppgifter som behövs för att konstruera det) gör man det också möjligt för marknadsaktörerna att själva räkna ut den mest sannolika räntebanan, varför denna information alltså inte skulle döljas. Genom att inte offentliggöra den mest sannolika räntebanan kan centralbanken emellertid understryka och göra det mycket tydligare för allmänheten att den inte har förbundit sig att följa den mest sannolika räntebanan och att denna räntebana inte har någon särställning. Att inte offentliggöra den mest sannolika räntebanan skulle alltså vara mer i överensstämmelse med öppenhetsprincipen, under förutsättning att de data som används för att konstruera trattdiagrammet är offentliga.

En annan fördel med att inte offentliggöra den mest sannolika räntebanan är att det kan vara lättare för de ledamöter i centralbankens penningpolitiska kommitté som har haft en avvikande åsikt om den implicita mest sannolika räntebanan att ändå godkänna trattdiagrammet utan den mest sannolika räntebanan, eftersom de kan göra klart att deras uppfattning om den mest sannolika räntebanan gott och väl ligger inom det intervall som anges i diagrammet. Det finns ett exempel på offentliggörande av enbart trattdiagram utan den mest sannolika räntebanan: i sina *Inflation Reports* offentliggör Bank of England inte den mest sannolika banan för sina prognostiserade variabler, utan bara trattdiagram. Vi misstänker att skälet till att Bank of England inte offentliggör de mest sannoli-

ka banorna för sina prognostiserade variabler är att den vill understryka för marknaderna att dess prognoser är osäkra. (Bank of England offentliggör emellertid inte information om sina ränteantaganden, utan gör i stället sina prognoser beroende av marknadens förväntningar om styrräntorna.)

2.7.5 Bör centralbankerna offentliggöra sin målfunktion för penningpolitiken?

För att allmänheten och marknaderna verkligen ska förstå vad centralbanken gör måste de känna till centralbankens mål. Eftersom centralbanker med inflationsmål bör bry sig om svängningar i produktionen likaväl som fluktuationer i inflationen, och också gör det, har Lars Svensson hävdat att det inte är tillräckligt att de tillkännager ett inflationsmål. För fullständig öppenhet krävs att centralbanken avslöjar sin målfunktion, dvs. hur stor vikt den lägger vid att minska svängningarna i produktionen jämfört med att minska svängningarna i inflationen.¹⁹

Enligt vår mening finns det problem med förslaget att centralbanken ska tillkännage sin ”målfunktion”. Det första problemet är att det kan vara ganska svårt för ledamöterna i en penningpolitisk kommitté att närmare ange en målfunktion. Ledamöterna resonerar inte i termer av målfunktioner och skulle ha mycket svårt att beskriva en sådan. Om man ställde dem inför hypotetiska valsituationer om acceptabla inflationsbanor och produktionsgap skulle man utifrån deras val kunna bedöma hur mycket de bryr sig om produktions- kontra inflationsfluktuationer. Trots att kommittéledamöter klarar av att göra sådana val i verkliga situationer, visar våra erfarenheter av hur penningpolitiska kommittéer fungerar dock att det skulle vara mycket svårt för dem om det bara är fråga om en hypotetisk situation.

Ett annat problem, som har tagits upp av Charles Goodhart, är att det skulle vara svårt för en kommitté att komma överens om sin målfunktion. Det kan vara nog så svårt för enskilda kommittéledamöter att definiera sin egen målfunktion. Om man till detta lägger att kommitténs sammansättning ofta förändras och att sittande ledamöter dessutom kan ändra ståndpunkt blir det uppenbart att ett beslut om kommitténs målfunktion skulle komplicera beslutsprocessen väsentligt och eventuellt också ge upphov till konflikter. Följden kan bli att kvaliteten på de penningpolitiska besluten försämras genom att kommittéledamöterna inte kan ägna hela sin uppmärksamhet åt att analysera utvecklingen i ekonomin.

Ett tredje problem är att det är långt ifrån självklart vem som bör besluta om målfunktionen. Skulle det inte strida mot den demokratiska principen om att byråkratiers mål bör fastställas genom den politiska processen om beslutet fattades av ledamöterna i den penningpolitiska kommittén? Ett alternativ är att beslutet fattas av regeringen. Om vi emellertid antar att de skulle vara svårt för en penningpolitisk kommitté att fatta ett beslut om målfunktionen skulle det naturligtvis vara ännu svårare för politiker.

Även om det vore lätt för den penningpolitiska kommittén eller regeringen att besluta om målfunktionen, skulle det vara lika lätt att kommunicera den till allmänheten? Om det är svårt för nationalekonomer och ledamöter i den penningpolitiska kommittén att kvantifiera en målfunktion, är det då troligt att allmänheten skulle förstå vad centralbanken talar om när den tillkännager sin målfunktion? Ett tillkännagivande av målfunktionen skulle förmodligen bara komplicera kommunikationen med allmänheten.

Ett tillkännagivande av centralbankens målfunktion kan försvåra kommunikationsprocessen ytterligare och få ännu allvarigare följder för centralbankens förmåga att göra ett bra arbete. Det fina med inflationsmålsregimer är att inriktningen på ett enda mål – inflationen – gör kommunikationen tämligen enkel. Om centralbanken offentliggör sin målfunktion kan den emellertid få allmänheten att tro att den kommer att sikta in sig på såväl produktion som inflation. Som redan nämnts kan diskussioner om ett produktionsmål utöver inflationsmålet förvirra allmänheten och öka sannolikheten för att allmänheten uppfattar att det är centralbankens uppdrag att eliminera kortsiktiga produktionsvängningar, vilket skulle förvärra tidsinkonsistensproblemet.

Med tanke på dessa invändningar är det inte så konstigt att ingen centralbank har avslöjat sin målfunktion för allmänheten.

2.7.6 Bör centralbanker offentliggöra sina protokoll?

Fördelarna med öppenhet talar för att centralbanker bör lämna mycket information om hur den fattar sina penningpolitiska beslut. Centralbankens protokoll, dvs. sammanfattningen av kommittéledamöternas överläggningar om penningpolitiken, är en viktig informationskanal i detta sammanhang, och det finns starka skäl att offentliggöra dem vid en lämplig tidpunkt. De flesta centralbanker offentliggör sina protokoll ett par veckor efter det att de penningpolitiska besluten har fattats, däribland Riksbanken.

Är det emellertid möjligt att gå ännu längre i öppenhet genom att ange vilka ledamöter som står bakom de åsikter som förs fram under den penningpolitiska kommitténs möten? Vi menar att svaret är nej. Ett motexempel mot att gå längre i öppenhet är Federal Reserves offentliggörande av utskrifter från möten i den penningpolitiska kommittén (FOMC), som sker först fem år efter det att de har ägt rum. (Federal Reserve är ensamt om att offentliggöra sådana utskrifter. Bakgrunden är att centralbankschefen Arthur Burns beslutade att installera ett inspelningssystem utan ledamöternas vetskap. När detta avslöjades under Alan Greenspans tid som centralbankschef krävde den amerikanska kongressen att utskrifterna skulle offentliggöras och Federal Reserve ansåg sig inte kunna avvisa denna begäran.) Ledamöter i FOMC som har erfarenhet av hur kommittén fungerade före respektive efter beslutet att offentliggöra utskrifterna har vittnat om att diskussionerna blev betydligt mer formella och inte lika interaktiva så snart ledamöterna insåg att deras uttalanden inte var anonyma. Detta tyder på att om det blev känt vilka ledamöter som står bakom

olika argument skulle det hämma fria och livfulla diskussioner och därmed göra kommittémötena mindre effektiva.

Även om vi inte anser att enskilda ledamöters argument under kommittémöten bör offentliggöras, eftersom detta skulle hämma öppenhetiga diskussioner, anser vi att enskilda ledamöter i någon mån bör kunna ställas till svars för sitt agerande. Detta talar för att deras sätt att rösta om penningpolitiska beslut bör registreras på det sätt som sker i Sverige och Storbritannien.

2.8 Det optimala inflationsmålet

Som vi redan har sett är det en förutsättning för en god ekonomisk utveckling att inflationsmålsregimen är flexibel. Därtill kommer att man måste göra vissa val när man utformar målet för att den ekonomiska utvecklingen ska bli så bra som möjligt. För att utforma ett optimalt inflationsmål måste man ta ställning till följande tre frågor: 1) vilket prismått ska inflationsmålet utgå ifrån? 2) vad är inflationsmålet optimala nivå? och framför allt 3) ska målet uttryckas i termer av prinsnivå eller i termer av inflation?

2.8.1 Vilket prismått ska inflationsmålet utgå ifrån?

Nationalekonomisk teori visar att ett inflationsmål som utgår från ett mått på inflation som lägger större vikt vid trögrörliga priser (*sticky prices*) kommer att lyckas bättre med att minska svängningar i sysselsättning och produktion.²⁰ Om stor vikt läggs vid mer lättrorliga priser kommer penningpolitiken sannolikt att överreagera på kortfristiga fluktuationer i dessa priser och orsaka alltför stora svängningar i sysselsättning och produktion.

En viktig post i konsumentprisindex (KPI) i många länder är räntekostnaderna för egna hem, vilka beräknas som värdet på egna hem multiplicerat med räntenivån. Det faktum att räntekostnader för egna hem ingår i KPI innebär att ett lättrorligt och instabilt tillgångspris, dvs. priset på bostäder, får ett betydande inflytande på måttet på KPI-inflationen. Om inflationsmålet baseras på ett sådant KPI-mått kommer politiken därför att utgå från ett inflationsmått som inte lägger tillräcklig vikt vid trögrörliga priser, vilket kan leda till alltför stora svängningar i produktionen. I Sverige är detta problem inte lika stort eftersom beräkningen av räntekostnaderna baseras på ett index för värdet av fastighetsstocken som är ganska stabilt. Prisförändringar slår bara igenom då ägarbyte sker. Om t.ex. 5 % av husen byter ägare ökar indexet endast med prisförändringen för denna andel.

Eftersom bolåneräntan i de flesta länder är en ränta som inte justeras för inflationen (en *nominell* ränta och inte en *realränta*) kommer ett KPI som omfattar räntekostnader för egna hem dessutom att överskatta inflationen när de nominella räntorna stiger eftersom inflationsförväntningarna då stiger. Det kan innebära att om centralbanken höjer räntorna för att begränsa inflationen, kommer inflationsmålet att systematiskt överskatta inflationen, vilket kan få centralbanken att strama åt penningpolitiken ännu mer. Den överdrivna åt-

stramning som blir resultatet kan därefter leda till en onödig nedgång i produktionen.

Det är alltså problematiskt att basera målet på ett inflationsmått som omfattar räntekostnader för egnahem, vilket är ett viktigt skäl till att denna post inte ingår i de inflationsindex som används för att vägleda penningpolitiken i USA, Storbritannien och euroområdet. Uppfattningen att målet bör grundas på ett inflationsmått som lägger större vikt vid trögrörliga priser talar för att penningpolitiken egentligen bör inriktas på ett mått på ”den underliggande inflationen”, där lätttrörliga priser som livsmedels- och energipriser har rensats bort från prisindexet – även om man inte alltid kommer att kunna använda samma mått, eftersom vad som utgör trögrörliga priser är något som förändras över tiden. Det är därför många centralbanker använder mått på den underliggande inflationen för att vägleda penningpolitiken.

2.8.2 Vad är inflationsmålets optimala nivå?

En av de viktigaste frågorna för en centralbank som följer en inflationsmålsstrategi är vad det långsiktiga inflationsmålet bör vara. För att kunna fastställa ett lämpligt långsiktigt inflationsmål måste vi ta ställning till den djupare frågan om vad prisstabilitet innebär. Alan Greenspans ofta citerade definition av prisstabilitet är att det motsvarar en inflationstakt som är tillräckligt låg för att hushåll och företag inte ska behöva ta hänsyn till den i sina dagliga beslut. Det är en rimlig definition och rent operativt verkar vilket inflationstal som helst mellan 0 och 3 % uppfylla detta kriterium. En del nationalekonomer, bl.a. Martin Feldstein, har förespråkat ett långsiktigt inflationsmål på 0 %, vilket är psykologiskt attraktivt eftersom det utgör den ”magiska” siffran noll.

Ett argument mot att det långsiktiga inflationsmålet ska ligga på noll lades fram i en välkänd artikel av George Akerlof, William Dickens och George Perry och har diskuterats i ett svenskt sammanhang av Per Lundborg och Hans Sacklén.²¹ De hävdar att en alltför låg inflation leder till ineffektivitet och kommer att få den naturliga arbetslöshetsnivån att stiga. Deras resonemang går ut på att nominella löners trögrörlighet nedåt, som de menar bekräftar av ekonomisk forskning, visar att reallönerna bara kan sänkas genom inflation. Slutsatsen av detta blir att en mycket låg inflation gör att reallönerna inte kan justeras nedåt när efterfrågan på arbetskraft minskar inom vissa näringsgrenar eller regioner. Därmed leder en mycket låg inflation till ökad arbetslöshet och förhindrar en omflyttning av arbetskraften från sektorer på nedgång till sektorer som växer.

Men Akerlof-Dickens-Perry-argumentet förbiser en viktig sak. Inflation kan inte bara utgöra ett smörjmedel för arbetsmarknaderna och göra att reallöner kan justeras nedåt om efterfrågan sjunker, den kan också ”kasta grus i maskineriet” genom att öka ”störningarna” i de relativa reallönerna. Sådana störningar minskar informationsinnehållet i nominella löner och därmed effektiviteten i den process genom vilken arbetskraften fördelas mellan olika yrkesgrupper och näringsgrenar. Vi anser därför inte att Akerlof-Dickens-

Perry framför ett övertygande argument för att det långsiktiga inflationsmålet ska ligga över noll – och beläggen för Akerlof-Dickens-Perry-mekanismen är för övrigt inte alls entydiga.

Ett mer övertygande argument mot att inflationsmålet ska ligga på noll är att detta skulle öka sannolikheten för att ekonomin kommer att uppleva episoder av deflation, eftersom ett medelvärde på noll innebär att inflationen måste vara negativ (deflation) hälften av tiden. Deflation kan vara mycket farligt eftersom låneavtal i industriländer ofta har långa löptider och även en deflation som på kort sikt är väntad skulle få företagets och hushållens reala skuldsättning att stiga.²² Deflation kan därför leda till vad nationalekonomen Irving Fisher redan på 1930-talet kallade skulddeflation, vilket innebär att deflationen orsakar en försämring av företagets och hushållens balansräkningar som i sin tur leder till finansiell instabilitet. Skulddeflation var i själva verket en av orsakerna till den japanska ekonomins dåliga utveckling fram till alldeles nyligen (även om regeringens ovilja att lösa problemen inom banksektorn var en viktigare orsak). Även en helt väntad deflation ger dessutom upphov till problem för penningpolitiken eftersom den kan leda till en situation där räntorna når en lägsta nollgräns (det s.k. *zero lower bound*) och inte kan sänkas mer för att stimulera ekonomin. Det traditionella sättet för penningpolitiken att stimulera ekonomin, dvs. att sänka räntorna, är i ett sådant läge inte längre möjligt och det blir betydligt svårare för centralbankerna att dra upp ekonomin ur en deflationsfälla.

Riskerna med deflation innebär att det kan vara mer kostsamt om inflationen underskrider ett inflationsmål på noll (dvs. att det uppstår deflation) än om den överskrider samma mål i motsvarande utsträckning. Logiken bakom detta argument talar för att det är meningsfullt att fastställa ett inflationsmål som ligger något över noll eftersom det ger ett visst skydd mot korta perioder med deflation.

Dessa argument tyder på att ett alltför lågt inflationsmål, under 1 %, kan försämra de ekonomiska utfallen, medan ett inflationsmål över 3 % inte är förenligt med vad de flesta uppfattar som prisstabilitet. Detta är anledningen till att länder har valt ett inflationsmål på mellan 1 % och 3 %. Empirisk forskning har visat att det inte spelar så stor roll för den ekonomiska utvecklingen om inflationsmålet är 1,5 %, 2 % eller 2,5 %. Vilket tal som helst mellan 1 % och 3 % verkar leda till liknande utfall.

2.8.3 Punktmål eller intervall?

När man väl har valt en optimal inflationsnivå är frågan om målet ska anges som ett punktmål, t.ex. 2 %, eller som ett intervall (band), t.ex. 1–3 %? Fördelarna med ett intervall är att det ger inflationsmålsregimen mer explicit flexibilitet och även förmedlar det viktiga budskapet till allmänheten att inflationsprocessen är osäker och att centralbankens förmåga att kontrollera inflationen därför av nödvändighet inte är perfekt.

Ett intervall kan emellertid ha en stor nackdel: det kan börja leva ett eget liv. Om det finns ett målintervall kan politiker, finansmarknader och allmänheten fokusera på om inflationen ligger precis utanför eller innanför intervallet, i stället för på hur mycket inflationen avviker från mittpunkten. Det var det som hände i Storbritannien 1995, då inflationen översteg mittpunkten med mer än 1 procentenhet men inte låg utanför intervallets övre gräns. Det faktum att inflationen fortfarande låg inom målintervallet gav finansministern en förevändning att avvisa kraven om att Bank of England skulle strama åt penningpolitiken – den brittiska centralbanken var ännu inte självständig vid denna tidpunkt och räntorna fastställdes av finansministern. Problemet med att fokusera för mycket på intervallets gränser är att det kan få centralbanken att i alltför hög grad inrikta sig på att bara hålla inflationen innanför intervallet i stället för att försöka träffa mittpunkten, vilket kan leda till en olämplig politik.

Denna nackdel kan lätt åtgärdas genom att centralbanken i sin kommunikation understryker mittpunkten för sitt inflationsmål och samtidigt skapar ett toleransintervall på samma sätt som Riksbanken och Bank of England. En sådan formulering gör klart att centralbanken inte fokuserar på intervallets gränser. Nyare forskning av en av författarna till denna rapport visar att ett inflationsmål som formuleras som ett punktmål med ett toleransintervall faktiskt är ett mycket bra sätt att minska tidsinkonsistensproblemet och skapa lämpliga incitament för penningpolitiken.

2.8.4 Ska målet definieras i termer av prisnivå eller i termer av inflation?

För närvarande har alla länder som har infört inflationsmål valt att sikta in sig på inflationen i stället för prisnivån. Med ett inflationsmål kan centralbanken inte kompensera ett misslyckande att träffa målet, utan måste ”glömma och gå vidare”. Ett prisnivåmål innebär inte att inflationen nödvändigtvis bör vara noll. Ett prisnivåmål kan ge utrymme för positiv inflation genom att ange en stadigt uppåtgående målbana. Om inflationen emellertid hamnar över prisnivåmålets fastställda ökningstakt måste den, till skillnad från om man har ett inflationsmål, tillfälligt ligga under denna tillväxttakt för att prisnivån ska kunna återföras till målbanan (vilket framgår av figur 4). Det är fortfarande oklart vilket av dessa två mål som leder till den bästa ekonomiska utvecklingen och denna fråga är föremål för intensiv forskning bland nationalekonomer.

Ett prisnivåmål har två viktiga fördelar jämfört med ett inflationsmål. Den första är att ett prisnivåmål kan minska osäkerheten om var prisnivån kommer att ligga över långa tidshorisonter. Med ett inflationsmål kan centralbanken inte kompensera ett misslyckande att träffa målet, vilket innebär att osäkerheten om var prisnivån kommer att ligga i framtiden kommer att öka från dag till dag. Denna osäkerhet kan försvåra långsiktig planering och därför minska den ekonomiska effektiviteten.

Den andra fördelen med ett prisnivåmål uppstår om det inträffar en negativ chock mot ekonomin som minskar produktionen och även får inflationen att sjunka under prisnivåns målbana. Om man har ett prisnivåmål måste inflationen då ligga över målbanan under en viss tid. Denna högre förväntade inflation kommer att få realräntan (dvs. räntan justerad för förväntad inflation) att sjunka även utan någon insats från centralbankens sida och automatiskt göra penningpolitiken mer expansiv, vilket motverkar den negativa chocken mot produktionen. Denna önskvärda egenskap hos ett prisnivåmål, som Michael Woodford kallar *historieberoende* (*history dependence*), kan därför leda till mindre produktionsväxlingar än om man har ett inflationsmål.²³

Ett prisnivåmål kan därför ha en särskilt stabiliserande effekt på ekonomin om det uppstår deflation, såsom skedde i Japan i slutet av 1990-talet och början av 2000-talet, och man stöter på problemet med den lägsta nollgränsen, dvs. att de nominella räntorna inte kan sjunka under noll och att centralbanken därför inte längre kan använda räntesänkningar för att stimulera ekonomin. Som Gauti Eggertson och Michael Woodford har påpekat kan ett inflationsmål leda till att ekonomin blir kvar i en *deflationsfälla*, där en stor deflationschock leder till varaktig deflation som i sin tur leder till höga realräntor eftersom de nominella räntorna stöter på den lägsta nollgränsen och inte kan sjunka mer.²⁴ Det faktum att ett prisnivåmål är historieberoende bidrar till att lösa detta problem eftersom den deflation som får prisnivån att sjunka under målet leder till förväntningar om en högre inflation. Detta sänker i sin tur realräntorna, vilket stimulerar ekonomin och ger den draghjälp att ta sig ur deflationsfällan.

Även om det kan verka förvånande kan prisnivåmålets historieberoende dessutom minska inflationssvängningarna mer än inflationsmålet. När det inträffar en kostnadsstörning, t.ex. en oljeprishöjning, behöver centralbanken inte acceptera en lika stor inflationsökning för att undvika en stor nedgång i produktionen, eftersom företagen förväntar sig att den allmänna uppgången i prisnivån kommer att gå tillbaka och därför inte kommer att höja priserna lika mycket som de annars skulle ha gjort, vilket bidrar till att begränsa inflationen. Även när centralbanken gör misstag i beräkningen av den potentiella produktionsnivån kommer fluktuationerna i inflationen förmodligen att vara mindre. Låt säga att centralbanken överskattar produktivitetsutvecklingen och den potentiella produktionen, på det sätt som Federal Reserve gjorde på 1970-talet, och att detta leder till en alltför expansiv penningpolitik och inflation. Med ett prisnivåmål kommer företagen inte heller i ett sådant fall att höja priserna lika mycket som de annars skulle ha gjort, eftersom de kommer att förvänta sig att höjningen av prisnivån kommer att gå tillbaka.²⁵

Det finns emellertid även nackdelar med prisnivåmål. Enligt den traditionella uppfattning som med kraft har framförts av Stanley Fischer kan ett prisnivåmål i modeller som inte är framåtblickande ge upphov till större svängningar i produktionen, eftersom en inflation som överskrider eller underskrider målet måste kompenseras, vilket kan innebära betydligt större svängningar i penningpolitiken och, med trögörliga priser, i den reala eko-

nomin på kort sikt.²⁶ Ett annat problem är att ett prisnivåmål kan leda till tätare deflationsepisoder, eftersom en inflation som överskrider målet innebär att inflationen under en tid måste vara ovanligt låg. Om prisnivåmålet verkligen ledde till deflationsepisoder skulle problemen med finansiell instabilitet och att räntan når den lägre nollgränsen kunna skada ekonomin.²⁷ Det kan dessutom vara svårare att kommunicera ett prisnivåmål än ett inflationsmål, eftersom det faktum att den optimala inflationsnivån nästan säkert måste vara positiv innebär att prisnivåmålet måste stiga över tiden. Centralbanken skulle alltså behöva förklara att prisnivåmålet är ett rörligt mål, vilket är lite mer komplicerat än att centralbanken har ett fast inflationsmål på låt säga 2 %.

De argument som talar för ett inflationsmål i stället för ett prisnivåmål utesluter emellertid inte en hybridpolitik som kombinerar inslag från båda typerna av mål. En hybridpolitik skulle ha ett inflationsmål, men misslyckanden att uppnå målet skulle i viss mån kunna kompenseras i framtiden. Forskning inom den brittiska och den kanadensiska centralbanken har visat att ett inflationsmål som i viss mån kompenserar misslyckanden att nå målet på sikt kan minska osäkerheten om prisnivån väsentligt, men ändå leda till mycket få episoder av deflation. En hybridpolitik skulle i praktiken alltså göra klart att när inflationen har varit lägre än målet en längre tid, skulle centralbanken ha en benägenhet att låta inflationen under en kort tid ligga något över målet. Om inflationen varaktigt har varit högre än målet skulle centralbanken på samma sätt tendera att låta inflationen ligga något under målet. Ett sätt att genomföra en hybridpolitik skulle vara att ha ett inflationsmål definierat som ett genomsnitt över flera år (i stället för ett år i taget, som är det normala i de flesta inflationsmålsregimer), vilket gör det möjligt att i viss utsträckning kompensera årliga avvikelser från målet. Det skulle emellertid inte vara lätt att kommunicera en sådan hybridpolitik till allmänheten och det skulle kunna minska öppenheten och tydligheten i inflationsmålsregimen. En hybridpolitik bör därför övervägas med försiktighet.

2.9 Tillgångsprisernas roll i penningpolitiken

Förändringar i priserna på tillgångar som aktier, bostäder, obligationer med långa löptider eller utländska valutor har en betydande effekt på produktion och inflation och är viktiga transmissionsmekanismer för penningpolitiken. Tillgångsprisernas utveckling påverkar hushållens och företagens balansräkningar och därmed konsumtionen, vilket i sin tur leder till förändringar i både produktion och inflation. För att de penningpolitiska styrmedlen ska kunna användas på ett sätt som gör att inflationsmålet uppnås är det därför nödvändigt att ta hänsyn till rörelserna i tillgångspriserna. Om bostadspriserna t.ex. skulle stiga kraftigt och därmed öka hushållens förmögenhet skulle detta leda till ökad konsumtion, högre produktion och så småningom också stigande inflation. En centralbank som bedriver en inflationsmålspolitik skulle därför behöva reagera på de högre bostadspriserna

genom att höja räntorna för att undvika överhettning i ekonomin och se till att inflationen inte överskrider inflationsmålet.

Frågan om hur centralbanker bör reagera på rörelser i tillgångspriserna handlar inte om huruvida de bör reagera över huvud taget, utan om de bör reagera utöver vad som krävs i ett system med flexibel inflationsmålspolitik av det slag som beskrivs ovan. Frågan är mer specifikt om centralbankerna bör försöka punktera eller åtminstone dämpa tillväxten av tillgångsprisbubblor, eftersom det kan vara mycket skadligt för ekonomin om tillgångspriserna senare kollapsar, vilket hände i Japan på 1990-talet. Vissa nationalekonomer menar att centralbankerna ibland bör reagera på tillgångspriser för att förhindra att prisbubblor växer sig alltför stora. Stephen Cecchetti, Hans Genberg, Jonathan Lipsky och Sushil Wadhvani har i sin forskning kommit fram till att det leder till bättre utfall om centralbanken har som policy att punktera prisbubblor. De utgår emellertid från att centralbanken är medveten om att en bubbla håller på att uppstå. Det är ett mycket tveksamt antagande eftersom det är svårt att tro att centralbanken skulle ha en sådan informationsfördel framför de privata marknaderna. Att offentliga beslutsfattare skulle veta bättre än marknaderna har tvärtom gång på gång visat sig vara felaktigt. Om centralbanken – utan någon sådan informationsfördel – skulle bli medveten om att en bubbla har uppstått som så småningom kan spricka, skulle därför förmodligen även marknaden vara medveten om detta och bubblan försvinna. Det är därför osannolikt att bubblor över huvud taget skulle uppstå.

En särskild fokusering på tillgångspriser som går utöver vad de har för inverkan på sådant som centralbanker med inflationsmål bör bry sig om – dvs. deras inverkan på sysselsättning och inflation – kan leda till ett sämre penningpolitiskt utfall. Den optimala reaktionen på en förändring i tillgångspriserna är för det första starkt beroende av vad som ger upphov till prischocken och hur länge den varar. Ett bra exempel på problemet med en alltför stor fokusering på tillgångspriserna är den åtstramning av penningpolitiken i Chile och Nya Zeeland som föranleddes av deprecieringstrycket på deras valutor i kölvattnet av kriserna i Ostasien och Ryssland 1997 och 1998. Givet att chocken mot växelkursen var en negativ terms-of-trade-chock som skulle orsaka en nedgång i ekonomin hade det varit bättre att lätta på penningpolitiken i stället för att strama åt den. Den australiensiska centralbanken agerade faktiskt på rakt motsatt sätt jämfört med centralbankerna i Nya Zeeland och Chile och bedrev en lättare penningpolitik efter den thailändska bahtens kollaps i juli 1997, eftersom den var inriktad på att kontrollera inflationen och inte växelkursen.²⁸ Den australiensiska ekonomins utmärkta utveckling under denna period jämfört med den nyzeeländska och den chilenska är ett exempel på de positiva effekterna av att centralbanken fokuserar på sitt huvudmål och inte på tillgångspriser.

Ett annat problem med en alltför stor fokusering på tillgångspriser är att det ökar risken för att centralbanken framstår som mindre kompetent. Även om t.ex. kopplingen mellan penningpolitiken och aktiekurserna är en viktig del av transmissionsmekanismen är den icke desto mindre svag. Aktiekursrö-

relser har för det mesta inget samband med penningpolitiken, utan beror antingen på ekonomiska fundamenta eller ”djuriska instinkter” (*animal spirits*). Den svaga kopplingen mellan penningpolitiken och aktiekurserna innebär därför att centralbankens möjligheter att styra aktiekurserna är mycket begränsade. Om centralbanken skulle antyda att den vill att aktiekurserna ska röra sig i en viss riktning är det mycket möjligt att aktiekurserna skulle röra sig i rakt motsatt riktning, vilket skulle kasta ett löjets skimmer över centralbanken. Det kan vara värt att påminna om det tal som Alan Greenspan höll 1996, i vilket han antydde att aktiemarknaden kanske uppvisade en ”irrationell överoptimism” (*irrational exuberance*). Detta hindrade inte marknaden från att fortsätta att stiga, från ett Dow Jones-index på i genomsnitt ca 6 500 till över 11 000.

Ett tredje problem med en fokusering på tillgångspriser är att det kan försvaga stödet för centralbanken eftersom det ger intryck av att banken försöker kontrollera alltför många faktorer i ekonomin. Att centralbanker över hela världen har varit så framgångsrika på senare tid beror delvis på att de har haft en snävare fokusering och mer aktivt kommunicerat vad de kan och inte kan göra. Mer konkret har centralbankerna förklarat att de har mer begränsade möjligheter att styra kortfristiga konjunktursvängningar och i stället bör fokusera mer på prisstabilitet som sitt främsta mål. Genom denna snävare fokusering har centralbankerna på senare år lyckats öka allmänhetens stöd för sin självständighet. Om de utökar sin fokusering till att även omfatta tillgångspriserna kan detta försvaga allmänhetens stöd för centralbanken och till och med få allmänheten att oroa sig över att centralbanken har alltför mycket makt och ett orättmätigt inflytande över alla delar av ekonomin.

Ett fjärde problem med att fokusera alltför mycket på tillgångspriser är att det kan ge upphov till vad som kallas ”moral hazard”. Om marknaderna vet att centralbanken kommer att vara benägen att stötta upp tillgångspriserna om de börjar rasa, ökar sannolikheten för att marknaderna trissar upp priserna. Detta kan underblåsa en övervärdering av tillgångarna och bidra till en prisbubbla som sedan kan spricka, en situation som centralbanken helst vill undvika.

Ett femte problem är att en fokusering på tillgångspriser kan få allmänheten att tro att centralbanken har andra målsättningar vid sidan om att bry sig om svängningarna i inflation och produktion. Marknadsaktörerna kan till och med börja misstänka att centralbanken har satt upp ett mål för tillgångspriserna. Detta kan göra det väsentligt mycket svårare för centralbanken att informera om inflationsmålsregimen och skälen bakom besluten om de penningpolitiska styrmedlen. Som vi kommer att se har detta faktiskt blivit ett allvarligt problem i Sverige.

Det finns en farhåga när det gäller tillgångspriserna som inte berörs i argumenten mot en alltför stor fokusering på dessa priser. En kollaps i tillgångspriserna kan ibland leda till att man får episoder av stor finansiell instabilitet – även här är Japan det tydligaste exemplet på senare tid – och då kan penningpolitiken bli mindre verkningsfull när det gäller att få ekonomin på

fötter igen. Denna oro över att tillgångspriserna kan skapa finansiell instabilitet kan hanteras på flera sätt.

För det första leder tillgångsprisbubblor som spricker sällan till finansiell instabilitet. Den prisbubbla på den amerikanska aktiemarknaden som sprack 2001–2002 fick ingen betydande negativ inverkan på balansräkningarna i finansiella institut som var någorlunda starka före kraschen. Aktiemarknadens krasch följdes därför av en mycket lindrig konjunkturedgång, trots att den amerikanska ekonomin drabbades av flera mycket negativa chocker: terroristattacken den 11 september 2001 mot World Trade Center, som skadade både konsumenternas och företagens förtroende, och redovisningsskandalerna i Enron och andra amerikanska bolag, som gav upphov till tvivel om huruvida det gick att lita på informationen från finansmarknaderna och därför fick en mycket negativ inverkan på kreditspreadarna.

För det andra har många dragit fel slutsatser av Japans erfarenheter. Problemet i Japan handlade mindre om att bubblan sprack, och mer om den politik som fördes efteråt. Bubblan sprack 1989, men det var först flera år senare som ekonomin försvagades ordentligt. Problemet i Japan var att regeringen var ovillig att ta itu med problemen inom banksektorn, vilket fick till följd att problemen fortsatte att förvärras långt efter det att bubblan hade spruckit. Som många kritiker av den japanska penningpolitiken har påpekat lättade den japanska centralbanken dessutom inte tillräckligt på penningpolitiken efter krisen. Det var faktiskt först 1998 som den japanska ekonomin gick in i en deflationsperiod. Två slutsatser kan dras av den japanska erfarenheten.

Den första slutsatsen är att det värsta misstag en centralbank kan göra inte är att misslyckas med att förhindra en bubbla, utan att inte reagera tillräckligt snabbt när bubblan väl har spruckit. Om den japanska centralbanken hade reagerat snabbt efter tillgångsprisernas kollaps och insett att det behövdes en betydligt lättare penningpolitik eftersom efterfrågan försvagades kraftigt av nedgången i tillgångspriserna, skulle det aldrig ha uppstått deflation. Om det inte hade uppstått deflation skulle Japan inte ha drabbats av den skuldeflation som ytterligare försvagade den finansiella sektorns balansräkningar på det sätt som har beskrivits ovan.

Den andra slutsatsen från Japan är att om en bubbla som har spruckit skadar den finansiella sektorns balansräkningar, måste regeringen omedelbart agera för att återställa stabiliteten i det finansiella systemet. Att den japanska regeringen dröjde med att ta itu med problemen inom banksektorn är ett av huvudskälen till den japanska ekonomins dåliga utveckling under tio år.

Dessa två slutsatser ger en fingervisning om hur en centralbank bör hantera eventuella bubblor på tillgångsmarknaderna. I stället för att agera föregripande – vilket vi redan har konstaterat är så gott som omöjligt – kan centralbanken se till att finansiell instabilitet inte blir ett allvarligt problem, genom att vara redo att reagera snabbt om tillgångspriserna kollapsar. För att försäkra sig om att centralbanken är redo att vidta snabba åtgärder kan den t.ex. genomföra simuleringar för att komma fram till hur den bör agera vid en priskollaps. Sådana simuleringar påminner om de stresstester som kommersi-

ella finansiella institut och banktillsynsansvariga regelbundet genomför. Stresstesterna visar hur finansiella institut skulle påverkas av olika scenarier och utmynnar i planer för hur bankerna ska hantera de negativa effekterna. Genom att göra liknande tester kan centralbanken minimera de negativa effekterna om en tillgångsprisbubbla spricker, utan att behöva förutse att en bubbla är under uppsegling eller att den snart kommer att spricka.

Ett annat sätt för centralbanken att hantera eventuella bubblor är via rapporterna om finansiell stabilitet, om den publicerar sådana rapporter. I dessa kan centralbanken analysera om uppgångar i tillgångspriserna håller på att leda till ett alltför stort risktagande från de finansiella institutens sida. Om så verkar vara fallet kan centralbanken utöva påtryckningar på tillsyns- och övervakningsmyndigheter för att få dem att hålla tillbaka de finansiella institutens överdrivna risktagande.

3 Hur väl har den svenska penningpolitiken bedrivits?

I januari 1993 inledde Sverige omläggningen till en ny penningpolitisk regim. Två månader innan (19 november 1992) hade den fasta växelkursen övergivits, och kronan började flyta – efter ett mycket kostsamt men misslyckat försök att försvara växelkursen. Kort därefter (15 januari 1993) annonserade Riksbanken att penningpolitiken skulle bedrivas utifrån ett inflationsmål, och en första inflationsrapport publicerades i juni samma år. Inflationsmålet fastställdes till 2 % fr.o.m. 1995.

Genom riksbankslagen, som trädde i kraft 1999, fick Riksbanken en betydligt ökad självständighet i flera avseenden, särskilt genom tillsättandet av en oberoende direktion som består av ledamöter anställda med långa mandatperioder som inte kan avsättas och som inte heller får ”söka eller ta emot instruktioner när de fullgör penningpolitiska uppgifter”.

I detta avsnitt analyseras hur den svenska penningpolitiken har bedrivits. I det efterföljande avsnittet diskuteras den institutionella strukturen. I vår utvärdering av den svenska penningpolitiken under det senaste årtiondet har vi utgått från följande frågeställningar: 1) Har den bidragit till en god ekonomisk utveckling på lång sikt? 2) Har räntebesluten varit välavvägda? och 3) Vilket har varit förhållandet mellan penningpolitiken och växelkursen?

3.1 Bokslut för ett årtionde: Penningpolitik och allmän ekonomisk utveckling

Som vi förklarat i föregående avsnitt kan penningpolitiken inte påverka ett lands potentiella produktionsnivå. Vad den kan och bör göra är att försöka minimera fluktuationer mellan faktisk och potentiell produktion, men det bästa sättet att göra detta är inte, som vi redan har förklarat, att fokusera på produktions- eller sysselsättningsmål, utan på inflationsutvecklingen. Ett sätt att utvärdera om den svenska penningpolitiken har varit framgångsrik de senaste tio åren är därför att titta på svängningarna i produktionen tillsammans med inflationsutvecklingen och inflationsförväntningarna.

Produktionsgap är, som vi har förklarat, svåra att mäta, och man ställs inte överraskande inför en uppsjö av olika metoder för att mäta sådana gap. Utifrån vår erfarenhet beslutade vi oss för att välja det produktionsgap som konstrueras utifrån en statistisk metod (det s.k. Hodrick-Prescottfiltret), som definierar ett sådant gap som skillnaden mellan ekonomins faktiska produktion och en beräkning av den underliggande trendmässiga produktionen. Därefter måste man bestämma vilken makroekonomisk variabel som ska användas för att definiera gapet. Följande tre alternativ finns: BNP, sysselsättning och arbetade timmar. När vi tillämpade HP-filtret på dessa tre serier

fick vi mycket likartade resultat (figur 5). Konjunkturutvecklingen förefaller vara nästan identisk oavsett vilken av de tre serierna man tittar på. Efter att ha fastställt att det inte spelade så stor roll vilken serie vi beaktade beslutade vi att analysera fluktuationer i det produktionsgap som konstruerats med stöd av BNP-data.

I figur 6 skattas volatiliteten i produktionsgapet under fyra delperioder: 1980–1989 (åren före bankkrisen), 1990–1994 (den period som kännetecknades av bankkrisen och senare valutakrisen), 1995–1998 (de första åren med den nya penningpolitiska regimen, innan Riksbanken hade fått full självständighet), och slutligen 1999–2005. Svängningarna i produktionsgapet är mindre efter 1999, jämfört med nivån på 1980-talet. Standardavvikelsen är 1,1 under den senare perioden, jämfört med 1,6 på 1980-talet. Detta innebär att svängningarna i produktionen har minskat med 30 %.

Figur 7 visar inflationsförväntningar för olika tidshorisonter. För varje år visar de grå linjerna inflationsförväntningar för 1-, 2-, 3-, 4- och 5-åriga horisonter. Figur 6 och 7 visar mycket tydligt att den nya penningpolitiken har gjort det möjligt för Sverige att stabilisera inflationsförväntningarna utan att det har lett till kraftigare svängningar i produktionen; svängningarna i produktionen har tvärtom t.o.m. minskat (även om detta inte helt kan tillskrivas den ändrade penningpolitiska regimen, vilket nämnts i samband med de data som visas i figur 3).

Förändringen i inflationsförväntningarna överensstämmer med iakttagelsen att övergången till en inflationsmålspolitik har föranlett en dramatisk förändring av den process som driver den svenska inflationen. Detta framgår av figur 8 som visar inflationsutvecklingen i Sverige. Samtidigt som inflationen har minskat kraftigt har också inflationsprocessen förändrats. Statistiska tester av tidsserier över inflationen visar att fram till 1993 (eller närmare bestämt under perioden 1984–1993) går det inte att förkasta hypotesen att inflationen drev i väg utan ett fast ankare, dvs. att tidsserierna över inflationen inte var stabila (icke-stationära). Det statistiska testet visar att det finns en 43-procentig sannolikhet för att det *inte* fanns något ankare under detta årtionde.²⁹ För inflationsmålpolitiken under perioden 1994–2003 är däremot motsvarande sannolikhet endast 0,27 %, vilket innebär att inflationen var stationär. Inflationsmålpolitiken har alltså med framgång etablerat ett stabilt nominellt ankare.

Hur har detta påverkat arbetslösheten? Arbetslösheten i Sverige har varit högre de senaste 15 åren än före krisen i början av 1990-talet (figur 9) – då den svängde mellan 1,5 och 3,5 % – och ligger nu inom ett intervall som är omkring 3 procentenheter högre. Eftersom det, som vi förklarat i avsnitt 2, inte finns något långsiktigt utbytesförhållande mellan inflation och sysselsättning fanns det emellertid inte mycket penningpolitiken kunde göra för att få ned arbetslösheten till det tidigare intervallet. Det finns en mängd olika studier (t.ex. Ljungqvist och Sargent)³⁰ som analyserar orsakerna till att arbetslösheten har ökat i Sverige, vilket den för övrigt har gjort även i andra europeiska länder. Här är emellertid inte det rätta forumet för att gå in på en sådan

diskussion. Vi vill bara påpeka att denna ökning inte kan hänföras till förändringen av penningpolitiken.

Penningpolitiken kan dock påverka svängningar i sysselsättningen inom det nya intervallet. Vi har just konstaterat att fluktuationerna i produktion och sysselsättning inte har varit större under det senaste årtiondet än under tidigare år, men det skulle inte vara rimligt att nöja sig med det. En jämförelse mellan figurerna 8 och 9 visar t.ex. att arbetslösheten steg till den övre delen av det nya intervallet under en period (2002–2005) då inflationen kontinuerligt understeg målet på 2 %. I nästa avsnitt lämnar vi därför det långsiktiga perspektivet och tittar närmare på förhållandet mellan penningpolitiska beslut och produktions- och sysselsättningsfluktuationerna inom det nya intervallet.

3.2 Har räntebesluten varit välavvägda?

I detta delavsnitt granskar vi två olika perioder: 1) De första åren med den nya inflationsmålsregimen, dvs. mellan 1993 och 1997. Varför sänktes räntorna i en så långsam takt? Höll Riksbanken kvar realräntorna på en onödigt hög nivå under inflationsmålsregimens första år? 2) Tiden efter ca 2004, då inflationen har legat under målet medan arbetslösheten har stigit mot den övre delen av det nya intervallet.

3.2.1 Övergången till inflationsmålsregimen och takten i de första räntesänkningarna

Den 15 januari 1993 annonserade Riksbanken att penningpolitiken framöver skulle föras utifrån en inflationsmålsregim. Inflationsmålet fastställdes till 2 % fr.o.m. 1995, men samtidigt som inflationen föll snabbt – från nära 9 % 1993 till 3 % 1995 – låg inflationsförväntningarna på två års sikt kvar på över 4 % i ytterligare tre år, dvs. fram till 1996 (se figur 7). Till följd av detta förblev den nya penningpolitiska regimen relativt stram. I början av 1996, när inflationen föll under 2 %, låg styrräntan alltså på 9 %.

Det var först under 1996 som styrräntan sänktes, samtidigt som inflationsförväntningarna sjönk. Inom ett år hade styrräntan sänkts från 9 % till 4 %, och inflationsförväntningarna på två års sikt hade stabiliserats på 2 %, dvs. Riksbankens annonserade mål.

Hur stabiliserades inflationsförväntningarna, och varför tog det så lång tid? I början var växelkursen fortfarande en viktig faktor vid fastställandet av styrräntan, och en anledning till att räntorna fick ligga kvar på en relativt hög nivå kan ha varit oro över hur en räntesänkning skulle påverka kronan. Växelkursens betydelse avtog under 1996–1997 då banken började publicera mer formella inflationsprognoser och sannolikhetsfördelningar för den framtida inflationen. Att man slutade tillmäta växelkursen någon betydelse överensstämmer med bästa praxis för en inflationsmålpolitik – tillgångspriser bör, som vi förklarat i avsnitt 2.9, inte vara en faktor som direkt påverkar räntebesluten.

Växelkursens minskade betydelse var förmodligen en anledning till att räntorna började falla i snabbare takt, men vi anser inte att det var huvudorsaken. Den viktigaste utvecklingen under 1996–1997 var de fallande inflationsförväntningarna. Övergången till en mer formell inflationsmålsregim, baserad på inflationsprognoser, bidrog med all sannolikhet till att öka bankens trovärdighet, vilket ledde till att inflationsförväntningarna föll. Vid den här tidpunkten inträffade emellertid även något annat, något som förmodligen var den största anledningen till att förväntningarna ändrades.

Det finns en anmärkningsvärd överensstämmelse mellan stabiliseringen av inflationsförväntningarna och utvecklingen av finanspolitiken. Mellan 1993 och 1995 uppgick det svenska budgetunderskottet till i genomsnitt 9 % av BNP. År 1995 var det totala underskottet 7 % av BNP, och det primära saldoto – dvs. budgetsaldot rensat för räntekostnader – uppvisade också ett underskott. Vändningen i statens finanser skedde under 1996–1997 då det primära saldoto snabbt förändrades från ett underskott till ett *överskott* på 4 % av BNP och de offentliga finanserna var balanserade (de har sedan dess uppvisat ett överskott år efter år).

Så varför sänktes räntorna inledningsvis i så långsam takt? Vi anser att fram till 1996–1997 var en av förutsättningarna för prisstabilitet på lång sikt – dvs. en sund finanspolitik – inte uppfylld i Sverige. Oro för en framtida monetarisering – som vid den tidpunkten inte gick att utesluta eftersom Riksbanken ännu inte var självständig – fick inflationsförväntningarna att ligga över Riksbankens inflationsmål. Först när statsfinanserna förbättrades och det finansiella regelverket stramades upp stabiliserades förväntningarna, vilket gjorde det möjligt att sänka styrräntorna. Denna episod är nästan ett skolboks-exempel på hur viktigt det är att uppfylla förutsättningarna för prisstabilitet.

3.2.2 Räntorna de senaste åren

De snabba räntesänkningar som gjordes 1996–1997 (se figur 10) – sedan inflationsförväntningarna stabiliserats kring Riksbankens mål – åtföljdes av en kraftig nedgång i arbetslösheten: från 9 % 1997 till 4 % 2001 (figur 9). Från 2002 började emellertid arbetslösheten åter att stiga. Inom två år ökade den från 4 till 6 % och har sedan dess legat kvar runt den högre nivån – i den övre delen av vad som förefaller vara det nya intervallet för arbetslösheten, dvs. 4–6 %. Har penningpolitiken, fr.o.m. någon gång under 2002, varit för stram? Gjorde man en politisk felbedömning? Inflationsutvecklingen tyder på att det kan ha varit fråga om en politisk felbedömning. Sedan början av 2004 har inflationen (mätt med UNDI_X) konstant understigit målet på 2 % (se figur 8).

Under 2002 höjdes styrräntorna två gånger: med 25 punkter i mars och med ytterligare 25 punkter i juni. Därefter, i slutet av 2002, inledde Riksbanken en serie sänkningar som fick styrräntan att sjunka med 150 punkter under en sexmånadersperiod. Från april 2004 till juni 2005 lämnades styrräntorna

oförändrade. Var de två höjningar som man beslutade om våren 2002 ett misstag? Kom den senare justeringen för sent, och var den för svag?

Två saker kan ha hänt. En möjlighet är att Riksbanken vid en viss tidpunkt blev mer hökaktig och ändrade sitt sätt att reagera på osäkerheten i inkommande data. Skulle Riksbanken under perioden 1999–2001 med andra ord ha anpassat sig snabbare och med större steg till de förändrade förutsättningarna om den hade ställts inför de data som blev tillgängliga de kommande 4–5 åren? En sådan förändring kan inträffa om direktionen börjar tillmäta riskerna i sina prognoser olika betydelse. Ställda inför samma sannolikhetsfördelningar för den framtida inflationen skulle två olika direktioner kunna fatta olika beslut om de tillmåtar olika scenarier en annan betydelse än tidigare. Men direktionen kan också ha börjat ta hänsyn till variabler som den tidigare brukat bortse från, särskilt huspriser.

En annan möjlighet är att direktionen fortsatte att agera som den gjort tidigare och att misstaget gjordes vid tolkningen av data. Felet skulle med andra ord ligga i bankens inflationsprognoser.

Ett enkelt sätt att pröva den första hypotesen – dvs. att Riksbanken ändrade sitt sätt att reagera på data – är att ställa upp en penningpolitisk regel som så noggrant som möjligt beskriver centralbankens agerande under ett visst tidsintervall och sedan använda den för att förutsäga bankens räntebeslut ”out-of-sample”, dvs. utanför det tidsintervall för vilket regeln har skattats. Sådana enkla regler är endast skattningar av det sätt på vilket penningpolitiken bedrivs i praktiken. Det bör därför inte komma som någon överraskning om de misslyckas med att exakt fånga centralbankens agerande, särskilt vid vändpunkter i konjunkturcykeln. Kraftiga avvikelser i faktiska räntebeslut från dem som förutsagts med hjälp av sådana enkla regler ger därför endast en fingervisning om att centralbanken kan ha ändrat sitt agerande. På motsvarande sätt är upptäckten att faktiska och förväntade räntebeslut sammanfaller endast ett tecken – och inte ett bevis – på att centralbankens agerande inte har förändrats. Trots dessa förbehåll är sådana modeller emellertid intressanta och tankeväckande.

Sättet att konstruera sådana ”out-of-sample”-prognoser gör det möjligt för centralbanken att reagera på de ekonomiska data som blir tillgängliga efterhand, men förutsätter att banken reagerar utifrån samma parametrar som har skattats under skattningsperioden. (Eftersom de skattade reglerna alltid inkluderar räntan från föregående period finns det rent tekniskt två sätt att göra sådana prognoser: ”dynamiska prognoser”, som använder, som ränta från föregående period, den ränta som prognostiserats för den tidigare perioden, och ”one-step-ahead-prognoser”, som däremot använder styrräntans faktiska utfall.)

Marcela Meirelles Aurelio, nationalekonom vid den amerikanska centralbankens regionala kontor i Kansas City, har prövat denna metod på sju centralbanker, däribland Riksbanken, och tillämpat en rad olika regler för att försöka fånga deras agerande.³¹ I hennes analys, som skattar den penningpolitiska regeln med stöd av data fram till fjärde kvartalet 2000 och startar simu-

leringen första kvartalet 2001, förefaller Riksbanken och Australiens centralbank ha varit mest förutsägbara, vilket innebär att de räntebanor som prognostiserats med stöd av antingen ”one-step-ahead”-prognoser eller dynamiska prognoser ligger anmärkningsvärt nära de banor som de båda centralbankerna faktiskt följt.

Vi har utfört ett liknande experiment genom att använda ett rullande urval. Den första simuleringen skattar – precis som i Aurelios rapport – den penningpolitiska regeln med stöd av data från fjärde kvartalet 1993 och fram till fjärde kvartalet 2000 och startar simuleringen under första kvartalet 2001.³² Den andra använder data fram till fjärde kvartalet 2001, den tredje data fram till fjärde kvartalet 2002 och den sista simuleringen data fram till fjärde kvartalet 2003. Figur 11 visar de fyra simuleringarna. I vart och ett av fallen rapporterar vi både ”one-step-ahead”-simuleringen och en dynamisk simulering. Alla simuleringar sträcker sig fram till första kvartalet 2006. ”One-step-ahead”-prognoser är bäst lämpade för denna uppgift eftersom de besvarar frågan: Hur skulle Riksbanken ha reagerat på de nya uppgifterna om den hade agerat i enlighet med den skattade regeln? Som Aurelio redan har konstaterat ligger de antaganden om räntebanor som tagits fram med stöd av ”one-step-ahead”-prognoser i allmänhet ganska nära styrräntornas faktiska bana. En mindre avvikelse kan noteras under 2001–2002 när den regel som skattats fram till fjärde kvartalet 2000 skulle ha förutsett en något lägre bana för styrräntan. Trots att det rör sig om en mindre avvikelse tyder denna skillnad på att Riksbanken någon gång omkring 2002 reagerade på data genom att strama åt penningpolitiken mer (fastän endast obetydligt mer) än den skulle ha gjort om den hade följt samma regel som den dittills hade följt.

Ett annat tecken på att direktionen vid en viss tidpunkt kan ha börjat tolka data på ett annat sätt – eller börjat titta på andra data – är att det, någon gång i slutet av 2003, dyker upp ett nytt hänsynstagande vid direktionens diskussioner: huspriser. Som vi tidigare nämnt inledde Riksbanken, efter de två räntehöjningsbeslut som togs våren 2002, i slutet av det året en serie räntesänkningar som ledde till att styrräntan sjönk med 150 punkter under en sexmånadersperiod. Därefter, från augusti 2003 och två år framåt, lämnades styrräntan oförändrad. Var den ackommoderande penningpolitiken för blygsam? Varför avbröts serien av räntesänkningar? Om man läser protokollen från direktionens möten kan man konstatera att serien av räntesänkningar upphörde vid ungefär samma tidpunkt som ett nytt argument dök upp vid direktionens penningpolitiska diskussioner: huspriser. Vid till exempel mötet den 4 december 2003 (det tredje mötet efter det att serien av räntesänkningar hade avbrutits) sa en ledamot att ”höga huspriser kan utgöra ett skäl till att vara försiktig med en räntesänkning. En sådan skulle kunna spä på husprisutvecklingen med ytterligare fastighetsbelåning och skuldsättning hos hushållen som följd.” Sedan dess har huspriserna fått en allt större betydelse i de penningpolitiska diskussionerna. Det är därför möjligt att oron över huspriserna resulterat i en alltför stram penningpolitik de senaste åren. Vi har diskuterat till-

gångsprisernas roll i avsnitt 2.9, och vi hyser viss oro över att Riksbanken kanske lägger alltför stor vikt vid huspriser.

En annan förklaring till att inflationen har underskridit målet är, som redan nämnts, att Riksbanken under några år kan ha felbedömt vad som hände i ekonomin och därmed gjort felaktiga inflationsprognoser.

Vid en öppen utfrågning inför riksdagens finansutskott den 1 april 2004 sade riksbankschefen att på grundval av den information som sedan dess hade blivit tillgänglig hade de räntehöjningar man beslutat om våren 2002 varit onödiga: ”Med facit i hand skulle man kanske kunna hävda att räntehöjningarna våren 2001 och 2002 hade kunnat utebli. Den diskussionen blir dock inte så fruktbar. Det är alltid lätt att veta hur man borde ha gjort i efterhand när man har utfall. Väl så intressant är därför huruvida våra beslut är förståeliga i ljuset av den bild som fanns vid beslutstillfället. När vi analyserat den frågan kan vi konstatera att vi agerat konsekvent utifrån de inflationsprognoser vi gjort, ungefär som vi brukar.” Inflationsrapport 2004:1 innehåller en ingående analys av huruvida dessa beslut – såväl de två räntehöjningarna som takten i de senare räntesänkningarna – stämde överens med bankens syn på konjunkturutvecklingen vid denna tidpunkt och varför denna syn kan ha varit felaktig.

Vi vill för det första understryka att både riksbankschefens uppriktiga erkännande och bankens efterhandsanalys av denna episod är exempel på en öppenhet man inte ser särskilt ofta hos centralbanker. När det gäller beslutsunderlaget identifieras i den analys av utfallet som gjordes 2003 kombinationen av hög produktivitetstillväxt och relativt låga löneökningar som en av de faktorer som ledde till att inflationen blev lägre än banken hade prognostiserat.

I inflationsrapporten från mars 2002 – som låg till grund för de två räntehöjningarna – uttrycktes oro över ”svag produktivitetstillväxt” och över att ”lönerna stigit något mer än väntat”. I rapporten konstateras att en del av produktivitetsnedgången berodde på avmattningen 2001 och att produktiviteten kommer att förbättras när konjunkturen vänder uppåt. I rapporten underskattas emellertid tydligt takten i återhämtningen. Under 2004 ökade den totala faktorproduktiviteten i hela ekonomin med 4 % och arbetsproduktiviteten med 3,5 %. De nominella lönerna ökade också mindre än väntat: I rapporten förutsågs en ökning av nominallönerna med strax över 4 % per år, medan nominallönerna i själva verket endast steg med 3 % per år mellan 2002 och 2005. Tecken på att Riksbanken underskattade styrkan i ekonomin kommer också från bankens prognoser för produktionstillväxten. Ekonomin växte med 3 % per år mellan 2002 och 2005, långt över vad banken hade väntat (felbedömningen var särskilt kraftig 2004, då utfallet var nästan 4 % jämfört med prognosen på 2,6 %). Det faktum att banken överskattade inflationen samtidigt som den underskattade tillväxten är ett tecken på att den förbisåg något betydelsefullt som inträffade på utbudssidan, dvs. produktiviteten och effekterna av ökad konkurrens.

Detta var emellertid något som även alla andra prognosmakare förbisåg. I februari 2002 uppgick genomsnittet av inflationsförväntningar på två års sikt som beräknats utanför banken (av penningmarknadsaktörer, arbetsgivar- och

arbetstagarorganisationer, inköpschefer) till 2,6 %, dvs. något över bankens huvudprognos. I avsnitt 4.2.4 fortsätter vi diskussionen om hur träffsäker Riksbanken är i sina prognoser jämfört med andra institutioner.

Kan inflationens underskridande av målet på senare tid och den åtföljande ökningen av arbetslösheten således åtminstone delvis bero på politiska felbedömningar från Riksbankens sida? Felen i inflationsprognoserna var förmodligen svåra att undvika – vilket framgår av att, som vi redan konstaterat, ingen annan prognosmakare lyckades bättre. Prognosfelen tyder emellertid på att banken kanske borde överväga att lägga mer resurser på analysen av utvecklingen i den reala ekonomin, särskilt produktivitetstillväxten och arbetsmarknaden. Vi kommer att återkomma till detta i vår utvärdering av Riksbankens tekniska expertis i avsnitt 4.2. Den alltför stora tonvikten på huspriser är förvisso inte förenlig med en inflationsmålspolitik av toppklass. Vi återkommer till detta i vår utvärdering av den svenska penningpolitiska regimen i avsnitt 4.6.4.

3.3 Det skenbara mysteriet med den stabila växelkursen mellan kronan och euron

Figur 12 visar stabiliteten i växelkursen mellan kronan och euron de senaste fem åren. Sedan 2002 har växelkursen legat inom ett mycket smalt band: $\pm 2,25$ % runt en valutaparitet på 9,25 kr för 1 euro. Stabiliteten i kursen mot euron är inte något unikt för Sverige. Figur 12 visar även kursutvecklingen mellan det brittiska pundet och euron, som också har varit anmärkningsvärt stabil de senaste tre åren.

Har Riksbanken fäst särskild vikt vid eurons växelkurs när den fastställt räntan? Ett argument för att särskilt uppmärksamma euron är att handeln med euroländerna står för en mycket stor del av Sveriges totala handel: 45,6 % av importen och 37,2 % av exporten under 2003 (uppgifterna avser handeln med EU-12).

Den senaste gången Riksbanken intervenerade på valutamarknaden var våren 2001, med anledning av att ökade inflationsförväntningar hade försvagat kronan. Direktionsledamöternas diskussioner om huruvida det var lämpligt att intervensera föranledde banken att publicera artikeln *En ny ordning för valuta-interventioner*, i vilken man klargjorde under vilka omständigheter interventioner på valutamarknaden är berättigade. Sedan dess tycks växelkursen inte ha spelat någon roll i räntebesluten. Överraskande nog sammanfaller denna förändring, som framgår av figur 12, med inledningen av en period med hög stabilitet i växelkursen.

Det faktum att kursen mot euron inte har spelat någon roll i räntebesluten bekräftas inte bara av protokollen från direktionens möten – i vilka växelkursen aldrig nämns i samband med ett räntebeslut – utan även genom det test som utförts av den amerikanska centralbankens regionala kontor i San Francisco som nämns i delavsnitt 3.2.2. Om vi lägger till kronans kurs mot euron till de

variabler som förklarar direktionens räntebeslut, är denna variabel aldrig statistiskt signifikant.³³ Figur 13 tyder på att anledningen till att kron-eurokursen har varit så stabil kan ha varit den ökade synkroniseringen av konjunkturcyklarna i Sverige och euroområdet sedan starten av Europeiska monetära unionen (1999). Eftersom Riksbanken och ECB ställs inför mycket liknande data tenderar de att synkronisera sina räntebeslut (figur 14). Detta kan delvis förklara varför växelkursen har varit så stabil.

4 En utvärdering av den svenska inflationsmålsregimen

I vår utvärdering av den svenska inflationsmålsregimen har vi granskat sju nyckelfrågor: 1) Är den institutionella ramen för inflationsmålsregimen lämplig? 2) Håller Riksbankens tekniska expertis tillräckligt hög nivå? 3) Har inflationsmålet en lämplig nivå? 4) Är den svenska inflationsmålsregimen tillräckligt flexibel? 5) Är det meningsfullt att basera prognoser på implicita terminsräntor enligt marknadens prissättning? 6) Hur väl fungerar Riksbankens kommunikation? 7) Har direktionen rätt struktur?

4.1 Är den institutionella ramen för inflationsmålsregimen lämplig?

I avsnitt 2 om den penningpolitiska forskningen sammanfattas flera önskvärda kriterier för den institutionella ram som ligger till grund för genomförandet av penningpolitiken: i) ett åtagande att föra en sund finanspolitik och verka för finansiell stabilitet, ii) ett starkt mandat att eftersträva prisstabilitet, iii) att regeringen känner ett ansvar för inflationsmålet, iv) att centralbanken är självständig och isolerad från den politiska processen, och v) möjligheten att ställa centralbanken till svars för den politik den bedriver för att uppnå prisstabilitetsmålet. Vi tittar på dessa i tur och ordning.

4.1.1 Finns det ett åtagande att föra en sund finanspolitik och verka för finansiell stabilitet?

Som vi diskuterat i avsnitt 2 kan en osund finanspolitik och ett osunt finansiellt system, som antingen leder till påtryckningar på centralbanker att trycka nya sedlar eller orsakar kollaps i det finansiella systemet, göra det omöjligt för en centralbank att föra en låginflationspolitik. En politik som syftar till sunda statsfinanser och till ett stabilt finansiellt system är därför en förutsättning för en framgångsrik inflationsmålspolitik. Sverige har i detta hänseende uppvisat utmärkta resultat under de senaste tio åren. I efterdyningarna av den ekonomiska krisen i slutet av 1980-talet och början av 1990-talet införde Sverige ett stabilt regel- och tillsynssystem som har främjat ett säkert och sunt finansiellt system. Dessutom har finanspolitiken, understödd av en ny budgetlag (lagen [1996:1059] om statsbudgeten), från 1995 och fram till i dag skapat ett genomsnittligt årligt budgetöverskott på 1 % av BNP. Det är betydligt bättre än genomsnittet i euroområdet, där budgetarna under dessa år har uppvisat ett underskott på i genomsnitt 3,8 % av BNP. Som medborgare i Förenta staterna respektive Italien kan vi bara uttrycka vår beundran för den svenska utvecklingen.

4.1.2 Finns det ett tillräckligt starkt mandat att eftersträva prisstabilitet?

I 2 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank, som reviderades väsentligt i januari 1999, fastställs följande: ”Målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken skall också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.” Eftersom upprätthållandet av ett säkert och effektivt betalningssystem helt stämmer överens med målet om prisstabilitet har Riksbanken ett tillräckligt starkt mandat att upprätthålla prisstabilitet. Dessutom, vilket vi diskuterat i avsnitt 2.1.4, anger regeringen följande i den av riksdagen antagna propositionen 1997/98:40 (avsnitt 7.3): ”Målet för penningpolitiken skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Såsom myndighet under riksdagen bör Riksbanken därutöver, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.” Riksbanken har alltså *de facto* ett hierarkiskt mandat som liknar de mandat som har formulerats för den brittiska centralbanken och Europeiska centralbanken. Vi anser därför att Riksbankens mandat helt uppfyller de ställda kraven.

4.1.3 Känner regeringen ett tillräckligt starkt ansvar för inflationsmålet?

Eftersom en sund finanspolitik är en förutsättning för att en centralbank ska kunna bedriva en låginflationspolitik är det ytterst angeläget att regeringen ställer sig bakom inflationsmålsregimen genom att visa sitt stöd för det inflationsmål som centralbanken annonserat. Om regeringen känner sitt ansvar för inflationsmålet ökar sannolikheten för att den kommer att bedriva en finanspolitik som underlättar för centralbanken att uppnå inflationsmålet. I flera länder har regeringen ett ansvar för inflationsmålet eftersom det är regeringen som fastställer detta, även om det normalt sker i samråd med centralbanken. Så är det exempelvis i Nya Zeeland, Kanada och Storbritannien. I Sverige fattades beslutet att anta ett inflationsmål 1993 liksom beslutet om nivån på inflationsmålet av Riksbanken, inte av regeringen. Sedan 1996 stöder emellertid regeringen, i sin årliga budgetproposition, Riksbankens inriktning på penningpolitiken. Hösten 1996 skrev regeringen exempelvis följande:

Penningpolitikens övergripande mål är prisstabilitet. Riksbanken bedriver penningpolitiken självständigt och riksbanksfullmäktige har definierat prisstabilitetsmålet som att ökningen av konsumentprisindex skall begränsas till 2 % med en tolerans om 1 procentenhet uppåt respektive nedåt. Regeringen stödjer penningpolitikens inriktning.

Från hösten 1997 och fram till i dag har det relevanta stycket haft ungefär följande lydelse:

Låg inflation är en förutsättning för god tillväxt och full sysselsättning. Riksdagen har lagt fast att den övergripande uppgiften för penningpolitiken är prisstabilitet. Riksbanken bedriver på denna grund penningpoliti-

ken självständigt. Riksbanken definierar prisstabilitet som att ökningen av konsumentprisindex ska begränsas till 2 procent med en tolerans på 1 procentenhet uppåt och nedåt. Regeringen stödjer penningpolitikens inriktning och står bakom inflationsmålet.

Dessutom har den nya riksbankslagen från 1999, som ger Riksbanken ett tydligt mandat att verka för att uppnå prisstabilitetsmålet, lett till att regeringen ännu tydligare åtagit sig att stödja inflationsmålsregimen. Om vi hade fått utforma den institutionella ramen för inflationsmålspolitiken från allra första början skulle en mer aktiv roll för regeringen i fastställandet av målet ha varit önskvärd. I praktiken tar emellertid nu regeringen ett tillräckligt stort ansvar för inflationsmålsregimen, och vi ser ingen anledning att rekommendera en ändring.

4.1.4 Är Riksbanken tillräckligt självständig?

Forskning har visat att en självständig centralbank som kan stå emot politiska påtryckningar att bedriva en inflationistisk politik leder till en betydligt bättre ekonomisk utveckling. Genom riksbankslagen, som trädde i kraft 1999, fick Riksbanken en betydligt ökad självständighet i flera avseenden, särskilt genom tillsättandet av en oberoende direktion som består av ledamöter anställda med långa mandatperioder, som inte kan avsättas och som inte heller får ”söka eller ta emot instruktioner när de fullgör penningpolitiska uppgifter”. Riksbankslagen överensstämmer med bästa praxis med avseende på den grad av självständighet den ger centralbanken.

4.1.5 Finns det tillräckliga möjligheter att ställa Riksbanken till svars för sin politik?

I en demokrati kan centralbankens självständighet endast säkerställas om den stöds av medborgarna och deras politiska företrädare. Detta stöd kommer endast att ges om centralbanken kan förklara och ställas till svars för sitt agerande. Detta ger dessutom banken ett bra incitament att uppfylla sitt mandat. För att kunna ställa centralbanken till svars för sin politik krävs en öppen dialog mellan banken, medborgarna och deras förtroendevalda. Det bästa forumet för detta är i ett lands parlament eller kongress. Ett ganska ovanligt inslag i den institutionella ramen för penningpolitiken i Sverige (som även kännetecknar den institutionella ramen i Finland) är att Riksbanken är en myndighet under riksdagen. Detta inslag i den svenska konstitutionella ordningen gör att Riksbanken har ett annat förhållande till regeringen än de flesta andra svenska myndigheter, som lyder under regeringen och inte riksdagen. Det skiljer sig också från situationen i andra länder där centralbankerna normalt är regeringsorgan. Detta särdrag hos Riksbanken gör det än mer naturligt att den allmänna penningpolitiska debatten ska föras i riksdagen.

Sedan 1999 genomför riksdagens finansutskott varje år en formell skriftlig utvärdering av penningpolitiken. Sådana formella utvärderingar är inte vanli-

ga i andra länder och kan bero på Riksbankens och riksdagens unika förhållande. Att genomföra utvärderingar av detta slag ökar möjligheten för Riksbanken att förklara och stå till svars för sin politik och är mycket önskvärt. När vi läste dessa utvärderingar blev vi emellertid relativt besvikna över att analysen av Riksbankens agerande inte var lika ingående som vi hade förväntat oss med tanke på den avgörande roll som sådana dokument skulle kunna spela i processen att ställa banken till svars inför medborgarna. När finansutskottet under 2002 beställde en studie av Konjunkturinstitutet (KI: *Penningpolitiken 1999–2001*) för att utvärdera Riksbankens agerande var utvärderingen djupare och betydlig mer användbar – även om vi inte nödvändigtvis instämmer i alla synpunkter som framfördes, särskilt slutsatserna om träffsäkerheten i Riksbankens prognoser, en fråga som vi kommer att återkomma till. Detta experiment tyder emellertid på att det är mycket önskvärt att finansutskottet anlitar externa experter för att utvärdera penningpolitiken. Att använda olika externa experter skulle ytterligare förbättra utvärderingsprocessen.

Ett annat värdefullt inslag för att stärka Riksbankens möjlighet att förklara och stå till svars för sin politik är de utfrågningar om penningpolitiken som hålls i finansutskottet två gånger om året (vanligen februari/mars och oktober), omedelbart efter publiceringen av inflationsrapporten. Sättet att genomföra dessa utfrågningar innebär dessvärre att de är mycket ineffektiva. Grundproblemet är att utfrågningarna hålls bara en timme efter offentliggörandet av inflationsrapporten. Detta innebär att utskottets ledamöter inte har tillräckligt med tid på sig för en noggrann granskning av rapporten, vilket märks i kvaliteten på debatten vid utfrågningen. Finansutskottet har bett Riksbanken att göra inflationsrapporten tillgänglig för utskottet innan den släpps till allmänheten. Riksbanken har med rätta vägrat att tillmötesgå denna begäran: risken för att information läcker ut till finansmarknaderna och ger vissa marknadsaktörer en orättvis fördel är alltför stor.

En lösning på detta problem kan hämtas från erfarenheterna i andra länder: Storbritannien, USA och länderna i euroområdet. Där diskuteras dokument liknande inflationsrapporten i kongressen eller parlamentet flera veckor (normalt 2–3 veckor) efter offentliggörandet. Kvaliteten på debatterna är mycket högre än i Sverige och får därför stor uppmärksamhet i medierna, vilket ökar möjligheten att utkräva ansvar av centralbanken. Eftersom det finns tillräckligt med tid för att noggrant gå igenom rapporten anlitar parlamenten dessutom ofta externa experter för att bistå dem i förberedelserna inför utfrågningarna. Vi anser att möjligheten att utkräva ansvar av Riksbanken och kvaliteten på den offentliga debatten om penningpolitiken i Sverige skulle kunna förbättras avsevärt om inflationsrapporten offentliggjordes minst en och kanske två veckor före utfrågningen i finansutskottet, och om utskottet anlidade externa experter för att bistå utskottsledamöterna.

Andra parlament anlitar externa experter för att bistå finansutskottets ledamöter när de förbereder diskussionerna med centralbanken. Överhusets utskott för ekonomiska frågor i det brittiska parlamentet har exempelvis nyligen anlitat professor Mike Wickens vid York University för att förbereda

mötena med ledamöter av den brittiska centralbankens penningpolitiska kommitté. Europaparlamentets erfarenheter är särskilt intressanta. Inledningsvis, när ECB upprättades, fanns det av förklarliga skäl ingen tradition av möten mellan parlamentet och ECB:s ordförande. Christa Randzio Plath, ordföranden i parlamentets utskott för ekonomi och valutafrågor, var bekymrad över kvaliteten på debatten, särskilt eftersom hennes utskott (precis som finansutskottet i Sverige) är det enda organ inom EU:s institutioner som kan ställa ECB till svars. Ordföranden anlidade därför – för ett relativt blygsamt arvode – en grupp externa experter, främst akademiska ekonomer, som fick i uppdrag att ”lära upp” utskottets ledamöter. Vid ett par tillfällen spelade en expert rollen som ECB:s ordförande och besvarade frågor, medan andra experter iklädde sig rollerna som utskottets ledamöter. Debatterna var livliga, och de utskottsledamöter som deltog vid sådana ”låtsasmöten” lärde sig snabbt hur man genomför en tuff utfrågning. Så småningom, efter denna övergångsperiod, anlidades de externa experterna endast för att hjälpa till att förbereda frågor och bakgrundsdokument på ungefär samma sätt som externa experter i det brittiska parlamentet.

Den offentliga debatten om en centralbanks agerande kan också föras genom uttalanden från ministrar. Även om ministrar självklart har rätt att yttra sig över alla frågor som berör dem, är de potentiella följderna mer betydande om ministrar, och inte vanliga parlamentsledamöter, kommenterar penningpolitiken. Eftersom ministrar har ett större inflytande över lagstiftning som påverkar centralbanken kan deras kommentarer, i större omfattning än kommentarer från andra folkvalda, leda till oro för att centralbanken kommer att ge efter för politiska påtryckningar och därmed få betydande följder. Den försvagning av centralbankens självständighet som följer av detta kan leda till betydligt sämre ekonomiska resultat. Om centralbankens trovärdighet när det gäller att stå emot påtryckningar att föra en alltför expansiv politik försvagas, kan banken faktiskt behöva strama åt penningpolitiken mer än vad som annars skulle ha varit nödvändigt för att hålla inflationsförväntningarna under inflationsmålet. De ekonomiska resultaten kan därför förbättras om ministrar avstår från att kommentera penningpolitiken. Som vi har nämnt i avsnitt 2 är den starka ekonomiska tillväxten i USA de senaste åren ett tydligt exempel på fördelarna med att följa denna princip.

Under de senaste åren har Sveriges statsminister fällt kritiska kommentarer om Riksbankens penningpolitiska åtgärder. Dessa kommentarer har emellertid inte varit instruktioner till Riksbanken och strider därför inte mot riksbankslagen. Däremot har allmänheten och medierna uppfattat dem som ett försök att utöva påtryckningar på centralbanken att antingen sänka räntan eller avstå från att höja den. Med tanke på Sveriges starka ekonomiska tillväxt de senaste åren anser vi inte att dessa kommentarer har försvagat Riksbankens trovärdighet eller självständighet i någon större utsträckning. De skapar emellertid ett prejudikat som skulle kunna få allvarliga följder vid en senare tidpunkt om ekonomin skulle försvagas och Riksbankens politik ifrågasättas. I en sådan situation skulle kritiska kommentarer från ministrar om penningpoli-

tiska åtgärder kunna försvaga Riksbankens trovärdighet och självständighet och få ett negativt inflytande på penningpolitiken.

4.2 Håller Riksbankens tekniska expertis tillräckligt hög kvalitet?

Enligt vår bedömning är Riksbanken en organisation som präglas av hög kompetens. Bland bankens medarbetare finns högt kvalificerade nationalekonomer som använder de bästa tillgängliga ekonomiska och statistiska metoderna. Nationalekonomernas analyser ingår i den penningpolitiska processen och används av direktionen för att fatta beslut på ett professionellt och effektivt sätt. I detta avsnitt bestyrker vi dessa påståenden och inleder med kompetensen hos de nationalekonomer som arbetar på banken.

4.2.1 Kvaliteten på medarbetarna och deras produktion

Inom Riksbanken görs den penningpolitiska analysen på avdelningen för penningpolitik. I dagsläget (maj 2006) är 31 av de totalt 59 personer som arbetar på de enheter som direkt deltar i det penningpolitiska arbetet (dvs. exklusive statistikenheten) doktorer i nationalekonomi. Detta är en relativt hög siffra jämfört med andra centralbanker. I t.ex. en studie som gjordes av Kanadas centralbank 2003 om kvantiteten och kvaliteten på centralbanksforskningen framgick att de centralbanker som undersöktes hade följande antal anställda med doktorsgrad: den brittiska centralbanken 74, Italiens centralbank 51, Riksbanken 40, Finlands Bank 23, Spaniens centralbank 17 (antalet vid Riksbanken omfattar ett antal doktorer som inte arbetar på de enheter som ansvarar för penningpolitiken).³⁴ Under de senaste tre åren har forskningsenheten vid avdelningen för penningpolitik (avdelningens mer ”forskningsinriktade” enhet) sökt efter nyutexaminerade doktorer i nationalekonomi på den amerikanska ”Job Market”. Övriga enheter inom avdelningen rekryterar medarbetare genom mer konventionella kanaler – främst genom annonser i svenska tidningar och på Riksbankens webbplats.

Kvaliteten på bankens forskning har ökat de senaste åren: Fram till 2002 antogs årligen omkring 5 artiklar som producerats av bankens medarbetare (ibland i samarbete med utomstående forskare) för publicering i internationella tidskrifter. År 2003 var antalet 14, och 2004 publicerades 15 artiklar. I den tidigare nämnda studien som genomfördes av Kanadas centralbank uppskattades också den genomsnittliga kvaliteten på de artiklar som skrivits av centralbanksanställda och publicerats under perioden 1999–2003. Bäst är forskarna vid den amerikanska centralbankens regionala kontor i Minneapolis (0,64 poäng), en regional centralbank som är mycket ovanlig även inom det amerikanska centralbankssystemet. Den amerikanska centralbankens kontor i New York och den brittiska centralbanken fick 0,43 poäng, Portugals centralbank 0,41, Kanadas respektive Australiens centralbank 0,30, Spaniens respek-

tive Italiens centralbank 0,23, Finlands Bank 0,22 och Danmarks respektive Belgiens centralbank 0,21 poäng. Riksbanken fick 0,34 poäng, vilket var det tredje bästa betyget i Europa. I genomsnitt publicerar forskarna på Riksbanken 0,22 tidskriftsartiklar var varje år (denna siffra, som även den beräknades i Kanadas centralbanks studie, korregerar antalet publicerade artiklar med medförfattare och väger sedan detta antal med hänsyn till tidskriftens kvalitet). Detta ger Riksbanken en 8:e plats internationellt sett. De fem första platserna innehas av regionala kontor inom det amerikanska centralbankssystemet och den amerikanska centralbankens s.k. Board of Governors. På 6:e och 7:e plats kommer Greklands centralbank respektive ECB. Totalt sett står sig Riksbanken utomordentligt väl i en jämförelse med andra centralbanker, i fråga om såväl volym som kvalitet på sin forskningsproduktion.

Anledningen till att vi redogör för detta så pass detaljerat är att betydelsen av en centralbanks forskningskvalitet inte bör underskattas. Som vi diskuterat i avsnitt 2 hade den nationalekonomiska forskningen stor betydelse för det förändrade tankesättet i centralbanker som har lett till en förbättrad penningpolitik. För att ha en inflationsmålsregim i toppklass måste centralbanken ta sig an utmanande analytiska uppgifter, som t.ex. att utveckla och tillämpa de modeller som används för att ta fram prognoser samt att välja ett lämpligt ränteantagande för inflationsprognoserna etc. Bara en centralbank som har en grupp nationalekonomer som är väl insatta i den penningpolitiska forskningen, och som kan integrera deras kunskaper i beslutsprocessen, kan ha en inflationsmålsregim som tar hänsyn till de senaste forskningsrönen.

Ett annat skäl till varför det är viktigt att ha en hög forskningskvalitet har att göra med anseende. Centralbanken måste vinna respekt hos landets nationalekonomer, inom den akademiska världen, inom den finansiella sektorn och hos arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer. Bara en bank som kan locka till sig forskare med hög kompetens kan etablera ett sådant anseende.

En analys av huvudämnena i de *Working Papers* som banken publicerat under perioden 1997–2006 (160 forskningsrapporter som dels inkluderar rapporter som skrivits av nationalekonomer vid banken, dels några rapporter som författats av utomstående gäster) visar på en institution som främst är inriktad på att organisera, bedriva och finjustera inflationsmålsregimen: 40 % av rapporterna tar direkt upp penningpolitiska frågor, 15 % tar upp tekniska frågor som rör ekonometriska skattningar, kalibrering eller prognosarbete, 15 % behandlar frågor som rör skattningen av produktionsgapet eller analysen av arbetslösheten och 30 % berör andra ekonomiska frågor, däribland finansiell stabilitet och växelkursen. Denna fördelning över olika ämnen – tillsammans med diskussionen (i avsnitt 3.2.2) om möjliga förklaringar till varför inflationen har underskridit målet på senare tid – talar för att banken bör lägga lite större vikt vid i synnerhet ekonomiska analyser av den reala sektorn och av läget på arbetsmarknaden.

Sedan 1998 har Riksbanken anordnat en till två konferenser per år, ofta i samarbete med en akademisk institution, i vilka flera framstående internationella akademiker ofta har deltagit. Konferenserna har handlat om allt från

”penningpolitiska regler” och ”kreditriskmodeller” till ”inflationmålspolitik: genomförande, kommunikation och effektivitet”. Forskningsenheten tar regelbundet emot gäster från både centralbanker och universitet. Dessa gäster presenterar sin forskning på ett seminarium och deltar i möten med riksbanksanställda, även utanför forskningsenheten. Normalt tillbringar gästforskare en arbetsvecka på Riksbanken, men längre besök på upp till ett halvår eller år förekommer också. Riksbankens anställda deltar regelbundet i konferenser utanför banken, vilket betraktas som en självklar del av bankens normala verksamhet. Följden av detta är att Riksbanken har blivit en integrerad del av den internationella forskarvärlden, vilket är något som eftersträvas av världens mest framstående centralbanker.

Riksbanken har även ett antal högt kvalificerade vetenskapliga rådgivare. Bland dessa finns för närvarande några av de mest välkända USA-baserade och svenska makroekonomerna. Banken drar nytta av deras råd i fråga om såväl penningpolitiska frågor som mer tekniska problem. En av dem granskar regelbundet inflationsrapporten – efter publicering – och kommer med förslag till förbättringar.

4.2.2 Riksbankens inflationsprognoser

När Riksbankens gör sina inflationsprognoser utgår den från ett antal olika modeller. Detta är en metod som kan rekommenderas eftersom det inte finns någon enskild modell som kan sägas ge den ”bästa” beskrivningen av hur en ekonomi fungerar. Genom att granska de prognoser som har tagits fram med hjälp av olika modeller minskar man följaktligen sannolikheten för fel som inte beror på att viss information inte var tillgänglig vid prognostillfället, utan på att modellen missade någon viktig aspekt av ekonomin.

I inflationsrapporten görs prognoser för mer än 50 variabler. Prognosarbetet sker genom en kombination av analyser från strukturella modeller, prognoser från ett antal tidsserie- och indikatormodeller och expertbedömningar. Den strukturella modell som används i dagsläget är den s.k. RAMSES-modellen (Riksbankens aggregerade makromodell över den svenska ekonomin), en dynamisk stokastisk allmän jämviktsmodell (DSGE-modell) som banken började utveckla under 2003. Den första fasen i arbetet – utformningen och skattningen av en DSGE-modell för en mindre öppen ekonomi – är nästan klar, och banken är nu mitt uppe i den andra fasen, att integrera modellen i den penningpolitiska miljön. Tidsserie- och indikatormodeller används också under prognosarbetet. Dessa modeller gör bra ifrån sig när det gäller prognoser på kort sikt – ett eller ett par kvartal framåt i tiden – medan en Bayesiansk VAR-modell tycks fungera relativt väl även för något längre tidsperspektiv. Dessutom har banken ett antal ”sektorsexpert” som i sin tur använder partiella modeller (dvs. modeller som är begränsade till en särskild sektor av ekonomin) som stöd för sina bedömningar.

Banken bör få en eloge för de åtgärder som den vidtar för att integrera allmänna jämviktsmodeller i den penningpolitiska processen. Förutom den

information som sådana modeller ger direkt tvingar de också fram disciplin i den penningpolitiska beslutsprocessen så att risken för att beslut baseras på anekdotiska bevis kan undvikas.

4.2.3 Den penningpolitiska beslutsprocessen

Direktionen har normalt sju schemalagda penningpolitiska möten under ett år då man fattar beslut om reporäntan. I samband med tre av dessa möten (fyra före 2006) publiceras en inflationsrapport som innehåller direktionens bedömning av ekonomin och prognoserna för flera variabler.

Det analys- och prognosarbete som leder fram till en inflationsrapport pågår i sex veckor och startar med ett möte på avdelningen för penningpolitik. Figur 15 visar tidsramen för denna process. Diskussionen inleds med en analys av inflationen och den internationella ekonomiska aktiviteten samt av utvecklingen på finansmarknaderna. På de efterföljande arbetsmötena diskuteras inflationsläget och den ekonomiska utvecklingen i Sverige. På ett relativt tidigt stadium i processen presenterar tjänstemännen sina analyser av den aktuella ekonomiska situationen och sin prognos för direktionen vid ett möte i den s.k. stora penningpolitiska beredningsgruppen (PBG). Därefter sammanställs ett första utkast av inflationsrapporten som diskuteras vid ett direktionmöte två veckor före den slutliga publiceringen. Vid detta möte fattar direktionsledamöterna mer definitiva beslut om prognosen och innehållet i inflationsrapporten. Det redaktionella arbetet med inflationsrapporten fortsätter, och den slutliga texten diskuteras vid ännu ett direktionmöte, en vecka före det slutliga penningpolitiska mötet.

Inför de penningpolitiska möten som inte sammanfaller med publiceringen av inflationsrapporten går analys- och prognosarbetet till på ett liknande sätt, fast i något mindre skala – det går i stort sett ut på att bedöma hur nya data har påverkat den senaste prognosen. Detta sammanställs i en intern rapport som presenteras i den ”stora” penningpolitiska beredningsgruppen och som utgör utgångspunkten vid direktionens penningpolitiska möte.

4.2.4 Vilka slutsatser går det att dra av detta? Hur pass träffsäkra är de analyser och prognoser som görs av Riksbankens nationalekonomer?

Riksbankens träffsäkerhet i sina inflationsprognoser står sig väl jämfört med andra svenska prognosmakares. Detta framgår av figur 16 som visar ett 95-procentigt konfidensintervall runt Konjunkturinstitutets genomsnittliga absoluta prognosfel under perioden 1997–2005.³⁵ Mätt på detta sett har endast en prognosmakare gjort ett *statistiskt säkerställt* större prognosfel än Konjunkturinstitutet (SN, Svenskt Näringsliv). De andra prognosmakarna, däribland Riksbanken (RB), ligger långt innanför intervallet. I Konjunkturinstitutets utvärdering av penningpolitiken under perioden 1999–2001 (den enda oberoende utvärderingen av Riksbankens penningpolitik tills nu) dras slutsatsen

(avsnitt 2.3) att andra prognosmakare varken varit bättre eller sämre än Riksbanken på att prognostisera inflationsutvecklingen.

I figur 17 jämförs de prognoser för inflationen 2005 som gjorts vid olika tidpunkter av Riksbanken och ett antal externa institut.³⁶ I just detta fall har Riksbankens prognos (och dess fel) genomgående legat under genomsnittet.³⁷

4.2.5 Att integrera finansiell stabilitet i den penningpolitiska processen

I avsnitt 2.9 har vi förklarat att rapporter om den finansiella stabiliteten är det verktyg genom vilket centralbanken kan bedöma om stigande tillgångspriser är på väg att leda till ett överdrivet risktagande från de finansiella institutens sida och som, om så skulle vara fallet, ger centralbanken möjlighet att utöva påtryckningar på ansvariga tillsynsmyndigheter för att försöka tygla ett överdrivet risktagande från de finansiella institutens sida.

Den brittiska centralbanken har nyligen granskat hur dess *Financial Stability Report* tas fram för att försöka skärpa analysen av stresstester av det finansiella systemet. Det sker bl.a. genom att man inriktar sig på en ”Fem-i-topp-lista”, dvs. på de fem största hoten mot det finansiella systemets stabilitet. Den brittiska centralbankens nya rapport är dessutom skriven på ett sätt som mycket mer liknar bankens inflationsrapporter. Vi föreslår att Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet undersöker vad kollegerna vid den brittiska centralbanken har gjort och att man börjar med presentationen av stresstesterna i ruta 6 i kapitel 3 i den *Financial Stability Report* som publicerades den 12 juli 2006.

4.3 Har inflationsmålet en lämplig nivå och utformning?

Analysen i avsnitt 2 visar att det optimala inflationsmålet bör ligga över noll, men inte mycket över 3 % eftersom det skulle vara oförenligt med prisstabilitet. Forskningen visar att det inte gör så stor skillnad för inflationsmålsregimers resultat så länge inflationsmålet ligger mellan 1 % och 3 %. Trots att det valdes utan något omfattande vetenskapligt underlag har Riksbankens inflationsmål på 2 % visat sig ligga precis i mitten av det intervall på 1–3 % som verkar vara lämpligast.

Att inflationen på senare tid har underskridit inflationsmålet har fått vissa analytiker inom den svenska privata sektorn att föreslå att inflationsmålet sänks. Vi tycker inte att deras argument är särskilt övertygande utan anser att det skulle vara ett misstag att sänka inflationsmålet. Förändringar i produktivitetstillväxten skulle visserligen kunna påverka det optimala inflationsmål som en centralbank bör eftersträva, men det finns inte mycket forskning om hur produktivitetsökningar skulle påverka den optimala inflationstakten.

Än viktigare är att om inflationsmålet skulle sänkas när den faktiska inflationen har legat under målet, eller höjas när den faktiska inflationen legat över målet, skulle detta kunna försvaga inflationsmålets trovärdighet som ett nominellt ankare. Om det nominella ankaret försvagades skulle detta, som vi har sett, kunna få mycket negativa följder för den ekonomiska utvecklingen. Att sänka ett inflationsmål när inflationen ligger under målet skulle dessutom skapa snedvridna förväntningar i framtiden. Förväntningen att centralbanken kommer att sänka målet om inflationen underskrider det innebär att ett underskridande skulle orsaka en nedrevidering av inflationsförväntningarna och öka sannolikheten för att företagen sänker priserna, vilket i sin tur skulle förstärka inflationsnedgången. Resultatet blir att svängningarna i inflationen ökar. Argumenten mot att ändra inflationsmålet när inflationen underskrider eller överskrider det är faktiskt desamma som argumenten i avsnitt 2.8.4 om fördelarna med en historieberoende penningpolitik.

Vi anser dessutom att den forskning baserad på Akerlof–Perry–Dickens analys som hävdar att den naturliga arbetslösheten i Sverige skulle falla avsevärt om inflationsmålet höjdes över målet på 2 % inte är övertygande. Som vi diskuterat i avsnitt 2 visar Akerlof–Perry–Dickens analys inte hela sanningen: inflation kastar även ”grus i maskineriet” på arbetsmarknaderna genom att öka störningarna i relativlönerna, vilket talar för att högre inflation inte kommer att sänka den naturliga arbetslösheten.

Inflationsmålet i Sverige tycks ligga på en lagom nivå, och vi kan inte se något övertygande skäl att ändra det. Därmed inte sagt att inte ytterligare forskning kan kasta mer ljus över vad som är en optimal nivå för ett inflationsmål i allmänhet, och i Sverige i synnerhet.

I Riksbankens formulering av inflationsmålet anges följande: ”Målet för penningpolitiken är att begränsa inflationen till 2 % med en tolerans för avvikelser från denna nivå på ± 1 procentenhet.” Denna formulering överensstämmer med bästa praxis eftersom den klargör att Riksbanken inte inriktar sig alltför mycket på intervallets övre respektive nedre gräns, vilket skulle kunna leda till olämpliga penningpolitiska beslut.

4.4 Är den svenska inflationsmålsregimen tillräckligt flexibel?

Mellan 1999 och 2005 bedrev Riksbanken i stort sett penningpolitiken utifrån en enkel tumregel, som beskrevs på följande sätt i inflationsrapporten från oktober 1999: ”Om den samlade bilden av inflationsutsikterna – under antagande om oförändrad reporänta – talar för att inflationen kommer att avvika från målet på ett till två års sikt bör reporäntan normalt ändras i motsvarande utsträckning.” Att börja med denna regel var en rimlig strategi av tre olika skäl. För det första var den extremt enkel, underlättade kommunikationen och gjorde det möjligt för allmänheten att förstå på vilka grunder Riksbanken fattar sina penningpolitiska beslut. För det andra, efter en period då växelkur-

sen hade varit viktig för fastställandet av penningpolitiska beslut, signalerade denna regel att Riksbanken inriktade sig på att kontrollera inflationen och att det var inflationsmålet, inte växelkursen, som var det nominella ankaret. För det tredje hjälpte den allmänheten att förstå att penningpolitiken verkar med en lång eftersläpning och att den på grund av detta måste vara framåtblickande och baseras på en inflationsprognos.

Trots sina fördelar hade denna handlingsregel även nackdelar. Som vi diskuterat i avsnittet om den penningpolitiska forskningen skapar en sådan enkel regel framför allt inte utrymme för en tillräckligt flexibel penningpolitik. Penningpolitiken ska inte bara vara fokuserad på att minska inflationen utan även på att minska svängningar i produktionen. Beroende på vilken typ av störningar ekonomin drabbas av varierar det tidsperspektiv inom vilket inflationsmålet bör uppfyllas. Om en störning t.ex. får inflationen att hamna mycket långt från målet kan försök att återföra den till målet inom ett tvåårigt tidsperspektiv bli mycket kostsamt eftersom lönernas och prisernas långsamma anpassning skulle orsaka kraftigt minskad produktion och sysselsättning. Ett mer flexibelt tidsperspektiv gör det möjligt för en centralbank att fokusera på att minska svängningar i produktionen utan att behöva ange ett produktionsmål, vilket vi har visat är mycket problematiskt.

Efterhand började Riksbanken överge den enkla regeln för att skapa utrymme för tillräcklig flexibilitet i inflationsmålsregimen. Redan 1999 hade Riksbanken hävdade att det ibland kunde finnas skäl att förlänga tidsperspektivet för inflationsmålet utöver två år. Från och med inflationsrapporten i mars 2005 började Riksbanken presentera prognoser som sträckte sig tre år framåt i tiden och som baserades på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med marknadens förväntningar. Därefter, i inflationsrapporten från oktober 2005, låg de prognoser som baserades på marknadens förväntningar och som sträckte sig tre år fram i tiden till grund för rapportens huvudscenario. Riksbanken beskrev den nya, mer flexibla tillämpningen på följande sätt:

I vissa fall kan vi emellertid behöva ha en ännu större flexibilitet än vad tvåårsperspektivet medger. Om ekonomin drabbas av stora utbudsstörningar, t.ex. i form av strukturella förändringar som påverkar inflationen kraftigt ... kan anpassningen av inflationen tillbaka till målet behöva bli ännu något mer utdragen i tiden för att inte påfrestningarna på den reala ekonomin ska bli för stora.

Banken förklarade vidare:

Alltså, målet för penningpolitiken är att upprätthålla ett fast penningvärde. Hänsyn kan dock tas till den reala ekonomins utveckling. Men det handlar inte om att vi har något mål för tillväxt eller sysselsättning. Istället möjliggörs den av hur vi valt att utforma principerna för hur vi ska uppnå inflationsmålet.

Irma Rosenberg, den 30 mars 2006

Att bedriva en mer flexibel inflationsmålspolitik och att överge enkla regler för att förklara penningpolitiken är i linje med de senaste rönen om hur penningpolitik bör bedrivas. En nackdel med den inflationsmålspolitik som vissa centralbanker bedriver är faktiskt att tillämpningen av ett fast tidsperspektiv

för målet potentiellt kan göra det penningpolitiska ramverket för stelt.³⁸ Även om vi stöder Riksbankens övergång till ökad flexibilitet hyser vi vissa betänkligheter, som vi redogör för i de följande två avsnitten, om hur denna övergång till ökad flexibilitet för penningpolitiken har genomförts: i synnerhet med avseende på det ränteantagande som ligger till grund för inflationsprognosen och när det gäller bankens kommunikation.

4.5 Är det meningsfullt att basera prognoser på implicita terminsräntor enligt marknadsprissättning?

Behovet av längre horisonter för inflationsmålet kräver självklart att prognoser för inflationen och ekonomin också har horisonter som sträcker sig längre än två år fram i tiden. Längre prognoshorisonter gör antagandet om en oförändrad styrränta (reporänta) ohållbart eftersom prognoserna blir instabila. Från och med inflationsrapporten från den 23 februari 2006 förlängde Riksbanken inte bara prognoshorisonten utöver två år utan baserade sina prognoser på antagandet att reporäntan kommer att utvecklas i linje med marknadens förväntningar, så som de avspeglas i terminsräntor.

Som vi har diskuterat i avsnitt 2 ger prognoser som baseras på marknadens förväntningar upphov till flera problem, som också har visat sig i Sverige. Det finns en oro utanför centralbanken att prognoser som baseras på marknadens förväntningar om reporäntan kan ge intryck av att Riksbanken låter sig påverkas av marknadsaktörerna när den fattar sina beslut om reporäntan. Naturligtvis ska penningpolitiken inte bedrivas på detta sätt eftersom det kan leda till instabilitet i såväl inflation som produktion (avsnitt 2.7.4) men även innebära en risk för att ett samhällssegment får alltför stort inflytande över penningpolitiken. Riksbanken måste ha en egen uppfattning om vilken styrränta som är mest önskvärd framöver. Dessutom kommer Riksbankens bedömning inte alltid att sammanfalla med marknadens förväntningar eftersom dess prognoser kan tyda på att det krävs en annan räntebana för att uppnå de penningpolitiska målen. Om detta inträffar kräver öppenhetsprincipen att banken avslöjar en del information om sin avvikande uppfattning om den framtida styrränteutvecklingen, vilket Riksbanken också har gjort. Men när den gör det kommer dess prognos oundvikligen att skilja sig från den som redan har publicerats. Detta kan föga förvånande skapa förvirring bland allmänheten och på finansmarknaderna.

Förvirringen ökar till följd av aktualiteten i de data som Riksbanken använder för att konstruera reporäntans implicita framtida utveckling. De terminsräntedata som används för att beräkna reporäntans utveckling utgör ett genomsnitt av de dagliga observationerna av terminsräntorna under de första två veckorna av den 30-dagarsperiod som föregår publiceringen av inflationsrapporten. När inflationsrapporten publiceras kan marknadens bedömning av den framtida reporäntan ha ändrats till följd av nyinkommen information. Marknadsaktörerna har uppgett för oss att när Riksbanken anger att bankens

uppfattning om styrräntans utveckling skiljer sig från den marknadsbaserade utvecklingen i inflationsrapporten, så är de inte säkra på om det beror på att Riksbanken verkligen har en annan uppfattning än marknaden om den framtida ränteutvecklingen eller om det beror på att den information som har använts för att bedöma räntebanan har blivit föråldrad.

Det föreligger också ett mindre tekniskt problem – som vi redan konstaterat i avsnitt 2.7.4 – när det gäller det sätt på vilket Riksbanken lägger den räntebana som utgår från marknads förväntningar. Terminsräntor avspeglar inte bara förväntningar om den framtida reporäntan utan även riskpremier. Att beräkna en räntebana som baseras på marknads förväntningar kräver att Riksbanken gör en uppskattning av dessa riskpremier. Det är emellertid oklart vilken metod som är den bästa för detta, och det är alltså en öppen fråga för forskningen. Den ökade osäkerhet som detta inför i prognosarbetet har gett upphov till oro bland marknadsaktörerna.

Riksbanken är medveten om flera av dessa problem. I ett tal den 4 april 2006 föreslog riksbankschefen faktiskt att ”tiden är mogen att ta ytterligare ett steg och publicera vår egen räntebana”.

4.6 Hur väl fungerar Riksbankens kommunikation?

I vår analys av hur effektivt Riksbanken kommunicerar med allmänheten gör vi först en övergripande bedömning och tar sedan upp några särskilda problem som rör bankens kommunikation.

4.6.1 Övergripande bedömning

Efter att ha granskat inflationsrapporter, tal, parlamentariska utfrågningar, pressmeddelanden, protokoll samt den frekvens med vilken dessa produceras är det vår bedömning att Riksbanken är mycket öppen. I en studie som kartlade centralbankers öppenhet hamnade Riksbanken, tillsammans med Nya Zeelands riksbank, faktiskt i täten av de länder som ingick i studien.³⁹

Med sex olika ledamöter i direktionen, alla med individuellt ansvar, uppstår naturligtvis olika uppfattningar i direktionen om det ekonomiska läget, den lämpliga penningpolitiska inriktningen och det mest effektiva sättet att genomföra penningpolitiken. Riksbanken kan därför inte helt och hållet ”tala med en röst”. Även om detta medför vissa nackdelar i fråga om tydligheten i Riksbankens kommunikation med allmänheten, har beslut som fattas av en kommitté snarare än av en enskild person flera fördelar. Forskning tyder på att penningpolitiska beslut blir bättre när de fattas av en kommitté än när de fattas av en enskild person, och det faktum att flera olika åsikter tillåts påverka penningpolitiken gör att centralbanken i högre grad kan betraktas som en demokratisk institution.⁴⁰

Vår på det hela taget positiva bedömning av Riksbankens kommunikation innebär inte att den är problemfri. Våra diskussioner med olika parter i det svenska samhället visar faktiskt att den svenska allmänheten och marknader-

na på senare tid har haft allt svårare att förstå hur Riksbanken bedriver penningpolitiken. Vad beror detta på?

4.6.2 Problemet med att frågå en (alltför) enkel handlingsregel

Problemet består till viss del i de tidigare nämnda svårigheterna att förklara penningpolitiska beslut som baseras på räntebanor som utgår från marknadens bedömningar. Övergången till större flexibilitet krävde att banken övergav den enkla handlingsregeln och lade dessutom, även om den var berättigad, en ökad börda på centralbankens kommunikation eftersom många marknadsaktörer skulle vilja se den ökade flexibiliteten uttryckt i en ny handlingsregel för penningpolitiken. Att ha tillräckligt mycket flexibilitet i en inflationsmålsregim innebär emellertid att *det inte finns någon exakt handlingsregel för fastställandet av styrräntorna*. Det faktum att Riksbanken nu har en mer flexibel inflationsmålsregim har gjort det svårare för banken att förklara sin politik, vilket innebär att den i ännu högre grad måste tänka på hur den kommunicerar med allmänheten och marknaderna. Ett problem som Riksbanken har ställt inför är att det vid övergångar till en ny strategi för att beskriva penningpolitiken tar tid för allmänheten och marknadsaktörerna att förstå den. Det finns emellertid vissa aspekter där Riksbankens kommunikation skulle kunna förbättras avsevärt.

4.6.3 Vilket inflationsmått använder Riksbanken sig av?

Ett annat problem uppstår på grund av förvirringen i fråga om vilket inflationsmått Riksbanken använder. Det officiella inflationsmålet definieras i termer av konsumentprisindex (KPI) som påverkas väsentligt av förändringar i boendekostnader. Detta beror på att en viktig post i KPI är räntekostnader för egnahem, vilka beräknas som bolåneräntan multiplicerad med ett index för värdet på fastighetsstocken. Som diskuterats tidigare är dock ett sådant index ganska stabilt eftersom förändringar i prisnivån bara påverkar KPI då fastighetsobjekten byter ägare. Som vi diskuterat i avsnitt 2 bör en centralbank som använder en inflationsmålsregim för att bidra till att stabilisera svängningar i sysselsättningen (produktionen), vilket den bör göra, inte inrikta sig på ett inflationsmått som speglar häftiga förändringar i tillgångspriser och räntor.

Riksbanken är väl medveten om problemen med ett inflationsmål som baseras på KPI och använder sig i högre grad av ett inflationsmått som exkluderar räntekostnader för egnahem, UNDI_X, i inflationsrapporterna och sina penningpolitiska diskussioner. Riksbanken är också medveten om att, vilket påpekas i avsnitt 2, penningpolitiken bör vägledas av inflationsmått som domineras av trögrörliga priser, varför mått på den underliggande inflationen som rensats för andra volatila priser ofta ger en bättre vägledning för penningpolitiken. Banken påpekar även mycket riktigt att det inte finns något enskilt mått på den underliggande inflationen som vid varje given tidpunkt

alltid visar vilken penningpolitik som behövs eftersom det lämpliga måttet kommer att ändras beroende på hur varaktiga eller tillfälliga olika prisstörningar är. Trots att detta är ett korrekt resonemang kan det faktum att det officiella inflationsmålet fortfarande definieras i termer av KPI och att KPI-prognoser fortfarande diskuteras i inflationsrapporterna leda till misstankar om att Riksbanken emellanåt kanske lägger alltför stor vikt vid ett klart olämpligt inflationsmått när den fattar sina penningpolitiska beslut.

Den förvirring som uppstår om vilket inflationsmått Riksbanken använder kan lätt undanröjas genom att Riksbanken officiellt definierar inflationsmålet i termer av UNDIX-måttet, som exkluderar räntekostnader för egnahem. (Detta index skulle vinna på ett mer användarvänligt namn.) Detta var vad den brittiska centralbanken gjorde när den initialt fastställde sitt inflationsmål i termer av RPIX, som exkluderar räntekostnader för egnahem, eftersom det brittiska KPI i likhet med det svenska KPI inkluderar räntekostnader för egnahem. Att definiera inflationsmålet i termer av UNDIX har den nackdelen att Riksbanken vägleds av ett annat inflationsmått än det mått på totala KPI som rapporteras i medierna och som allmänheten därför är mer förtrogen med. En bättre lösning på detta problem är därför att Statistiska centralbyrån anpassar sitt KPI-mått så att det inte inkluderar räntekostnader för egnahem. Det är ett välkänt faktum att när man mäter boendekostnader genom boräntan (en nominell ränta som inte är rensad från inflation) multiplicerad med huspriset leder detta till systematiska fel i den uppmätta inflationen.

Detta har även varit ett problem i andra länder. I exempelvis Förenta staterna, vars KPI behandlade egnahemsposten på ett liknande sätt som Sveriges KPI – och inflationen kraftigt överskattades på 1970-talet – ledde detta till en revidering 1983 av det amerikanska KPI, som därefter exkluderade räntekostnader för egnahem och i stället mätte priset på egnahemsboende genom en hyresekvivalentansats. Det inflationsmått som används i euroområdet baseras på det harmoniserade konsumentprisindexet (HIKP) som publiceras av Eurostat och som inte bara exkluderar räntekostnader för egnahem utan egnahemskostnader i största allmänhet. (Observera att HIKP inte nödvändigtvis speglar det bästa sättet att mäta konsumentprisindex och att beslutet om att exkludera egnahemskostnader fattades eftersom det inte rådde någon allmän enighet om hur egnahemskostnader i Europa skulle mätas.) Office of National Statistics i Storbritannien ändrade faktiskt nyligen sitt konsumentprisindex till HIKP för att använda samma mått som euroområdet. Sverige skulle kunna göra detsamma som ett första steg för att få bort räntekostnaderna för egnahem ur KPI, vilket skulle vara önskvärt. Ytterligare forskning i euroområdet och i Sverige skulle emellertid kunna resultera i bättre KPI-mått i framtiden.

4.6.4 Debatten om tillgångsprisernas roll vid utformningen av penningpolitiken

Vi anser emellertid att Riksbanken på senare tid har gjort ett allvarligt misstag i sin kommunikationsstrategi, nämligen när det gäller debatten om tillgångs-

prisernas roll i penningpolitiken. Riksbankens uttalanden på senare tid om särskilt ett tillgångspris, huspriserna, har faktiskt försvagat medborgarnas och marknadernas förtroende för banken. Riksbankens diskussion om tillgångsprisernas betydelse för räntebesluten har lett till förvirring om vad som egentligen menas med en flexibel inflationsmålsregim.

För att åskådliggöra hur denna förvirring har uppstått citerar vi ett pressmeddelande från den 23 februari 2006, efter direktionens beslut att höja reporäntan med 25 punkter (0,25 procentenheter).

Trots den höga tillväxten i produktion och efterfrågan har inflationen varit låg under en längre tid. Det beror både på fallande importpriser och en god inhemsk produktivitetutveckling. Bakom detta ligger också ökad konkurrens internationellt och på hemmamarknaden. Dessa faktorer väntas fortsätta att bidra till att hålla tillbaka inflationen, som dock stiger successivt för att närma sig målet på ett par års sikt. *Inflationsprognosen är något nedreviderad jämfört med prognosen i december* [vår kursivering]. Det låga utfallet för januari får effekter på inflationen på kort sikt, men på längre sikt är det främst produktivitetstillväxten som håller tillbaka inflationen.

Sammantaget väntas inflationen mätt med UNDI_X stiga för att på ett par års sikt vara nära målet på 2 %. Prognosen bygger bland annat på antaganden om en stark tillväxt i Sverige och omvärlden och en gradvis höjning av reporäntan. *Liksom tidigare finns det även anledning att beakta att hushållens skuldsättning och huspriserna fortsätter att stiga snabbt. Mot denna bakgrund*, [vår kursivering] beslutade Riksbankens direktion att höja reporäntan med 0,25 procentenheter vid gårdagens möte.

Detta uttalande har två slående inslag, som vi har kursiverat. I det första stycket medger direktionen att inflationsprognosen reviderats ned. Faktum är att i den inflationsrapport som publicerades samma dag visas prognoser mätta med UNDI_X som ligger under målet på 2 % för varje tidshorisont samt även är lägre för varje tidshorisont än prognoserna i den föregående inflationsrapporten. I det andra stycket nämner direktionen att uppgången i huspriserna och hushållens skuldsättning är en anledning till att direktionen beslutade att höja reporäntan. En liknande hänvisning till huspriserna gjordes i pressmeddelandet av den 20 januari 2006, strax innan beslutet att höja räntan tillkännagavs.

Den som läser detta uttalande kan lätt få för sig att Riksbanken inte bara använder sina penningpolitiska instrument för att kontrollera inflationen utan även för att dämpa huspriserna. Detta kan naturligtvis ge upphov till misstanke bland allmänheten (som vi också har fått höra) om att den större flexibilitet i inflationsmålsregimen som Riksbanken har betonat på senare tid innebär att den satt upp ett ytterligare mål för penningpolitiken utöver sitt inflationsmål. Visserligen har ledamöter av direktionen i tal på senare tid uppgett att ”hänvisningen till hushållens skuldsättning och husprisernas utveckling inte, som vissa har uppfattat det, är ett uttryck för att vi har infört nya mål vid sidan av inflationsmålet” (Irma Rosenberg, den 19 april 2006). Mot bakgrund av höjningarna av reporäntan i januari och februari och de pressmeddelanden som publicerades i samband med detta har detta emellertid skapat stor förvir-

ring i fråga om Riksbankens mål. Våra diskussioner med Riksbankens tjänstemän lämnade oss faktiskt lite konfunderade över vad de egentligen ansåg om husprisernas roll i penningpolitiken.

Vår diskussion i avsnitt 2 visar att tillgångspriser, däribland huspriser, bör beaktas vid utformningen av penningpolitiken eftersom de påverkar hushållens förmögenhet och därmed hushållens konsumtion, vilket i sin tur påverkar framtida inflation och sysselsättning. Högre tillgångspriser som stimulerar ekonomin och inflationen skulle kunna motivera en åtstramning av politiken om de leder till att inflationsmålet överskrids. Dessutom kan tillgångsprisernas utveckling påverka den finansiella stabiliteten. Svängningar i vissa tillgångspriser utgör emellertid ett större hot mot den finansiella stabiliteten än svängningar i andra. Så kallade booms-and-busts på den kommersiella fastighetsmarknaden får t.ex. direkta effekter i bankernas balansräkningar eftersom de ofta leder till en ackumulering av ”dåliga” lån som underminerar bankernas balansräkningar, vilket inträffade i Sverige på 1980-talet och början av 1990-talet.

Enligt diskussionen i avsnitt 2 är det emellertid inte motiverat för Riksbanken att fokusera särskilt på huspriserna när den fastställer reporäntan, vilket den tycks ha gjort i sina senaste uttalanden. Dessutom har huspriser sällan gett upphov till finansiell instabilitet eftersom det är lättare för finansiella institut att bedöma kreditrisken för bostadslån, och hushållen är mycket obenägra att inte fullgöra sina betalningsskyldigheter för dessa lån. I de senaste rapporterna om *Finansiell stabilitet* har Riksbanken faktiskt mycket riktigt betonat att den senaste tidens husprisutveckling inte utgör något hot mot den finansiella stabiliteten. Riksbanken har därför i dagsläget inte behövt kompromissa mellan målen att minska svängningar i sysselsättning och inflation och farhågor beträffande den finansiella stabiliteten på grund av huspriserna. Oro för finansiell instabilitet motiverar i dagsläget inte heller Riksbankens särskilda hänsyn till huspriserna.

Som vi har beskrivit i avsnitt 2 kan en höjning av styrräntan för att punktera en tillgångsprisbubbla endast vara motiverad om centralbanken vet bättre än marknaden vad som är tillgångsprisernas ”korrekta nivå”. Det är emellertid osannolikt att centralbanker sitter inne med bättre information än marknaderna, och att agera som om de gjorde det kan leda till allvarliga politiska misstag. Även om tillgångspriserna inte bör tillmätas någon självständig roll i de penningpolitiska besluten (vilket Riksbanken nyligen gett uttryck för i promemorian *Penningpolitiken i Sverige*, som gavs ut den 19 maj 2006) kräver kraftiga prisökningar på en sådan tillgång som bostäder att Riksbanken är beredd att hantera en eventuell kollaps på husmarknaden. På samma sätt som privata finansiella institut och deras tillsynsorgan måste utföra stresstester för att förbereda sig för effekterna av plötsliga nedgångar i tillgångspriserna på deras balansräkningar måste centralbanker genomföra stresstester för hur penningpolitiken bör anpassas om tillgångspriserna kollapsar. Uttalanden i inflationsrapporter visar att Riksbanken faktiskt är medveten om att den skulle behöva reagera kraftigt för att stimulera ekonomin om huspriserna föll

kraftigt. Formella övningar i vilka Riksbanken genomför simuleringar för att bedöma hur den skulle reagera om huspriserna eller några andra viktiga tillgångspriser kollapsar skulle hjälpa den att förbereda sig för en sådan händelse. Denna tonvikt på stresstester är det rätta sättet att bemöta oron över den senaste tidens ökning av huspriserna.

4.7 Har direktionen rätt struktur?

4.7.1 Direktionsledamöternas mandatperioder

Utnämningen av ledamöter till Riksbankens direktion har inte alltid varit lätt. Under perioden 1999–2005 hade direktionen åtta olika ledamöter. Antalet utnämningar var dock fler än åtta eftersom vissa ledamöters mandatperioder har förlängts. Efter att ha utnämnts på nytt avgick tre ledamöter innan deras andra mandatperiod hade löpt ut.

Detta har skapat två problem, ett som är lätt att lösa, ett annat som är lite mer komplicerat. Det första problemet är att nya ledamöter som har utsetts för att ersätta ledamöter som har avgått i förtid inte har utsetts för den återstående tiden av mandatperioden (vilket t.ex. är praxis i styrelsen för den amerikanska centralbanken). Detta innebär att det rullande schemat för val av ledamöter (den procedur genom vilken mandatperioder inte löper ut för mer än en ledamot varje år) har rubbats: Förutsatt att de nuvarande ledamöterna sitter kvar hela sina mandatperioder måste en ny ledamot utses våren 2007, två nya ledamöter utses hösten 2008 och tre nya ledamöter (däribland riksbankschefen) utses hösten 2011. Detta system är inte bra eftersom det innebär att ett politiskt parti som råkar ha parlamentarisk majoritet ett visst år kan få ett oproportionerligt stort inflytande på direktionens sammansättning. Direktionsledamöternas mandatperioder bör därför efterhand återföras till det ursprungliga rullande schemat (förslaget att om direktionsmedlemmarna avgår i förtid ska de nya utses endast för resten av mandatperioden, bör inte tillämpas på riksbankschefen).

4.7.2 Förtydligande av direktionsledamöternas ansvar

Det andra problemet, som är en följd av den uppenbara svårigheten att få direktionsledamöter att stanna kvar, är försöket att göra uppdraget mer lockande genom att uppgradera arbetsbeskrivningarna med ledningsansvar. Detta skapar problem. I dagsläget – och sannolikt av de skäl som just nämnts – är alla direktionsledamöter vice riksbankschefer och har ett visst ansvar för ledningen av bankens verksamhet, även om ansvaret varierar mellan olika ledamöter. Risken med detta är att direktionsledamöterna inte bara väljs utifrån deras kompetens att bedriva penningpolitik, främja finansiell stabilitet och förvalta valutareserver, utan att hänsyn även tas till deras ledningserfarenhet. Sådana hänsyn är emellertid inte relevanta för de uppgifter de förväntas

tas utföra, dvs. att fatta penningpolitiska beslut för att främja makroekonomisk och finansiell stabilitet och att effektivt förvalta valutareserven.

Bankens interna organisation bör omprövas och en tydlig åtskillnad etableras mellan direktionsledamöternas roll och ledningen av Riksbanken. Detta har exempelvis skett vid den brittiska centralbanken, där externa medlemmar av den penningpolitiska kommittén inte har något att göra med bankens dagliga verksamhet. Detta problem har mycket tydligt noterats av riksbankschefen Heikensten som konstaterade följande. ”[Ansvarsfördelningen inom banken] är otydlig. När ett problem uppstod var det inte klart vem som var ansvarig, en ledamot av direktionen eller en avdelningschef. En tydlig ansvarsfördelning är grundläggande för att kunna skapa en effektiv organisation... Det går inte att få en effektiv organisation med sex personer som då och då agerar som om de var verkställande direktörer. Detta förekommer inte på något annat håll så varför skulle det fungera på en centralbank ... Vi är alla i huvudsak valda för att bidra i strategiska eller penningpolitiska frågor. En alltför stor del av vår tid går emellertid åt till att diskutera interna frågor. Samtidigt har vi inte tillräckligt med tid att prata med människor utanför centralbanken, att resa inom landet, att delta i offentliga diskussioner eller att utforma penningpolitiken och fundera över den framtida penningpolitiken.” (Intervju: Lars Heikensten, *Central Banking*, vol. 16, nr 2, november 2005).

Efter dessa observationer har banken granskat sin interna organisation och delegerat ett större ansvar till avdelningscheferna (se *Instruktion för Sveriges riksbank* som trädde i kraft den 1 januari 2005).

Vi anser att banken borde gå vidare med denna process genom att minska antalet vice riksbankschefer till en – eller högst två – och genom att förtydliga att övriga direktionsledamöter inte har något annat ansvar än att bidra vid räntediskussioner och räntebeslut samt att kommunicera sådana beslut till allmänheten. Det kan inte nog betonas att utformningen av ett lands penningpolitik och främjandet av finansiell stabilitet är en svår och viktig uppgift. Ledningsansvar kan helt enkelt vara distraherande och, som riksbankschef Heikensten mycket riktigt konstaterade, göra att direktionsledamöterna inte är lika effektiva i fullgörandet av sitt uppdrag.

Ett steg i denna riktning skulle kraftigt förbättra den penningpolitiska processen genom att skapa möjlighet för direktionsledamöterna att koncentrera sig på sin huvuduppgift. Vi tror emellertid tyvärr inte att detta skulle lösa problemet att hitta lämpliga och intresserade kandidater. Det har föreslagits att centralbanker bör lösa problemet genom internrekryteringar till direktionen. Även om det i princip inte finns något skäl att förhindra tjänstemän vid centralbanken att ta en plats i direktionen, bör direktionens ledamöter alltid avspegla ett brett spektrum av uppfattningar, vilket förutsätter utnämningar av personer utanför banken. Sverige är ett relativt litet land. Om svårigheterna att få fram dugliga kandidater som är villiga att ta en plats i direktionen för en hel mandatperiod kvarstår kan en minskning av antalet ledamöter i direktionen övervägas. ”Sex” är inte något magisk tal. Direktionen skulle mycket väl kunna fungera med fem eller till och med med fyra ledamöter, t.ex. riksbanksche-

fen, en vice riksbankschef och två externa ledamöter, där riksbankschefen har utslagsröst när så är nödvändigt.

För att sammanfatta så kan det faktum att alla direktionsledamöter gemensamt ansvarar för ledningen av Riksbankens verksamhet försvaga deras individuella ansvar. Om ledningsansvaret ålades riksbankschefen och vice riksbankschefen skulle ledningen av Riksbankens verksamhet bli effektivare. Det skulle också förbättra den penningpolitiska processen genom att framhäva att de övriga direktionsledamöternas huvuduppgift är att fatta penningpolitiska beslut, att utforma Riksbankens övergripande strategi genom att främja både ekonomisk och finansiell stabilitet, att förvalta valutareserven på bästa sätt och att kommunicera med allmänheten. Detta är ett heltidsarbete och måste befrias från ledningsuppgifter som kan minska ledamöternas fokusering på sina huvudsakliga arbetsuppgifter.

4.7.3 Kan utnämningsprocessen förbättras?

Riksbanken är unik genom att den är en myndighet som lyder under riksdagen, och inte regeringen. Detta unika särdrag gör att man, när det gäller utnämningen av ledamöter till Riksbankens direktion, kan överväga ett förfarande som till viss del skiljer sig från andra myndigheters och som skulle ha stora fördelar.

Enligt riksbankslagen är det riksbanksfullmäktige som utser ledamöter av direktionen, inklusive riksbankschefen. Riksdagen har ingen direkt roll i denna process förutom, naturligtvis, när det gäller att utse riksbanksfullmäktige. Att delegera utnämningarna till ett oberoende organ, såsom riksbanksfullmäktige, är en god idé eftersom det minskar risken för politisk inblandning i utnämningsprocessen. Uppdraget är emellertid alldeles för viktigt för att riksdagen ska kunna bilda sig en uppfattning om nya direktionsledamöters åsikter enbart genom att läsa deras meritförteckningar. Personer som nomineras till direktionen bör framträda vid en formell utfrågning inför riksdagens finansutskott. Sådana utfrågningar bör avslutas med en förtroendeomröstning, vilket är vanligt i andra länder, t.ex. vid utnämningar till den amerikanska centralbankens styrelse. Detta skulle stärka direktionsledamöterna i deras fullgörande av sina penningpolitiska uppgifter.

En naturlig följd av en sådan förändring är att riksdagens finansutskott skulle ha möjlighet att bjuda in alla direktionsledamöter till de öppna utfrågningarna, och inte bara riksbankschefen, för att redogöra för sina åsikter och sina beslut.

4.7.4 Kan det uppstå intressekonflikter för direktionsledamöterna?

Riksbankslagen skyddar direktionsledamöternas oberoende genom att föreskriva en "karensperiod" när de lämnar direktionen under vilken de inte får inneha andra anställningar eller uppdrag utan riksbanksfullmäktiges medgi-

vande. Denna karenperiod gäller emellertid inte politiska uppdrag. Detta undantag riskerar att påverka direktionsledamöternas oberoende gentemot regeringen, dvs. just gentemot den part som kanske har det starkaste motivet att försöka påverka penningpolitiska beslut. Vi anser att bestämmelserna bör ändras så att karenperioden även gäller för politiska uppdrag.

5 Slutsatser och rekommendationer

Vår utvärdering av penningpolitiken i Sverige visar att Riksbanken står sig väl i jämförelse med de bästa centralbankerna i världen och att den penningpolitiska utvecklingen har förbättrats avsevärt efter införandet av en inflationsmålspolitik som bedrivs av en självständig centralbank. Denna utveckling har främjats av en bra styrning av landet och av en regeringspolitik inriktad på en ansvarsfull finanspolitik, finansiell stabilitet och en ökning av produktiviteten.

De senaste åren har inflationen emellertid konsekvent underskridit Riksbankens inflationsmål, vilket har varit förknippat med produktionsbortfall och högre arbetslöshet. Riksbanken har också varit något mindre effektiv när det gäller att tydligt kommunicera sin strategi för penningpolitiken. Följaktligen finns utrymme för förbättringar när det gäller Riksbankens arbetssätt, och i detta avsnitt lägger vi fram *nio* rekommendationer som – tillsammans med ett par andra förslag som diskuteras i avsnitt 4, framför allt det rullande schemat för utnämningar till direktionen (med undantag för riksbankschefen) och direktionsledamöternas ansvarsområden – vi hoppas kan leda till en ännu stabilare grund för penningpolitiken. Vi delar upp våra rekommendationer i sådana som rör genomförandet av penningpolitiken och sådana som rör styrningen av penningpolitiken.

5.1 Genomförandet av penningpolitiken

Rekommendation 1: Riksbanken bör förtydliga att flexibiliteten i inflationsmålsregimen innebär att den penningpolitik som banken bedriver syftar till att dämpa svängningar i både inflationen och sysselsättningen (produktionen). Att fokusera på ett inflationsmål på ett flexibelt sätt är ett medel för att stabilisera inte bara svängningar i inflationen utan även svängningar i sysselsättningen. Det bör i inledningen till Riksbankens inflationsrapporter finnas ett uttalande och en förklaring om att Riksbanken bedriver en flexibel inflationsmålsregim som syftar till att dämpa svängningar i såväl sysselsättningen (och produktionen) som inflationen.

Rekommendation 2: Riksbanken bör förtydliga att tillgångspriser (huspriser, aktievärden och valutakurser) inte är självständiga mål för penningpolitiken. En flexibel inflationsmålsregim som går ut på att dämpa svängningar i sysselsättningen och inflationen bör inte fokusera på tillgångspriser eller reagera på dessa utöver deras konsekvenser för sysselsättning och inflation. Viss hänsyn bör tas till svängningar i tillgångspriser eftersom de kan påverka den framtida inflationen och sysselsättningen via effekter på hushållens förmögenheter eller stabiliteten i de finansiella instituten. Högre till-

gångspriser stimulerar t.ex. konsumtionen, vilket talar för att penningpolitiken kan behöva stramas åt för att begränsa inflationen.

Även om centralbankerna inte har tillgång till bättre information än marknaden om vad som är tillgångsprisernas ”korrekta nivå” innebär sannolikheten för att en kraftig framtida korrigerings inträffa ändå att Riksbanken bör vara beredd att snabbt lätta på penningpolitiken för att stimulera ekonomin om och när en kollaps i tillgångspriserna inträffar. Dagens huspriser i Sverige förefaller inte utgöra något hot mot stabiliteten i de finansiella instituten, och Riksbanken bör undvika att fokusera alltför mycket på huspriserna när den fattar beslut om sina penningpolitiska styrmedel. Tillsynsmyndigheterna bör emellertid övervaka stabiliteten i de finansiella instituten och vidta lämpliga åtgärder om tillgångsprisernas utveckling skulle exponera dessa institut för alltför stora risker.

Rekommendation 3: Ett varaktigt underskridande av inflationsmålet talar för att penningpolitiken bör luta mot att bli mer expansiv (medan ett varaktigt överskridande av inflationsmålet bör föranleda att penningpolitiken blir relativt sett stramare). Det finns två argument för att avvika (ha en ”bias”) mot en mer expansiv politik. För det första, om inflationen varaktigt underskrider inflationsmålet är detta en signal om att den ekonomiska analysen (inklusive skattningar av produktionsgap) och prognosmodellerna kanske inte helt lyckas fånga upp varför inflationen konsekvent blir lägre än väntat och därför kan leda till att inflationen fortsätter att underskrida målet i framtiden. För det andra, som framgick av vår tidigare diskussion om fördelarna med ett prisnivåmål – som automatiskt blir ”historieberoende” – kan en komponent i inflationsmålsregimen som gör det möjligt för prisnivån att återhämta sig till den nivå den annars skulle ha legat på om inte målet hade underskridits, bidra till att främja en stabil sysselsättning. En liknande logik skulle naturligtvis gälla om inflationsmålet överskrids, dvs. ett varaktigt överskridande skulle föranleda en viss avvikelse mot att föra en mer åtstramande penningpolitik. De positiva effekterna – när det gäller att stabilisera produktionen – av att låta penningpolitiken kompensera för varaktiga under- respektive överskridanden av inflationsmålet blir större om allmänheten förväntar sig detta. Riksbanken bör därför *i förväg* klargöra att den kommer att bedriva penningpolitiken så att prisnivån tenderar att återföras till vad den skulle ha varit om inflationsmålet inte hade under- respektive överskridits. Den bör också klargöra att införandet av denna avvikelse (”bias”) bara är en mindre ändring av dess penningpolitiska strategi.

Rekommendation 4: Riksbanken bör lämna mer information om den framtida räntebana som ligger till grund för bankens inflationsprognoser och ekonomiska prognoser, men klargöra att en sådan räntebana omgärdas av osäkerhet. Beslutet för en tid sedan att inte basera prognoserna på ett antagande om en konstant styrränta är ett steg i rätt riktning. Riksbanken bör, som den redan har antytt, ta ytterligare ett steg och basera sina prognoser på sin egen bedömning om styrräntebanan. Banken bör i sina inflationsrapporter tillhandahålla information om denna räntebana med hjälp av kurvor (trattdiagram) som visar den framtida räntebanans ungefärliga riktning men även den osäkerhet som omgärdar den, och därmed inte binder Riksbanken till en särskild styrräntenivå i framtiden. Dessutom bör Riksbanken göra klart att den osäkerhet som åskådliggörs i bankens trattdiagram om de framtida styrräntorna inte innebär att direktionen har förbundit sig till några framtida beslut om styrräntorna.

Rekommendation 5: Inflationsmålet bör definieras i termer av ett prisindex som inte direkt påverkas av boendekostnader. Det nuvarande KPI-måttet inkluderar en viktig post som i huvudsak utgörs av bolåneräntan multiplicerad med ett index för värdet på fastighetsstocken. Detta mått är inte det som Riksbanken bör fokusera på för att stabilisera ekonomin. Det absolut bästa sättet att lösa detta problem skulle vara att Statistiska centralbyrån ändrade definitionen av KPI på det sätt som har skett i andra länder, däribland euroområdet, för att rensa bort husprisers och räntors inflytande på KPI-måttet. En annan lösning skulle vara att Riksbanken klargör att inflationsmålet definieras i form av ett mått som inte omfattar räntor och huspriser (t.ex. UNDI-X).

Rekommendation 6: Det finns inga övertygande skäl att ändra inflationsmålet nivå från 2 %. Ytterligare undersökningar om vad som är en lämplig nivå för inflationsmålet kan emellertid vara givande om de utförs av fackexperter. Målnivån på 2 % för inflationen ligger i mitten av vad andra länder med inflationsmål har valt och är inte oförenligt med vad som förefaller rimligt enligt ekonomiska analyser. Vilken målnivå inflationen bör ligga på beror emellertid på landets institutioner och vad som kännetecknar dess ekonomi, och kan också förändras över tiden. Seriösa undersökningar om det lämpliga målet för inflationen i Sverige skulle förvisso vara värdefulla, men om inflationsmålet ska ändras bör det uteslutande ske utifrån tekniska överväganden.

5.2 Styrningen av penningpolitiken

Rekommendation 7: Dialogen mellan Sveriges riksdag och Riksbanken behöver förbättras genom att offentliggörandet av inflationsrapporten skiljs från diskussionen om rapporten i finansutskottet. Inflationsrapporten bör göras tillgänglig för alla parter, däribland riksdagens finansutskott, vid

samma tidpunkt, men det bör ske minst en till två veckor före finansutskottets utfrågning om rapporten. Därmed skulle finansutskottet och allmänheten få tillräckligt med tid på sig för att granska och analysera den. Finansutskottet bör överväga att i sin utvärdering anlita externa experter. Detta skulle väsentligt höja kvaliteten på den penningpolitiska debatten och öka möjligheterna att ställa Riksbankens till svars.

Rekommendation 8: Riksdagen är en viktig plats för offentliga debatter om penningpolitiken. Om debatten om penningpolitiken bland allmänheten och i synnerhet i riksdagen förbättras finns det inte samma behov för regeringsföreträdare att uttrycka sina egna åsikter om penningpolitiken. Även om regeringsföreträdare har rätt att uttala sig om vilka frågor de vill, talar erfarenheterna i flera länder för att penningpolitiken och den ekonomiska utvecklingen blir bättre om regeringen avstår från att kommentera inriktningen på penningpolitiken.

Rekommendation 9: Personer som nomineras till Riksbankens direktion bör framträda i utfrågningar i riksdagen innan de utses. Eftersom centralbanker är en av de statliga myndigheter som har störst självständighet måste deras tjänstemän genomgå en noggrann offentlig granskning innan de utses. Eftersom Riksbanken, till skillnad från andra svenska myndigheter, är en myndighet som lyder under riksdagen och inte regeringen, är riksdagens finansutskott en lämplig plats för en sådan offentlig granskning.

BILAGA 1

Direktiv för utvärdering av penningpolitiken 1995–2005

2005-05-31

Bakgrund

Sedan januari 1999 har Riksbanken efter en bred parlamentarisk överenskommelse ett lagfäst oberoende gentemot riksdagen och regeringen. Beslut om ränteförändringar tas av en direktion bestående av sex medlemmar som enligt riksbankslagen (1988:1385) inte får söka eller ta emot instruktioner i penningpolitiska frågor. Enligt regeringsformen får inte heller någon myndighet bestämma hur Riksbanken ska besluta i frågor som rör penningpolitiken.

Riksbankens mål är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken ska också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Enligt lagens förarbeten bör Riksbankens penningpolitik i första hand syfta till att nå en låg och stabil inflationstakt. Riksbanken bör därutöver, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Till skillnad från ordningen i länder som Storbritannien och Nya Zeeland är det dock Riksbanken själv snarare än dess huvudman, riksdagen, som utformar penningpolitikens operationella mål. I detta avseende har Riksbanken samma ställning i Sverige som ECB i den europeiska monetära unionen.

I januari 1993, kort efter det att den fasta växelkursen övergavs och kronan började flyta på den internationella valutamarknaden, beslutade dåvarande riksbanksfullmäktige att den operativa penningpolitiken skulle bedrivas utifrån ett inflationsmål. Målet, som formellt skulle börja tillämpas fr.o.m. den 1 januari 1995, formulerades enligt följande:

- Inflationen skulle begränsas till 2 % per år med ett toleransintervall på ± 1 procentenhet.
- Målvariabeln skulle vara konsumentprisindex (KPI).
- Målet skulle vara symmetriskt, i den meningen att Riksbanken skulle ta lika allvarligt på en alltför låg som en alltför hög inflation.

Efter hand har det i Riksbanken utformats en enkel handlingsregel för penningpolitiken. Enligt denna ska reporäntan normalt höjas om inflationsprognosen överstiger målet på ett till två års sikt och omvänt om inflationsprognosen ligger under målet.

Den nya direktionen valde att hålla fast vid inflationsmålet när den tillträdde den 1 januari 1999. Samtidigt angav direktionen i ett förtydligande av penningpolitiken följande två anledningar till att det ibland kan vara motiverat att låta det ta längre tid än ett till två år att föra inflationen till målet:

- Om KPI på ett till två års sikt påverkas av tillfälliga faktorer, som inte bedöms få varaktig inverkan på inflationen och inflationsförväntningarna, t.ex. förändringar i hushållens räntekostnader eller förändringar av indirekta skatter och subventioner.
- Om inflationen kommit att avvika så mycket från målet att en snabb återgång via stora ränteförändringar skulle få betydande oönskade konsekvenser för produktion och sysselsättning i samhället. Vid en sådan situation ska uppfyllandet av målet i stället ske gradvis.

Inflationsmålet har varit penningpolitikens officiella ankare i tio år. Det är en tillräckligt lång tid för att nu göra en fördjupad utvärdering av den svenska penningpolitiken, vid sidan av de utvärderingar som riksdagens finansutskott årligen genomför i samband med granskningen av Riksbankens verksamhet.

Syfte

Syftet med utvärderingen är att granska utformningen av den svenska penningpolitiken samt penningpolitikens resultat perioden 1995–2005 enligt de riktlinjer som presenteras nedan. Utvärderaren ska vid behov ge förslag till förändringar inom utvärderingens ram. Utvärderaren ska om inte etablerade utvärderingsmetoder visar sig tillräckliga även utveckla och testa nya metoder för penningpolitisk utvärdering. Utvärderaren ska också ge förslag på hur den framtida årliga utvärderingen av penningpolitiken ska breddas, fördjupas och organiseras. Utvärderingen kommer att ges allmän spridning.

Riktlinjer

Följande punkter ska belysas:

- **Målet för Riksbanken.** Utvärderaren ska analysera om det finns målkonflikter mellan riksbankslagens mål om prisstabilitet och uppdraget att främja stabilitet i det finansiella systemet.
- **Utformningen av inflationsmålet.** Utvärderaren ska analysera om inflationsmålet är rätt utformat för att säkerställa prisstabilitet. Utvärderaren ska även analysera om inflationsmålet är väl utformat för att därutöver stödja målen för den allmänna ekonomiska utvecklingen i syfte att nå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Utvärderaren ska belysa konsekvenserna av den nuvarande ordningen där Riksbanken själv utformar det operationella målet för penningpolitiken. Utvärderaren ska granska målets nivå, toleransintervall, målvariabel och de förtydliganden som utvecklats.
- **Uppfyllande av inflationsmålet och utformningen av penningpolitiken.** Utvärderaren ska analysera i vilken grad den förda penningpolitiken bidragit till att inflationsmålet uppnåtts under perioden 1995–2005. Ana-

lysen genomförs på årlig basis. Utvärderaren ska belysa om den förda penningpolitiken också givit stöd för en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Utvärderaren ska belysa om Riksbanken följt sin handlingsregel samt om Riksbanken agerat symmetriskt.

- **Underlaget och formerna för penningpolitiska beslut.** Utvärderaren ska analysera Riksbankens prognos- och analysmetoder samt kvaliteten på det ekonomiska/statistiska underlaget. Utvärderaren ska också belysa och analysera Riksbankens interna berednings- och beslutsprocess.
- **Riksbankens externa kommunikation.** Utvärderaren ska analysera Riksbankens kommunikation med omvärlden om inflationsmålet, den aktuella ekonomiska utvecklingen, vidtagna ränteförändringar samt orsakerna till eventuella avvikelser från inflationsmålet. Utvärderaren ska undersöka om Riksbankens redovisning av beslut och beslutsunderlag (i inflationsrapporter, pressmeddelanden, protokoll, tal, arbetsrapporter etc.) är sådan att penningpolitiken går att förutsäga och utvärdera.
- **Riksbankens penningpolitiska instrument.** Utvärderaren ska analysera om de penningpolitiska instrument som Riksbanken har till sitt förfogande är tillräckliga för att Riksbanken ska uppnå sitt mål.
- **Jämförelse med andra länder med inflationsmål.** Utformningen och resultaten av penningpolitiken i Sverige ska jämföras med några andra länder med inflationsmål.

Arbetsprocess och rapportering

- Utvärderaren ska ta fram nödvändiga data inom de områden som framgår av riktlinjerna ovan. Riksbanken förutsätts vara behjälplig i detta arbete. Riksbanken upprättar inom sin organisation ett kansli som bistår utvärderaren med eventuella översättningar, information och underlag som utvärderaren anser sig behöva från Riksbanken för att kunna utföra utvärderingen. För att garantera oberoende ska utvärderaren dessutom ha självständiga sekretariatsresurser för att samla in erforderliga data och bearbeta dem.
- Utvärderaren ska inbjuda olika intressenter att lämna synpunkter kring de frågeställningar som anges i riktlinjerna ovan. Om det finns behov ska utvärderaren anlita annan relevant expertis.
- Utvärderingen ska i skriftlig form överlämnas till riksdagens finansutskott senast november 2006. Därefter ska utvärderingen publiceras i rapportform för allmän spridning.
- Utvärderaren ska efter överlämnandet till riksdagens finansutskott vara beredd att delta i ett offentligt seminarium kring utvärderingens uppläggning och resultat.

BILAGA 2**Mötesprogram****Frederic Mishkins mötesprogram, 7–10 mars 2006**Tisdagen den 7 mars

- 10.00–11.00 Stefan Ingves, riksbankschef.
- 11.30–13.00 Lunch på Riksbanken med Irma Rosenberg, vice riksbankschef, och andra.
- 13.00–14.00 Irma Rosenberg.
- 14.30–15.30 Finansutskottet: Bo Bernhardsson (s), Gunnar Axén (m), Gunnar Nordmark (fp). Finansutskottets kansli: Ove Nilsson (kanslichef) och Pär Elfvingsson.
- 17.00– Middag med Anders Vredin, chef för Riksbankens avdelning för penningpolitik, Pär Elfvingsson och Mikael Apel, rådgivare, Riksbanken.

Onsdagen den 8 mars

- 9.00–11.00 Dan Andersson, chefsekonom, Landsorganisationen i Sverige (LO).
- 11.30–13.30 Urban Bäckström, vd, Svenskt Näringsliv.
- 14.00–15.00 Klas Eklund, SEB:s chefsekonom, och Henrik Mitelman, chefsstrateg på SEB Merchant Banking.

Torsdagen den 9 mars

- 9.00–10.30 Anders Vredin, chef för Riksbankens avdelning för penningpolitik.
- 10.30–11.30 Per Jansson, biträdande chef för Riksbankens avdelning för penningpolitik.
Lunch på Riksbanken med Tor Jacobson, biträdande chef för avdelningen för penningpolitik (forskningschef) och Kasper Roszbach, chef för forskningsenheten.
- 14.30–15.30 Jörgen Eklund, Riksbankens presschef och Staffan Viotti, rådgivare till riksbankschefen.
- 15.30–16.30 Claes Berg, rådgivare, stabsavdelningen, Riksbanken.

Fredagen den 10 mars

- 10.00–12.30 Ingemar Hansson, generaldirektör, Konjunkturinstitutet.
- 13.00–14.00 Kerstin Hallsten, biträdande chef för Riksbankens avdelning för penningpolitik.
- 14.30–16.30 Sammanfattande diskussion på Riksbanken (Irma Rosenberg, Anders Vredin, Per Jansson, Kerstin Hallsten).
- 16.30–17.30 Inplanering av besöken i maj, med Pär Elfvingsson och Mikael Apel.

Francesco Giavazzis mötesprogram, 3–7 april 2006Måndagen den 3 april

- 10.00–11.30 Irma Rosenberg, vice riksbankschef.
- 11.30–13.00 Lunch på Riksbanken med Irma Rosenberg och andra.
- 14.00–15.00 Johan Schück, krönikör, Dagens Nyheter.
- 15.30–16.30 Peter Norman, vd för Sjunde AP-fonden.

Tisdagen den 4 april

- 9.30–11.00 Per Lundborg, professor i nationalekonomi, Institutet för social forskning (SOFI).
- 11.30– Torsten Persson, föreståndare, Institutet för internationell ekonomi (IES). Tillbringade eftermiddagen på IES. Möten med Torsten Persson och andra.

Onsdagen den 5 april

- 10.30–11.30 Lena Hagman, chefsekonom på TCO, och Roland Spånt, f.d. chefsekonom på TCO.
- 12.00–13.30 Hubert Fromlet, chefsekonom, Swedbank (Föreningsparbanken).
- 14.00–15.00 Jörgen Appelgren, chefsekonom, Nordea.
- 18.00– Klas Eklund, chefsekonom, SEB.

Torsdagen den 6 april

- 10.00–11.00 Anders Vredin, chef för Riksbankens avdelning för penningpolitik.
- 11.30–13.00 Jan Häggström, chefsekonom, Handelsbanken, Erik Thedéen, strateg, Nektar Asset Management, Brummer & Partners och Jan-Åke Sand, förvaltare, SEB Hedge Fixed Income.
- 14.15–15.15 Jens Henriksson, statssekreterare, Finansdepartementet.
- 15.30–16.30 Finansutskottet: Bo Bernhardsson, Agneta Gille, Sonia Karlsson och Carin Lundberg (s), Tomas Högström (m), Karin Pilsäter (fp), Roger Tiefensee (c). Utskottskansliet: Ove Nilsson (kanslichef), Pär Elfvingsson, Niklas Frank och Joanna Gervin.
- 16.45–17.45 Anders Borg, moderaternas chefsekonom.

Fredagen den 7 april

- 9.30–11.00 Johan Gernandt, vice ordförande i riksbanksfullmäktige och Susanne Eberstein, ledamot i riksbanksfullmäktige.
- 11.30–13.30 Lunch och sammanfattande diskussion på Riksbanken.
- 13.30–14.30 Lars Heikensten, f.d. riksbankschef.

Francesco Giavazzis och Frederic Mishkins mötesprogram, 9–11 maj 2006Tisdagen den 9 maj

- 10.00–11.00 Göran Persson, statsminister.
- 12.00–13.30 Jan Häggström, chefsekonom, Handelsbanken, Erik Thedéen, strateg, Nektar Asset Management, Brummer & Partners och Jan-Åke Sand, förvaltare, SEB Hedge Fixed Income.
- 14.30–15.30 Martin Andersson, chef för Riksbankens avdelning för finansiell stabilitet.
- 17.00–18.00 Anders Borg, moderaternas chefsekonom.

Onsdagen den 10 maj

- 9.00–10.00 Jens Henriksson, statssekreterare, Finansdepartementet.
- 10.30–11.30 Stefan Ingves, riksbankschef.
- 11.30–12.45 Lunch på Riksbanken med Anders Vredin, chef för avdelningen för penningpolitik och Staffan Viotti, rådgivare till riksbankschefen.
- 13.00–13.30 Miljöpartiet: Peter Eriksson.
- 13.45–14.45 Borgerliga alliansen. Moderaterna: Gunnar Axén, Hans Lindblad (partikansliet). Folkpartiet: Gunnar Nordmark, Christer Nylander, Karin Pilsäter, Sune Davidsson (partikansliet). Centern: Åsa Torstensson.
- 15.00–15.45 Socialdemokraterna: Bo Bernhardsson, Agneta Gille, Sonia Karlsson, Arne Kjörnsberg, Carin Lundberg.
- 16.45–17.15 Vänsterpartiet: Lars Bäckström, Siv Holma, Camilla Sköld Jansson.
- 17.30–18.30 Riksbanksfullmäktige: Jan Bergqvist (ordförande) och Johan Gernandt (vice ordförande).

Francesco Giavazzis mötesprogram, 31 augusti–1 september 2006Torsdagen den 31 augusti

- 11.00–12.00 Stefan Ingves, Irma Rosenberg och Anders Vredin.

Fredagen den 1 september

- 14.00–14.30 Pär Elfvingsson, Ove Nilsson och Ingvar Mattsson från finansutskottets kansli.
- 17.30–18.30 Johan Gernandt, vice ordförande, riksbanksfullmäktige.

BILAGA 3

Förteckning över de institutioner som
besvarat vår inbjudan att lämna skriftliga
synpunkter

Landsorganisationen i Sverige (LO)

Tjänstemännens Centralorganisation (TCO)

Ekonomiska rådet vid Konjunkturinstitutet

Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet

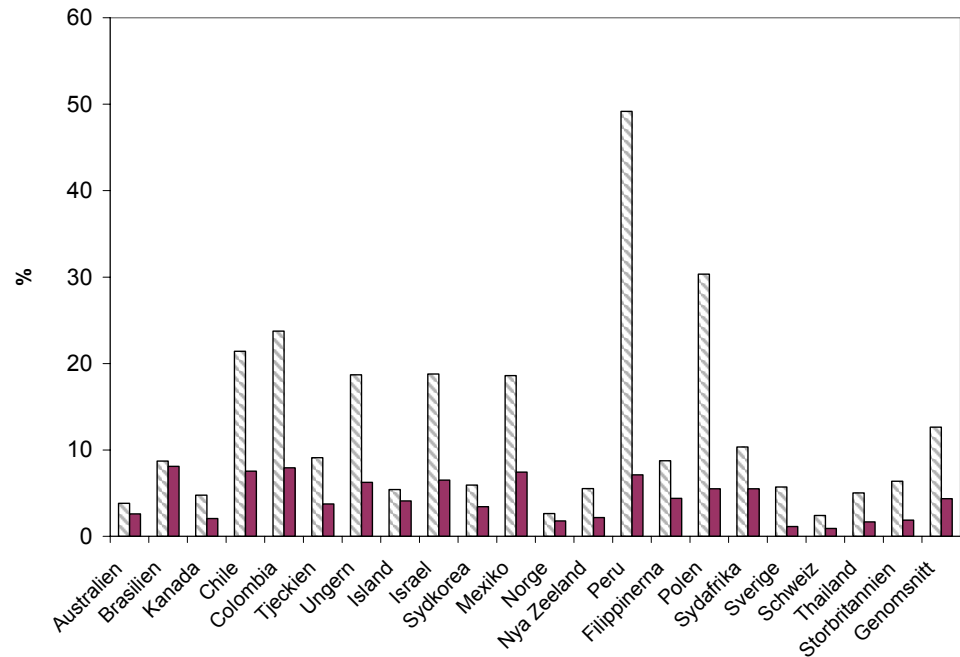
Nationalekonomiska institutionen, Uppsala universitet

Handelshögskolan vid Göteborgs universitet

BILAGA 4

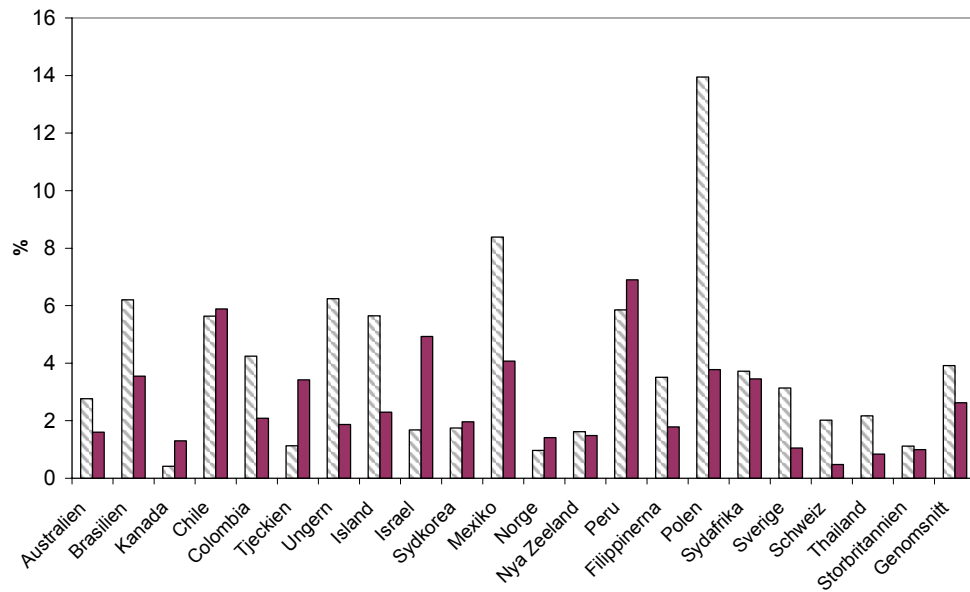
Diagram

Figur 1: Genomsnittlig inflation före och efter införandet av ett inflationsmål



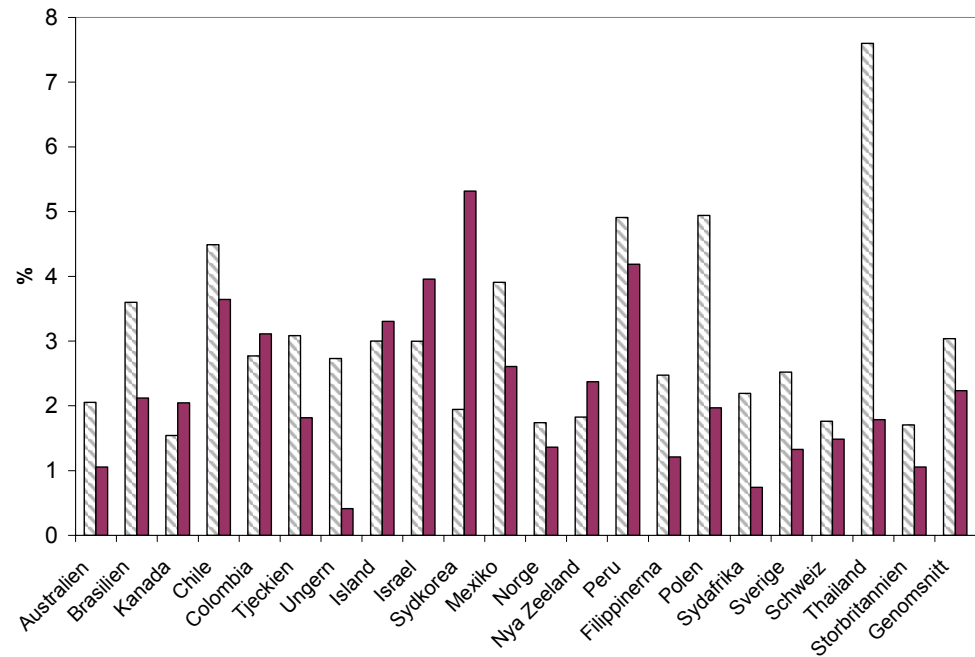
Källa: Data avseende 1:a kvartalet 1989 till 4:e kvartalet 2004 från IMF:s International Financial Statistics. Datum för införande av inflationsmål är hämtade från Frederic S. Mishkins och Klaus Schmidt-Hebbels "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?", Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges, Norman Loayza och Raimundo Soto (red.), Central Bank of Chile: Santiago 2002, s. 171–219.

Figur 2: Inflationens variation (standardavvikelse) före och efter införandet av ett inflationsmål



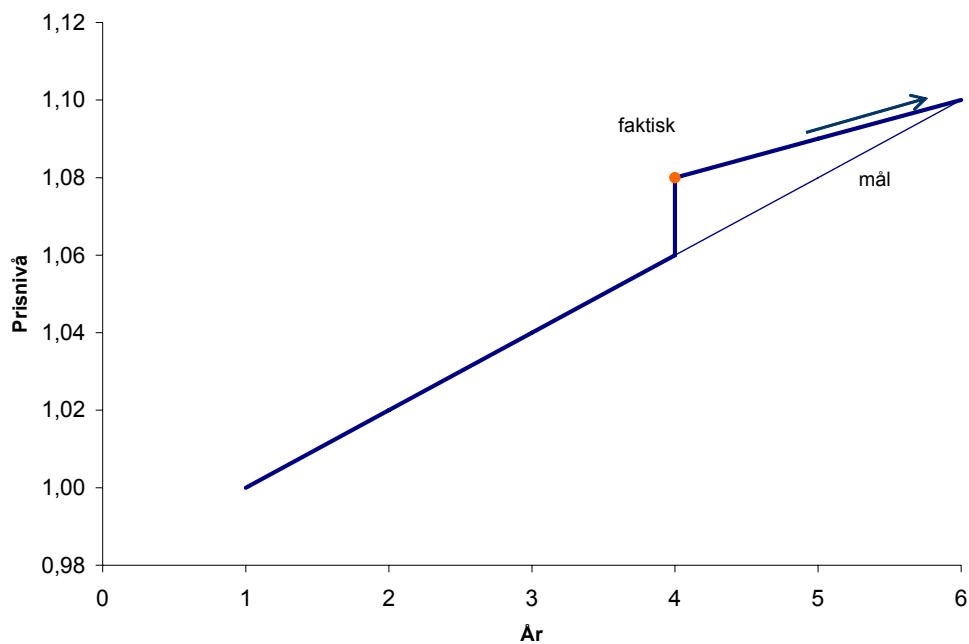
Källa: Data avseende 1:a kvartalet 1989 till 4:e kvartalet 2004 från IMF:s International Financial Statistics. Datum för införande av inflationsmål är hämtade från Frederic S. Mishkins och Klaus Schmidt-Hebbels "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?", Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges, Norman Loayza och Raimundo Soto (red.), Central Bank of Chile: Santiago 2002, s. 171–219.

Figur 3: Produktionens variation (standardavvikelse) före och efter införandet av ett inflationsmål



Källa: Data avseende 1:a kvartalet 1989 till 4:e kvartalet 2004 från IMF:s International Financial Statistics. Datum för införande av inflationsmål är hämtade från Frederic S. Mishkins och Klaus Schmidt-Hebbels "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?", Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges, Norman Loayza och Raimundo Soto (red.), Central Bank of Chile: Santiago 2002, s. 171–219

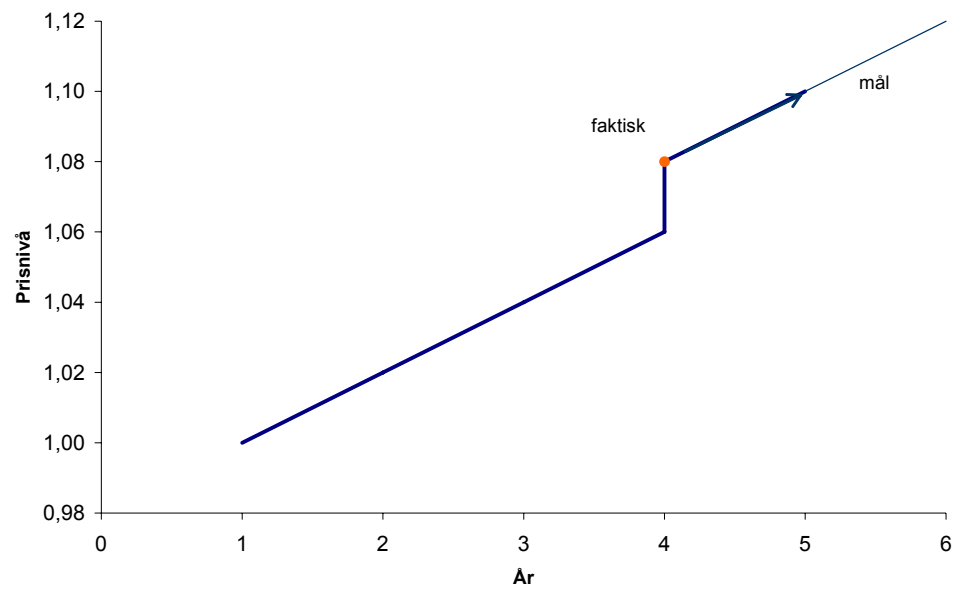
Figur 4: Prisnivåmål kontra inflationsmål



4 a) Prisnivåmål

Anta att den önskvärda inflationen är 2 %, vilket innebär att prisnivåmålet varje år stiger med 2 % och att även *inflationen* har stigit med 2 % från år 1 till år 3. Därefter stiger inflationstakten plötsligt till 4 % år 4. Med ett prisnivåmål innebär det faktum att inflationen har överskridit målet att centralbanken återför prisnivån till målbanan och därför under en period kommer att sikta in sig på en inflationstakt under 2 %.

Forts. Figur 4

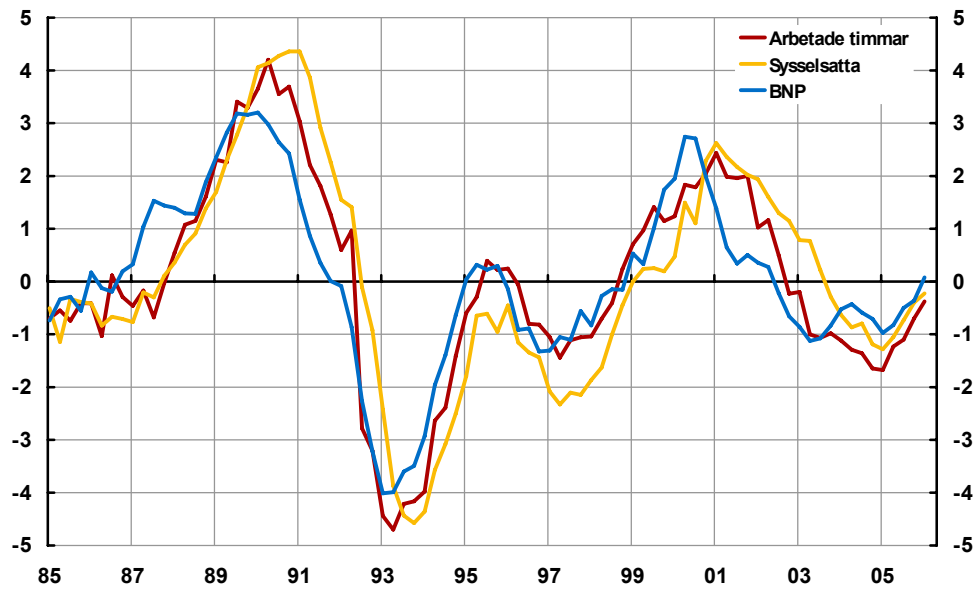


4 b) Inflationens mål

Anta att inflationsmålet är 2 %, vilket innebär att prisnivåmålet varje år stiger med 2 % och att även inflationen har stigit med 2 % från år 1 till år 3. Därefter stiger inflationstakten plötsligt till 4 % år 4. Med ett inflationsmål höjs målbanan för prisnivån för att anpassas till den högre prisnivån ("glöm och gå vidare"), varför centralbanken fortfarande försöker uppnå en inflation på 2 %.

Figur 5: Produktionsgap, beräknade med Hodrick-Prescottfilter

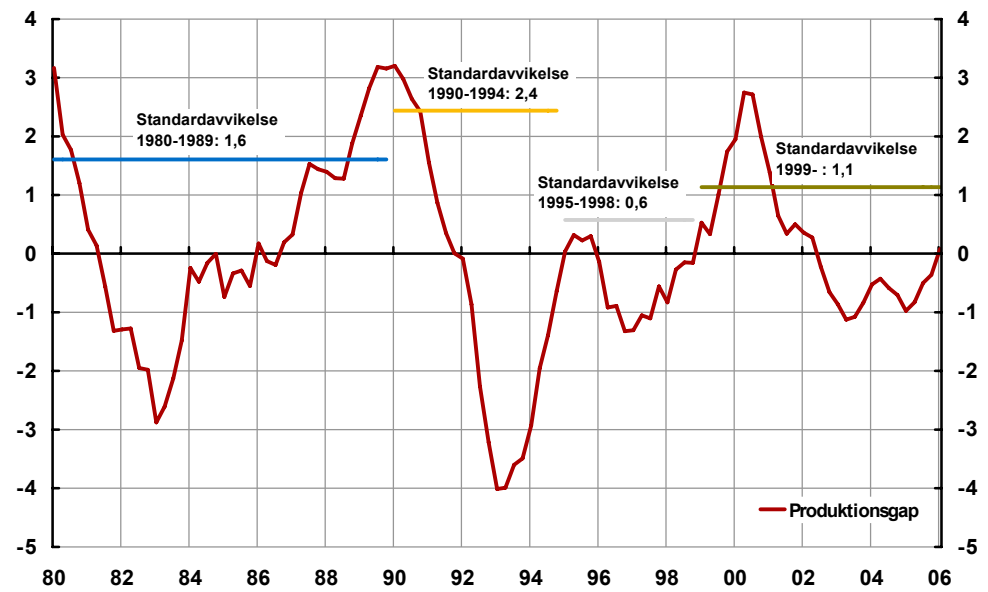
Procentuell avvikelse från trend



Källor: SCB och Riksbanken.

Figur 6: Produktionsgap (BNP), beräknade med Hodrick-Prescottfilter

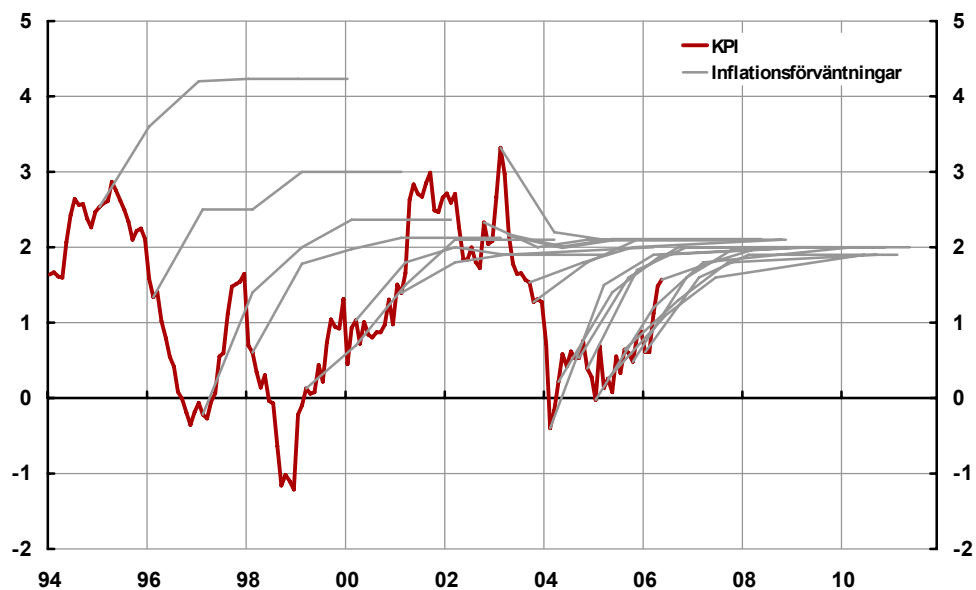
Procentuell avvikelse från trend



Källa: Riksbanken.

Figur 7: KPI och inflationsförväntningar hos penningmarknadsaktörer

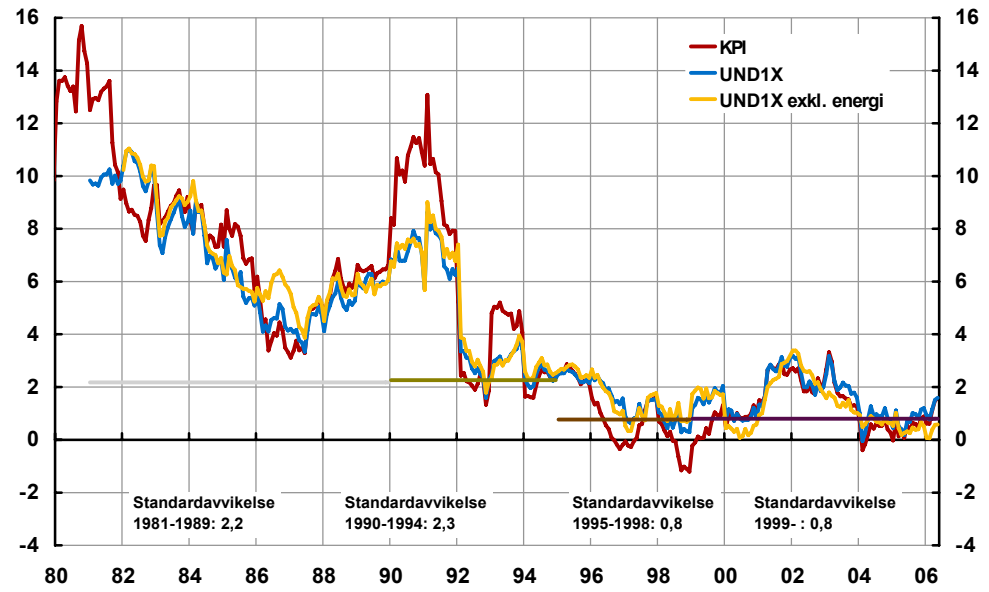
Årlig procentuell förändring



Källor: Prospera Research AB och SCB.

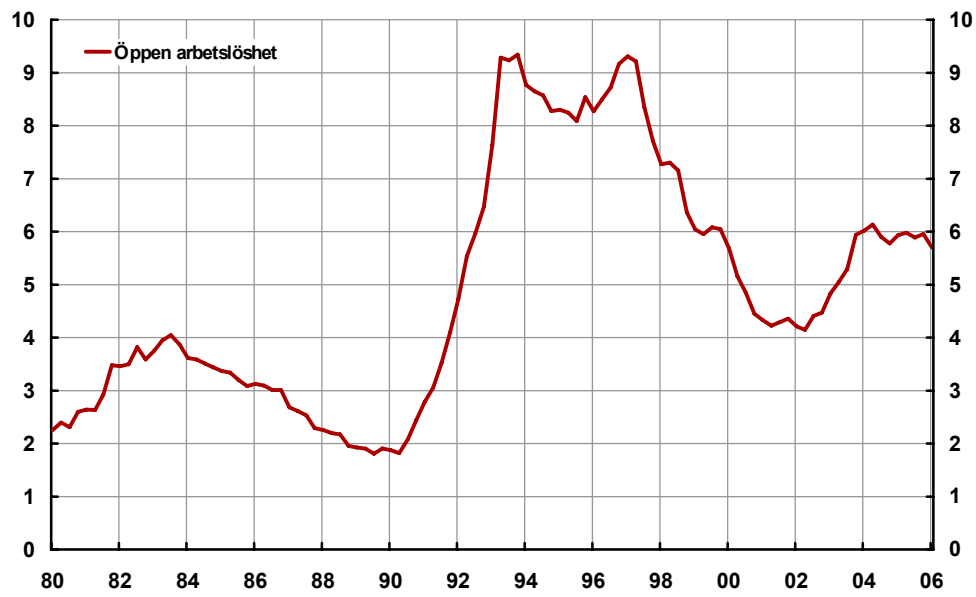
Figur 8: Olika inflationsmått

Årlig procentuell förändring



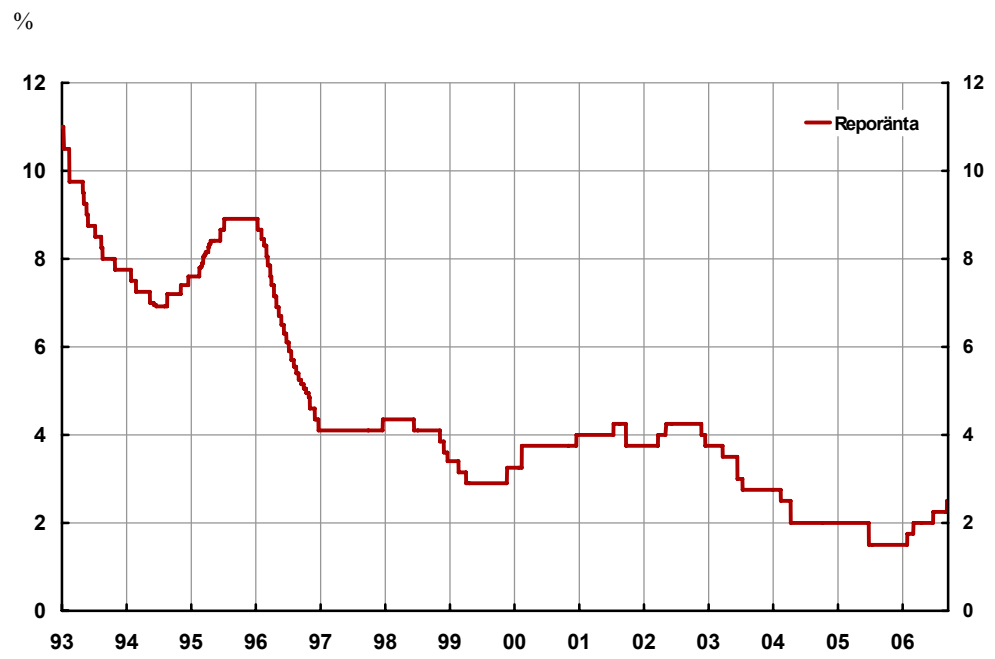
Källor: SCB och Riksbanken.

Figur 9: Öppen arbetslöshet, % av arbetskraften, säsongrensad



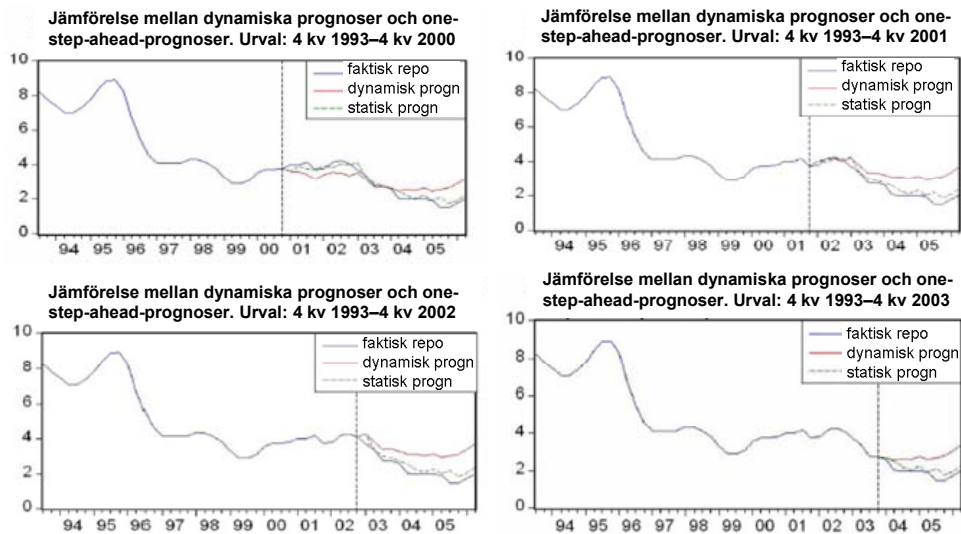
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

Figur 10: Den svenska styrräntan: reporänta

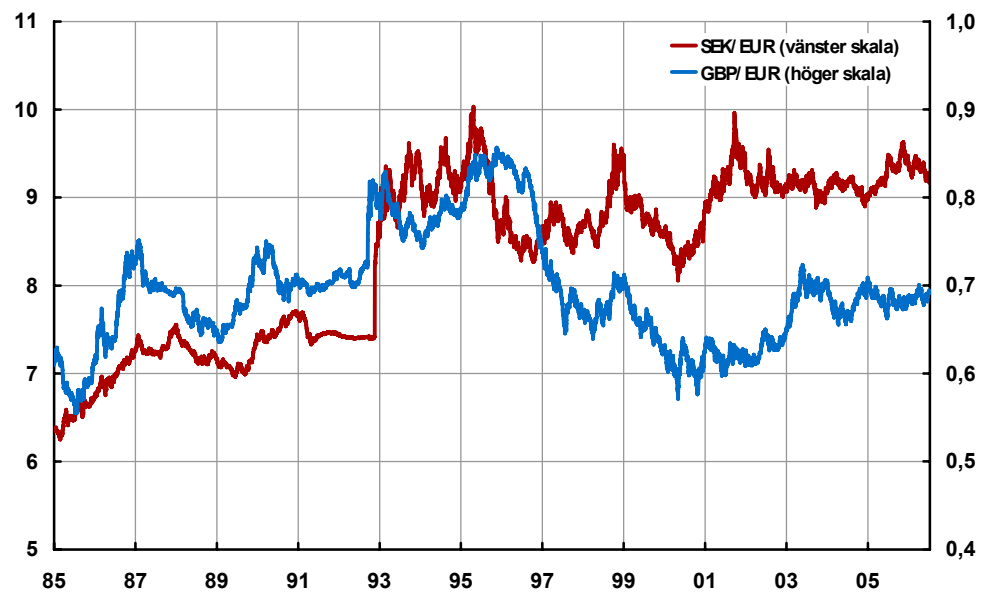


Källa: Riksbanken.

Figur 11: ”Out-of-sample-prognoser” (statiska och dynamiska) som utgår från en enkel penningpolitisk regel



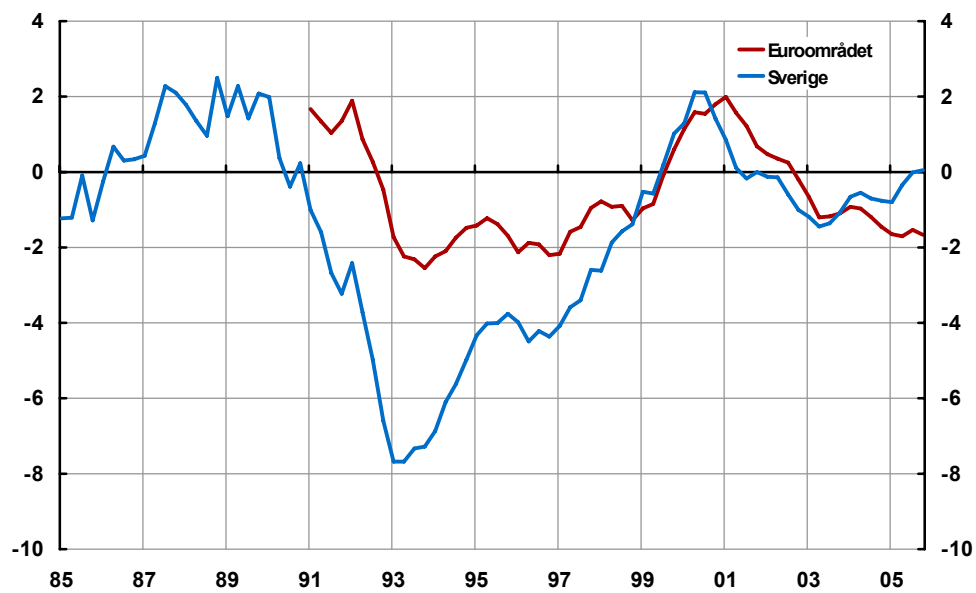
Figur 12: Växelkurser, SEK/EUR och GBP/EUR



Källa: Riksbanken.

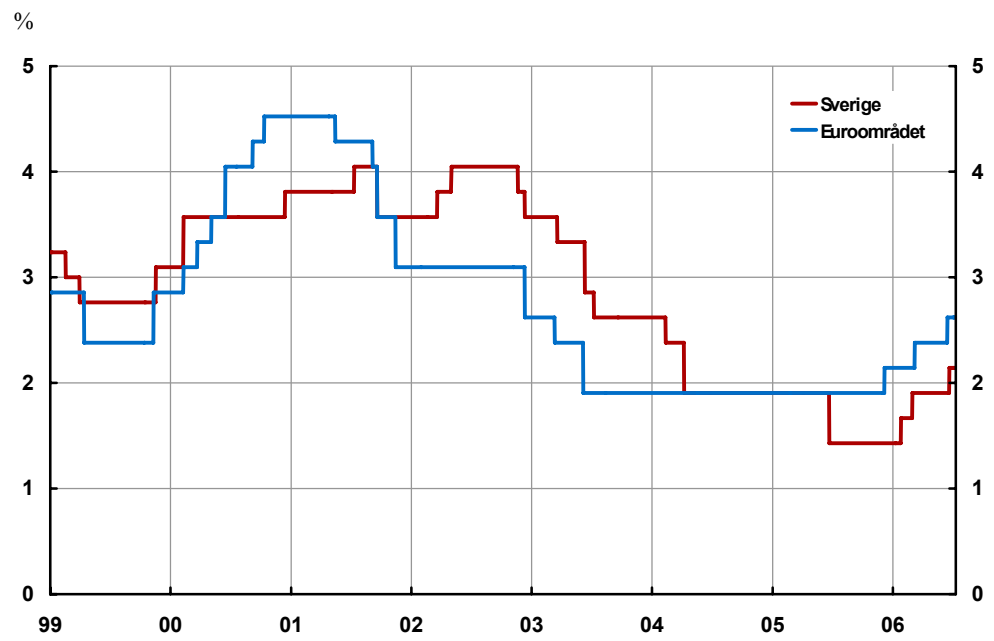
Figur 13: Produktionsgap: Sverige och euroområdet

% av potentiell BNP



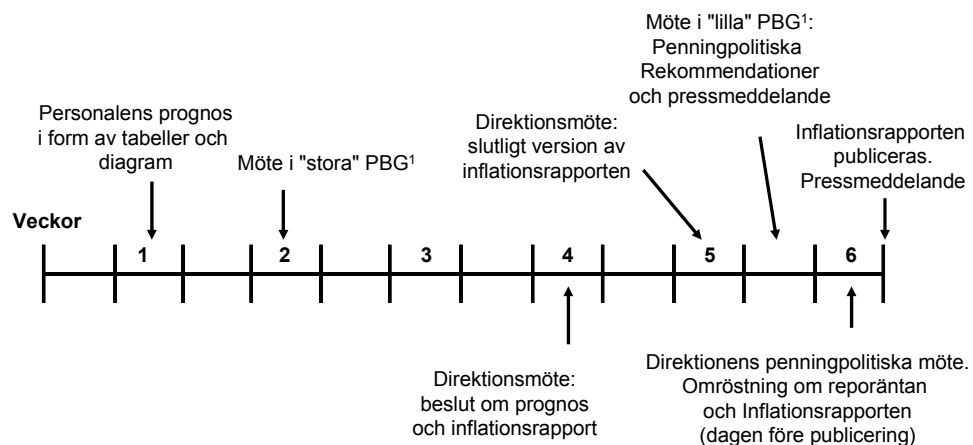
Källa: OECD.

Figur 14: Styrräntor: Sverige och euroområdet



Källa: Riksbanken.

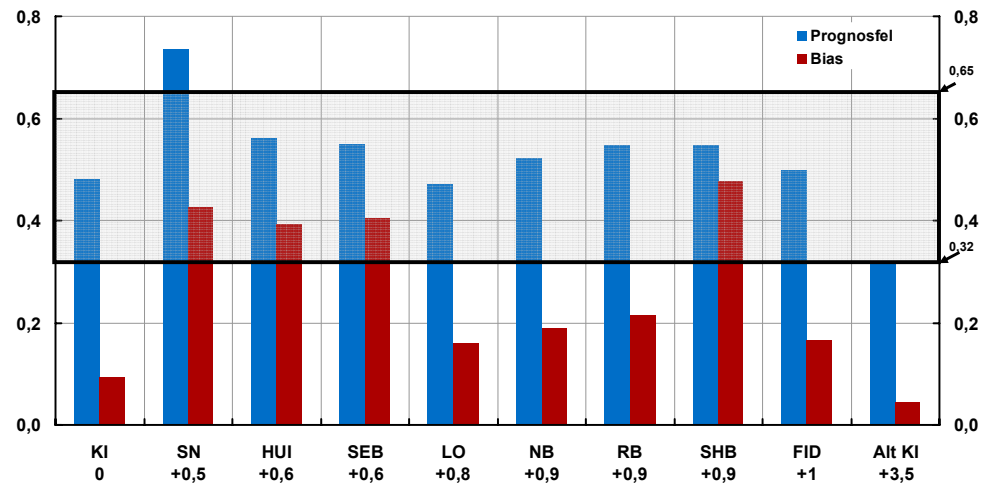
Figur 15: Den svenska penningpolitiska processen



¹Penningpolitisk beredningsgrupp.

Figur 16: En jämförelse av prognosfel

Prognosfel KPI-inflation 1997–2005

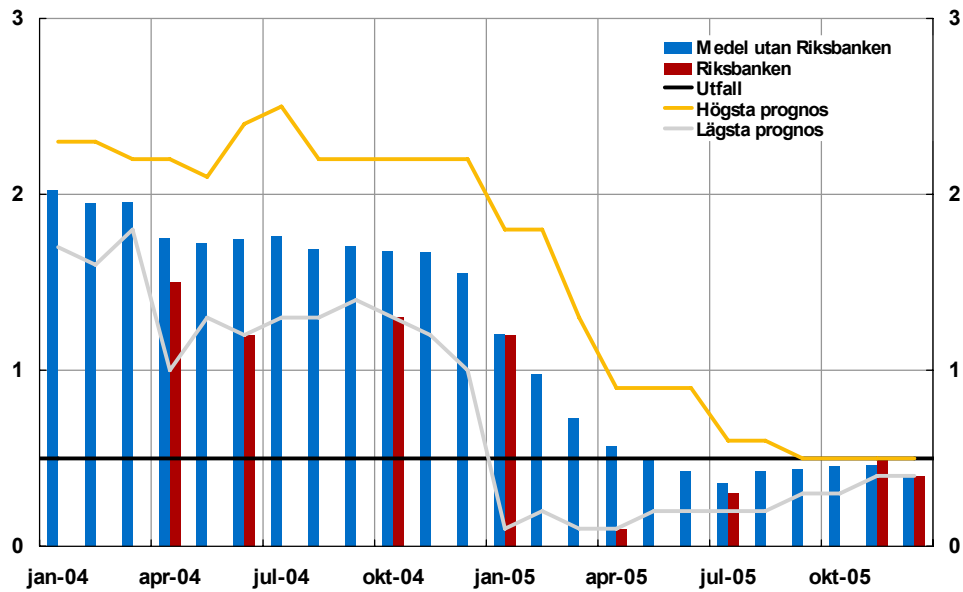


Källor: Konjunkturinstitutet (Konjunkturläget, mars 2006), SCB och Riksbanken.

Not. Prognosfelet avser de fel (absolute mean forecast error), i absoluta tal, som gjordes i genomsnitt under 1997–2005, dvs. våren och hösten innevarande år samt vår och höst föregående år. Biasen är genomsnittlig överskattning (mean forecast error), medelavvikelsen. Siffrorna, under figuren, visar när respektive prognosinstituts prognoser i genomsnitt publicerades i förhållande till KI:s prognoser mätt i månader. Det 95-procentiga konfidensintervallet som är markerat i figuren är beräknat på data för perioden 1999–2005 och centrerat kring KI:s prognos vid tidpunkt 0.

Figur 17: Prognoser för KPI-inflationen 2005 vid olika tidpunkter, Riksbanken samt ett genomsnitt av andra prognosmakare

Årsgenomsnitt



Källor: Concensus Inc., Finansdepartementet, LO, SCB och Riksbanken.

Fotnoter

¹ Friedman, Milton (1968), "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, 58, (mars), s. 1–17. Phelps, Edmund (1967), "Phillips Curves, Expectations and Optimal Unemployment Over Time", *Economica*, 34, (augusti), s. 254–281.

² Lucas, Robert E. Jr (1972), "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory*, 4, s. 103–124. Lucas, Robert E. Jr (1973), "Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs", *American Economic Review*, 63, s. 326–334. Lucas, Robert E. Jr (1976), "Econometric Policy Evaluation: A Critique in The Phillips Curve and Labor Markets", Brunner K. och Meltzer A. eds., *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, s. 19–46. Sargent, Thomas J. och Neil Wallace (1975), "Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule", *Journal of Political Economy*, 83, s. 241–254.

³ Kydland, Finn och Prescott, Edward (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, 85, nr 3 (juni), s. 473–492. Calvo, Guillermo (1978), "On the Time Consistency of Optimal Policy in the Monetary Economy", *Econometrica*, 46, nr 6 (november), s. 1411–1428. Barro, Robert J. och Gordon, David (1983), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, 91, nr 4 (augusti), s. 589–610.

⁴ Se Bernanke, Ben S., Laubach, Thomas, Mishkin, Frederic S. och Posen, Adam S. (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience* (Princeton University Press: Princeton).

⁵ Svensson, Lars E.O. (1997), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review*, 41, s. 1111–1146.

⁶ Se undersökningarna i Forder, James (2000), "Central Bank Independence and Credibility: Is There a Shred of Evidence?: Review", *International Finance*, vol. 3, nr 1, april, s. 167–185. Cukierman, Alex (2006), "Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past Present and Future", *Central Bank of Chile Working Papers* nr 360 (april).

⁷ Woodward, Bob (2000), *Maestro: Greenspan's Fed and the American Dream* (Simon and Schuster: New York).

⁸ Goodfriend, Marvin (1993), "Interest Rate Policy and the Inflation Scare Problem: 1979–1992", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 79, nr 1 (Winter), s. 1–4.

⁹ Observera att inte alla utbudschocker leder till ett utbytesförhållande mellan inflations- och produktionsfluktuationer. En negativ utbudschock kan leda till att den potentiella produktionen sjunker samtidigt som inflationen stiger. I ett sådant läge bör centralbanken få ned inflationen och låta den faktiska produktionen sjunka.

¹⁰ Svensson, Lars E.O. (1997), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review*, 41, s. 1111–1146.

¹¹ Woodford, Michael (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy* (Princeton University Press: Princeton).

¹² Eftersom beräkningar av produktionsgapet är en viktig del av underlaget för centralbankens inflationsprognoser kan det hävdas att allmänheten bör få viss information om dem, men att det bör betonas hur osäkra de är. Enligt vår uppfattning lämpar sig inte trattendagram för detta eftersom de inte i tillräckligt hög grad visar att vi inte ens begreppsmässigt är säkra på hur potentiell produktion och produktionsgap ska mätas. Publicering av flera olika begreppsmässiga sätt att mäta produktionsgap kan däremot ge mer information och samtidigt visa hur osäkra måtten är. Detta är något som bör bli föremål för vidare forskning.

¹³ Morris, Stephen och Shin, Hyung Song (2005), "Central Bank Transparency and the Signal Value of Prices", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, s. 1–66.

¹⁴ Se t.ex. Svensson, Lars E.O. (2005), "Social Value of Public Information: Morris and Shin (2002) is Actually Pro Transparency Not Con", NBER Working Paper nr 11537 (augusti), Woodford, Michael (2005), "Central Bank Communication and Policy Effectiveness", NBER Working Paper nr 11898 (december) och Wyplosz, Charles m.fl. (2006), "How Much Information Should Interest Rate-Setting Central Banks Reveal?", mimeo, University of Geneva, Graduate Institute of International Studies.

¹⁵ Svensson, Lars E.O. (2002), "Monetary Policy and Real Stabilization", *Rethinking Stabilization Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 261–312.

¹⁶ Goodhart, Charles A.E. (2001), "Monetary Transmission Lags and the Formulation of the Policy Decision on Interest Rates", Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review* (juli/augusti), s. 165–182.

¹⁷ Eftersom räntebanan har många dimensioner skulle det vara omöjligt att ha ett helt förutsättningslöst omröstningsförfarande, eftersom det skulle leda till en alltför stor spridning av rösterna. Detta skulle kunna undvikas genom att de enskilda kommittéledamöternas preferenser begränsas – t.ex. genom att man väljer en viss röstordning. Det skulle emellertid göra det lätt för den som sätter agendan att manipulera omröstningen om räntebanan. Detta är ett exempel på de problem med kollektivt beslutsfattande som har identifierats av Condorcet och Arrow och som behandlas i den omfattande litteraturen om sociala val. För en introduktion till dessa frågeställningar, se Torsten Persson och Guido Tabellini *Political Economics: Explaining Economic Policy*, MIT Press (2000). För en mer utförlig diskussion, se David Austen Smith och Jeff Banks, *Positive Political Theory II*, University of Michigan Press (2005).

¹⁸ De flesta centralbanker talar om den mest sannolika räntebanan (typvärdet) i sina prognoser, men det finns starka teoretiska skäl för centralbanker att tala mer om den räntebana som utgör medelvärdet, eftersom den tar hänsyn till att riskerna i prognosen kan överväga åt ena eller andra hållet. I de flesta fall kommer dock den räntebana som utgör medelvärdet och den mest sannolika räntebanan att ligga ganska nära varandra.

¹⁹ Svensson, Lars E.O. (2002), "Monetary Policy and Real Stabilization", *Rethinking Stabilization Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 261–312.

²⁰ Se t.ex. Goodfriend, Marvin, och King, Robert G, (1997), "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy", *NBER Macroeconomics Annual 1997*, s. 231–283.

²¹ Akerlof, George, Dickens, William, och Perry, George (1996), "The Macroeconomics of Low Inflation", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, s. 1–59. Lundborg, Per och Sacklén, Hans (2001), "Is There a Long-Run Unemployment-Inflation Tradeoff in Sweden?", *Arbetsrapportserien 2001*, nr 173, Stiftelsen Fackföreningsrörelsens Institut för Ekonomisk Forskning (FIEF). Akerlof, Dickens och Perry tar upp en närliggande fråga i "Near Rational Wage and Price Setting and the Long Run Phillips Curve" i *Brookings Papers on Economic Activity* (2000) nr 1, s. 1–4. Vad som tycks ge upphov till det icke-vertikala segmentet i den långsiktiga Phillipskurvan i denna artikel är antagandet att ekonomiska aktörer vid låg inflation är "nästan rationella" i den meningen att de, i sina pris- och lönebeslut, inte reagerar i proportion till den förväntade inflationen. Denna "penningillusion" antas gradvis avta när inflationen stiger, vilket ger upphov till en "puckel" i den långsiktiga Phillipskurvan.

²² Om en deflation är väntad får den inte lika negativa konsekvenser för låntagare visavi långivare, vilket innebär att den skulddeflationsproblematik som har beskrivits av Irving Fisher (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, vol. 1, s. 337–357, inte blir lika allvarlig. Det faktum att en deflation är väntad utesluter inte helt en viss negativ inverkan på balansräkningarna, eftersom det ändå sker en viss omfördelning från låntagare till långivare om lånet har tillräckligt lång livslängd.

²³ Woodford, Michael (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy* (Princeton University Press: Princeton).

²⁴ Eggertsson, Gauti B. och Woodford, Michael (2003), "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, s. 139–211.

²⁵ Gorodnichenko, Yuriy och Shapiro, Matthew D. (2006), "Monetary Policy When Potential Output is Uncertain: Understanding the Growth Gamble of the 1990s", *NBER Working Paper* nr 12268 (juni), för fram detta argument och visar att när centralbanken underskattar produktivitetsutvecklingen har detta en stabiliserande inverkan på inflationen.

²⁶ Fischer, Stanley (1994), ”Modern Central Banking”, *The Future of Central Banking*, Capie, Forest; Goodhart, Charles; Fischer, Stanley och Schnadt, Norbert, Cambridge University Press, Cambridge, Storbritannien, s. 262–308.

²⁷ Se fotnot 22.

²⁸ För en diskussion om den australiensiska penningpolitiken under denna period, se talet ”Six years of inflation targeting”, särskilt s. 53, som hölls av G.R. Stevens, vice centralbankschef för den australiensiska centralbanken, inför Economic Society of Australia, Sydney, den 20 april 1999. Talet kan laddas ned från följande adress:
www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Bulletin/bu_may99/bu_0599_2.pdf.

²⁹ Leitemo, Kai (2005), ”Successful inflation targeting in Sweden 1993–2003? Seven simple tests”. Opublicerad, Institutionen för samhällsekonomi, Handelshögskolan BI i Norge, december 2005.

³⁰ Ljungqvist, Lars och Sargent, Thomas J., ”The Swedish Unemployment Experience”, *European Economic Review*, vol 39, 1995, s. 1043–1070.

³¹ Aurelio, Marcela Meirelles (juli 2005), ”Do we really know how inflation targeters set interest rates?”, Working Paper RWP 05-02, Federal Reserve Bank of Kansas City.

³² Den skattade penningpolitiska regeln förutsätter att styrräntan är en funktion av styrräntan föregående period, inflationsprognosen på ett års sikt och prognosen för produktionstillväxten på ett års sikt.

³³ Eftersom växelkursen inte rör sig särskilt mycket kan det statistiska testet emellertid ha mycket svag statistisk kraft.

³⁴ St-Amant, Pierre, Tkacz, Greg, Guérard-Langlois, Annie och Morel, Louis (2005), ”Quantity, Quality, and Relevance: Central Bank Research, 1990–2003”, Bank of Canada, *Working paper* nr 37/2005.

³⁵ Med ”bias” avses här genomsnittligt prognosfel.

³⁶ Utfallet och alla prognoser som visas i figur 16 (inklusive Riksbankens) är för KPI-inflationen. Dateringen av prognoserna följer sammanställningen från Consensus Inc, vilken kan skilja sig från faktisk publiceringstidpunkt med en eller två månader. De institut som tagits med i denna figur är de som ingår i publikationen från Consensus Economics Inc.

³⁷ Blix, Friberg och Åkerlind (2002) gör en prognosjämförelse som tar hänsyn till flera variabler och omfattar perioden 1993–2001. I denna studie står sig Riksbankens prognoser relativt väl. Detta är något mindre uppenbart i den senare studien av Bergvall (2005), ”Utvärdering av Konjunkturinstitutets prognoser”, som omfattar perioden 1997–2004. Något som understryks i både Blix et al (2002) och Bergvall (2005) är att skillnaderna mellan olika prognosmakare i regel är små, kanske till följd av ”flockmentalitet”. Detta innebär att olika rangordningar mellan prognosmakare bör tolkas med försiktighet och

att det är svårt att dra någon slutsats att en prognosmakare är systematiskt och signifikant bättre än någon annan.

³⁸ Kohn, Donald L. (2004), "Inflation Targeting", Federal Reserve Bank of St. Louis. Review Vol. 86, nr 4 (juli/augusti), s. 179–183.

³⁹ van der Cruijssen, Carin och Demertzis, Maria (mars 2005), "The impact of central bank transparency on inflation expectations", *Working Paper* nr 031/2005, De Nederlandsche Bank.

⁴⁰ Blinder, Alan och Morgan, John (2005), "Are Two Heads Better Than One? Monetary Policy by Committee", *Journal of Money, Credit and Banking* (oktober), s. 789–812.