



ANFÖRANDE

DATUM: 2005-02-22
TALARE: Riksbankschef Lars Heikensten
PLATS: Nationalekonomiska föreningen

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

■ Tankar om hur det penningpolitiska arbetet kan utvecklas

Inledning

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

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

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

Inflationsmålspolitiken idag

Ett tydligt mål och en tydlig tankeram

När Riksbanken 1993 bestämde sig för att låta politiken vägledas av ett inflationsmål var det en ganska ny tanke.¹ Den hade på detta konkreta sätt egentligen bara prövats i tre länder tidigare (Nya Zeeland, Kanada och Storbritannien). Det finns stora fördelar med inflationsmål jämfört med de sätt att bedriva penningpolitik under rörlig växelkurs som tidigare prövats, t.ex. mål för tillväxten i penningmängden. Kommunikationen blir enklare när det operationella målet överensstämmer med det slutliga. Med ett tydligt mål kan också inflationsförväntningarna lättare stabiliseras och en utvärdering av politiken ske. Inflationsmålet har också den fördelen att alla variabler av betydelse fångas i en enda variabel. Inflationsprognosen påverkas ju inte bara av räntan utan även av en bedömning av kreditutvecklingen, växelkursen och annat av betydelse för efterfrågeläget.

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

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

Vi har också arbetat med en *handlingsregel* för politiken: Om inflationsprognosen överstiger inflationsmålet på ett till två års sikt höjer vi normalt sett reporäntan och omvänt om prognosen är under målet. Denna regel har naturligtvis inte följts mekaniskt. Det är just därför ordet normalt alltid finns med i formuleringen av handlingsregeln. Det handlar om en regel som i genomsnitt ger en god beskrivning av politiken.

Handlingsregeln introducerades 1997 och bakgrunden var i första hand en önskan att göra politiken ännu mer tydlig. De studier som fanns, och som alla är osäkra, indikerade att ränteförändringar i genomsnitt hade den största effekten på inflationen i detta tidsperspektiv. För egen del ansåg jag det också viktigt att fokusera det svåra prognosarbetet på det tidsperspektiv som bedömdes vara mest

¹ I Heikensten, L. (2003), "Bakom Riksbankens tjocka väggar – hur inflationsmålspolitiken växte fram 1995-2003", i Jonung, L. (red.) *På jakt efter ett nytt ankare, Från fast kronkurs till inflationsmål*, SNS Förlag, Stockholm, finns en mer utförlig redogörelse för den analytiska ramen för penningpolitiken och hur den utvecklats fram till 2003.

■ väsentligt för penningpolitiken och inte i alltför hög grad hamna i diskussioner om en mer osäker framtid. Detta argument stärktes enligt min uppfattning när Riksbanken fick ett kollektivt beslutsfattande. Med en mindre tydlig regel och en helt flexibel tidshorisont hade våra diskussioner - mer än vad som hade varit önskvärt - riskerat att handla om val av tidsperspektiv på bekostnad av en diskussion om vad vi faktiskt vet om dagsläget och tror om utvecklingen de närmaste två åren.

Hänsyn till den reala utvecklingen

Låt mig också säga ett par ord om bakgrunden till det *förtydligande* av principerna för penningpolitiken som Riksbanken fattade beslut om i början av 1999. Redan när inflationsmålet lades fast 1993 fanns det en insikt om att det inte kunde tillämpas mekaniskt. Det framskymtar bl.a. i ett resonemang om att målet inte ska börja gälla fullt ut förrän från 1995, för att på så vis mildra effekterna av de inflationsimpulser som förutsågs under 1993 och 1994 sedan kronan fallit och de indirekta skatterna ändrats. Vid upprepade tillfällen under senare delen av 1990-talet bedrevs politiken inte heller slaviskt efter prognoser för KPI. Det var nämligen uppenbart att detta skulle kunna leda till absurda konsekvenser. Exempelvis hade räntesänkningarna under 1996 och 1997 medfört en nedgång i KPI via bostadskostnaderna. Det skulle då kunnat hävdas att räntorna borde sänkts ytterligare, som en direkt följd av att de just sänkts så kraftigt. Riksbanken utvecklade dock inte förrän runt årsskiftet 1998/1999 ett sammanhållet, tydligt förhållningssätt i dessa frågor. Det hade föregåtts av en lång diskussion, där huvudspåret varit tanken att gå över från KPI till ett annat index, där de komponenter som fluktuerade mest av tillfälliga skäl skulle räknas bort. Ju mer vi resonerade om detta desto tydligare blev det dock att det inte finns något index som i alla lägen ger den bästa bilden av inflationstrycket i ekonomin. Därför valde vi istället en ansats enligt vilken vi vid varje beslut ska göra så tydligt som möjligt vad det är för överväganden som just då vägleder politiken. På så vis skulle det bli möjligt att utvärdera oss på ett bättre vis än tidigare.

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

I praktiken har detta arbetssätt ofta inneburit att vi fokuserat den penningpolitiska analysen och diskussionen på inflationsmättet UND1X, eftersom det i stort sett alltid finns skäl att bortse ifrån effekterna på inflationen av indirekta skatter och subventioner samt ränteförändringar. I några situationer har vi också valt att studera inflationsmått som rensats från andra prisförändringar, t.ex. våren 2001, då

priserna på ett antal varor som el, villaolja, bensin, tele och livsmedel av olika slag steg och 2003, då det i första hand var fluktuationer i elpriserna som under en tid mycket kraftigt påverkade inflationen.

Inflation och inflationsförväntningar i linje med målet

Resultatet av politiken kan belysas på olika vis. Låt mig börja med det som ligger närmast till hands, inflationsutfallet. Om man tar sin utgångspunkt i det datum som sattes upp i det ursprungliga beslutet – inledningen av 1995 – har inflationen enligt KPI fram till idag i genomsnitt uppgått till 1,4 procent. Börjar man istället från januari 1993, när politiken deklarerades, är samma siffra 1,7 procent. Om man fokuserar på UND1X, det underliggande mått som särskilt under senare år men också under en stor del av perioden 1996-1999 vägledde politiken, är motsvarande siffror 1,8 respektive 2,0 procent (se diagram 1).

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

Ett annat sätt att utvärdera politiken är att studera om vi agerat på det vis vi säger, dvs. om vi följt handlingsregeln. I diagram 2 visas ränteförändringarna på den vertikala axeln och inflationsprognosens avvikelse från målet på två års sikt på den horisontella axeln. Som framgår finns det ett tydligt samband mellan prognostiserade målavvikelser och våra beslut, men det finns också punkter i diagrammet som avviker från det genomsnittliga beteendet. Dessa punkter avser i huvudsak de prognoser vi gjorde i samband med att vi valde att inte motverka energiprisernas effekter på inflationen. Det förefaller alltså som om vi i allt väsentligt har agerat som vi sagt att vi normalt sett ska göra.

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

Vår ambition att vara tydlig härrör bl.a. från en önskan att inte i onödan skapa rörelser eller oro på de finansiella marknaderna. För att belysa hur vi lyckats med detta har Riksbanken gjort ett antal studier genom åren, varav några har publice-

² Volatiliteten, mätt som standardavvikelsen i BNP-tillväxten var 1,9 procentenheter under perioden 1970-1992. Sedan 1995 är motsvarande standardavvikelse 1,3 procentenheter.

■ rats.³ Bilden är att politiken i allt väsentligt varit begriplig och att den inte medfört några mer betydande svängningar i finansiella priser som kunnat undvikas. Internationella jämförelser samt enkäter och liknande, som externa bedömare i bl.a. media har gjort, bekräftar att den penningpolitiska kommunikationen fungerat ganska bra. Detta innebär dock inte – det vill jag understryka – att det skulle saknas exempel på episoder då kommunikationen enligt min uppfattning kunde fungerat bättre.

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

Några tankar om hur det penningpolitiska arbetet kan utvecklas

Metodologiska aspekter

Låt mig börja med att ta upp en frågeställning som är av ganska teknisk eller metodmässig art, men som vi också ska se har en del vidare konsekvenser; valet av reporänta på vilken inflationsprognosen baseras.

Riksbanken har i inflationsrapporterna sedan 1996 presenterat sammanhållna bedömningar av ekonomin och inflationen som varit vägledande för politiken. Från och med den fjärde rapporten 1997 har dessa inkluderat siffersatta, relativt detaljerade prognoser. Genomgående har de publicerade prognoserna utgått från antagandet om en oförändrad reporänta främst därför att bedömningar gjorda på detta vis gör det enkelt att motivera förändringar i politiken. Inför det penningpolitiska beslutet tydliggörs om inflationen förväntas avvika från målet eller inte, givet nuvarande räntenivå. Om prognosen ligger över eller under målet visar det tydligt att det finns skäl att överväga om räntan behöver ändras.

Den uppläggning Riksbanken tillämpat har varit praxis bland inflationsmålsländer. Men redan vid mitten av 1990-talet valde t.ex. centralbanken i Nya Zeeland en annan uppläggning, med publicerade prognoser baserade på den bana för räntan de ansåg gav bäst måluppfyllelse. Från våra akademiska rådgivare har det också varit en återkommande synpunkt att vi borde göra prognoser baserade antingen på en ränteutveckling enligt marknadens förväntningar eller att vi, som i Nya Zeeland, borde räkna ut vilken ränteutveckling som är förenlig med att målet för inflationen uppnås.⁴

³ Se Andersson, M., Dillén, H. och Sellin, P., "Avkastningskurvan och Riksbankens signalering", *Penning- och Valutapolitik* 3, 2002, 5-19.

⁴ Se t.ex. Svensson, L., "Monetary Policy and Real Stabilization" i *Rethinking Stabilization Policy, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, Jackson Hole, Wyoming, August 29-31, 2002, 261-312.

■ Mot den här bakgrunden har vi naturligtvis genom åren haft diskussioner inom Riksbanken kring frågan om vilken vikt vi borde lägga vid olika ränteantaganden i vårt interna arbete och när vi publicerar prognoser. Vi har också, när vi fattat beslut, haft många andra typer av modellbaserade beräkningar och scenarier att utgå ifrån än de som publicerats. Från oktober 1999 till mars 2003 publicerades dessutom beräkningar i s.k. fördjupningsrutor i inflationsrapporten baserade på marknadens förväntningar om reporäntan enligt en enkät.⁵ Beräkningarna tillmättes dock sällan särskilt stor vikt i den penningpolitiska diskussionen.

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

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

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

Riksbanken har hittills valt att lyfta fram bedömningar baserade på oförändrad reporänta; det har i grunden fungerat väl inte minst kommunikationsmässigt. Undan för undan har dock det penningpolitiska arbetet utvecklats så att det idag finns tillräckligt med utredningsresurser för att fördjupa diskussionen inom detta område. Den hittillsvarande ansatsen har också i takt med att analysen utvecklats känts som en större restriktion i det interna arbetet än tidigare. Föreställningarna om hur Riksbanken agerar verkar också ha etablerats så väl att riskerna från kommunikationssynpunkt med att presentera prognoser med olika räntescenarier framstår som mindre idag än tidigare. Till bilden hör dessutom att ett par andra

⁵ De enda undantagen var Inflationsrapport 2001:1 och 2001:2 då inga sådana kalkyler publicerades, eftersom marknadens förväntningar i stort sett sammanföll med antagandet om en oförändrad reporänta.

■ inflationsmåsländer med vilka vi har ett omfattande professionellt utbyte - Storbritannien och Norge - nyligen givit betydligt större vikt åt prognoser baserade på andra antaganden än konstant styrränta och att detta synes ha fungerat väl.

Det utvecklingsarbete vi bedrivit räknar vi med att kunna dra nytta av redan i den kommande inflationsrapporten. Där avser vi att publicera prognoser baserade på s.k. implicita terminsräntor, ett mått som visserligen inte är exakt lika med marknadens förväntningar om den framtida reporäntan till följd av bl.a. löptidspremier, men som ändå är en rimlig approximation. Egentligen spelar det inte så stor roll om man väljer att betinga prognosen på implicita terminsräntor, enkäter som mer direkt försöker avläsa marknadens förväntningar, eller något annat ganska rimligt antagande om den framtida penningpolitiken. Vi har dock valt att utgå från de implicita terminsräntorna, eftersom detta är ett relativt enkelt sätt att få fram en någorlunda rimlig uppfattning om den framtida penningpolitiken. Vad som däremot är viktigt att understryka är att de banor vi publicerar baserade på implicita terminsräntor *inte* ska tolkas som ett uttryck för *vår egen* bedömning om reporäntans framtida utveckling. Erfarenheten är också att utvecklingen ofta förändras så att den faktiska reporänteutvecklingen blir en annan än terminsräntorna implicerat. Låt mig också understryka att vi på vanligt vis avser redovisa en bedömning under antagandet om oförändrad reporänta för att upprätthålla kontinuitet och tydlighet i vår analys.

Kommunikationen

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

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

Hur beslutssituationen såg ut framgår ganska väl av diagram 4. Inflationen presades upp i början av 2003, när elpriserna steg, för att sedan vända ner igen under senare delen av 2003 och 2004 när elprisökningen föll ur inflationstalen. Om

■ man istället ser på UND1X exklusive energi är bilden betydligt mindre dramatisk. När vi blickade framåt och gjorde prognoser blev bilden också väldigt olika beroende på om vi utgick från UND1X eller samma mått rensat för energipriser. Att utfallet för UND1X exklusive energi sedan inte blev exakt som vi trodde är en annan sak, som hänger ihop med att den importerade inflationen blev lägre och produktiviteten högre än väntat. Det förtar dock inte att vi i huvudsak gjorde rätt bedömning om elprisernas utveckling.

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

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

Den andra frågeställningen har att göra med hur *alternativa räntebanor* kan användas för att illustrera de val penningpolitiken står inför. Låt mig ta det räntebeslut Riksbanken tog i december 2004 som exempel. Då lämnade vi räntan oförändrad trots att inflationen bedömdes vara under vårt mål på 2 procent under större delen av de närmaste två åren. Med en så låg prognostiserad inflation under en så stor del av prognoshorisonten skulle det gått att motivera ytterligare en sänkning av reporäntan. Men det fanns också argument i den motsatta riktningen. Det viktigaste var att efterfrågan i ekonomin redan växte betydligt snabbare än ekonomin långsiktigt bedömdes klara av. Den starka tillväxten väntades fortgå och det var alltså inte en svag efterfrågan som genererade den låga inflationen. Orsaken till den låga inflationen var istället en oväntat hög produktivitet och oväntat låga prisstegringar på importerade varor, något som i sig kunde väntas stimulera tillväxten ytterligare framöver. Till detta kom att reporäntan redan låg på en ovanligt låg nivå, vilket kunde vara en delförklaring till att hushållens skuldbörda hade ökat och att priserna på bostäder hade fortsatt att stiga. Även om skuldsättningen inte bedömdes utgöra något hot mot den finansiella stabiliteten skulle en ytterligare räntesänkning ha kunnat spå på husprisutvecklingen och skuldsättningen ytterligare. Det skulle i sin tur ha kunnat leda till problem i framtiden när penningpolitiken så småningom rimligen skulle behöva stramas åt. Inte

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

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

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

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

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

Sammanfattningsvis är det alltså lätt att se att den penningpolitiska kommunikationen på olika vis kan underlättas om prognosperspektivet förlängs. De nya metoder som utvecklats kan dessutom underlätta arbetet med att ta fram alternativa

■ scenarier för att tydligare förstå och kommunicera de överväganden Riksbanken står inför.

Politikens uppläggning

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

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

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

Riksbankens sätt att närma sig nya penningpolitiska frågeställningar eller problem är, som tidigare framgått, att hålla sig till en förhållandevis väl specificerad tanke-ram. Den är vår startpunkt när vi funderar över hur vi ska utforma politiken. Om vi exempelvis önskar avvika från den normala handlingsregeln kan vi göra det, men vi ställer då kravet på oss själva att det ska gå att motivera utifrån den ram vi arbetar med och den flexibilitet vi sagt oss ha. Det är svårt att se att det skulle finnas skäl att frånga denna uppläggning. Den har enligt min uppfattning i grunden tjänat oss väl och tvingat oss att på ett bättre sätt tänka igenom de olika problem som kommit upp än vad vi annars skulle ha gjort.

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

Avslutning

Låt mig försöka sammanfatta mitt budskap. Jag tror att de flesta är överens om att inflationsmålspolitiken på det hela taget har fungerat väl. Vi vet att Sverige

■ sedan inflationsmålet infördes har gått från att ha varit en höginflationsekonomi till att bli en ekonomi med låg inflation och stabila löneökningar. Den lägre inflationstakten har inte inneburit att produktionen utvecklats svagare; BNP-tillväxten har i genomsnitt varit högre i den nya regimen. Det förefaller också - om något - som om den reala stabiliteten i ekonomin blivit större.

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

Det har handlat om vad som skulle kunna rubriceras som tekniska förbättringar, t.ex. en ökad användning av andra antaganden än en oförändrad reporänta och en förlängd prognoshorisont när underlag för politiken tas fram och presenteras. Fördelen med att använda t.ex. de implicita terminsräntorna som utgångspunkt är att det ofta kan vara ett mer realistiskt antagande än oförändrad ränta. Detta kan i sin tur medge fler och bättre alternativa scenarier, som kan belysa olika aspekter på politiken inklusive konsekvenserna för inflationen och resursutnyttjandet över en längre tidshorisont.

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

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

Att diskutera en hel räntebana kan också skapa förutsättningar för en mer nyanterad diskussion om penningpolitiken. Det kan handla om när vi ska göra en omläggning av politiken och hur snabbt vi måste gå fram. Vad händer om vi väntar lite med att ändra räntan? Den här typen av överväganden är antagligen mer väsentliga än detaljdiskussioner om tiondelar i prognoserna.

Avslutningsvis har jag även berört det grundläggande ramverk som styr politiken. Bakgrunden till detta är främst att det då och då i debatten hävdas att Riksbanken och andra inflationsmålsländer bundit upp sig för hårt vid en viss modell och att en mer "pragmatisk" uppläggning av politiken skulle kunna ge ett bättre utfall. Min slutsats är att vårt sätt att arbeta är tillräckligt flexibelt för att hantera de avvägningar som kan vara aktuella. Det finns stora fördelar som jag ser det med en uppläggning av den art vi har med tydligt mål, publicering av underlag, hand-

■ lingsregel etc. Det ger stadga åt verksamheten, både på stabsnivå och i direktions diskussioner och kommunikation. Vi tvingas också systematiskt pröva alla nya tankar och frågeställningar som dyker upp mot den ram vi har, vilket har varit intellektuellt fruktbart.

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