



# PRESSMEDDELANDE

DATUM: 2007-08-22

NR: 33

KONTAKT: Tomas Lundberg, pressekreterare, tel. 08-787 02 15,  
Tommy Persson, pressekreterare, tel. 08-787 03 99

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

## ■ Penningpolitik och räntebana

*Vice riksbankschef Lars E.O. Svensson talade idag vid ett möte på Danske Bank i Stockholm. I sitt anförande diskuterade Svensson bland annat några grundläggande principer för en flexibel inflationsmålpolitik och sin syn på Riksbankens utveckling av penningpolitiken med publicerad räntebana.*

"Riksbanken bedriver vad som brukar kallas en 'flexibel' inflationsmålpolitik. Med det menas att vi försöker att både stabilisera inflationen runt inflationsmålet och stabilisera resursutnyttjandet. En 'strikt' inflationsmålpolitik skulle innebära att vi enbart stabiliserar inflationen runt sitt mål oavsett vad det medför för resursutnyttjandet. Vi skulle då försöka nå inflationsmålet så snabbt som möjligt. Detta skulle kräva många och stora ränteförändringar så fort ny information tyder på att inflationsprognosen över- eller underskrider inflationsmålet. Detta skulle i sin tur leda till stora fluktuationer i resursutnyttjandet och därmed produktionen och sysselsättningen. Inom den nationalekonomiska forskningen antas ibland att centralbanken för en strikt inflationsmålpolitik, men det är aldrig mer än ett förenklande pedagogiskt antagande. I praktiken bedriver alla centralbanker med inflationsmål en flexibel politik och försöker också stabilisera resursutnyttjandet", inledde Svensson.

"Men hur mycket centralbanken väljer att stabilisera resursutnyttjandet kan variera över tiden. När inflationsmålet är nytt och det är viktigt att etablera trovärdighet för målet är det naturligt att centralbanken ägnar sig mest åt att hålla inflationen nära målet och bryr sig mindre om fluktuationer i resursutnyttjandet. När trovärdigheten byggts upp och centralbanken blivit varm i kläderna är det naturligt att banken fäster större vikt vid att stabilisera även resursutnyttjandet. Men vikten på stabilisering av resursutnyttjandet får aldrig bli så stor att trovärdigheten för inflationsmålet hotas", fortsatte Svensson.

"Det är också viktigt att komma ihåg att det enda penningpolitiken kan göra är att *stabilisera* resursutnyttjandet kring dess genomsnittliga nivå. Penningpolitiken kan däremot inte påverka denna genomsnittliga nivå. Det är alltså inte meningsfullt att ha ett penningpolitiskt mål för det genomsnittliga resursutnyttjandet. Däremot är det högst meningsfullt att ha ett penningpolitiskt mål för inflationen", fortsatte Svensson.



■ "Normalt tar det tid innan inflation och resursutnyttjande reagerar på förändringar av räntan. Milton Friedman använde uttrycket 'long and variable lags'. Det kan ta ett år för produktionen och ytterligare ett år för inflationen att reagera. Därför måste en effektiv inflationsmålspolitik bygga på prognoser, trots att dessa prognoser alltid är osäkra (och mer osäkra ju längre prognoshorisonten är). Riksbankens räntebeslut bygger därför på prognoser för inflation och resursutnyttjande på 1-3 års horisont", sade Svensson.

"Dessutom spelar reporäntan de närmaste veckorna i sig en obetydlig roll för framtida produktion och inflation. Vad som spelar roll är istället vad företag, hushåll och marknadsaktörer tror om reporäntan längre fram i tiden, om ett eller flera år. Dessa förväntningar påverkar långa räntor, som har större betydelse för beslut om produktion, konsumtion, investeringar, priser, löner, osv. I själva verket spelar centralbankens beslut om räntan de närmaste veckorna nästan enbart en roll genom att de påverkar förväntningarna. Penningpolitik består faktiskt huvudsakligen i att påverka förväntningar, 'management of expectations', som nationalekonomen Michael Woodford har uttryckt det", fortsatte Svensson.

"Med en flexibel inflationsmålspolitik måste centralbanken välja en räntebana som gör att prognosen för inflationen och resursutnyttjandet 'ser bra ut'. Med att se bra ut menas en inflation i linje med målet och ett normalt resursutnyttjande på 2-3 års sikt, eller att inflationen närmar sig målet och resursutnyttjandet närmar sig normalt i en lämplig takt. Riksbanken använder också uttrycket 'väl avvägd' penningpolitik för detta. I min forskning har jag kallat detta sätt att utnyttja prognoser för 'forecast targeting', eftersom det innebär att välja räntebanan så att prognoserna ligger rätt, dvs. ser bra ut. Man kanske kan kalla det 'prognosstyrning' på svenska (om man inte missförstår uttrycket och tror att det innebär önsketänkande eller annan missledande manipulation av prognosen)", sade Svensson.

"Prognoserna för räntan, inflationen och resursutnyttjandet är en naturlig treenighet. Det går inte att bestämma en prognos för inflationen och resursutnyttjandet utan att samtidigt ha en prognos eller ett antagande om räntebanan. Därför har alla centralbanker som strävar efter att stabilisera inflationen, inklusive ECB och Fed, någonstans i sitt beslutsunderlag också en ränteprognos eller ett ränteantagande, även när de inte publicerar dessa", fortsatte Svensson.

"Det är mot denna bakgrund som Riksbankens beslut att publicera en räntebana bör ses. Penningpolitiken verkar genom de förväntningar om räntebanan som den ger upphov till. Det är hela räntebanan som spelar roll för framtida inflation och resursutnyttjande, inte räntenivån de närmaste veckorna. Riksbanken har därför kommit fram till att det enda raka är att explicit diskutera själva räntebanan och att välja en viss räntebana som huvudprognos, men också att publicera och motivera denna räntebana. Detta är enligt min mening det mest effektiva sättet att bedriva penningpolitik. Att inte diskutera och välja en viss räntebana som huvudprognos vore en ofullständig beslutsprocess. Att inte publicera ränteprognosen vore att mörka den mest väsentliga informationen", sade Svensson.

"Riksbanken är inte först med denna penningpolitiska innovation. Reserve Bank of New Zealand började redan 1997. Ett flertal forskare, inklusive jag själv, har i flera år argumenterat för att fler centralbanker ska publicera sin egen ränteprognos. Jag blev därför mycket glad när Norges Bank började med detta 2005, och jag blev ännu gladare när Riksbanken började med samma sak i



februari i år. Publicering av räntebanor diskuteras nu flitigt ute i världen i både forsknings- och centralbankskretsar. Jag blir inte förvånad om fler centralbanker börjar publicera egna ränteprogno­ser framöver", sade Svensson.

"Det har blivit en hel del diskussion om de två ränteprogno­ser som Riksbanken hittills publicerat i februari och juni. Många marknadsaktörer ansåg att ränteprogno­sen i februari låg för lågt. I samband med juniprogno­sen fanns det tvärtom aktörer som blev överraskade av hur mycket vi justerade upp ränteprogno­sen. Men jag tycker inte att det är konstigt att vissa bedömare blivit överraskade av våra progno­ser för räntan. Det är naturligt att det tar tid för det nya systemet att sätta sig, inklusive samspelet mellan ränte-, inflations- och resursutnyttjandeprogno­sen. Att ränteprogno­sen kan revideras då ny information har kommit in är helt naturligt. Den räntebana vi publicerar är ju en prognos som bygger på den information som finns just då och är därmed inte ett löfte! Den är ju i själva verket en sannolikhetsfördelning och publiceras också i form av ett medelvärde med ett betydande osäkerhetsintervall och med alternativa scenarier. Även när systemet satt sig kommer det att finnas utrymme för olika tolkningar av ny information och vilken ändring av räntebanan som detta motiverar", fortsatte Svensson.

"Prognosstyrning, den metod att styra med progno­ser som jag beskrivit, visar också hur penningpolitik med inflationsmål ska ta hänsyn till ny information om ekonomin, konjunkturen och omvärlden. Denna nya information har betydelse för penningpolitiken bara om den *vid oförändrad räntebana* påverkar progno­sen för inflationen och resursutnyttjandet. Om den nya informationen inte påverkar progno­sen på något bestämt sätt har den således ingen inverkan på penningpolitiken. Om den nya informationen skiftar upp progno­sen för inflationen eller resursutnyttjandet (eller båda) är det motiverat att justera upp räntebanan. Om progno­sen för inflationen eller resursutnyttjandet skiftar ner är det istället motiverat att justera ner räntebanan. Om den nya informationen skiftar progno­sen för inflationen och för resursutnyttjandet åt olika håll blir det en mer komplicerad avvägning. För marknadsaktörer och bedömare som vill förutsäga hur Riksbanken kommer att agera på ny information vid nästa penningpolitiska beslut gäller det alltså att analysera hur denna nya information påverkar progno­serna för inflationen och resursutnyttjandet", fortsatte Svensson.

"Huvudscenariots prognos för räntan, inflationen och resursutnyttjandet i februarirapporten redovisade vad Riksbanken då ansåg vara en väl avvägd penningpolitik med hänsyn till den information som fanns då. Den information som kom in mellan februari- och junirapporten tydde på att löneökningarna skulle bli större, produktiviteten lägre och finanspolitiken mer expansiv än Riksbanken räknade med i februari. Vid oförändrad räntebana skiftade denna information upp inflations- och produktionsprogno­sen, och inflationen och resursutnyttjandet riskerade att bli för höga enligt vår bedömning. Vi behövde därför justera upp räntebanan, vilket då skiftade tillbaka inflations- och produktionsprogno­sen, så att de visade en bättre utveckling för inflationen och resursutnyttjandet. Den räntebana som vi i direktionen enades om inför junirapporten kom till slut att ligga högre än det alternativa höglönesscenario som publicerades i februarirapporten. Detta är ju konsistent med att den nya informationen också inkluderade lägre produktivitet och mer expansiv finanspolitik som ju båda ökar inflationstrycket", sade Svensson.

"Efter junirapporten har det kommit in ny information. Jag är själv inte intresserad av och tycker inte att det är särskilt effektivt att vecka för vecka tolka



■ hur denna information eventuellt skiftar prognosen för inflationen och resursutnyttjandet och eventuellt motiverar att vi ändrar räntebanan. Istället föredrar jag att ta ett samlat grepp om det nya läget inför nästa penningpolitiska möte i september. När det gäller den oro som uppstått på de finansiella marknaderna följer vi förstås utvecklingen noga. Genom vår kontinuerliga bevakning av de finansiella marknaderna har vi god information om läget. För svensk del fungerar den svenska penningmarknaden och de finansiella systemen väl", sade Svensson.

"Låt mig avslutningsvis säga ett par ord till om resursutnyttjandet. Som framgått anser jag att resursutnyttjandet är en viktig variabel i penningpolitiken. Det kan mätas på flera sätt. Forskningen om penningpolitik tyder på att gapet mellan faktisk produktion och 'potentiell' produktion, det s.k. produktionsgapet, är ett lämpligt mått för resursutnyttjandet i penningpolitiken. Men det är betydande osäkerhet, både teoretiskt och empiriskt, om hur potentiell produktion ska skattas och prognostiseras. Följaktligen är de mått på potentiell produktion som centralbanker använder sig av rätt osäkra. Det finns således starka skäl för Riksbanken och andra centralbanker att fördjupa analyserna på detta område", avslutade Svensson".