



ANFÖRANDE

DATUM: 2011-05-12
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Nationalekonomiska föreningen, Stockholm

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

■ Flexibel inflationsmålspolitik i teori och praktik¹

Det är både roligt, inspirerande och ett privilegium att få komma hit till Nationalekonomiska föreningen och tala. Det är ett av de få tillfällen under året då jag kan ta en paus från den dagsaktuella penningpolitiken och diskutera frågor som ligger lite mer åt det akademiska hållet. Jag tänkte idag ta upp några frågor som jag har gått och funderat på ett tag, så att säga "vid sidan av". Om jag ska försöka hitta ett sammanfattande tema för det jag kommer att prata om skulle det vara "kopplingen mellan teori och praktik i penningpolitiken", och mer specifikt var jag upplever att gränserna går för hur nära kopplingar man kan göra. Jag vill poängtera att det är mina personliga funderingar jag redogör för och inte någon officiell riksbankssyn.

Penningpolitikens uppgift i generella termer...

Enligt riksbankslagen är målet för penningpolitiken att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som ett mål för inflationen – den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent. Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den, som det heter, "stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning". Detta tar sig uttryck i att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, även strävar efter att stabilisera realekonomin, det vill säga produktionen och sysselsättningen. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik, där man med flexibel menar att Riksbanken inte bara strikt inriktar sig på inflationen.

För att vara lite mer konkret kan man säga att vi vid varje beslutstillfälle försöker hitta en prognosbana för den framtida reporäntan som innebär att penningpolitiken blir, som det brukar heta, väl avvägd. Vi försöker alltså hitta en lämplig balans mellan att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och att stabilisera realekonomin. Ett sätt att illustrera vad det handlar om är att säga att avvikelserna under prognosperioden mellan dels inflationen och inflationsmålet, dels realekonomin och någon trend, inte får bli alltför stora.

¹ Mikael Apel, Carl Andreas Claussen och Niklas Frykström har bidragit till detta tal.

...och i teorin

I litteraturen om penningpolitik är det vanligt att beskriva flexibel inflationsmålpolitik som att centralbanken minimerar en så kallad förlustfunktion som är en viktad summa av ett mått på variabiliteten i inflationen och variabiliteten i realekonomin. Förlustfunktionen kan skrivas som

$$L = \sum(\pi - \pi^*)^2 + \lambda \sum(y - y^*)^2,$$

där π är prognosen för inflationen, π^* inflationsmålet och $y - y^*$ är prognosen för avvikelsen mellan det faktiska resursutnyttjandet i ekonomin och den nivå på resursutnyttjandet som är långsiktigt hållbar, eller "normal".² Den första termen representerar centralbankens mål att stabilisera inflationen och den andra dess ambition att stabilisera realekonomin.

Hur viktigt centralbanken tycker att det är att stabilisera realekonomin i förhållande till att stabilisera inflationen ges av parametern λ . Om λ skulle vara noll innebär det att centralbanken inte alls bryr sig om hur realekonomin utvecklas utan enbart försöker få inflationen så nära målet som möjligt. Om λ istället är ett stort tal innebär det att centralbanken lägger stor vikt vid att stabilisera realekonomin jämfört med att stabilisera inflationen. Benämningen förlustfunktion kommer sig av att ju större avvikelser, eller "gap", desto längre hamnar man från där man vill vara och desto större är följaktligen "förlusten".

I den här teoretiska beskrivningen är centralbankens uppgift lite mer preciserad än i den allmänna formuleringen att "hitta en lämplig balans mellan att stabilisera inflationen och stabilisera realekonomin". Mer specifikt handlar det om att hitta den ränta som under prognosperioden minimerar de kvadrerade prognostiserade avvikelserna mellan faktisk inflation och inflationsmål och mellan faktiskt och normalt resursutnyttjande, där den senare avvikelsen är viktad med λ . Nästan lite av en tungvrickningsövning att försöka förmedla i ord.

Men det går att relativt enkelt illustrera med hjälp av ett diagram. I diagrammet mäter vi den samlade avvikelsen i inflationen längs den horisontella axeln och den samlade avvikelsen i realekonomin längs den lodrätta axeln. Avvikelserna mäts med medelkvadratgap, det vill säga den genomsnittliga kvadrerade avvikelsen över prognoshorisonten. Sådana medelkvadratgap kan beräknas för olika tänkbara räntebanor och man kan sedan jämföra olika räntebanor genom att pricka in medelkvadratgapen i diagrammet. Ju närmare origo, eller ju mer sydväst i diagrammet, desto mindre är de båda medelkvadratgapen, och desto bättre lyckas den tillhörande räntebanan att stabilisera både inflationen och realekonomin.³

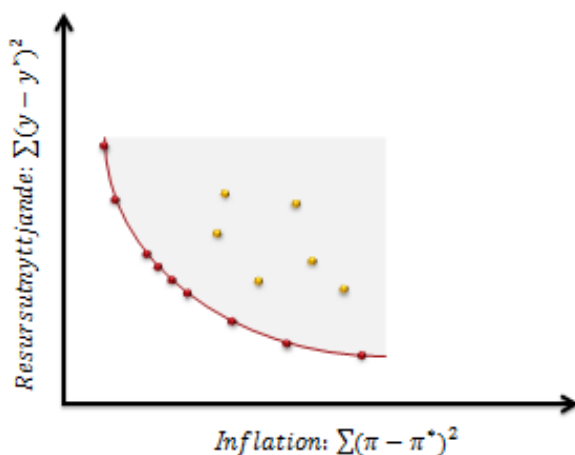
Vi säger att inflationsmålpolitiken, eller räntebanan, är effektiv om det inte går att minska ett av medelkvadratgapen utan att det andra gapet samtidigt blir större. Teoretiskt sett kan vi tänka oss att det finns ett mycket stort antal effektiva punkter. Dessa punkter bildar en "front" som illustrerat i diagrammet. Var centralbanken väljer att lägga sig på den fronten beror på hur viktigt den tycker

² Jag har här förenklat något. Utan förenklingar skrivs förlusten ofta som $L_t = \sum_{j=0}^T (\pi_{t+j} - \pi^*)^2 + \lambda \sum_{j=0}^T (y_{t+j} - y_{t+j}^*)^2$ där t , är tidpunkten när vi gör prognoserna, och T är "horisonten", dvs. den perioden vi gör prognoser för.

³ Metoden med medelkvadratgap presenterades i fördjupningen "Utvärdering av olika penningpolitiska alternativ" i Penningpolitisk rapport, oktober 2009. En presentation och en analys enligt denna metod ingick också i Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2009 och Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2010. För en mera utförlig beskrivning och referenser till relevant litteratur, se Lars E.O. Svenssons tal "Att utvärdera penningpolitiken". Talet hölls vid Uppsala universitet, 13 mars 2009.

- er att det är att stabilisera realekonomin i förhållande till att stabilisera inflationen, det vill säga vilket λ centralbanken har.

Diagram 1. Medelkvadratgap för resursutnyttjandet och inflationen, och den effektiva fronten.



Steget mellan teori och praktik inte helt lätt

Den här teoretiska ansatsen där centralbanken minimerar en kvadratisk förlustfunktion med inflation och resursutnyttjande har funnits med ganska länge i den penningpolitiska verktygslådan och den har varit till nytta vid utvecklingen av den flexibla inflationsmålspolitiken. Den fångar på ett illustrativt och relativt enkelt sätt vad inflationsmålspolitik i grunden handlar om och har hjälpt till att strukturera vårt tänkande. Medelkvadratanalysen gör det lättare för centralbanken att förklara varför den väljer en viss penningpolitik – vad den mer konkret menar med en ”väl avvägd” politik. Medelkvadratanalysen kan också vara ett stöd när penningpolitiken ska utvärderas.

Men hur bra verktyget än är så är steget mellan teori och praktik är inte alldeles lätt att ta. Jag tänkte ta upp några omständigheter som på olika sätt komplicerar saker och ting när man ska ta detta steg.

Variablerna i förlustfunktionen mindre klara i praktiken än i teorin

En sådan omständighet är att de variabler som ingår i förlustfunktionen – inflationen och resursutnyttjandet – visserligen är entydiga och väl specificerade i teorin. Men i praktiken är det långtifrån självklart hur de ska mätas. Resursutnyttjandet kan ses som ett sammanfattande mått på utvecklingen i realekonomin och anger i hur stor utsträckning produktionsresurserna, det vill säga arbetskraft och realkapital, används vid en viss tidpunkt. Vanligtvis anger resursutnyttjandet användningen i förhållande till den nivå som är långsiktigt hållbar, eller den ”normala” nivån. En komplikation är att det inte går att direkt observera hur högt resursutnyttjandet i ekonomin är och det finns inte heller någon allmänt vedertagen syn på hur det ska beräknas. Olika mått kan ge ganska olika resultat och det är därför svårt att avgöra med någon högre grad av precision hur högt resursutnyttjandet är vid en viss given tidpunkt.

Riksbanken använder en bred ansats i analysen av resursutnyttjandet och redovisar i sina rapporter ett antal indikatorer, exempelvis mått baserade på enkäter till företag och "gap" för till exempel BNP och antalet arbetade timmar, där trenden eller normalnivån beräknats enligt någon metod.⁴ På basis av dessa indikatorer gör Riksbanken en samlad bedömning av det aktuella resursutnyttjandet. Bedömningen är kvalitativ och kan uttryckas som att resursutnyttjandet är "högre än normalt", "normalt" eller "lägre än normalt". Även för utvecklingen av resursutnyttjandet under prognosperioden görs en kvalitativ bedömning, som exempelvis kan uttryckas som att "resursutnyttjandet kommer att stiga och vara ungefär normalt i slutet av prognosperioden". I våra rapporter publicerar vi visserligen prognoser för olika gap, men ingen siffersatt prognos som speglar den samlade bedömningen av utvecklingen av resursutnyttjandet.

Ett alternativ vore att Riksbanken helt enkelt bestämde sig för att utgå från något särskilt mått på resursutnyttjandet, beräknat enligt någon särskild metod, när den sätter räntan. Men vi har valt att inte göra på det sättet. Bland annat talar svårigheterna med att skatta vad som är en "normal nivå" på resursutnyttjandet för att det kan vara vanskligt att låsa sig vid någon specifik metod. Ett annat skäl är att Riksbankens direktion är vad som brukar kallas en individualistisk kommitté.⁵ Med det menas enkelt uttryckt att direktionsmedlemmarna agerar som enskilda individer, både i den penningpolitiska kommunikationen och när räntebesluten fattas. De kan därmed göra en egen bedömning av vilket eller vilka mått på utvecklingen i realekonomin de anser att penningpolitiken bör fokusera på. Jag kommer att återkomma till följderna av att vi är en grupp som fattar besluten om ett tag.

Den andra variabeln i förlustfunktionen, inflationen, är inte lika problematisk eftersom den går att mäta på ett betydligt bättre sätt än resursutnyttjandet. Men inte heller här är det helt självklart exakt vilket inflationsmått som ska användas. Inflationsmålet är visserligen formulerat i termer av KPI, men när reporäntan ändras mycket, som den gjorde i samband med krisen, så kommer det att få ett direkt och stort genomslag på KPI-inflationen via hushållens räntekostnader för egna hem. Det kan då finnas skäl att istället fokusera på ett inflationsmått rensat för dessa direkta ränteeffekter. Det har Riksbanken också gjort under senare tid då den främst inriktat sig på inflationen mätt i termer av KPIF. Men vilket inflationsmått man bör fokusera på är ändå i stor utsträckning en bedömningsfråga. Det kan till exempel inte uteslutas att man ibland kan vilja bortse från andra komponenter i KPI, exempelvis rensa för de direkta effekterna av oljeprishöjningar.

En illustration

Man kan illustrera de komplikationer som kan uppkomma i det verkliga arbetet med hjälp av den typ av diagram jag visade tidigare, där man ritar in de genomsnittliga kvadrerade avvikelserna, medelkvadratgapen, under prognosperioden. För att ta ett konkret exempel då skillnaderna var särskilt tydliga kan vi studera prognosen från september 2008.

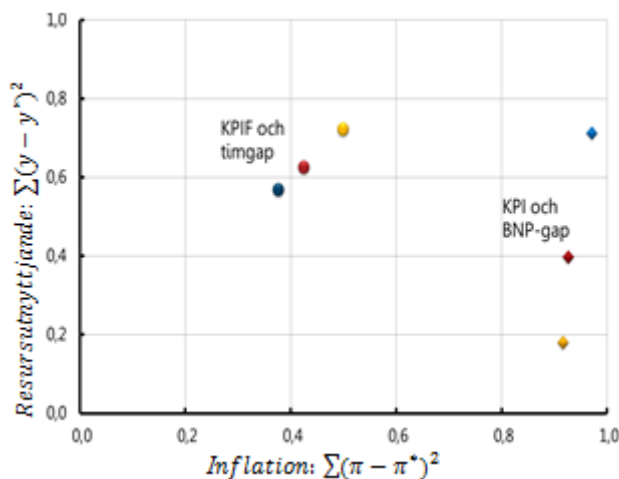
Förutom räntebanan i huvudscenariot analyserar Riksbanken vanligen också två alternativa räntebanor, en som ligger högre än den i huvudscenariot och en

⁴ Se till exempel fördjupningen "Om stabilisering av realekonomin och mått på resursutnyttjandet", Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2010, Sveriges riksbank.

⁵ Se till exempel Blinder, A. S. (2007), "Central Banking by Committee: Why and How?" *European Journal of Political Economy*, vol. 23, s. 106-123.

- som ligger lägre. Medelkvadratgapen för olika mått på inflationen och resursutnyttjandet som de tre räntebanorna genererade i september 2008 framgår av diagram 2.

Diagram 2. Medelkvadratgap september 2008



Källa: Riksbanken

Anm: Röda punkter anger huvudscenariot, blå punkter anger alternativet med högre räntebana, och gula punkter alternativet med lägre räntebana.

Om inflationen mäts med KPIF, det vill säga KPI rensat för direkta ränteeffekter, och resursutnyttjandet mäts med ett gap beräknat på antalet arbetade timmar i ekonomin får man de tre punkterna uppe till vänster i diagrammet. Det framgår att det i det fallet är den högre räntebanan som ger de minsta sammantagna kvadrerade avvikelserna under prognosperioden – dess punkt ligger längst åt sydväst, närmast origo. Den lägre räntebanan ger de största avvikelserna. Men om inflationen istället mäts med KPI och resursutnyttjandet med BNP-gapet blir resultatet det omvända. Här är det den lägre räntebanan som sammantaget ger de minsta kvadrerade avvikelserna. Vilka variabler man använder sig av för att mäta inflationen och resursutnyttjandet kan alltså spela stor roll för vilken räntebana man föredrar.

Noterbart är också att huvudscenariots räntebana inte ger det minsta sammantagande medelkvadratgapet i något av fallen.⁶ Även vid flera andra tillfällen under senare tid har det funnits alternativscenarier som har gett lägre medelkvadratgap än huvudscenariot. Detta kan tyckas en aning anmärkningsvärt. Men låt mig förklara varför det inte behöver vara det – och i samband med det peka på några ytterligare omständigheter som kan komplicera steget från den enkla teoretiska tankeramen till praktisk politik.

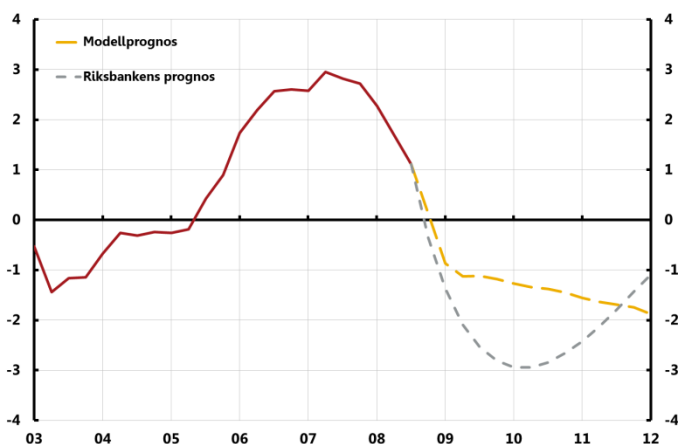
Räntescenarierna framtagna på olika sätt

En lite specifik, teknisk förklaring till varför en alternativ räntebana kan ge ett till synes bättre utfall än räntebanan i huvudscenariot hänger samman med hur de olika scenarierna har tagits fram. När Riksbanken gör sina prognoser tar vi

⁶ Vid detta beslutstillfälle var dock inget alternativscenario entydigt bättre än huvudscenariot om man beräknar medelkvadratgapen för kombinationen BNP-gap och KPIF.

- hjälp av olika makroekonomiska modeller. Bland annat använder Riksbanken en så kallad makroekonomisk allmän jämviktsmodell av svensk ekonomi som går under namnet RAMSES (Riksbankens Aggregerade Makromodell för Studier av Ekonomin i Sverige). Men modellerna måste alltid kompletteras med bedömningar. Särskilt viktiga blir bedömningarna när det inträffar ovanliga händelser och strukturella förändringar som ändrar ekonomins normala sätt att fungera. Det var fallet under exempelvis den finansiella krisen. Diagram 3 visar RAMSES prognos för BNP-gapet och Riksbankens prognos i den penningpolitiska rapporten i februari 2009. Som vi ser var skillnaden mellan den rent modellgenererade prognosen och den publicerade prognosen som kompletterats med bedömningar ganska stor.

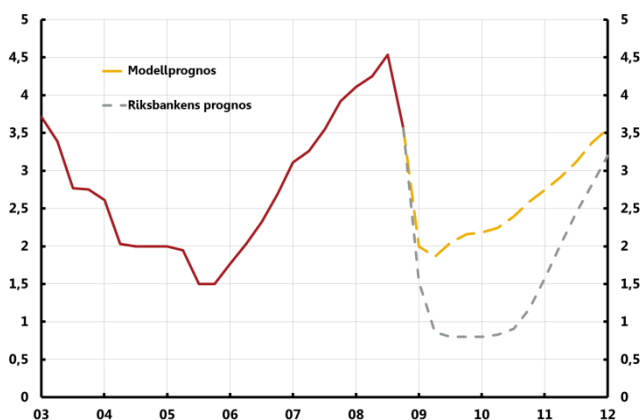
Diagram 3. Prognoser för BNP-gapet PPR 1/2009



Källa: Riksbanken

Bedömningarnas betydelse blir än tydligare när vi ser på prognoserna för reporäntan (diagram 4). Enligt vår prognos skulle det under krisen behövas en väsentligt mer expansiv penningpolitik än enligt RAMSES rena modellprognos.

Diagram 4. Prognoser för reporäntan PPR 1/2009



Källa: Riksbanken

■ Bedömningar är nödvändiga också i normala situationer, och prognosen i det huvudscenariot som Riksbanken publicerar i de penningpolitiska rapporterna och uppföljningarna är framtagen på det här sättet – med stöd i modeller men med mycket av bedömningar pålagda. Prognosen växer successivt fram under en ganska lång och arbetskrävande process som spänner över ett antal veckor.

Prognoserna i de alternativa räntescenarierna har däremot hittills tagits fram på ett annat sätt. Här har vi utgått från huvudscenariot och sedan gjort en ren modell-teknisk justering baserat på modellsambanden i RAMSES. Någon bedömning utöver den som redan ligger i huvudscenariot har inte gjorts. Prognoserna i de alternativa räntescenarierna är alltså i den meningen mindre genomarbetade än de i huvudscenariot. Om även de alternativa räntescenarierna kompletterades med bedömningar skulle prognoserna och medelkvadratavvikelsena se annorlunda ut.

Det främsta skälet till det här tillvägagångssättet är att det helt enkelt är mycket resurskrävande att ta fram fullständiga detaljerade prognoser för flera olika räntebanor. Exakt hur huvudprognos och alternativscenarier ska tas fram är förstås inte skrivet i sten och Riksbanken håller för närvarande på att se över hur beslutsprocessen skulle kunna reformeras. Men det är så här vi har arbetat hittills. Man kan därför tänka sig att en del av förklaringen till att ett alternativt räntescenariot kan ge mindre medelkvadratgap än huvudscenariot kan vara att det tillkommit genom en ren modellteknisk justering av huvudscenariot.

Det här reser en annan fråga: Om man skulle komplettera också de alternativa räntebanorna med bedömningar, skulle man då alltid landa i att huvudscenariot skulle ge den lägsta förlusten? Svaret på den frågan är rimligen "ja, i varje fall i de allra flesta fall" – det finns några reservationer som jag strax kommer till. Vi försöker ju föra den politik som vi bedömer vara den bästa eller mest "väl avvägda" och om vi bedömde att någon annan räntebana än den i huvudscenariot skulle ge ett bättre utfall skulle vi givetvis välja den istället. Detta borde synas också i medelkvadratanalysen, det vill säga, det borde inte finnas alternativa räntebanor som ger en punkt som ligger sydväst om huvudscenariot.

Hänsyn till utvecklingen bortom prognoshorizonten och risker

Men det kan också finnas andra skäl till att huvudscenariot inte nödvändigtvis ger mindre medelkvadratavvikelse än ett alternativt räntescenariot. Ett är att beräkningarna görs på prognoser som sträcker sig som längst tre år framåt i tiden. Men ibland kan det finnas skäl att ta hänsyn till vad som kan hända även en bit bortom den tidshorizonten, även om det är något som är svårt att fånga i en regelrätt siffersatt prognos. Det skulle kunna innebära att centralbanken väljer en räntebana som visserligen inte ger de minsta kvadratavvikelsena under den treåriga prognosperioden, men som utifrån ett längre tidsperspektiv ändå bedöms vara att föredra. Det kan exempelvis handla om att man håller en högre ränta för att försöka dämpa en kreditexpansion som bedöms leda till ett bekymmersamt läge – med stora kvadratavvikelse – bortom prognoshorizonten.

Ett nära relaterat skäl är att centralbanken under vissa omständigheter tar hänsyn till särskilda risker i sin räntesättning. Det här är något som jag personligen upplever vara en av de viktigaste faktorerna som saknas i den enkla analysramen. Även detta skulle kunna ta sig uttryck i att centralbanken håller en högre ränta för att minska risken – inom eller bortom prognoshorizonten – för att till

■ exempel en kreditexpansion ska fortgå alltför länge och ställa till problem. Centralbanken kan exempelvis också önska att hålla en högre ränta för att minska risken för att inflationsförväntningarna ska bli för höga, något som också kan ställa till problem. Den högre räntan kan ge större avvikelser under prognosperioden men ändå vara att föredra eftersom den minskar risken för ett riktigt dåligt utfall.

Analysmodellen svårare att tillämpa med en direktion

En annan av de omständigheter som jag upplever komplicerar saker och ting när det gäller att tillämpa den teoretiska ansatsen i praktiken är det faktum att vi är sex personer som ska fatta de penningpolitiska besluten. I teorin tänker man sig oftast att det är en enda person som bestämmer om styrräntan – trots att det idag är ganska sällsynt att det i praktiken förhåller sig så. Den förlustfunktion jag pratade om tidigare avspeglar då denne ende beslutsfattares syn på hur penningpolitiken ska bedrivas.

I de fall då teorin tar upp att det kan finnas olika penningpolitiska beslutsfattare så antas ofta att det enda som skiljer dem åt är att de har olika preferenser för hur mycket de vill stabilisera inflationen relativt realekonomin – att de har olika λ .⁷ Annars antas beslutsfattarna se saker och ting på samma sätt: De har samma syn på hur förlustfunktionen ska se ut, vad som ska ingå i den och de gör sina prognoser för inflationen och resursutnyttjandet på samma sätt, i samma "modell". Om så vore fallet också i praktiken kunde de penningpolitiska beslutsfattarna helt enkelt rösta om de olika effektiva punkterna som presenteras i diagrammet med medelkvadratgap.

Men verkligheten ser ganska annorlunda ut. De komplikationer som jag hittills tagit upp, som till exempel hur variablerna i förlustfunktionen ska mätas eller hur man ska ta hänsyn till risk, innebär bryderier även för en ensam penningpolitisk beslutsfattare. Men det blir förstås än mer komplicerat med flera olika beslutsfattare som kan ha olika syn i de här frågorna.

Skepsis mot långtgående paralleller mellan teori och praktik

Hur ser då penningpolitiska beslutsfattare på sambanden mellan den teoretiska tankeramen och den praktiska politiken? En indikation kan vi få från en enkätundersökning som gjordes för ett tag sedan. Där ställdes en rad frågor till alla de ledamöter som ingår eller har ingått i Riksbankens direktion från det att den bildades 1999.⁸ Frågorna handlade bland annat om hur ledamöterna ser på olika hypoteser inom forskningen om penningpolitiskt beslutfattande i grupp. Det är för övrigt, såvitt jag känner till, den enda undersökningen av det här slaget som gjorts på en penningpolitisk kommitté i något land. En motsvarande studie är nu på gång också i Norge.

Några av frågorna handlar om just kopplingen mellan hur penningpolitiken ofta beskrivs i forskningslitteraturen och hur penningpolitiska beslutsfattare ser

⁷ I forskningslitteraturen brukar man av någon anledning kalla en beslutsfattare med en hög relativ vikt på att stabilisera inflationen, ett litet λ , för "konservativ". Ett känt teoretiskt resultat av Riksbankens vetenskaplige rådgivare Kenneth Rogoff från mitten av 1980-talet var att det under vissa omständigheter kan vara samhällsekonomiskt optimalt att tillsätta en centralbankschef som är mer "konservativ" än samhället i övrigt (Rogoff, K., (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, s. 1169-1189).

⁸ Apel, M., C. A. Claussen och P. Lennartsdotter, (2010), "Picking the Brains of MPC Members", Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 237.

■ på den med praktikerns ögon. Bland annat ställdes följande fråga: "Skulle du kunna tänka dig att – med hjälp av egen bedömning eller till exempel Riksbankens analysresurser – med en siffra ange hur stor vikt du i normala fall skulle lägga på att stabilisera resursutnyttjandet i ekonomin i förhållande till att stabilisera inflationen (det vill säga ange ditt λ)?"

Av de tolv som svarade på enkäten menade hela nio stycken att de inte skulle kunna tänka sig det. Dessa ledamöter fick välja på några alternativa skäl till varför så var fallet. Den förklaring som ledamöterna ansåg stämma bäst var att det är en alltför enkel tanke att man med en siffra ska kunna beskriva den relativa vikten av att stabilisera inflationen respektive resursutnyttjandet i ekonomin. Många menade också att det inte vore meningsfullt att försöka siffersätta den relativa vikten på inflationen och resursutnyttjandet, dels därför att den skulle bero på läget i ekonomin och således variera över tiden, dels därför att måtten på resursutnyttjandet är så osäkra.

Det verkar alltså som om det finns en ganska utbredd skepsis bland ledamöterna till att dra långtgående paralleller mellan hur penningpolitik beskrivs i teorin och hur de själva ser på den. Alla de som sitter eller har suttit i direktionen är säkert överens om den allmänna formuleringen att Riksbanken ska stabilisera inflationen kring 2 procent och därutöver bidra till att stabilisera realekonomin. Men sedan tror jag att det finns ganska olika åsikter om hur långt man kan gå när det gäller att använda teorin i den praktiska politiken. Den reaktion många förmodligen har är att om man skulle reducera penningpolitiken till ett val mellan punkter i de diagram jag nyss visat så skulle det ge intryck av att det finns en exakthet i penningpolitiken som inte existerar. Min gissning är att den här skepsisen inte är unik för Riksbankens direktion utan att den finns även i andra länders penningpolitiska kommittéer.

Bra med skillnader

I grunden är det positivt att ledamöterna i direktionen har ganska olika syn på saker och ting. När direktionen tillsattes 1999 fanns en mer eller mindre uttalad ambition att den skulle bestå av personer med olika bakgrund, erfarenheter och kunskaper. En sådan diversifiering verkar vara något man strävat efter i de flesta länder som inrättat penningpolitiska kommittéer. Ett skäl till det är att det finns en utbredd uppfattning om att grupper tenderar att fatta bättre beslut än enskilda beslutsfattare, eftersom en grupp kan lägga samman, eller "poola", sina erfarenheter och kunskaper.⁹ Beslutet kan därmed fattas utifrån ett bättre och fylligare underlag. Man brukar säga att "två – eller snarare flera – huvuden är bättre än ett". Och för att det ska finnas något att "poola" så får personerna i gruppen inte vara för lika. Om de alla är stöpta i samma form och tänker på samma sätt så skulle det ju räcka med en ensam beslutsfattare

En fråga man kan ställa sig om det nu finns så många olika viljor och sätt att tänka, är hur det kan komma sig att vi överhuvudtaget kan komma fram till en detaljerad siffersatt prognos och en exakt utstakad räntebana. Också här får vi en del vägledning av den enkätstudie som jag nyss tog upp. En fråga som ställdes i enkäten var om ledamöterna avstått från att reservera sig mot något eller några penningpolitiska beslut trots att de ansåg att ett annat beslut än majoritetens hade varit bättre. Här svarade sju av ledamöterna, alltså mer än

⁹ För ett stöd för denna hypotes i forskningen, se till exempel Blinder, A. S., och J. Morgan, (2005), "Are Two Heads Better Than One? Monetary Policy by Committee", *Journal of Money, Credit, and Banking* vol. 37, s. 789–812.

■ hälften, att så var fallet. Den absolut viktigaste motiveringen till detta var att de menade att det fanns en "prutmån" i räntebesluten och att det räntebeslut som fattades hamnade tillräckligt nära det som de själva hade föredragit. I termer av medelkvadratanalysen skulle man kunna uttrycka det som att ledamöterna egentligen föredrar lite olika punkter, men givet att huvudscenariots punkt ligger tillräckligt nära den egna så accepterar man huvudscenariot. Jag tror att detta är en ganska viktig insikt: Den prognos vi presenterar är ofta en kompromiss och approximation. Den pekar ut den troliga och önskade färdriktningen, men de exakta siffrorna bör nog trots allt tas med en nypa salt.

En viktig balansgång

Samtidigt är det viktigt att inse att det problem som hela tiden ligger under ytan är hur man ska hitta en lämplig balansgång mellan vad man skulle kunna kalla diversifiering och tydlighet: Å ena sidan vill centralbanken dra nytta av att det är en grupp som fattar besluten. Vi ska, som jag nyss sa, inte vara stöpta i samma form. Det bör alltså finnas tillräckligt med frihetsgrader och utrymme för de enskilda ledamöterna att göra sina egna analyser, dra sina egna slutsatser och fatta beslut, så att säga, efter eget huvud.

Å andra sidan får detta inte innebära att penningpolitiken blir otydlig, att den kommer att präglas av för mycket av mer eller mindre löst tyckande – och att den därigenom blir svår att förstå och därmed också att utvärdera. Det som då ytterst står på spel är penningpolitikens förtroende hos allmänheten, dess legitimitet i vid mening. Det här var något som betonades starkt när inflationsmålsregimen var ny. Riksbanken lade då ner stor möda på att förklara vad inflationsmålspolitiken gick ut på och det bidrog med all säkerhet också till att den accepterades relativt snabbt. Nuförtiden är inflationsmålspolitiken visserligen betydligt mer "inarbetad", men det finns givetvis fortfarande ett behov av tydlighet och struktur.

Så även om jag har lyft fram en del problem när det gäller möjligheterna att dra paralleller mellan den teoretiska analysen och den praktiska penningpolitiken så ska det inte tolkas som att jag menar att teorin inte har någon uppgift att fylla. Jag är övertygad att den, använd på ett klokt sätt, kan vara ett stöd när penningpolitiken ska förklaras och utvärderas.

Men exakt hur teorin ska användas i det praktiska arbetet och exakt var den optimala balanspunkten ligger mellan diversifiering och tydlighet, eller mellan "frihetsgrader" och "struktur" i en osäker värld, är något som varje centralbank har att försöka reda ut. Jag kan försäkra att det är något som vi funderar en hel del över på Riksbanken. Det är också en viktig del i det arbete med att se över hur beslutsprocessen skulle kunna reformeras som jag nämnde tidigare. Att fånga allt med hjälp av två aggregat tror jag inte går. Från tid till annan försvinner nog något på vägen.

Nya utmaningar – vikten av att hantera systemrisk

Jag har hittills i stort sett uteslutande uppehållit mig vid "traditionella" komplikationer vid steget från teori till praktik i meningen att jag gett exempel på svårigheter som vi haft att brottas med i princip sedan inflationsmålspolitiken introducerades. Men om vi blickar framåt är det troligt att bilden kommer att kompliceras ytterligare av de förändringar som kommer att följa i spåren på finanskrisen.

■ Det jag framförallt har i åtanke är den ökade fokuseringen på "macroprudential policies" eller politikåtgärder för att begränsa finansiella systemrisker, för att använda en något krånglig svensk översättning. Låt mig för enkelhets skull i fortsättningen använda det åtminstone lite smidigare begreppet "riskförebyggande verktyg".

Efter den finansiella krisen har framförallt två lärdomar vuxit fram. Den första är att centralbankernas räntesättning i större grad än tidigare måste ta hänsyn till den finansiella stabiliteten. Den andra är att vi behöver en ny reglering av finansmarknaden med fokus på systemrisker. Men de riskförebyggande verktyg som då används kan ha effekter som på många sätt liknar de penningpolitiska – i synnerhet om styrmedlen är tänkta att variera över tiden på ungefär motsvarande sätt som styrräntan. Den här ökade interaktionen mellan penningpolitik och riskförebyggande verktyg är ytterligare en omständighet som gör att rören blir mer krokiga mellan den enkla teorin för penningpolitiken och den praktiska verksamheten.

Det är givetvis inte så att penningpolitiken och regleringsverksamheten var två fullständigt oberoende politikområden före krisen och att de efter krisen kommer att bli fullständigt integrerade. Men att penningpolitiken och regleringsverksamheten framöver kommer att komma närmare varandra, det tror jag ändå är ganska klart.

När jag var här på Nationalekonomiska föreningen för ett år sedan pratade jag ganska mycket både om hur penningpolitiken kan bidra till att upprätthålla finansiell stabilitet och om hur olika typer av regleringar kan påverka penningpolitiken och dess transmissionsmekanism. Jag tänkte därför inte säga så mycket om det idag. Istället skulle jag vilja fokusera på något som jag inte sade speciellt mycket om då, nämligen hur de institutionella lösningarna och ansvarsförhållandena bör se ut när det gäller penningpolitik och riskförebyggande verktyg.

Här finns en rad intressanta frågor: Ska ansvaret vara centraliserat till en myndighet eller utspritt på två eller fler myndigheter? Om ansvaret är utspritt, hur ska de olika myndigheternas mandat vara formulerade, eller, för att uttrycka det i termer av den enkla teoretiska tankeramen, hur ska deras förlustfunktioner se ut? Ska de agera oberoende av varandra eller bör de samordna sina åtgärder?

Det här är frågor som det för närvarande läggs ner en hel del möda på att försöka lösa på ett bra sätt, både inom forskarvärlden och på det politiska planet. Några entydiga säkra svar finns ännu inte och det kommer jag givetvis inte heller att kunna ge här. Men det jag ändå skulle vilja göra är att tänka högt kring en specifik fråga som jag tycker är särskilt intressant, nämligen vad som skulle kunna hända om ansvaret för penningpolitiken och de riskförebyggande verktygen är uppdelade på två myndigheter som inte samordnar sina åtgärder.

Risk för mindre bra policymix vid delat ansvar?

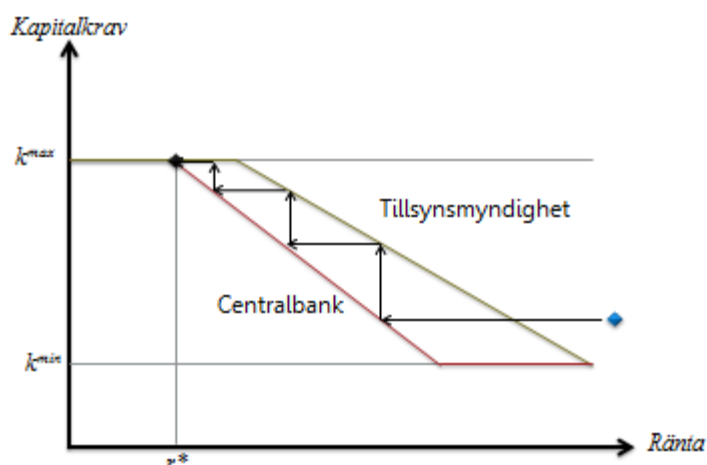
Låt mig illustrera problematiken med ett exempel. Anta att det riskförebyggande styrmedlet är ett tidsvarierande kapitalkrav.¹⁰ En tillsynsmyndighet kontrollerar kapitalkravet medan centralbanken kontrollerar räntan. Det finns en övre och en nedre gräns för kapitalkravet, k^{max} och k^{min} . Detta är illustrerat med

¹⁰ Med kapitalkrav avses det reglerade kapitaltäckningskravet.

de två horisontala linjerna i diagram 5. Ändringar i kapitalkravet påverkar den ekonomiska utvecklingen. Till exempel kan vi tänka oss att en åtstramning reducerar bankernas kreditgivning och därigenom dämpar efterfrågan i ekonomin.

Den gröna linjen visar den nivå på kapitalkravet som tillsynsmyndigheten anser vara bäst för varje nivå på räntan. Den röda linjen visar på motsvarande sätt de kombinationer av ränta och nivå på kapitalkrav som centralbanken skulle föredra. De båda myndigheternas syn på vad som i en given situation är en lämplig policymix skiljer sig alltså åt. Tillsynsmyndigheten är mera bekymrad för systemriskerna än vad centralbanken är. Det tar sig uttryck i att för varje nivå på räntan vill tillsynsmyndigheten ha ett högre kapitalkrav än vad centralbanken skulle ha satt om den hade haft kontroll över båda styrmedlen. Sannolikt är skillnaderna i synen på vad som är en bra policymix störst när räntan är låg, så låt kurvorna i diagrammet gälla en situation med låg ränta. Jag kommer strax att säga mer om detta.

Diagram 5. Illustration av spel mellan centralbank och tillsynsmyndighet



Anta att räntan och kapitalkravet till en början befunnit sig vid den blå punkten i diagrammet. Anta att efterfrågan i ekonomin har fallit och att det därför har uppstått ett behov av en mera expansiv politik för att stabilisera realekonomin och inflationen. Centralbanken vill då sänka räntan så att den hamnar på den röda kurvan.

Men vid denna låga ränta kan tillsynsmyndigheten börja oroa sig för att riskerna håller på att börja byggas upp och den höjer därför kapitalkravet. Det högre kapitalkravet gör dock inte bara att riskerna minskar utan får också en viss negativ effekt på efterfrågan i ekonomin. Detta får till följd att centralbanken vill sänka räntan ytterligare, vilket i sin tur får tillsynsmyndigheten att vilja höja kapitalkravet, och så vidare, och så vidare. Vi får på detta sätt ett "race" som i slutändan leder till att kapitalkravet når sin övre gräns samtidigt som räntan blir väldigt låg.

Det är lätt att tänka sig att den här slutliga mixen av de båda policyinstrumenten inte är den bästa från ett samhällsekonomiskt perspektiv. Styrmedlen för penningpolitik och risker har använts mycket mer aggressivt än vad som är samhällsekonomiskt optimalt och också mer aggressivt än vad både central-

■ banken och tillsynsmyndigheten egentligen önskar. Man kan naturligtvis diskutera hur realistiskt det här exemplet är. Men jag tycker i varje fall att det illustrerar hur viktigt det är att formulera myndigheternas mandat och befogenheter på ett klokt sätt. Det visar också att penningpolitik och regleringar hänger ihop. Varje reglering skapar på ju också ett slags "skuggränta".

Hur ska man då kunna undvika att politiken "driver iväg" på det här ur ett samhällsekonomiskt perspektiv olyckliga sättet? En möjlighet är att försöka formulera centralbankens och tillsynsmyndighetens uppdrag så att de gör en samstämmig bedömning av vad som behöver göras. I diagrammet skulle det motsvaras av att den gröna och den röda kurvan sammanfaller. Om kurvorna ligger exakt på varandra kommer det inte att uppstå någon spelsituation som gör att de båda styrmedlen används alltför aggressivt.

En annan möjlighet kan vara att ge centralbanken ansvar för båda styrmedlen – att ge tillsynsmyndigheten ansvar för penningpolitiken är ju inte möjligt. I diagrammet skulle vi då se att anpassningen stannar upp efter den första räntesänkningen. Om detta är en samhällsekonomiskt optimal punkt eller inte beror på hur väl centralbankens förlustfunktion överensstämmer med samhällets. Men den ligger med säkerhet närmare den policymix samhället skulle föredra än den policymix som ges av ett spel där politiken driver iväg.

En tredje möjlighet är att centralbanken och tillsynsmyndigheten samordnar, eller förhandlar, om politiken. Det är inte uppenbart vad lösningen då skulle bli, men man skulle i varje fall undvika att politiken drev iväg som i alternativet när det inte finns någon form av samordning.

Jag behöver väl knappast säga att steget mellan det här enkla teoretiska exemplet och hur en praktisk lösning bör se ut naturligtvis är ganska stort. Men det är ju faktiskt bara ytterligare ett exempel på de komplikationer som är huvudtemat i hela det här anförandet. Jag kanske också ska tillägga att hur ansvaret för styrmedlen ska fördelas är en fråga som ska utredas av den finanskris-kommitté som regeringen tillsatte för en tid sedan. Det blir givetvis intressant att se vad den så småningom kommer fram till.

Avslutning

Låt mig så avrunda. Jag skulle gissa att många er som är här idag är vana att se på penningpolitiken med en akademikers ögon. När ni hör ordet penningpolitik kanske ni i första hand associerar till den teoretiska analysramen – det sätt som penningpolitik ofta framställs på i läroböcker och vetenskapliga artiklar. Andra av er tänker kanske istället främst på den mer konventionella, vardagliga bild av penningpolitiken som ges i medierna, med fokus på Riksbankens ränteförändringar och eventuell oenighet i direktionen.

Man skulle kunna säga att de här två framställningarna på sätt och vis representerar starten respektive slutet av den penningpolitiska processen. När ett räntebeslut ska fattas tar processen på ett eller annat sätt avstamp i den teoretiska tankeramen. Som jag konstaterade tidigare fångar den ganska väl intuitionen bakom flexibel inflationsmålspolitik – att en väl avvägd politik handlar om att hitta en lämplig balans mellan att stabilisera inflationen och realekonomin. Var och en av oss som ska fatta beslut om räntan har någon version av den teoretiska analysramen i bakhuvudet, även om den nog ofta är ganska implicit. I andra änden av processen finns mediabilden med de konkreta räntebesluten.

- Grundfrågan är hur vi på ett bra sätt ska översätta den enkla teoretiska tanke-ramen till faktisk politik. Här finns en balansgång: Å ena sidan vill man i den processen behålla tillräckligt mycket av den tydlighet och struktur som tanke-ramen ger. Å andra sidan vill man inte ge en alltför enkel och avskalad, och därmed kanske missvisande bild av penningpolitiken och de överväganden som vi i praktiken har att göra.

Det jag pratat om här idag har kretsat kring just kopplingen mellan teori och praktik och mer specifikt varför "rören inte alltid är så raka" dem mellan. De intressanta men knepiga utmaningar man ställs inför när man ska gå från den teoretiska tankeramen till praktisk politik är något som Riksbanken – och säkert också andra centralbanker – lägger ner en hel del möda på att försöka hantera. Dessa utmaningar kanske inte är så kända utanför centralbanksvärlden och jag hoppas att jag härmed har kunnat ge en inblick i vad de handlar om.