



# ANFÖRANDE

DATUM: 2005-10-28

TALARE: Riksbankschef Lars Heikensten

PLATS: Högtidsföreläsning, samhällsvetenskapliga fakulteten, Umeå universitet

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

## ■ Penningpolitiken och akademikerna<sup>1</sup>

Låt mig börja med att understryka hur glad och tacksam jag är över att ha blivit utsedd till hedersdoktor vid Umeå universitet och att få stå här och tala till er idag.

Jag har för avsikt att tala om ett ämne som jag tycker kan passa ganska väl i en miljö som denna, nämligen kopplingen mellan den akademiska forskningen och den praktiska penningpolitiken. Det är också ett ämne som ligger nära till hands för mig. Jag inbillar mig att ett av skälen till att Umeå universitet velat ge mig denna utmärkelse är just att jag under nu drygt 20 år har bidragit till att skapa en brygga mellan akademierna och de institutioner i landet – främst finansdepartementet och Riksbanken – där den ekonomiska politiken utformas.

Det råder knappast någon tvekan om att den forskning som bedrivits i den akademiska världen har haft en stor, och i vissa avseenden kanske till och med avgörande betydelse för hur penningpolitiken idag är upplagd i Sverige och många andra länder. Samtidigt är det lika klart att den praktiska politiken ibland i sin tur har legat steget före och gett viktiga impulser och idéer till den akademiska forskningen. Det har alltså handlat om ett ömsesidigt utbyte. Jag tror man vågar säga att det finns få områden inom samhällsvetenskapen där samspelet mellan akademiker och praktiker varit – och fortfarande är – så intensivt och fruktbart som inom just penningpolitiken.

### En tillbakablick

Det kan vara på sin plats att börja med en kort tillbakablick över den ekonomiska utvecklingen i Sverige de senaste decennierna. Som ni alla kommer ihåg drabbades vårt land av en djup ekonomisk kris i början av 1990-talet. Denna kris hade flera specifika orsaker, men skulle på ett mer allmänt plan kunna beskrivas som en dramatisk slutpunkt på nästan tjugo års stabiliseringspolitiska problem i den svenska ekonomin. Under 1970- och 80-talen tenderade den politik som fördes att av olika skäl bli alltför expansiv. Detta skapade en miljö där det visade sig vara svårt att hålla pris- och löneökningarna på en rimlig nivå. Den fasta växelkurspolitiken ledde alltså inte, som det var tänkt, till att inflationen i Sverige blev i nivå med den hos våra viktigaste handelspartners. Istället kom pris- och löneutveck-

<sup>1</sup> Jag vill tacka Mikael Apel och Per Jansson för stort stöd i arbetet med detta anförande.

lingen gång på gång på kollisionkurs med den fasta växelkursen – vi hamnade i kostnadskriser. Dessa kostnadskriser "löstes" tillfälligt genom devalveringar av kronan, men det grundläggande problemet – den alltför snabba trendmässiga ökningen av inhemska priser och löner – fanns hela tiden kvar i bakgrunden.

Ekonomin kom på detta sätt att kännetecknas av "devalveringscykler" med omväxlande häftiga inbromsningar och kraftiga stimulanser. Den misslyckade stabiliseringspolitiken var enligt min uppfattning ett viktigt skäl till att den svenska ekonomin utvecklades svagt, både jämfört med tidigare perioder och i förhållande till andra länder. Efter att systemet med fast växelkurs slutligen hade fått överges i november 1992, i spåren av ännu en kostnadskris och efter en resultatlös kamp för att försvara kronan och bryta den negativa utvecklingen, var det uppenbart att någonting ganska drastiskt behövde göras för att få in den svenska ekonomin på ett bättre spår.

Lösningen blev ett stabiliseringspolitiskt regimskifte, där såväl penning- som finanspolitikens uppgifter definierades om i grunden. Finanspolitiken, som tidigare ofta varit alltför expansiv och bidragit till den höga inflationen, skulle nu istället underställas krav på långsiktig stabilitet och hållbarhet i de offentliga finanserna. Penningpolitiken å sin sida, fick en betydligt mer central och aktiv roll än den haft tidigare. När nu kronan fick fortsätta att flyta blev penningpolitikens huvudsakliga uppgift att mer direkt verka för att inflationen skulle hållas på en låg och stabil nivå, främst genom att med ränteförändringar påverka efterfrågeläget i ekonomin. Denna uppgift tockades av Riksbanken som att ökningen i konsumentprisindex skulle vara två procent per år. Därmed blev Sverige 1993 ett av de första länder som introducerade en så kallad inflationsmålspolitik. Alltsedan dess har detta sätt att lägga upp penningpolitiken vunnit i popularitet och tillämpas idag av ett tjugotal centralbanker världen över.

När man blickar tillbaka på utvecklingen under de senaste tio åren är det svårt att komma till någon annan slutsats än att den nya regimen fungerat väl. Sverige är inte längre en höginflationsekonomi med återkommande kostnadskriser, höga räntor, instabil ekonomisk utveckling och blygsamma reallöneökningar. Inflationen har istället varit låg, tillväxten i ekonomin högre och mer stabil än under 1970- och 80-talen och reallöneutvecklingen betydligt gynnsammare (diagram 1). Sysselsättningsutvecklingen har inte varit lika bra, men det är ändå värt att påpeka att situationen idag är väsentligt bättre än den var i mitten på 1990-talet. Vid den tiden var det vanligt med bedömningar som tydde på att arbetslösheten skulle bita sig fast runt 8 procent.

## Den akademiska forskningens roll

### *Introduktionen av ett explicit mål för inflationen*

Vilken roll har då den akademiska forskningen spelat för det sätt på vilket penningpolitiken idag är utformad och därmed till en del också för det senaste decenniets gynnsamma ekonomiska utveckling? Låt mig börja med att säga något om idén att låta penningpolitiken vägledas av ett specifikt, siffersatt mål för inflationen.

Som jag nyss nämnde var Sverige ett av de första länder som introducerade inflationsmålspolitik. Först ut, närmare bestämt 1990, var Nya Zeeland, som liksom Sverige länge hade brottats med problem med en hög trendmässig inflation och

en i övrigt dålig ekonomisk utveckling.<sup>2</sup> Tanken att sätta upp ett siffersatt mål för inflationen förefaller idag tämligen naturlig, men var faktiskt vid denna tidpunkt närmast revolutionerande. För länder med rörlig växelkurs var under 1980-talet istället det vanliga att med stöd av den akademiska litteraturen använda olika mått på penningmängden för att den vägen styra inflationen. Men det visade sig allt svårare att finna stabila användbara metoder för detta, eller som en tidigare kanadensiska centralbankschef formulerade saken: "Det var inte vi som övergav penningmängden, det var den som övergav oss". Ett annat vanligt system var, som jag redan varit inne på, att hålla växelkursen fast för att därigenom stabilisera inflationen. Även om alltså penningpolitiken i många länder redan vid den här tiden hade till uppgift att hålla inflationen låg och stabil hade något direkt och tydligt siffersatt mål för inflationen dittills inte specificerats.

En randanmärkning som måhända kan vara intressant i sammanhanget är att Sverige faktiskt redan under en period på 1930-talet tillämpade vad som skulle kunna beskrivas som en form av inflationsmålspolitik. Efter att den fasta växelkursen hade fått överges på hösten 1931 deklarerade Riksbanken och regeringen att målet för Riksbanken skulle vara att stabilisera prisnivån, det vill säga ett inflationsmål på noll procent om man så vill. Sveriges riksbank blev därigenom av allt att döma den första centralbank i världen som klart annonserade prisstabilisering som norm för sin politik vid flytande växelkurs.<sup>3</sup> Inspirationen till prisstabiliseringsnormen kom från arbeten som gjorts långt tidigare, i slutet av 1800-talet, av Knut Wicksell, som idag framstår som vårt lands kanske genom tiderna främste nationalekonom. Erfarenheterna från den svenska prisstabiliseringsnormen låg dock 1990 långt tillbaka i tiden och torde knappast ha spelat någon roll – eller ens ha varit kända – vid Nya Zeelands beslut att införa inflationsmålspolitik.

Enligt vad som berättas gjordes den avgörande insatsen för att introducera ett explicit inflationsmål för penningpolitiken av framsynta tjänstemän på Nya Zeelands finansdepartement och centralbank. Det fanns inte någon aktuell akademisk forskning att luta sig mot utan man fick, så att säga, sjösätta den nya regimen mer eller mindre "på chans" och helt enkelt se hur väl den fungerade i praktiken. Konceptet med ett explicit inflationsmål för penningpolitiken kan alltså – åtminstone i sin moderna tappning – inte sägas ha sitt ursprung i den akademiska världen utan hos praktiskt verksamma ekonomer.

En illustration av att den akademiska forskningen inledningsvis spelade en mer begränsad roll kan man få om man i en av de mest välkända databaserna över vetenskapliga publikationer i nationalekonomi söker på begreppet "inflation targeting" – den engelska termen för inflationsmålspolitik – och räknar antalet träffar för varje år (diagram 2). Man finner då att det verkade vara först i mitten av 1990-talet, det vill säga ungefär fem år efter det att den hade introducerats i praktiken, som inflationsmålspolitiken började tilldra sig något mer omfattande intresse i den akademiska forskningen. Den första internationella konferensen om inflationsmålspolitik med deltagande av både akademiska forskare och central-

<sup>2</sup> Det är inte helt lätt att datera införandet av inflationsmålet i Nya Zeeland eftersom det skedde i en process under ett antal år. Startpunkten för denna process brukar anses vara mars 1985 då Nya Zeeland övergick från fast till rörlig växelkurs och den nya regeringen (som valdes i juni 1984) gav centralbanken uppdraget att bara sträva efter prisstabilitet. Slutpunkten brukar dateras till mars 1990 då den nya centralbankslagen gav banken full handlingsfrihet att sträva efter ett inflationsmål om 0-2 procent.

<sup>3</sup> Se Berg, C. och L. Jonung (1999), "Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931-1937", *Journal of Monetary Economics* 43, 525-551.

■ banksföreträdare ägde mig veterligen rum i Milano 1994.<sup>4</sup> Från mitten av 1990-talet ökade dock intresset från akademiskt håll snabbt.

### ***Vikten av självständiga centralbanker***

Även om forskningen alltså kanske inte kan sägas ha spelat någon avgörande roll när det gäller introduktionen av ett specifikt mål för inflationen har den haft desto större betydelse vid utformningen av inflationsmålspolitiken i ett annat centralt avseende, nämligen hur det institutionella ramverket bör vara utformat för att ge ett så bra resultat som möjligt.

Låt mig för att illustrera detta återvända för en stund till den svenska utvecklingen under 1970- och 80-talen. Som jag tidigare konstaterade var huvudproblemet att svenska priser och löner tenderade att öka i alltför snabb takt. Det är värt att betona att denna utveckling inte berodde på att det saknades insikt om problemen eller ambition – åtminstone på papperet – att försöka åtgärda dem. Vid ett flertal tillfällen underströks från regeringshåll vikten av att inflationen måste bringas under kontroll. I till exempel rapporten "Krisplan för Sverige" som regeringen presenterade i oktober 1982 konstateras:

"Sedan effekterna av devalveringen slagit igenom måste inflationen pressas ned och stabiliseras på en låg nivå. Såväl efterfråge- som kostnadsutvecklingen i den svenska ekonomin måste anpassas härtill".<sup>5</sup>

På motsvarande sätt konstateras i 1985 års SNS-rapport, *Vägen till ett stabilare Sverige*, att:

"Vi står i dag inför ett viktigt vägval mellan i princip två olika strategier för den ekonomiska politiken. Det ena alternativet är en fortsatt ackommoderande [...] regim. Det andra är en [...] prisstabiliseringspolitik [...] [där en] låg och konstant inflation [...] [är] den centrala förutsättningen för en balanserad ekonomisk utveckling i Sverige med hög sysselsättning och tillväxt".<sup>6</sup>

Varför lyckades man då trots alla utfästelser inte bryta den ogynnsamma utvecklingen? Svaret ges sannolikt till stor del av den forskning om den ekonomiska politikens så kallade tidsinkonsistensproblem som var en av anledningarna till att Finn Kydland och Edward Prescott tilldelades Riksbankens pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne 2004.<sup>7</sup> Denna forskning satte fokus på det faktum att svårigheter att utfärda bindande utfästelser i stabiliseringspolitiken kan göra det svårt att hålla nere inflationen. Grundproblemet är att ekonomisk-politiska beslutfattares kortsiktiga motiv kan komma i konflikt med den långsiktiga ambitionen att hålla inflationen på en låg nivå. Detta gör att det blir svårt att övertyga ekonomins aktörer om att politiken kommer att ligga fast, det vill säga vara konsistent över tiden – därav benämningen tidsinkonsistensproblem.

<sup>4</sup> Bidragen till denna konferens finns sammanställda i Leiderman, L. och L.E.O. Svensson (red.) (1995), *Inflation Targets*, Centre for Economic Policy Research, London.

<sup>5</sup> Citatet är hämtat från "Finans- och penningpolitiskt bokslut för 1990-talet", bilaga 5 till 2001 års ekonomiska vårproposition.

<sup>6</sup> Se *Vägen till ett stabilare Sverige*, Konjunkturrådets rapport 1985, SNS. Liknande konstateranden hade även gjorts tidigare, till exempel i Jonung, L. (1978), "En stabil stabiliseringspolitik", *Ekonomisk debatt* 1, 7-18.

<sup>7</sup> Kydland, F. och E. Prescott (1977), "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy* 85, 473-490. En sammanfattning av Kydlands och Prescotts forskning ges i Kungliga Vetenskapsakademien (2004), "Finn Kydland och Edward Prescott's Contribution to Dynamic Macroeconomics: The Time Consistency of Economic Policy and the Driving Forces Behind Business Cycles" (<http://nobelprize.org/economics/laureates/2004/ecoadv.pdf>).

Anta att statsmakterna deklarerar att inflationen kommer att hållas på en viss låg nivå framöver och att ekonomins aktörer inledningsvis faktiskt tror på att så också kommer att bli fallet. Inflationförväntningarna i samhället kommer då att anpassa sig till den låga inflationen. När väl inflationförväntningarna anpassats kan det emellertid av olika skäl finnas motiv för de ekonomisk-politiska beslutsfattarna att avvika från den uppsatta långsiktiga normen för inflationen. Exempelvis kan en tillfällig sänkning av arbetslösheten, som åstadkoms genom att ekonomin stimuleras och inflationen släpps upp, upplevas som politiskt fördelaktig, även om fördelarna inte blir bestående. Samtidigt upplevs kostnaderna för en högre inflation inte som så allvarliga eftersom inflationen i utgångsläget är låg. Det är lätt att föreställa sig att frestelsen att bedriva en sådan politik kan vara speciellt stark i vissa situationer, till exempel inför ett val.

Men eftersom ekonomins aktörer inser att det finns en sådan ständig frestelse för ekonomisk-politiska beslutsfattare med ett ambitiöst sysselsättningsmål kommer de redan från början att anpassa sina inflationförväntningar till detta faktum snarare än till det deklarerade inflationsmålet. Pris- och lönesättningen kommer därmed att i praktiken utgå från en högre inflation än det uppställda målet. Det bästa statsmakterna tycker sig kunna göra i detta läge är att föra en ackommoderande politik som innebär att de höga inflationförväntningarna uppfylls. Slutresultatet blir att inflationen hamnar på en högre nivå än den som samhället långsiktigt eftersträvar – det uppkommer en så kallad inflationsbias – utan att produktion och sysselsättning i slutänden blir högre.

Detta förefaller vara en ganska god beskrivning av vad som hände i Sverige och många andra länder under 1970- och 80-talen. De upprepade utfästelserna att inflationen skulle hållas låg uppfattades helt enkelt inte som trovärdiga. Överdrivet höga löneökningar upplevdes inte som så allvarliga av löntagare och arbetsgivare; man räknade med att växelkursen skulle komma att justeras ned om sysselsättningen hotades. Inflationförväntningarna kom med andra ord att i förväg anpassa sig till ett väntat ekonomisk-politiskt handlingsmönster där höga pris- och löneökningar ackommoderades genom devalveringar. Man kan alltså säga att vad som saknades var tillräckligt övertygande arrangemang för att backa upp de ambitioner om att hålla inflationen låg som uppenbarligen ändå fanns.

Den akademiska forskningen genererade sedermera flera mer eller mindre realistiska teoretiska lösningar för att komma till rätta med tidsinkonsistensproblemet och den inflationsbias det ger upphov till.<sup>8</sup> Många av dessa lösningar utgick emellertid från antagandet att frestelsen att stimulera ekonomin för att uppnå kortsiktiga fördelar inte bara existerar för en regering utan även för en centralbank, alldeles oavsett om den har getts ett tydligt uppdrag och frihet att agera självständigt. Jag tror inte att detta är en riktigt träffande beskrivning av verkligheten, vilket jag också tycker att praktiska erfarenheter har visat. Det tycks mig därför som om man åtminstone i delar av forskningen under en tid underskattade vad en delegering av penningpolitiken till en självständig centralbank kan åstadkomma när det gäller att komma till rätta med problemet med alltför hög inflation. Alan Blinder, känd amerikansk nationalekonom och under en tid också vice ordförande i den amerikanska centralbanken förefaller dela denna uppfattning. Han har häv-

---

<sup>8</sup> Se till exempel Rogoff, K. (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics* 100, 1169-1190, Persson, T. och G. Tabellini (1993), "Designing Institutions for Monetary Stability", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 53-84, Walsh, C.E. (1995), "Optimal Contracts for Central Bankers", *American Economic Review* 85, 150-167 och Svensson, L.E.O. (1997), "Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central Banks, and Linear Inflation Contracts", *American Economic Review* 87, 98-114.

dat att han under sin tid i Federal Reserve aldrig upplevde att det fanns någon frestelse att stimulera ekonomin på bekostnad av inflationsambitionerna för att uppnå kortsiktiga fördelar i form av en tillfälligt högre sysselsättning och produktion. Det fanns helt enkelt en medvetenhet om kostnaderna med en sådan politik.<sup>9</sup> Detsamma gäller de tio år av penningpolitik med inflationsmål som jag kan överblicka i Sverige.

Bakom den framgångsrika politiken ligger ett ändrat beteende från centralbankernas sida. Insikten har spridit sig att penningpolitiken inte varaktigt kan höja sysselsättningsnivån och att försök i den riktningen bara leder till högre inflation. Sysselsättningsproblemen måste istället angripas genom förbättringar av arbetsmarknadens funktionssätt. Att penningpolitiken inte varaktigt kan förbättra sysselsättningen eller höja produktionen är en av de viktigaste insikter som teoretisk och empirisk akademisk forskning bidragit till, och den stöds av de praktiska erfarenheterna av penningpolitik i ett flertal länder under mer än ett decennium.

Det är, när allt kommer omkring, ganska naturligt att det är betydligt lättare för en självständig centralbank att motstå frestelsen att föra en överdrivet expansiv politik än för en regering som löpande måste fatta beslut under trycket från viktiga väljargrupper. När denna frestelse inte längre finns litar ekonomins aktörer på att inflationen kommer att hållas låg och därmed försvinner också inflationsbiasen. Min tolkning är alltså att problemet i hög grad är politiskt betingat och att det är själva delegeringen av penningpolitiken till en självständig centralbank, tillsammans med insikten att penningpolitiken inte kan höja sysselsättningen varaktigt, som har varit nyckeln till lösningen. I linje med detta antas det numera inte längre i den penningpolitiska forskningen att centralbankerna har någon tendens att överstimulera ekonomin.

Men även om man i delar av forskningen måhända underskattade fördelarna med en självständig centralbank kvarstår utan tvekan det faktum att Kydland och Prescotts ursprungliga bidrag har haft stor praktisk betydelse. Insikten att inflationen kan bli onödigt hög om det saknas möjligheter att göra trovärdigt för ekonomins aktörer att den annonserade låginflationspolitiken kommer att ligga fast över tiden kan sägas ha varit utgångspunkten för de institutionella reformer när det gäller centralbankens ställning som genomförts i många länder sedan början av 1990-talet. I Sverige bedrevs penningpolitiken i praktiken självständigt från i varje fall mitten av 1990-talet. Själva regelverket ändrades den 1 januari 1999 på ett sätt som innebar att Riksbankens ställning stärktes även formellt, bland annat genom att den tidigare direkt politiskt valda riksbanksfullmäktige ersattes av en direktion med heltidsanställda ledamöter, som självständigt ska fatta de penningpolitiska besluten. Samtidigt lagfästes att målet för Riksbankens verksamhet ska vara att upprätthålla ett fast penningvärde.

### ***Vidareutvecklingen av inflationsmålspolitiken***

Vad kan man då säga när det gäller den vidareutveckling av inflationsmålspolitiken som skett de senaste tio-femton åren? Det råder ingen tvekan om att Riksbankens penningpolitiska strategi gradvis har utvecklats och modifierats under perioden med inflationsmål. Vi tänker, agerar och kommunicerar med andra ord inte på samma sätt idag som vi gjorde när inflationsmålsregimen var ny. Drivkraften till förändringarna har till en del varit praktiska erfarenheter, såväl i Sverige

<sup>9</sup> Se till exempel Blinder, A.S. (1997), "What Central Bankers Could Learn from Academics – and Vice Versa", *Journal of Economic Perspectives* 11, 3-19.

■ som i andra länder som bedriver politik på ett liknande vis och som vi i många olika internationella sammanhang har ett utbyte med. Men den akademiska forskningen har också haft stor betydelse. Denna bedrivs för övrigt i allt större utsträckning inom centralbanksvärlden (diagram 3).

Om man på ett mer generellt plan skulle försöka sammanfatta vad forskningen har betytt för utvecklingen av inflationsmålspolitiken skulle man kunna säga att det i mångt och mycket handlat om att den hjälpt till att *systematisera och disciplinera tänkandet* inom centralbankerna kring olika frågor – den har så att säga gjort grunden för politiken mer stabil. Ett bra exempel på denna typ av arbeten och på fruktbar interaktion mellan forskare och centralbanksvärlden är de tidiga arbeten om inflationsmålspolitik som gjordes av Riksbankens rådgivare Lars Svensson, där avvägningen mellan inflationsstabilitet och real stabilitet formaliserades och tydliggörs.<sup>10</sup> De bidrog till att göra det klarare för oss i Riksbanken vad inflationsmålsstyrning handlar om. De bidrog också till att vi började publicera våra prognoser och att vi gjorde politiken tydligare genom att kommunicera en princip för hur målavvikelse skulle hanteras; vi sa oss *normalt* sett ha ambitionen att föra inflationen tillbaka till målet inom två år när en avvikelse inträffat.<sup>11</sup>

Forskningen kring inflationsmålspolitik har också länge betonat vikten av *öppenhet och tydlighet*, eller transparens som det vanligtvis kallas i dessa sammanhang. För inte alltför länge sedan var det tradition att centralbankers göranden och låtanden skulle omgärdas med ett avsevärt mått av mystik och hemlighetsmakeri, så också i Sverige.

Det finns både politiska och ekonomiska skäl till varför en hög grad av transparens är önskvärd.<sup>12</sup> Det politiska skälet är helt enkelt att det är viktigt med öppenhet och tydlighet för att det ska gå att utvärdera och utöva demokratisk kontroll. Det här är naturligtvis ett krav som man borde kunna ställa på alla offentliga verksamheter. Men när det gäller penningpolitiken är detta särskilt viktigt mot bakgrund av den självständighet centralbankerna har idag.

De ekonomiska skälen är av olika art. Ett är relaterat just till det tidskonsistensproblem jag tidigare talade om. Genom att öppet och tydligt göra klart de principer vi följer i vårt beslutsfattande, och också redovisa våra underlag, gör vi det möjligt för alla som så önskar att följa vår politik och se om vi lever upp till våra principer. Vi binder oss alltså så att säga själva vid masten. Detta var en strategi Riksbanken medvetet slog in på under 1996 och de närmast därpå följande åren, när det ännu inte fanns någon lagstiftning om självständighet att falla tillbaka på, och den fungerade i stora drag mycket bra. Även idag är dock detta arbetsätt av stort värde. Ett sentida exempel är Riksbankens beslut i juni om att sänka räntan. Sakerligen hade detta ifrågasatts av en del observatörer, och beskrivits som ett resultat av politiska påtryckningar, om det inte varit för att det var så enkelt att se grunden för beslutet. Med de tydliga principer vi följer var det klart att den nya information som inkommit om en svagare ekonomi nästan automatiskt ledde fram till slutsatsen att en sänkning var motiverad.

Möjligheten att styra ekonomin ökar sannolikt också ju mer transparent centralbanken är. Såväl teori som empiri tyder nämligen på att långa räntor, växelkurser

<sup>10</sup> Se till exempel Svensson, L.E.O (1997), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review* 41, 1111-1146.

<sup>11</sup> Se Heikensten, L. (1999), "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och valutapolitik* 1999:1.

<sup>12</sup> Se till exempel kapitel 1 i Blinder, A.S. (2004), *The Quiet Revolution – Central Banking Goes Modern*, Yale University Press.

och förhållandena på andra finansiella marknader har väl så stor betydelse för hur penningpolitiken påverkar ekonomin – det som brukar kallas transmissionsmekanismen – som de korta räntor som centralbanken mer direkt kan styra. Långräntor och andra finansiella tillgångspriser avspeglar i sin tur vilka förväntningar ekonomins aktörer har om de framtida korta räntorna liksom hur osäkra de är om utvecklingen i framtiden. Ju tydligare centralbanken är om vad den gör och varför, och hur den ser på framtiden, desto lättare blir det för ekonomins aktörer att skapa sig en uppfattning om hur de korta räntorna kommer att utvecklas. Därigenom ökar centralbankens möjligheter att påverka även räntorna på lite längre sikt och få dem bättre i linje med vad man anser är önskvärt. Man kan uttrycka det som att penningpolitiken därmed blir effektivare.

Inflationsmålspolitik bedrivs alltså numera – närmast med nödvändighet – med en hög grad av öppenhet och tydlighet. Riksbanken gick under senare delen av 1990-talet i bräschen för denna utveckling och brukar placera sig högt i internationella jämförelser av penningpolitisk transparens (diagram 4).<sup>13</sup>

Det kan också vara värt att nämna forskningen både i finansiell ekonomi och ekonometri. Den har haft stor praktiskt betydelse, framförallt genom att den tillhandahållit *nya verktyg för den analys- och prognosverksamhet* som bedrivs inom centralbankerna. Det handlar bland annat om att forskningen utvecklat metoder för att dra ut för penningpolitiken viktig information från prisbildningen på finansiella marknader. Utvecklingen har här varit ganska dramatisk och de beslutsunderlag vi i Riksbanken har när det gäller att tolka utvecklingen på olika marknader är idag helt annorlunda mot vad som var fallet för omkring tio år sedan. Exempelvis kan vi från avkastningskurvan, det vill säga räntan på placeringar med olika löptider, genom olika metoder uppskatta vilken penningpolitik som marknadsaktörerna förväntar sig i framtiden eller via optionsprissättning bilda oss en uppfattning om hur marknaden ser på osäkerhet.

Ett annat område där forskningen under senare år varit ganska omfattande handlar om att centralbanker måste hantera det faktum att deras *beslut fattas under osäkerhet*.<sup>14</sup> Ett centralt tema i denna forskning är att det inte bara är prognoserna som sådana – det förväntade utfallet – som spelar roll för vilken penningpolitik som bör bedrivas, utan också den osäkerhet och de risker som är förknippade med dessa prognoser.

En forskningslinje har kretsat kring så kallade Bayesianska metoder, som i korthet kan sägas vara en teknik för att på ett formellt sätt införliva uppskattade subjektiva sannolikheter för olika tänkbara utfall i analysen. En annan del av forskningen har fokuserat på så kallad robust politik, som lite förenklat innebär en politik där det centrala är att undvika riktigt dåliga utfall. Det handlar då ofta om att när extraordinära händelser inträffar agera i förebyggande syfte som en sorts "försäkring" mot en riktigt svag utveckling. Riksbankens agerande hösten 1998 skulle kunna ses som ett exempel på detta.

Vi tyckte oss då se en liten men ändå tydlig risk för att ekonomin till följd av de då allvarliga störningarna i det finansiella systemet skulle kunna gå in i en ned-

<sup>13</sup> Se till exempel Eijffinger, S.C.W. och P.M. Geraats (2003), "How Transparent Are Central Banks?", CEPR Discussion Paper Series No. 3188 eller van der Cruysen, C. och M. Demertzis (2005), "The Impact of Central Bank Transparency on Inflation Expectations", Paper presented at the National Bank of Poland conference "Central Bank Transparency and Communication: Implications for Monetary Policy", Warsaw, June 2-3, 2005.

<sup>14</sup> Se Walsh, C.E. (2004), "Precautionary Policies", Federal Reserve Bank of San Francisco *Economic Letter*, Number 2004-05, för en beskrivning av de senaste resultaten och diskussionerna inom detta forskningsområde (<http://www.sf.frb.org/publications/economics/letter/2004/el2004-05.pdf>).



■ gång och genomförde därför i ganska snabb följd ett par räntesänkningar. Det visade sig i efterskott, när läget klarnat, att farhågorna var överdrivna och att det inte hade varit nödvändigt att sänka räntan. Men detta visste vi inte vid beslutstillfället och räntesänkningen var ett sätt att gardera sig mot ett riktigt dåligt utfall. Den lägre räntan innebar en "onödig" stimulans till real ekonomin, men detta kunde rättas till med en lite stramare penningpolitik längre fram.

Forskningen inom detta område kan till viss del sägas vara positiv i meningen att den beskriver hur centralbanker tenderar att bete sig i praktiken och försöker hitta teoretiska argument för detta. Men samtidigt har den hjälpt till att formalisera och strukturera tänkandet inom centralbankerna när det gäller hur penningpolitik bäst bör bedrivas under osäkerhet. Den har också på ett tydligt sätt satt fingret på det faktum att hanteringen av olika risker är ett synnerligen viktigt element i penningpolitiken.

Ett annat, lite mer specifikt exempel på forskningens praktiska inflytande – för övrigt ett för Riksbanken ganska aktuellt sådant – gäller det antagande för *styrrentans framtida utveckling* som vi utgår ifrån i våra prognoser. Med få undantag har det hos centralbanker med inflationsmål varit praxis att basera, eller betinga, prognoserna på antagandet att styrräntan hålls konstant under prognosperioden. Ett skäl till att göra detta antagande var att det upplevdes underlätta den penningpolitiska kommunikationen genom att det på ett tydligt sätt visar när det kan finnas anledning att ändra räntan – om den prognostiserade inflationen avviker från målet vid oförändrad styrränta är detta vanligtvis ett tecken på att den aktuella räntan ligger fel.

Det finns emellertid också en del nackdelar med antagandet om oförändrad styrränta, vilket påpekats inte minst i den akademiska forskningen.<sup>15</sup> Det gör det till exempel svårt både att i efterskott utvärdera träffsäkerheten i centralbankens prognoser och att jämföra dem med andra prognosmakares. Andra bedömare baserar oftast sina prognoser på den styrräntebana som centralbanken antas komma att följa och det är i praktiken ganska ovanligt att reporäntan hålls oförändrad under en så lång tid som det oftast är frågan om, minst två år. Om styrräntan har ändrats under perioden är det ju snarast underligt om centralbankens prognoser träffar rätt. På ett mer allmänt plan kan man också konstatera att antagandet om oförändrad styrränta i vissa lägen kan vara så orealistiskt att det kan vara svårt att göra konsistenta och meningsfulla prognoser. Detta är en frågeställning som för Riksbankens del blivit allt viktigare i takt med att kunskaperna ökat och analyskapaciteten förbättrats. Därför har vi nu i likhet med en del andra centralbanker till exempel de i Norge och Storbritannien valt att utgå ifrån den av marknaden förväntade ränteutvecklingen. Diskussionen kommer dock knappast att sluta här. Inom forskarvärlden pågår till exempel en diskussion om huruvida det inte vore ännu bättre om räntebanan helt "endogeniseras", det vill säga att centralbanken mer explicit bestämmer och annonserar den bana för den framtida styrräntan som den bedömer vara optimal givet dagens information och centralbankens mål.

-----

---

<sup>15</sup> Se till exempel Svensson, L.E.O. (2005), "Further Developments of Inflation Targeting", opublicerad uppsats, Princeton University (<http://www.princeton.edu/~svensson/papers/FrDevs.pdf>) eller Faust, J. och E.M. Leeper (2005), "Forecasts and Inflation Reports: An Evaluation", opublicerad uppsats, Federal Reserve Board och Indiana University ([http://www.riksbank.se/upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_foa/FaustLeeper.pdf](http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_foa/FaustLeeper.pdf)).

■ Avslutningsvis – jag hoppas att ni idag fått en bild av de nära kopplingar som finns mellan den akademiska forskningen och den praktiska penningpolitiken. Dessa kopplingar har ibland inneburit att forskningen påverkat praktikerna och ibland att influenserna gått åt andra hållet, från praktisk politik till forskning. Tonvikten i mitt anförande har legat något mer på den första av dessa kanaler än på den andra, vilket avspeglar att jag är en praktiker som kunnat dra nytta av akademikernas insikter. Men det råder ingen tvekan om att de problem som centralbanker ställs inför och de praktiska erfarenheter de gör också har utgjort, och alltså utgör, en viktig inspirationskälla för den akademiska forskningen. Flera av mina akademiska kontakter har betonat hur värdefull kontakten med centralbanksvärlden är för deras forskning. Det är alltså fråga om ett mycket produktivt givande och tagande.

Till bilden hör också att vi tycks ha fått allt mer av "personalunioner". Jag såg nyligen en studie som visade att centralbankschefer idag på ett helt annat sätt utses från gruppen akademiska ekonomer. Nomineringen av Ben Bernanke till ny chef för Federal Reserve är det senaste utmärkta exemplet på detta. På Riksbanken som helhet har det också skett tydliga förändringar i den här riktningen. Exempelvis arbetade för femton år sedan bara någon enstaka disputerad ekonom på Riksbanken. Antalet har idag stigit till minst ett trettiotal.

Detta ökande akademiska inflytande har naturligtvis haft sin betydelse för centralbanksvärlden också på andra vis. Inom område efter område – finansiell stabilitet, valutaservsforvaltning, finansiell riskkontroll och så vidare – tillämpas idag alltmer av akademiska synsätt.

Naturligtvis har det också betytt en hel del för miljön i vidare bemärkelse. Till det jag kommer att sakna mest när jag nu lämnar Riksbanken hör de prövande, livliga och öppna samtal jag genom åren fått föra i akademisk anda med kollegor och medarbetare.

Tack.