

**En fördjupningsruta i denna inflationsrapport presenteras inflationsprognoser i ett något längre tidsperspektiv än i huvudscenariot och under antagandet att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminräntorna. Genom att förlänga prognoshorisonten kan det tydligare illustreras hur inflationsutvecklingen påverkas av olika tillfälliga effekter och hur penningpolitiken tar hänsyn till realekonomins utveckling. Dessutom finns det skäl att tro att de implicita terminräntorna normalt beskriver en mer realistisk utveckling av reporäntan än antagandet att reporäntan inte ändras. Det underlättar en utvärdering av prognoserna och därmed även av den penningpolitik som utföras mot bakgrund av dessa prognoser.<sup>6</sup>**

*Penningpolitiken beskrivs ofta med en enkel handlingsregel*

Huvudscenariot i Riksbankens inflationsrapporter sätter fokus på inflationens utveckling ett till två år framåt i tiden. Bakgrunden är att penningpolitiken bedöms påverka inflationsutvecklingen huvudsakligen i detta tidsperspektiv. För att tydliggöra hur inflationsprognosen påverkar reporäntan beskrivs penningpolitiken ofta med hjälp av en enkel handlingsregel: om prognosen för inflationen på ett till två års sikt, under antagandet att reporäntan inte ändras, överstiger 2 procent ska reporäntan normalt höjas och om prognosen understiger 2 procent ska den normalt sänkas. Ambitionen med den enkla handlingsregeln har varit att göra det lätt att förstå hur Riksbankens beslut om reporäntan hänger samman med dess bedömningar av den ekonomiska utvecklingen. Olika utvärderingar som gjorts av Riksbankens agerande visar också att den enkla handlingsregeln ger en god beskrivning av reporäntans utveckling.<sup>7</sup>

*Det kan uppstå situationer när det finns skäl att avvika från den enkla handlingsregeln*

Men en enkel handlingsregel kan inte förklara alla ändringar av reporäntan som en centralbank behöver göra. Det kan uppstå omständigheter som gör att det kan finnas skäl att ändra räntan även om inflationsprognosen ett par år framåt i tiden är i linje med den målsatta nivån. Omvänt kan det ibland vara motiverat att inte ändra räntan trots att prognosen är över eller under målet. Detta föranledde Riksbankens direktion att 1999 publicera ett förtydligande om sättet på vilket penningpolitiken i praktiken bedrivs.<sup>8</sup> I förtydligandet diskuterades två principiella fall när det kan finnas skäl att avvika från handlingsregeln.

*Vissa störningar hinner inte klinga av i ett tvåårigt tidsperspektiv*

Det första fallet är att inflationen påverkas av en viss typ av störning, som inte fullt ut hinner klinga av i det tvååriga tidsperspektivet men som ändå inte har någon varaktig inverkan på inflationsutvecklingen. Ett färskt exempel kan hämtas från årsskiftet 2002-2003 då snabbt stigande energipriser pressade upp inflationen. Energiprisfluktuationerna bedömdes vid detta tillfälle inte helt och hållet klinga av inom den tvååriga horisonten men ändå vara av tillfällig karaktär och så småningom falla ur inflationen. Riksbanken valde därför att inte ändra reporäntan.<sup>9</sup>

*Att snabbt motverka störningar kan ibland leda till stora realekonomiska kostnader*

Det andra fallet är när inflationen av någon anledning kommit att avvika alltför mycket från inflationsmålet. I det läget kan centralbanken vilja avstå från att snabbt återföra inflationen till målet och föredra att försiktigt anpassa penning-

6 Metodförändringarna diskuteras också i Heikensten, L., "Tankar om hur det penningpolitiska arbetet kan utvecklas", tal i Nationalekonomiska föreningen, 2005-02-22.

7 Se t.ex. Penningpolitiken 1999-2001, Specialstudier Nr 1, mars 2002, Konjunkturinstitutet, fördjupningsruta "Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2001-2003" i Inflationsrapport 2004:1, motsvarande fördjupningsruta i denna inflationsrapport och Jansson, P. och A. Vredin, "Forecast-Based Monetary Policy: The Case of Sweden", *International Finance* 6:3, 2003, 349-380.

8 Se "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", PM 1999-02-04, ärendebetäckning 1999-00351 DIR eller Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och Valutapolitik* Nr 1, 1999, Sveriges riksbank.

9 Se fördjupningsruta "Riksbankens penningpolitik – mål och indikatorer" i Inflationsrapport 2003:3 för ytterligare exempel på tillfälliga störningar.

politiken så att de negativa konsekvenserna för produktionen och sysselsättningen begränsas.

En typ av störning som kan vara speciellt problematisk är den som leder till att priser och produktion påverkas i olika riktning. Detta kan ske vid störningar som träffar ekonomins utbudssida, t.ex. plötsliga förändringar i produktionskostnader, teknologi och produktivitet. Exempelvis kan en kraftig kostnadsökning medföra att företagen både tvingas höja sina priser och dra ned på produktionen. Om styrräntan höjs i syfte att bromsa prisuppgången kan detta bidra till att försvaga realekonomin ytterligare. Vid denna typ av störning får alltså centralbanken svårt att både stabilisera inflationen och realekonomin.<sup>10</sup> Den kan då vilja bedriva politiken flexibelt med hänsyn till såväl pris- som produktionsutvecklingen.

Det förtjänar att betonas att utrymmet för den här typen av flexibel inflationsmålspolitik är beroende av tilltron till inriktningen mot prisstabilitet på längre sikt. Med en hög tilltro ökar utrymmet för flexibilitet i den kortsiktiga politiken. Om däremot tilltron är låg och hushållens och företagens inflationsförväntningar påverkas mer påtagligt kan penningpolitiken inte i samma utsträckning ta hänsyn till de negativa effekterna på realekonomin.

*Tillfälliga effekter och utbudsstörningar kan illustreras med olika rensade inflationsindex*

Ett sätt att illustrera att man inte i alla lägen avser att fullt ut stabilisera inflationen inom den normala tvåårshorisonten är att visa utvecklingen av mått på inflationen som försöker rensa för de effekter man inte avser att motverka. Olika s.k. underliggande inflationsmått kan konstrueras genom att utesluta indexkomponenter som påverkas av tillfälliga störningar och utbudsrelaterade förändringar. Riksbanken har vid flera tillfällen lyft fram andra index än KPI och UND1X i sin penningpolitiska kommuni-

tion.<sup>11</sup> När inflationen hade stigit mycket snabbt runt årsskiftet 2002-2003 innehöll inflationsrapporten exempelvis ett index som var rensat för energiprisförändringar.

*Det finns inte något för alla skeenden perfekt mått på inflationen*

Det är viktigt att betona att det inte finns något enskilt inflationsindex som fungerar i alla sammanhang och som en gång för alla rensar bort samtliga effekter som penningpolitiken inte bör motverka. Detta är också skälet till att Riksbanken valt att hålla fast vid en målformulering i termer av KPI, det bredaste och mest kända måttet på inflationsutvecklingen.

Att det för penningpolitiken mest relevanta inflationsindexet varierar över tiden och inte alltid är detsamma kan utgöra en komplicerande omständighet i kommunikationen av penningpolitiken. Bland externa bedömare har det ibland också uppstått en osäkerhet om vilket mått på inflationen som för tillfället vägleder penningpolitiken. Att beräkningen av indexet måste göras av Riksbanken och inte utan vidare finns att få tag på utanför banken är ett annat problem som det finns anledning att uppmärksamma.

*Prognoser i ett längre tidsperspektiv kan förbättra pedagogiken*

Ett förfarande, som kan minska behovet av att använda sig av flera olika inflationsmått, är att när det är möjligt illustrera den väntade inflationsutvecklingen i ett något längre tidsperspektiv. Genom att även illustrera den väntade utvecklingen av BNP och resursutnyttjandet kan Riksbanken också göra det lättare att förstå politikens väntade konsekvenser för den reala ekonomin. I den här meningen kan prognoser i ett längre tidsperspektiv tydliggöra de avvägningar penningpolitiken ställs inför och därmed förbättra pedagogiken.

<sup>10</sup> För en utförligare diskussion se fördjupningsruta "Oljepriset och penningpolitiken" i Inflationsrapport 2004:3.

<sup>11</sup> Riksbankens inflationsmål är formulerat i termer av KPI: KPI-ökningen ska begränsas till 2 procent med en tolerans om 1 procentenhet uppåt och nedåt. UND1X-inflationen är ett rensat inflationsindex (KPI rensat för effekterna av förändringar i indirekta skatter och subventioner och hushållens räntekostnader för egna hem) men har givits en speciellt framskjuten roll då skillnaden mellan KPI- och UND1X-inflationen påverkas av Riksbankens eget agerande. Skälet är att hushållens räntekostnader för egna hem direkt påverkas av förändringar i styrräntan: om styrräntan höjs stiger räntekostnaderna och de faller om styrräntan sänks. Denna typ av effekt på KPI har Riksbanken valt att inte motverka.

I fördjupningsrutan "Prognoser i ett längre tidsperspektiv och under antagande om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna" i denna inflationsrapport presenteras inflationsprognoser som sträcker sig ett år längre framåt i tiden än i huvudscenariot. En annan nyhet är att prognoserna inte är betingade på att reporäntan hålls oförändrad under prognosperioden utan istället på antagandet att Riksbanken anpassar penningpolitiken i enlighet med de implicita terminsräntorna.<sup>12</sup>

*Implicita terminsräntor underlättar en utvärdering av prognoserna*

De implicita terminsräntorna ger normalt ett mer realistiskt antagande för penningpolitiken än den konstanta reporäntan.<sup>13</sup> Detta innebär i sin tur att det är lättare att göra jämförelser med utfall (och med prognoser gjorda av andra prognosmakare). I denna mening är en prognos som baseras på antagandet att penningpolitiken utformas i linje med de implicita terminsräntorna lättare att utvärdera än en prognos som bygger på att reporäntan är oförändrad.

Det förtjänar att påpekas att en reporänteutveckling i linje med implicita terminsräntor inte är liktydigt med det mest sannolika antagandet som kan göras för penningpolitiken. Det beror på att terminsräntorna avspeglar *marknadens* förväntningar om penningpolitiken. Det är inte självklart att dessa i alla lägen överensstämmer med Riksbankens förväntningar. Exempelvis är det tänkbart att marknaden och Riksbanken ibland har olika uppfattningar om hur penningpolitiken bäst hanterar en störning. Till detta kommer att förekomsten av risk-, löptids- och kreditpremier gör att kopplingen mellan de implicita terminsräntorna och reporäntan blir indirekt.

De nya prognoserna används redan sedan en tid tillbaka i Riksbankens interna analysarbete. Ambitionen att vara så öppen och tydlig som möjligt i kommunikationen av penningpolitiken gör det naturligt att då också publicera

detta underlag i inflationsrapporten. Därigenom förbättras förhoppningsvis ytterligare möjligheterna för Riksbankens uppdragsgivare och olika externa bedömare att värdera och förutsäga penningpolitiken.

*1999 års förtydligande fortsätter att vara vägledande för utformningen av penningpolitiken*

Fördelarna med de nya prognoserna ligger alltså främst på det pedagogiska planet. Inflationsprognoser i ett längre tidsperspektiv och med alternativa antaganden om reporäntans utveckling ger ett fylligare underlag att diskutera penningpolitiken. Det handlar inte om att ändra det sätt på vilket politiken bedrivs. Ambitionen att föra inflationen tillbaka till målet inom två år kommer även fortsättningsvis att normalt vara vägledande för Riksbankens agerande. Om omständigheterna skulle vara sådana att Riksbanken finner det nödvändigt att i räntebesluten också ta hänsyn till någon annan information än den som ryms i inflationsutvecklingen i det tvååriga tidsperspektivet är förhoppningen att de nya prognoserna kan bidra till att göra det lättare att förstå hur detta går till. Detta är helt i enlighet med det förtydligande som Riksbankens direktion ställde sig bakom 1999.

Ett tänkbart problem med att förlänga prognoshorisonten är att precisionen i prognoserna kan väntas bli lägre ju längre tidshorisonten är. I sammanhanget bör det dock noteras att det inte finns någon grundläggande skillnad mellan att prognostisera inflationsutvecklingen på lite längre sikt och bedöma vilka faktorer som inte fullt ut hinner klinga av i det tvååriga tidsperspektivet. Bägge förfarandena kräver i grunden samma analyser av hur den framtida inflationsutvecklingen kan komma att se ut.

En annan möjlig nackdel är att det kan uppstå missförstånd kring hur antagandet för reporäntan ska tolkas. Även om Riksbankens prognos skulle tyda på att en reporänteutveckling i linje med implicita terminsräntor är att be-

<sup>12</sup> Räntebanan har beräknats med den s.k. utvidgade Nelson-Siegel-metoden, se Svensson, L.E.O., "Estimating Forward Rates with the Extended Nelson & Siegel Method", *Penning- och Valutapolitik* Nr 3, 1995, Sveriges riksbank.

<sup>13</sup> Under vissa omständigheter kan förstås även den konstanta reporäntan vara ett realistiskt penningpolitiskt antagande. Den är dock inte realistisk när räntan är ovanligt hög eller låg och prognoshorisonten är förhållandevis lång.

trakta som en på det hela taget rimlig förväntan om den framtida penningpolitiken är det givetvis inte så att Riksbanken förbinder sig att genomföra räntesättningen på detta sätt. Eftersom ekonomin ständigt drabbas av olika störningar kommer Riksbankens bedömning också att ändras över tiden.

Tankegångarna som här presenteras är i och för sig inte nya. Den nya zeeländska centralbanken har länge använt sig av liknande metoder. På senare tid har också Norge och Storbritannien funnit det lämpligt att göra motsvarande förändringar i sina inflationsrapporter. Inflationsrapporten i Sverige har också tidigare presenterat

mer skissartade bedömningar av ekonomins trender på lite längre sikt och räkneexempel som illustrerar effekterna på inflationen och realekonomin av att penningpolitiken anpassas enligt (enkätbaserade) marknadsförväntningar. De förändringar som nu görs – i form av fylligare och mer detaljerade prognoser i ett något längre tidsperspektiv och med ett alternativt penningpolitiskt antagande – är därför ett naturligt led i en process som syftar till att öka förståelsen för hur Riksbanken resonerar och ge olika aktörer utanför banken ökade möjligheter att på ett konstruktivt sätt delta i den penningpolitiska debatten.