

Anförande

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten

MÅNDAGEN DEN 20 MARS 2000

Öppenhet och tydlighet i penningpolitiken - svenska erfarenheter

Kundmöte SEB, Stockholm

Låt mig börja med att tacka för inbjudan att komma hit och tala om öppenhet och tydlighet i penningpolitiken. Det här har varit ett aktuellt ämne i den svenska debatten under senare tid bl.a. mot bakgrund av Riksbankens nya direktion. Det är också något som i allra högsta grad diskuteras internationellt, inte minst i diskussionen kring den nya europeiska centralbanken, ECB.

Det finns många frågor att belysa som har med öppenhet och tydlighet i penningpolitiken att göra. Idag tänker jag huvudsakligen uppehålla mig vid en del av de frågor som det senaste årets förändringar i Riksbanken har rest. Men innan jag ger mig in på detta ska jag säga något om de grundläggande argumenten för öppenhet och kort beskriva hur jag uppfattar att penningpolitiken utvecklats i några av de här avseendena innan den nya direktionen tillträdde.

1. Öppenhet, tydlighet och möjligheten att utkräva ansvar

I den internationella debatten om penningpolitik talas ofta om vikten av "transparency and accountability". Dessa begrepp är inte helt enkla att översätta till svenska. "Transparency" blir i direkt översättning genomskinlighet, vilket rimligen innebär både öppenhet och tydlighet. "Accountability" å sin sida handlar om möjligheten att utkräva ansvar, mer specifikt att de ansvariga för politiken och

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

politikens mål ska kunna identifieras. I praktiken förutsätter det öppenhet om de processer som leder fram till beslut.

Är då öppenhet och tydlighet liksom möjligheten att utkräva ansvar viktiga förutsättningar för en väl fungerande penningpolitik? Ja, skulle nog de flesta svara, men när man närmare preciserar innebörden av frågeställningen råder det inte samma enighet vare sig i den svenska eller internationella debatten. De skilda uppfattningarna beror nog mycket på att de nationella traditionerna varierar när det gäller öppenhet i samhället i stort, men även på att synen på hur ansvar ska kunna utkrävas och demokratisk kontroll upprätthållas kan skilja sig åt såväl mellan länder som mellan individer. Det handlar också om vilket förhållningssätt man har till de finansiella marknaderna och om hur väl olika sätt att bedriva penningpolitik har visat sig fungera tidigare i olika miljöer.

Låt mig lyfta fram de argument för öppenhet som är vanliga i den ekonomiska debatten, men också kommentera något vad som väglett mig i mitt arbete under åren i Riksbanken. Kanske ska jag understryka att det finns starka kopplingar mellan de olika argumenten.

Trovärdighet

Huvudargumentet för öppenhet och tydlighet brukar vara att det kan bidra till att etablera trovärdighet för penningpolitiken. I den akademiska litteraturen har man främst lyft fram att det blir enklare att löpande följa, förstå och utvärdera centralbankernas agerande. Det blir därmed också möjligt att förvissa sig om att de hänsyn som tas inte är otillbörliga och att politiken bedrivs på vad som brukar kallas ett tidskonsistent sätt. Särskilt viktigt är detta argument rimligen för en centralbank som i likhet med Riksbanken under 1990-talet byggt upp förtroendet för en ny regim. Genom att vara tydlig och öppen i kommunikationen kan en centralbank finna en genväg till den trovärdighet som annars kräver en lång historik med goda resultat.

Legitimitet

En aspekt som sällan lyfts fram i den ekonomiska diskussionen, men som enligt min uppfattning är avgörande, är att det knappast är möjligt att i längden bedriva penningpolitik på ett sätt som är trovärdigt i den vanliga meningen om det bredare stödet för politiken saknas. En framgångsrik penningpolitik förutsätter förståelse och stöd i samhället i stort. Även i detta avseende är naturligtvis resultaten av politiken och att den bedrivs på ett professionellt sätt centralt. Att formulera tydliga mål och arbetsätt, för att på så vis binda upp sig och underlätta utvärdering och ifrågasättande kan vara ett sätt att skapa förståelse, stöd och respekt. Särskilt rimliga ter sig kraven på "accountability" för institutioner som fått mycket makt, vilket är fallet idag för centralbankerna i Europa. Till detta kommer också att medborgarna i en demokrati bör kunna kräva öppenhet av penningpolitiken på samma sätt som av all annan politik, något som Alan Blinder – tidigare vice chef vid Federal Reserve – påpekat.

Förutsebarhet

Det finns också goda skäl att tro att en mer öppen och tydlig räntepolitik fungerar bättre i teknisk mening. Om olika aktörer i ekonomin - på de finansiella marknaderna, i företagen och bland hushållen - lättare kan förutsäga

penningpolitikens uppläggning framöver och anpassa sig till detta, borde svängningarna i räntor och andra marknadspriser kunna bli mindre. Detta bör avspegla sig i en stabilare utveckling i den reala ekonomin. Min brittiska kollega, Mervyn King, har formulerat denna tanke som att politiken bör bedrivas så att den är så förutsebar att den blir tråkig. Det ligger alltså enligt honom ingen som helst poäng i att överraska marknaderna. Mitt intryck är att detta är en uppfattning som vunnit ökat stöd i centralbankskretsar under senare år, men att den ingalunda är accepterad fullt ut överallt.

Effektivitet i organisationen

Avslutningsvis skulle jag vilja lyfta fram att öppenhet och möjligheter att utkräva ansvar är väsentligt med hänsyn till organisationernas inre liv och effektivitet. Detta gäller inte minst i institutioner som i likhet med centralbanker har monopol och dessutom ofta av tradition har varit slutna. Tydliga mål och ambitionen att både publicera underlaget för besluten och att motivera politiken på ett övertygande sätt ökar fokuseringen i arbetet och skärper analysen. Det öppnar också upp för en bredare penningpolitisk diskussion i samhället, som i sin tur på ett konstruktivt sätt kan födas tillbaka in i centralbanken. Kanske blir det mindre bekvämt att arbeta i en centralbank, men för resultaten tror jag att det är bra.

2. Läget inför den nya direktionen

På många sätt var utgångsläget gott inför den nya direktionens tillträde i januari 1999. Inflationen var låg och tillväxten hade kommit igång rejält efter kriserna i början av 90-talet. Denna utveckling hade i sin tur inte varit möjlig utan en omfattande budgetkonsolidering och den hade fått gott stöd av en stark internationell utveckling med låg inflation.

Mycket hade också hänt på penningpolitikens område och ambitionen hade varit att bedriva politiken på ett öppet och tydligt vis. Låt mig kort säga något om resultaten med avseende på de olika aspekterna på öppenhet som jag just redogjort för – trovärdighet, legitimitet, förutsebarhet och effektivitet i organisationen.

Inflationsförväntningarna, som de mäts i enkäter, visade att trovärdigheten hade ökat. De låg på längre sikt parkerade runt de målsatta 2 procenten. (Diagram 1) Samma bild visade prissättningen på marknaden. Den implicita tioåriga terminsräntan var nu i det närmaste i paritet med t.ex. den tyska från att ha legat flera procentenheter över tre-fyra år tidigare. (Diagram 2). Kronan hade visserligen i turbulensen efter Asienkrisen försvagats kraftigt under hösten 1998, men den hade i ett lite längre perspektiv ändå stabiliserats påtagligt.

Tydliga indikationer fanns också på att inflationsmålspolitiken fått ett ökat stöd i samhället. Undersökningar visade att förståelsen för vårt arbete gradvis ökat och att omkring 60 procent ansåg att vi gjorde ett bra jobb. (Se tabell 1) Det är också det intryck man fick av vad som skrevs i media, även om detta naturligtvis är svårare att belägga. Kanske kan man också säga att det faktum att Riksbanken gavs legal självständighet var ett erkännande av att inflationsmålspolitiken lyckats, även om den avgörande faktorn bakom detta beslut var EU-medlemskapet och den internationella konsensus som utvecklats när det gäller värdet av att ha självständiga centralbanker. Denna syn framgår tydligt i Maastrichtavtalet.

Även när det gäller kommunikationen med marknaden var den allmänna bilden att utvecklingen gått åt rätt håll. Riksbankens agerande var väl förstått. Om man jämför den faktiska reporäntan med den av marknaden prognosticerade ser man en hög samstämmighet. (Diagram 3) Naturligt nog är träffsäkerheten sämre i ett längre perspektiv, men detta beror i huvudsak på att inflationsperspektiven har hunnit ändras till följd av oförutsedda händelser. Vid några tillfällen hade det dock förekommit en kritik mot kommunikationen, främst när Riksbanken lagt om politiken. Det kanske bästa exemplet på detta är diskussionen i juni 1998, när vi sänkte reporäntan i ett läge där många fram till bara några veckor tidigare förväntat sig motsatsen. Men problem fanns också i samband med höjningen hösten 1997.

Jag betonade även inledningsvis värdet med öppenhet för de interna bedömningarna och för att bjuda in utomstående bedömare till en ömsesidig, utvecklande diskussion. Resultaten på detta område är inte så lätta att bedöma. De utvärderingar vi gör löpande visar inte att prognoserna entydigt blivit bättre. Varje situation bjuder emellertid på sina prognosproblem och det är inte lätt att i efterskott värdera vilka som var svårast. Klart är dock att vi haft mycket hjälp av utomstående ekonomer från universiteten och marknaden i att utveckla analysramar och prognosmetodik och att en dialog med våra kritiker har stimulerat oss att gå vidare och fördjupa oss efter förmåga.

Ett uppenbart problem hade vi dock med tydligheten i politiken, som det fanns skäl att åtgärda inför den nya direktionens tillträde. Det gällde hur vårt mål var formulerat och hur tillfälliga avvikelser från målet hanterades i penningpolitiken. Riksbanken hade brottats med denna fråga ända sedan inflationsmålet infördes 1993, men det rådde fortfarande en hel del förvirring på denna punkt. Vårt mål var formulerat i termer av inflationen mätt med förändringen i konsumentprisindex. Riksbanken kritiserades därför naturligt nog under de år då KPI-inflationen underskred målet. Men viss förvirring uppstod i och med att politiken i praktiken med goda skäl bortsett från tillfälliga effekter. Detta hade vi återkommande försökt förklara, men frågan är svår och vi hade uppenbarligen inte nått fram med vårt budskap om penningpolitikens uppläggning. Det fanns därför fog för att ändra målformuleringen eller på något annat sätt förtydliga politiken. Ett förslag om hur dessa förtydliganden skulle kunna se ut arbetades fram under slutet av hösten 1998 och antogs i sina huvuddrag av direktionen i början av februari 1999.

Ett annat problem var att inflationen, mätt med KPI, under en följd av år - även efter det att hänsyn tagits till de tillfälliga effekterna - hamnat under den målsatta nivån. Vi beskylldes därför för att bedriva politiken på ett asymmetriskt sätt. Till den låga inflationen fanns det visserligen många förklaringar bl.a. snabba förändringar i omvärlden som knappast var möjliga att förutsäga. Kanske är det också så svårt att göra inflationsprognoser att vi över tiden får räkna med avvikelser av den här storleken. Ändå fanns det naturligtvis skäl för Riksbanken att under den nya direktionen försöka bli bättre på att bedöma inflationen.

Den akuta och viktigaste uppgift vi stod inför var emellertid att anpassa den penningpolitiska beslutsprocessen och kommunikationen till den nya situationen med sex direktionsmedlemmar. En viktig utgångspunkt för det förberedelsearbete vi gjorde under hösten 1998 var att ledamöterna skulle fatta de penningpolitiska

besluten gemensamt, men under individuellt ansvar. Detta individuella ansvar var i och för sig inte uttalat i lagstiftningen på något annat sätt än att var och en valdes på egna meriter. Vi bedömde dock själva att det i ljuset av detta var viktigt att de individuella insatserna och besluten skulle kunna utvärderas t.ex. inför omval.

I flera andra länder fanns det erfarenheter med liknande beslutsstrukturer och mot denna bakgrund togs det omfattande kontakter med kollegor utomlands. Självt besökte jag bl.a. Bank of Englands motsvarighet till vår direktion när det gäller penningpolitiska beslut - den penningpolitiska kommittén. Jag hade också utförliga kontakter med kolleger i Bundesbank, vars direktion på många vis påminner om den svenska Riksbankens och som också har en lång erfarenhet på området.

På basis av dessa kontakter, våra egna erfarenheter – och utifrån den akademiska litteratur som finns på området – kunde vi utforma förslag till bl.a. beredningsprocessen i banken, arbetsformerna i direktionen och signaleringen. Oavsett vilka ledamöterna i den nya direktionen skulle bli var det viktigt att dessa grunder fanns på plats i god tid, så att den nya direktionen snabbt kunde bli effektiv i sitt arbete.

3. Den interna beredningsprocessen

Det förslag som utarbetades under hösten 1998 gick ut på att direktionen skulle diskutera penningpolitik vid i förväg schemalagda möten 8-10 gånger om året. Det bedömdes vara värdefullt både för marknaden och för det interna arbetet att ha ett fast schema för de penningpolitiska mötena. Vi valde att sammanträda om penningpolitiken mer sällan än vad beslutfattarna gör i t.ex. Bank of England och ECB. Skälet var att ny relevant information inte inkommer så pass ofta att möten behövde hållas med tätare intervall. Vi kunde också på detta vis få tid att ta fram väl genomarbetade underlag till varje möte. Självfallet kan vi sammanträda med kort varsel och fatta beslut om situationen så kräver.

Staben föreslogs få en fortsatt stark roll i den nya beredningsprocessen. De bedömningar som skulle ligga till grund för direktionens diskussioner skulle även fortsättningsvis utarbetas av de avdelningar som fram till dess haft denna uppgift. För att säkra så bra och allsidiga underlag som möjligt skulle samtliga bedömningar och penningpolitiska underlag också diskuteras i den penningpolitiska beredningsgruppen där experter från olika delar av banken ingår.

Beredningsordningen har utvecklats och förtydligats under året som gått. Enligt den cykel vi idag följer för inflationsrapporterna diskuteras de huvudsakliga frågor som bedöms komma att vara viktiga i nästa rapport normalt redan strax efter föregående beslutsmöte. En avstämning av en synopsis som kan innehålla idéer om fördjupade analyser och teman för nästa rapport stäms normalt av i direktionen efter ytterligare några veckor. Den ekonomiska avdelningen tar därefter fram en fullständig bedömning av ekonomin och inflationen som redovisas tillsammans med alternativa banor för ekonomin och räkneexempel som visar resultatens känslighet för olika centrala variabler. Med utgångspunkt från detta underlag diskuterar direktionen inflationsperspektiven och lägger fast sin syn. Den ekonomiska avdelningen tar därefter fram ett utkast till inflationsrapport baserat på direktionens bild. Detta diskuteras och läggs i praktiken fast en vecka innan

rapporten publiceras så att den kan tryckas. En dag före rapportens publicering träffas direktionen för ett penningpolitiskt möte där beslut formellt tas om rapporten samtidigt som det förs en diskussion om vilka konsekvenserna bör vara för penningpolitiken.

Naturligtvis vore andra beredningsordningar möjliga och det finns också skillnader mellan oss och våra kollegor i andra centralbanker. De flesta har dock valt att som vi arbeta med fasta mötesscheman och att ge sina staber i uppgift att ta fram sammanhållna underlag och prognoser. Bank of England har dock valt en lite annan uppläggning. Deras penningpolitiska kommitté får en mycket omfattande genomgång av ny statistik och av stabens olika bedömningar, men de får ingen sammanhållen prognos. Denna har de valt att själva ställa samman bl.a. för att inte riskera att bli alltför styrda i sitt tänkande av staben, efter vad jag förstår. Deras sätt att arbeta hänger nog också samman med att de till skillnad från bl.a. Riksbankens och ECB:s styrelser arbetar enbart med penningpolitik och att deras medlemmar utsetts mot denna bakgrund, med en unikt hög nationalekonomisk-teknisk kompetens.

För egen del tror jag att det är viktigt att ge staben en stark ställning. Bara då kan i längden en hög kompetens upprätthållas och en kontinuitet i arbetet säkras. Det är knappast genom att engagera sig i detaljerna i bedömningarna som direktionens medlemmar kan ge det bästa bidraget till penningpolitiken. Däremot bör direktionen lyfta fram andra perspektiv och bredda analysen. För den sortens diskussion är sammanhållna bedömningar med alternativa scenarier en bra utgångspunkt.

Då och då dyker förslag upp om att göra stabens roll än mer tydlig. Detta skulle t.ex. kunna ske genom att publicera stabens egna bedömningar. Det är dock inte en så självklar lösning som det i förstone kan verka. Min viktigaste invändning är att det riskerar att driva in en kil mellan stab och direktion. Vad händer när det blir tydliga avvikelser i bedömningarna och hur påverkar det synen på Riksbanken? Ska staben gå ut och försvara sina ståndpunkter? Vem ska då ta fram underlagen till direktionsmedlemmarnas svar etc.? En annan fråga är vem eller vilka staben i praktiken är och varför just dessa personer ska ges en position i debatten?

En mycket komplicerad fråga, som på senare tid belysts något i den akademiska debatten, och som har tydlig relevans för vårt arbete är hur en inflationsbedömning görs av en grupp. Logiken med individuellt ansvar som kan utvärderas talar snarast för att var och en av direktionens medlemmar borde utforma sin egen inflationsprognos, precis som var och en röstar om räntan. Men detta faller på sin egen orimlighet. Alla kan ju inte ha sina egna staber och själva skulle vi sannolikt inte var och en kunna göra bättre kompletta bedömningar någon av oss än den som våra medarbetares samlade ansträngningar leder fram till. Dessutom är det säkert en fördel om direktionen kan kommunicera en någorlunda sammanhållen majoritetsbild snarare än ett antal olika bilder.

Hur avvägningen ska ske är dock långt ifrån självklart. En möjlighet vore att låta inflationsrapporten spegla majoritetsuppfattningen, men innehålla rutor där eventuella minoritetsuppfattningar beskrivs. Ett steg längre vore att inom varje delområde peka på de avvikande meningar som finns. Vi har emellertid hittills låtit inflationsrapporten spegla majoritetsuppfattningen och minoritetsuppfattningar

har presenterats i protokollen, som publiceras en tid därefter. Men för den som vill ingå i majoriteten ställer detta normalt sett krav på kompromissvilja eftersom vårt huvudscenariot är uppbyggt som en ganska detaljerad sammanhållen bild där man i enskildheter naturligtvis kan ha olika uppfattningar.

4. Arbetet och besluten i direktionen

Mot bakgrund av att direktionens medlemmar skulle komma att väljas på individuella mandat valde vi att ha diskussionsprotokoll från våra penningpolitiska diskussioner. Tanken var alltså att underlätta i första hand för dem som har till uppgift att utvärdera och utse oss. Samtidigt säger det sig självt att protokoll från mötena också innebär att information som tidigare inte funnits om de samtal och diskussioner som förts inom Riksbanken nu skulle bli tillgänglig för utomstående bedömare. Med utvärderingsperspektivet blev det viktigt att visa hur var och en i direktionen röstade. Vi ansåg att det därutöver skulle vara värdefullt med ett relativt utförligt diskussionsprotokoll, men övervägde egentligen aldrig ett protokoll av vilket det skulle framgå exakt vad var och en sagt, eftersom vi ansåg att detta skulle kunna lägga en hämsko på diskussionen.

När den nya direktionens beslutsmodell offentliggjordes utsattes den för en del kritik. Oro uttrycktes för att de verkliga diskussionerna skulle komma att ske på annat håll än vid de protokollförda mötena, för att upprätthålla fasaden av enighet och få ut ett samlat budskap. På senare tid har dock pendeln svängt och nu har kritiken istället handlat om att direktionen blivit en diskussionsklubb vid Brunkebergstorg som jämt är oenig. En liknande debatt följde på det att Bank of England bytt system, men efter en tid accepterades formerna och det har i ökad utsträckning uppfattats som naturligt att olika uppfattningar förekommer i den penningpolitiska kommittén från tid till annan.

Naturligtvis är det inte enkelt att med detsamma finna bra former för diskussionen. Vi har fått söka oss fram och mötenas uppläggning har varierat något över tiden. Det bästa sättet att få till stånd en bra diskussion är att utgå ifrån bra och allsidiga underlag. Men det räcker inte med detta, det gäller också att på ett prestigefritt sätt föra en öppen och rak diskussion där olika tankar prövas mot varandra. Här finns det risker med en öppen process och med många närvarande i rummet, som det gäller för alla i direktionen att vara vaksamma på. Hur vi kommunicerar utåt är i detta sammanhang viktigt, eftersom det kan få effekter också på den framtida interna diskussionen. Mot denna bakgrund har vi valt att undvika att publikt recensera varandra och de ståndpunkter vi intagit. I stället koncentrerar vi oss i huvudsak på en diskussion om inflationsperspektiven framöver. Debatter oss emellan skulle lätt kunna eskalera och få effekter också i vårt interna arbete. Det senare vore problematiskt också av den anledningen att vi inte bara ska sköta penningpolitiken utan också gemensamt leda en relativt stor organisation.

Media har periodvis givit en bild av att vi hela tiden har olika uppfattningar och att direktionen består av tydligt identifierbara hökar och duvor. Även om det naturligtvis finns vissa skillnader mellan oss i bakgrund, värderingar och också attityder till penningpolitiken är detta en felaktig bild. Avvikelserna i uppfattning har varit relativt små och speglar i huvudsak olika bedömningar av det konkreta

makroekonomiska läget. Så länge vi alla håller fast vid att politiken bör inriktas på en inflation på 2 procent finns det inte utrymme för att låta sina eventuella duv- eller hök attityder få så stort inflytande. Det skulle ju innebära att man förordade en politik som innebar att målet systematiskt missades åt det ena eller andra hållet. När det gäller reporäntan har avvikelsen i synen hittills som mest rört sig om 25 punkter. Antalet reservationer har också varit lägre än det i genomsnitt varit i Bank of Englands penningpolitiska kommitté.

Själv tror jag att man i frågan om individuellt ansvar och protokoll till slut måste bestämma sig. Om man inte vill gå tillbaka till en mer sluten ordning - med de konsekvenser detta skulle få för Riksbankens ställning i den allmänna debatten etc. - och om man väljer att ha medlemmar som är individuellt ansvariga för politiken så måste man nog räkna med att det då och då finns olika uppfattningar i direktionen och dissonanser i budskapet. Penningpolitik är ingen exakt vetenskap, även om vi med ett tydligt inflationsmål har satt ramar för politiken. På sikt tror jag dessutom att det kommer en del gott ur den diskussion som förts. Den tydliggör att penningpolitiken involverar svåra bedömningsfrågor, som man kan tycka lite olika om och detta kan i sig vara värdefullt för förståelsen av det arbete vi är satta att göra. Det kollektiva beslutsfattandet kan också minska fixeringen vid en beslutsfattare. Även om diskussionen hittills snarast lett till en ökad personfixering behöver det inte vara effekten på sikt. Då kan i stället institutionen komma att träda fram tydligare.

5. Den penningpolitiska signaleringen

I förberedelsearbetet under hösten 1998 föreslogs att inflationsrapporterna också i fortsättningen skulle spela en central roll i Riksbankens kommunikation. Vi föreslog även att ett pressmeddelande eller en kommuniké skulle publiceras i samband med de penningpolitiska mötena. Denna skulle ge en direkt redogörelse för hur direktionens majoritet såg på inflationsperspektiven och motivera eventuella beslut om att förändra räntan. Vi räknade med att protokoll från de penningpolitiska mötena skulle kunna vara färdiga några veckor efter att mötena hållits. Också dessa skulle ge information om hur vi såg på inflationsperspektiven och politiken. Rapporterna, pressmeddelandena och protokollen skulle alltså utgöra stommen i den gemensamma kommunikationen. Sammantaget ger dessa gemensamma dokument en betydligt utförligare och mer regelbunden information om Riksbankens överväganden än vad som varit fallet tidigare.

I inflationsrapporterna redovisas direktionens syn på inflationen de närmaste åren. De lägger därmed grunden för vårt penningpolitiska agerande. För den som är intresserad av att bilda sig en uppfattning om hur ränteutvecklingen kan tänkas bli på lite sikt borde de vara den centrala källan. Arbetet med rapporterna har också fortsatt att utvecklas och de innehåller nu mer information än tidigare mot vilken ny inkommande information löpande kan ställas. Å andra sidan förs inte längre några resonemang om penningpolitikens uppläggning i rapporterna. Dessa resonemang framgår i stället av pressmeddelandena efter de penningpolitiska mötena och av protokollen. I protokollen finns också information som inte tidigare fanns om individuella ställningstaganden och om frågor som diskuterats i direktionen utan att de återspeglats i rapporterna eller i pressmeddelandena.

Protokollen är därmed viktiga inte minst för att värdera vad som kan komma att ske vid nästkommande möte.

Mot bakgrund av att direktionens medlemmar har ett individuellt ansvar för politiken var det naturligt att föreslå att alla skulle kunna hålla tal eller på annat vis kommunicera sin syn på penningpolitiska frågor. Spelreglerna förändrades därmed en del för de som följt Riksbanken. Tidigare var det i praktiken bara Riksbankschefen och jag själv som uttalade oss å Riksbankens vägnar i penningpolitiska frågor. Vi gjorde det först efter att väl ha stämt av med varandra och naturligtvis också, när det gällde huvuddragen i politiken, med det dåvarande fullmäktige. Riksbanken talade alltså då i praktiken med en röst mot numera sex röster. Talen är nu varje enskild ledamots ansvar om inte annat uttryckligen sägs, vilket hittills bara skett i samband med att riksbankschefen håller anföranden i finansutskottet två gånger om året.

Våra erfarenheter av det nya systemet är på det hela taget av godo. Det är knappast möjligt att belägga att det medfört att politiken blivit påtagligt mer oklar, även om en del kritik med denna inriktning framförts från tid till annan.

En möjlighet att belysa frågan är att åter jämföra den faktiska reporäntan med marknadsaktörernas reporänteförväntningar tre månader tidigare. (Diagram 4) Tydliga avvikelser syns egentligen bara vid en tidpunkt, under sommaren och den tidiga hösten; förväntningar om en åtstramning av penningpolitiken byggdes då in i marknadsprissättningen, trots att Riksbanken inte signalerat något sådant. En tänkbar förklaring är att flera prognosmakare reviderade upp sina tillväxtbedömningar såväl internationellt som i Sverige eftersom Asienkrisens effekter inte förväntades få så omfattande effekter som man först hade befarat. Korträntenivån steg då både globalt och i Sverige.

Ett annat skäl till de dissonanser som uppkom mellan Riksbankens agerande och en del marknadsbedömare under början av hösten var sannolikt att direktionens majoritet valde att ta sig den tid som inflationsbedömningen medgav och att utförligt och brett i det svenska samhället motivera det kommande behovet av en räntehöjning. Syftet med detta var att bygga upp ett stöd för politiken, men det kan naturligtvis ha gjort att en del bedömare som inte beaktat denna aspekt och som tidigt tyckt sig se behovet av en höjning blev överraskade.

Vi har också försökt belysa om signaleringen varit entydig och konsekvent i den meningen att samma framtida penningpolitiska inriktning signaleras av alla i direktionen och om reporäntan ändrats i enlighet med de signaler som sänts. Om vi jämför signalerna i tal, protokoll och inflationsrapporter med reporäntan och den förväntade reporäntan om tre månader under perioden januari 1995 till december 1999 kan vi konstatera att direktionsledamöterna förefaller ha givit en entydig bild av penningpolitiken (Diagram 5).

Innebär då vårt nya sätt att arbeta att det är omöjligt att tydligt signalera vart räntan är på väg. Egentligen inte. Om vi vill kan vi se till att ett gemensamt uttalande görs. Det är också möjligt för enskilda ledamöter att sända ut signaler om de tror sig kunna förutsäga direktionens framtida beslut. Det senare är dock förenat med en risk eftersom direktionen vid varje möte är suverän och kan fatta vilket beslut som helst.

Låt mig avslutningsvis understryka något som kan tyckas självklart, men som ändå av debatten att döma ofta glöms bort. Vi kan inte vara tydligare än situationen medger. När osäkerheten är stor går det inte för oss i direktionen att med stadig hand peka ut vartåt penningpolitiken är på väg.

6. Sammanfattning och slutsatser

Efter krisen i början av 1990-talet har utvecklingen i den svenska ekonomin varit positiv. Tillväxten har varit hög samtidigt som inflationen varit låg. Många faktorer har bidragit till detta. En är givetvis den höga graden av lediga resurser som fanns efter krisen. Men den relativt goda internationella miljön med tillväxt och låg inflation har också bidragit, liksom den omfattande saneringen av statens budget. Väsentliga åtgärder för att förbättra ekonomins struktur har också spelat in, många genomförda i skiftet mellan 1980 och 90-tal.

Det finns dock goda skäl att också lyfta fram den omläggning som skett av penningpolitiken. Från januari 1993 har politiken baserats på ett explicit prisstabilitetsmål för politiken, vilket från början var kontroversiellt. Gradvis har uppslutningen bakom politiken ökat i takt med dess goda resultat. Under fjolåret sattes en ny lagstiftning i sjön som delvis kanske kan sägas vara ett kvitto på detta.

Till det ökade stödet har antagligen öppenheten och tydligheten bidragit. Kombinationen av ett symmetriskt mål, publicerade prognoser och tillämpningen av handlingsregeln att räntan normalt höjs vid inflation över målet och tvärtom har varit viktiga inslag i politiken. I dessa avseenden tror jag att den uppläggning vi valt kan vara värd att överväga också för andra centralbanker. Det vi har gjort har sannolikt

- bidragit till trovärdigheten utan att behöva vänta in en lång historik med goda resultat. Ett exempel på detta är räntesänkningarna hösten 1998, som vi kunde motivera på ett tydligt sätt genom att revidera våra prognoser och därigenom slippa en debatt av det slag som då drabbade Europa.
- gjort en förankring av den nya penningpolitiska regimen i det svenska samhället lättare. Ambitionen har varit att samma enkla pedagogik ska kunna tillämpas i soffan i ett morgonprogram på TV, hos en arbetarkommun i Skellefteå och på ett seminarium vid Stockholms universitet.
- underlättat tolkningen av politiken och gjort det lättare för marknadsaktörer och andra att förutsäga politiken,
- bidragit till en målorientering av det interna arbetet och öppnat för en meningsfull och utvecklande dialog med kritiker utanför huset.

Men dessa positiva resultat utesluter inte att problem funnits i tillämpningen av politiken. Osäkerhet har rått om hur vi hanterar tillfälliga effekter. Vi har också underskridit målet bl.a. till följd av prognosmissar. De svenska erfarenheterna tyder emellertid inte på att en centralbank bör avstå från att öppet publicera sina bedömningar bara för att det finns risker för prognos- eller bedömningsmisstag.

Inom Riksbanken arbetar vi fortsatt hårt för att utveckla vår analysram och bli allt öppnare och tydligare. Undan för undan borde vi t.ex. kunna öka vår egen

förståelse om de samband som styr inflationen och därmed också kunna kommunicera tydligare hur inflationsbilden växer fram.

Utöver öppenhet kräver en förankring av politiken att ansvar kan utkrävas. Genom att själv binda upp politiken till ett tydligt mål som kan utvärderas har Riksbanken underlättat utvärdering och ansvarsutkrävande utöver vad lagar och förordningar i sig har krävt. Detta tycker jag är en rimlig ambition för en institution som fått så mycket makt som just Riksbanken har fått.

Formerna för beslutsfattandet och kommunikationen förändrades med den nya direktionen. Protokoll publiceras numera från våra möten i huvudsak för att göra det lättare att utkräva ansvar. Det innebär samtidigt att banken blivit mer öppen, vilket varit omdiskuterat bl.a. därför att det funnits en oro för att den interna diskussionen skulle kunna bli lidande och för att banken som institution skulle kunna skadas. Själv kan jag i viss mån förstå denna oro och det gäller att hantera den nya situationen med varsamhet. Samtidigt ska man komma ihåg att de nya formerna antagligen sätter sig efter en tid och då bidrar till en mer nyanserad diskussion om de överväganden vi har att göra.

I detta avseende är det i alla händelser för tidigt att göra någon utvärdering. Vi kan inte heller dra några bestämda slutsatser om vad de svenska erfarenheterna kan innebära för andra centralbanker. När det gäller formen för att utkräva ansvar och för att förankra politiken spelar dessutom politiska traditioner, institutionella ramar och penningpolitiska erfarenheter i andra länder en avgörande roll.