

# Anförande

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten

---

TISDAGEN DEN 7 NOVEMBER 2000

## Sex frågor om penningpolitiken

Handelshögskolan vid Umeå universitet

Låt mig börja med att tacka för inbjudan att komma hit upp till Umeå och tala om penningpolitik.

Svensk ekonomi befinner sig i en gynnsam utveckling. Tillväxten har de senaste åren varit imponerande, ekonomin har årligen vuxit med cirka 3. Idag verkar tillväxten t.o.m. vara högre än så. Det har bidragit till att arbetslösheten sjunkit snabbt och sysselsättningen ökat kraftigt.

En granskning av statistiken ger vid handen att Sverige inte upplevt en motsvarande snabb ökning av sysselsättningen sedan början av 1960-talet då man började att publicera arbetskraftsundersökningar. Till detta kommer att inflationen, trots den snabba tillväxten, förblivit måttlig.

Det finns inga enkla förklaringar till den goda cirkel som landet just nu befinner sig i. Men jag tror att kursändringen i den ekonomiska politiken som skett under de senaste 10 till 15 åren bidragit till utvecklingen. Kredit- och valutamarknaden har avreglerats, skattesystemet reformerats, delar av transfereringssystemet ändrats och konkurrenstrycket ökat. Allt detta har bidragit till att förbättra den svenska ekonomins sätt att fungera. Till detta kommer – och det är kanske det viktigaste – den stabilitetsinriktade ekonomiska politik som bedrivits, med ett lagstadgat prisstabilitetsmål och en framgångsrik sanering av statsfinanserna.

Senast jag var i Umeå och höll ett föredrag var på nationalekonomiska föreningen för nästan tre år sedan. Då hade jag med mig åtta frågor. Det var frågor som jag då upplevde var de mest aktuella för penningpolitiken. De handlade bl.a. om varför det är bra med låg inflation, varför vi har det mål vi har, varför

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

själständighet för Riksbanken är bra osv. Glädjande nog är inte alla dessa frågor lika aktuella idag. Debatten har utvecklats. Men några av de frågor jag ställde då finns det all anledning att återkomma till och några nya har tillkommit. De senare är mer precisa och handlar om hur vi arbetar och vilka ramar vi agerar inom. Sammanlagt rör det sig om sex frågor som jag tänkte diskutera här ikväll. Avslutningsvis tänkte jag säga något om den aktuella penningpolitiken.

Låt mig redan inledningsvis betona att penningpolitiska regimer inte är huggna i sten. Det är viktigt att penningpolitiken och den s.k. tankeram som Riksbanken använder sig av, prövas löpande och ingående. Förutsättningarna för penningpolitiken förändras när erfarenheter görs och nya kunskaper utvecklas. Genom att vi för en konstruktiv diskussion, såväl inom som utanför Riksbanken minskar risken för onödiga penningpolitiska misstag.

### 1. Varför 2 procents inflation?

I Riksbankslagen står det att målet för penningpolitiken är att upprätthålla ett fast penningvärde. Bland annat för att tydliggöra politiken och underlätta en utvärdering har Riksbanken beslutat att inflationen – mätt som den årliga förändringen av konsumentprisindex, KPI – ska begränsas till 2 procent med ett toleransintervall på +/- 1 procent.

Det är inte svårt att motivera varför det är bra med låg inflation. Listan på litteratur kring ämnet kan göras lång. Men det räcker egentligen att referera till våra egna svenska erfarenheter från 1970- och 1980-talet. De negativa effekterna av en hög och kraftigt varierande inflationstakt var tydliga på den svenska ekonomin. Produktivitets- och investeringstillväxten var låg under denna period. Inkomster och förmögenheter omfördelades godtyckligt när priserna sköt i höjden. För att förbättra företagets konkurrenssituation tvingades vi vid ett flertal tillfällen att skriva ned värdet på kronan.

Undan för undan insåg emellertid allt fler, oavsett politisk partitillhörighet, att detta inte var en uthållig ekonomisk politik. Dessa insikter ledde till att Sverige till slut i början av 1990-talet anslöt sig till den växande skara av länder som valt att lägga om politiken i riktning mot låg inflation.

Att argumentera för låg och stabil inflation är alltså inte svårt. Det är däremot inte lika lätt att hävda att inflationen bör vara just 2 procent. I samband med att inflationsmålet lades fast 1993 tog man intryck av det var ungefär denna ambitionsnivå som viktiga länder i vår omvärld valt. Det var också kring denna nivå som inflationen låg när beslutet fattades.

Den amerikanske centralbankschefen Alan Greenspan har argumenterat för att inflationen bör vara så låg så att folk i allmänhet inte bryr sig om den när de fattar sina ekonomiska beslut. Med denna utgångspunkt framstår 2 procent som en rimlig nivå.

Men det finns invändningar. En del argumenterar för att inflationsmålet borde sättas högre. Ett skäl är att nominella löner ofta är *trögrörliga nedåt*. Att löner stiger, ibland allt för mycket så att inflation uppstår, kan vi konstatera. Mer sällan anpassar

de sig nedåt. Inflationen skulle i detta perspektiv kunna ses som ett smörjmedel för att åstadkomma nödvändiga anpassningar i företagens reala kostnader.

Ytterligare en risk, menar vissa bedömare, är att de penningpolitiska marginalerna blir för små om inflationsmålet sätts allt för lågt. Ekonomin riskerar att hamna i en situation där centralbanken till slut inte längre kan påverka prisutvecklingen genom att pressa ned den reala räntan. Den nominella räntan kan trots allt inte sänkas lägre än till noll procent.

Jag tror att Riksbankens val av ett tydligt punktmål för den årliga inflationstakten och en symmetrisk uppläggning av politiken undanröjt en stor del av risken för att vi ska fastna i en deflationsspiral och i dilemmat med noll-räntor. Alla vet att vi eftersträvar en återgång till den målsatta nivån på 2 procent. Inflationförväntningarna har också under senare år legat stabilt kring målet på 2 procent.

Ett tydligt punktmål innebär också att arbetsmarknadens parter vet vad som gäller, vilket jag tror främjat reformer i lönebildningen. Avtalskrav utformas nu i större utsträckning med utgångspunkten att inflationen blir 2 procent.

Sammantaget tror jag inte att det finns några skäl att idag ompröva vårt mål på 2 procent. De invändningar mot inflationsmål runt 2 procent som rests i litteraturen förefaller mig snarast vara mindre relevanta än för några år sedan. Arbetsmarknaden har kommit en bit på väg i anpassningen mot låg inflation. Vidare bör risken för deflation minska med ett symmetriskt inflationsmål som ledstjärna för penningpolitiken.

## **2. Vilket mått på inflationen bör vi använda?**

Riksbanken har valt konsumentprisindex, KPI, som målvariabel för penningpolitiken. Alla mått på inflationen har emellertid sina brister, så även KPI. Detta gör att för och nackdelar måste vägas mot varandra. En fördel med KPI är att det är väl känt och etablerat som inflationsmått bland ekonomiska aktörer och hos allmänheten. Det är också ett förhållandevis brett prisindex. Att KPI var ett känt och begripligt mått gjorde det extra lämpligt när den nya inflationsmålpolitiken skulle etableras och inflationsförväntningarna stabiliseras.

Kronförsvagningen och risken för inflationsimpulser från importpriserna bidrog till att Riksbanken beslutade att målet skulle gälla först från och med 1995. Därmed undveks en situation där Riksbanken direkt skulle tvingats strama åt penningpolitiken kraftigt för att nå det nya målet, vilket i sin tur hade resulterat i ett onödigt stort fall i produktionen och högre arbetslöshet. Detta visar att Riksbanken redan från början såg att det kunde finnas skäl att tillfälligt avvika från målet.

KPI har den nackdelen att det innehåller information både om den underliggande eller trendmässiga inflationsutvecklingen och om tillfälliga prisrörelser som det ibland är svårt och ibland näst intill omöjligt att påverka. Under de år som inflationsmålet varit i kraft har olika tillfälliga effekter kraftigt påverkat KPI. Det har t.ex. gällt svängningar i ränteutvecklingen, som påverkat egnahemskostnaderna i KPI. Särskilt under 1996-1997 kom KPI att relativt kraftigt underskrida inte bara det uppsatta målet utan också den nedre toleransgränsen.

Det berodde till ganska stor del på att Riksbanken då sänkte räntan kraftigt i syfte att på lite längre sikt säkra att målet uppnåddes.

Riksbanken försökte under perioden 1993-1998 förklara hur effekter av det här slaget skulle hanteras. Politiken upplevdes dock ändå inte av alla som tillräckligt tydlig. Riksbanken utvärderades bl.a. i Riksdagen enbart efter KPI-utfallet trots att penningpolitiken under långa perioder bedrivits utifrån andra mått där tillfälliga effekter rensats bort.

I den bästa av världar skulle man vilja använda ett inflationsmått där alla de effekter man vill bortse ifrån var bortrensade. Problemet är bara att det inte finns något sådant mått som håller i alla väder. Exempelvis kan under vissa omständigheter en skatthöjning behöva rensas bort och betraktas som tillfällig. Men det finns också tillfällen då skatthöjningar bör beaktas när politiken läggs upp eftersom de är en del i inflationsprocessen.

Mot bakgrund av detta klargjorde Riksbanken 1999 att avsikten är att vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle göra tydligt om det i något avseende finns skäl att modifiera den målvariabel som utgör utgångspunkt för politiken. Detta tvingar Riksbanken att systematiskt fundera över om det finns tillfälliga effekter som inte bör beaktas när beslut fattas om reporäntan. Samtidigt blir det lättare att utvärdera penningpolitiken på ett korrekt sätt.

En risk med den här uppläggningen är möjligen att diskussionen ibland kan bli väl teknisk och detaljfokuserad. Ska en viss skatteförändring som påverkar inflationen med en tiondels procentenhet räknas in eller inte i det index vi utgår ifrån? Ständiga mindre justeringar av vår faktiska målvariabel riskerar också att göra oss otydliga, något som i förlängningen riskerar att försvåra granskningen av penningpolitiken.

Uppenbarligen står vi alltså inför avvägningsproblem. Hittills har vi sedan förtydligandet valt att utgå ifrån UNDEX, som till skillnad från KPI exkluderar hushållens boendekostnader samt effekterna av indirekta skatter och subventioner. Vi har kompletterat detta med att kommentera mer utförligt hur vi ser på vissa prisförändringar som skulle kunna betraktas som tillfälliga, t.ex. oljeprisuppgången på senare tid.

Röster har i debatten höjts för att Riksbanken borde bortse från s.k. strukturella effekter, som har prisdämpande verkan. Det skulle t.ex. kunna röra sig om effekter på prisnivå av avregleringar och av den allt hårdare internationella konkurrensen. Det är svårt att se några motiv för detta. Den avgörande frågan är inte om en prisförändring är "strukturell" eller inte utan om den påverkar inflationsutvecklingen på ett mer genomgripande sätt, d.v.s. är en del i inflationsprocessen. Är den det bör den beaktas när politiken läggs upp, vare sig den bidrar till fallande eller stigande inflation. Frågan skulle hamna i ett annat ljus om effekterna i fråga vore tillfälliga och endast skulle påverka prisnivå något enstaka år. Då skulle det kunna finnas argument som talar för att bortse från dem. Men avregleringar och ökad internationell konkurrens är antagligen lika mycket en del i inflationsprocessen nu som höjningar av arbetsgivaravgifter och andra skatter var – men med motsatt förtecken – under 1970- och 1980-talen.

### 3. Varför en handlingsregel?

Riksbanken utformar penningpolitiken på basis av en prognos för inflationsutvecklingen på i första hand ett till två års sikt. Om inflationen, mätt som den årliga förändringen i KPI, förväntas överstiga målet på 2 procent under denna tidshorisont så höjs normalt räntan och vice versa. Tanken bakom denna handlingsregel är;

- att göra politiken mer begriplig
- att ge stadga åt beslutsfattandet internt
- att öka trovärdigheten externt

Denna handlingsregel har varit ett viktigt stöd för Riksbanken under senare år. Penningpolitiken har med dess hjälp blivit tydligare. Regeln har också bidragit till att skärpa analysen och till att diskussionen inom banken blivit mer strukturerad. Klart är emellertid att en enkel regel av detta slag inte kan tillämpas mekaniskt.

En aspekt av betydelse är den *tidshorisont* som regeln siktar in sig på. Riksbankens uppgift är att uppnå högsta möjliga måluppfyllelse – dvs. att säkra en inflation i linje med målet – i all framtid. I praktiken är det också, vilket jag återkommer till, rimligt att Riksbanken beaktar vad som händer med den reala ekonomin och att vi försöker undvika onödiga störningar och fluktuationer i tillväxt och sysselsättning när vi fattar våra beslut.

En anledning till att Riksbanken inte valt en kortare målhorisont är att ränteläget normalt påverkar ekonomin med en viss eftersläpning. Att jag säger "normalt" hänger samman bl.a. med att växelkursen ibland gör att ränteeffekten slår igenom snabbare i ekonomin. Det är också rimligt att förvänta sig att stora räntejusteringar gör att ekonomin påverkas snabbare. Det kan ske tex. genom en påverkan via börsvärdet på hushållens förmögenheter. Att utvecklingen på längre sikt än två år inte fångas inom målhorisonten har att göra bl.a. med att det ofta är svårt att göra prognoser på utvecklingen på längre sikt. Ibland kan dock vissa trender vara ganska tydliga och då bör penningpolitiken beakta detta. Även om det är utvecklingen på ett till två års sikt som vägleder penningpolitiken finns det alltså normalt skäl att ta viss hänsyn till inflationsprognosen såväl för det närmaste året som för tiden bortom styrhorisonten.

Hittills har vi i inflationsrapporterna publicerat detaljerade bedömningar av inflationen på två års sikt. I nästa rapport som kommer i december avser vi ägna ett avsnitt åt en mer allmän beskrivning av inflationsperspektiven också 2-3 år framåt. Ambitionen är att bidra till en bättre diskussion om de avvägningar vi står inför.

En annan viktig fråga är *hur strikt* regeln ska tolkas. Denna fråga har många dimensioner. En har att göra med om penningpolitiken ska beakta annat än bara inflationen, t.ex. den reala utvecklingen i ekonomin eller riskerna för att problem uppstår som kan hota den finansiella stabiliteten i ekonomin. Jag återkommer till detta strax. En annan har att göra med valet av tidpunkt för en räntejustering.

Självklart vägleds politiken i huvudsak av inflationsprognosen. Men på marginalen kan det finnas utrymme för andra överväganden. Normalt handlar det

då om att vidta en åtgärd lite tidigare eller senare än vad som kanske annars skulle skett. Syftet kan tex. vara att en säkra att en åtgärd tas väl emot på de finansiella marknaderna. Vid andra tillfällen har vi för att undvika onödiga konflikter och diskussioner i samhället varit noga med att förbereda allmänheten på kommande beslut. När vi höjde räntan 1997 påverkades tidpunkten för beslutet av en strävan att vara tydliga inför de avtalsförhandlingar som drogs igång.

#### **4. Bör vi ta hänsyn till produktion och sysselsättning?**

Riksbanken har prisstabilitet som mål för sin politik. Inom ramen för detta bör vi enligt förarbetena till riksbankslagen också sträva efter att uppfylla övriga av Riksdagen fastlagda mål för den ekonomiska politiken, t.ex. en gynnsam tillväxt och sysselsättningsutveckling.

En orsak till att vi bör fokusera på att hålla inflationen nere är att det mesta tyder på att låg inflation är en förutsättning för en i längden gynnsam och stabil tillväxt- och sysselsättningsutveckling. Därmed är det också det bästa bidraget som penningpolitiken kan ge till bekämpningen av arbetslösheten.

Genom att stimulera efterfrågan, även om det riskerar att medföra högre inflation, är det möjligt att på kort sikt öka sysselsättningen. Men att utnyttja detta kortsiktiga utbytesförhållande har sina risker, det visar inte minst de erfarenheter jag nämnde tidigare från 1970- och 80-talen. Och blotta oron för att politiken ges en alltför expansiv inriktning, som riskerar att leda till att inflationen skjuter fart kan pressa upp räntorna i ett land och resultera i en sämre tillväxt och sysselsättningsutveckling. Därför är det avgörande för penningpolitiken att tilltron till låginflationsregimen är hög.

Inflationsmålets konstruktion innebär i sig att en viss typ av konjunkturhänsyn tas. En svagare tillväxt, som skapar överskottskapacitet i ekonomin, innebär normalt att inflationstrycket från efterfrågesidan avtar. Det skapar i sin tur utrymme för en mer expansiv penningpolitik - räntan sänks och efterfrågan stimuleras. Omvänt innebär en alltför hög efterfrågan att produktionskapaciteten riskerar att slå i taket. Priser och löner pressas då upp. För att förhindra detta måste penningpolitiken stramas åt och räntan höjas. På så vis bidrar Riksbanken normalt sett löpande till att stabilisera ekonomin när vi arbetar med att uppnå vårt inflationsmål.

Det finns dock situationer när detta samband inte gäller. Ett sådant exempel är när inflationen har sitt ursprung i ekonomins utbudssida. Det kan t.ex. röra sig om en isolerad, enstaka oljeprisstegring som driver upp priserna. Det kan då vara motiverat att acceptera en tillfällig uppgång i prisnivå och att avstå från att snabbt agera för att pressa ned inflationen. Därmed kan man undvika onödiga svängningar i den reala ekonomin. Mot denna bakgrund har Riksbanken också - som jag var inne på tidigare - klargjort att det ibland inte är önskvärt att omedelbart och fullt ut försöka motverka en uppgång eller nedgång i inflationen om denna bedöms var tillfällig.

Dessa förtydliganden visar att när vi bedriver penningpolitik så tar vi faktiskt också direkt hänsyn till konsekvenserna för den reala ekonomin. Samtidigt är det viktigt att understryka att en förutsättning för att kunna ta denna typ av hänsyn är att det finns en grundläggande tilltro till penningpolitiken, att ekonomins olika

aktörer utgår ifrån och räknar med att vi uppnår vårt inflationsmål, om inte omedelbart så i varje fall inom en snar framtid.

På senare tid har frågan om vi inte borde höja räntan redan nu – trots att inflationsmålet inte förefaller hotat på två års sikt – diskuterats bland ekonomer och i den allmänna debatten. Genom en höjning, menar de, skulle vi kunna undvika att obalanser byggs upp som på längre sikt skulle kunna tvinga oss till en brandkårsutryckning med reporäntan, vilken i sin tur skulle kunna utsätta den reala ekonomin för stora påfrestningar.

Jag har inget principiellt att invända mot detta synsätt. Visst kan vi ta hänsyn av det här slaget inom ramen för vårt tänkande. Men det är viktigt att vara tydlig om vilka obalanser man skjuter in sig på och vilka effekter på den reala ekonomin som dessa skulle kunna orsaka. Det är också viktigt att komma ihåg att handlingsregeln med en tvåårshorisont normalt sett bör ge oss tillräcklig tid för att reagera.

Att tvingas konfrontera sina observationer och bedömningar med en handlingsregel har enligt min uppfattning bidragit till att skärpa Riksbankens tänkande i dessa frågor. Till slut när beslut ska tas är det naturligtvis en fråga om att väga olika risker mot varandra.

### **5. Bör vi ta hänsyn till riskerna för finansiell instabilitet?**

Riksbanken har ett lagstadgat mål att ta ansvar för betalningssystemet. Det innebär att vi ska övervaka den finansiella stabiliteten och ta hänsyn till den i vår politik. Men det finns också, som jag var inne på, en indirekt effekt av finansiella obalanser på den ekonomiska utvecklingen i stort.

En omfattande akademisk litteratur på området har vuxit fram på senare år. Den finansiella sektorn spelar en allt viktigare roll i samhällsekonomin. Och finansmarknaden är idag global vilket gör att horisonten måste vidgas. Något som framgick av Asienkrisen.

Det är rimligt att anta att stabila priser minskar risken för finansiella obalanser. Lägre inflation minskar risken för att ekonomins aktörer ska feltolka priser och därmed göra felinvesteringar. Under 1980-talet uppstod en spekulationskarusell på fastighetsmarknaden bland annat p.g.a. av de felaktiga signaler som höginflationsekonomin sände ut.

En gynnsam konjunkturutveckling som går hand i hand med en stark kreditexpansion, där människor lånar pengar i hopp om att göra snabba klipp, riskerar att leda till att finansiella bubblor uppstår. Vi har genom åren sett tydliga bevis på detta när förväntningarna på exempelvis börsen eller på fastighetsmarknaden varit högt uppdrivna. Priserna blir till slut svåra att motivera utifrån fundamentala ekonomiska faktorer. Inslag av detta har det funnits under senare år bl.a. i den amerikanska utvecklingen.

En fråga handlar om huruvida centralbankerna bör ta hänsyn till tillgångspriser när de sätter sina räntor. Utgångspunkten är i detta fall att *tillgångspriserna kan tänkas påverka* inflationsutvecklingen. Om hushållen blivit rikare, t ex tack vare stigande aktiepriser så finns det skäl att tro att det påverkar konsumtionen och därmed den allmänna efterfrågan och prisutvecklingen. Till bilden hör också

tydliga förväntningseffekter. Stigande aktiepriser kan spegla en förväntan om varaktigt högre avkastning i företagen vilket spiller över i högre förväntningar om livsinkomster. En på det här viset kraftigt ökad tro på framtiden kan få betydande effekt på efterfrågan. På samma vis påverkas kanske företagets investeringsvilja av en aktieprisuppgång. Detta beaktar Riksbanken så gott det går i inflationsbedömningarna. När det gäller att förstå hur de här sambanden ser ut finns det dock mycket att göra såväl teoretiskt som empiriskt. Det pågår också en livlig diskussion både inom Riksbanken och bland de som granskar oss om vad en viss utveckling för tillgångspriserna bör betyda för penningpolitiken.

Enigheten är ännu mindre när det gäller frågan om centralbanker bör inrikta politiken så att den får en *direkt effekt* på *tillgångsprisernas utveckling*. Genast aktualiseras då frågan om när en tillgångsmarknad ska anses vara övervärderad – vilket förstås inte är lätt att avgöra. Nästa fråga är hur man – om man ingriper – ska kunna säkra att bubblan pysar ut i ordnade former. Ofta räcker det att nämna dessa båda problem för att bedömare i centralbanksvärlden ska landa i slutsatsen att man inte bör ingripa.

För min del skulle jag i varje fall vilja nyansera detta resonemang något. Riksbanken som institution har ett lagstiftat ansvar för betalningsväsendet och den finansiella stabiliteten. Vi har dessutom självfallet prisstabilitet som mål. Om dessa mål är säkrade bör vi eftersträva att stödja också övriga mål för den ekonomiska politiken t.ex. hög tillväxt och sysselsättning. Vi bör alltså t.ex. bemöda oss om att undvika onödiga variationer i produktions- och sysselsättningsutvecklingen.

Om vi ser vad vi bedömer vara finansiella obalanser byggas upp och vi tror att dessa på sikt kan utgöra ett hot mot en stabil utveckling i ekonomin - även om vi inte ser ett direkt hot mot inflationsmålet – menar jag att det i varje fall rent principiellt finns argument för oss att agera med reporäntan. I praktiken ligger svårigheterna i att avgöra när ett ingripande är motiverat. I någon mån underlättas detta av att riskerna normalt mer hänger samman med att kreditvolymen i ekonomin expanderar än med tillgångsprisernas utveckling i sig.

Avslutningsvis ska jag säga att Riksbanken arbetat mycket med dessa frågor under senare år. Vi publicerar bl.a. två gånger per år en rapport om den finansiella stabiliteten i den svenska ekonomin. Med dessa rapporter vill vi lyfta fram risker vi identifierat och därmed bidra till att skapa förutsättningar för att de kan korrigeras. Riksbanken kan också med utgångspunkt från de bedömningar vi gör föreslå ändringar i regelverk och lagar för att därigenom påverka utvecklingen.

## **6. Varför ska vi vara tydliga?**

Riksbankens sätt att arbeta med inflationsmål har utvecklats genom åren. Beslutet om att ha ett inflationsmål togs 1993. Ganska snabbt publicerades indikatorer på inflationsutvecklingen. Några år senare publicerades sammanhållna inflationsbedömningar och så småningom även inflationsprognoser. Till detta lades en handlingsregel med en målhorisont och förtydliganden avseende penningpolitikens uppläggning vid förekomsten av olika störningar.

Utvecklingen framöver kommer säkert att ställa nya krav på preciseringar. Vid nästan varje nytt beslutstillfälle tvingas vi värdera ny information rörande bl.a.



olja priser, skatter och prisutvecklingen mot den tanken att vi gradvis byggt upp. Som jag nämnde tidigare avser vi att i nästa inflationsrapport föra resonemang om inflationen också på lite längre sikt. Vi funderar också på att publicera sannolikhetsbedömningar inte bara för den prognosticerade inflationsutvecklingen utan också för tillväxtprognosen.

Det finns ett antal fördelar med den uppläggning vi valt. Genom att publicera bedömningar av inflationen tvingas vi systematiskt väga in all relevant information som rör prisutvecklingen framöver. Det sker i interna processer där våra medarbetare inledningsvis spelar en avgörande roll och där direktionen därefter fritt diskuterar de underlag som tagits fram. Det finns flera bra skäl till varför Riksbanken bör vara öppen. Det tvingar oss som jag tidigare varit inne på att *skärpa vår analys*. Det gör det också *lättare att följa* vad vi gör och att utkräva ansvar i olika former.

Då och då framförs i den allmänna diskussionen tanken att vi är för bundna av de principer vi lagt fast. Jag hoppas att det jag tidigare sagt visar att så inte är fallet. Visst kan vi förlänga vår målhorisont, beakta riskerna för problem i den finansiella sektorn eller agera tidigt för att undvika en kraftig sänkning av ekonomin längre fram i tiden. Men det krav vi ställer på oss är att vi då ska ha goda och tydliga argument för vårt agerande som verkligen tål dagens ljus.

Jag möts ibland av uppmaningar om vi ska vara mer pragmatiska och inte så bundna av vår tanken. Ofta lyfts den amerikanska centralbanken fram som förebild. Det är lite överraskande, framför allt eftersom diskussionen i akademiska kretsar i USA är den motsatta, dvs. att man kanske borde ha ett tydligare prisstabilitetsmål. Bakgrund är att den nuvarande politiken är så starkt förknippad med en enda person – Alan Greenspan – och det finns en oro kring vad som händer efter honom.

I grunden tycker jag nog att den här typen av förslag om en mer pragmatisk politik är aningslösa. Mindre tydliga principer för politiken i kombination med en minskad öppenhet kring exempelvis beslutsunderlag garanterar ingalunda att politiken i det långa loppet blir framgångsrik. Många års erfarenhet av ekonomisk-politiskt beslutsfattande säger mig att det lika gärna kan bli det motsatta. Bland det viktigaste man kan göra i denna typ av arbeten är att försöka bygga upp tydliga processer som bidrar till att beslutsunderlag baserade på god ekonomisk analys tas fram på ett systematiskt sätt och att dessa underlag utsätts för en så bred granskning som möjligt. Då finns det i alla fall förutsättningar för ett konsistent och klokt beslutsfattande. Detta är i sin tur grunden för all trovärdighet också i penningpolitiken.

Dessutom tycker jag att beslutsfattandet ska ske på ett sätt som bidrar till insyn och som ger goda möjligheter till utvärdering och till att utkräva ansvar. Det tycker jag är krav som det svenska folket ska kunna ställa på en institution som givits en så självständig och stark ställning som Riksbanken.

### **Den aktuella penningpolitiken**

Låt mig avslutningsvis också säga några ord om min syn på den ekonomiska utvecklingen just nu och vad den kan betyda för penningpolitiken.

Riksbanken har under ett par år haft anledning att räkna med en starkare konjunktur. Efterfrågetillväxten framöver har bedömts vara högre än vad ekonomin långsiktigt klarar av utan att inflationen tar fart. Men hittills har prisutvecklingen – inte minst i den inhemska ekonomin – varit lägre än vad vi väntat oss, trots att våra prognoser varit lägre än flertalet andra bedömares.

Några saker har inträffat på senare tid:

En är att aktiekurserna fallit rejält. Hittills framstår emellertid denna utveckling mer som en önskvärd normalisering av priserna än som en, från konjunktursynpunkt, farlig nedgång.

Vidare blir signalerna allt fler om att den kraftiga produktions- och sysselsättningsökning som skett under senare håller på att bromsas upp något. Detta är dock, i varje fall än så länge, i huvudsak i linje med vår tidigare bedömning.

Slutligen har det kommit information rörande löneförhandlingarna som är av blandad karaktär. Löneutfallet för innevarande år snarast något lägre än väntat. Samtidigt framstår flera av de bud som lagts fram som aningen höga i relation till inflationsmålet. Detta gäller särskilt om man beaktar risken för löneglidning framöver på en allt starkare arbetsmarknad.

Det här är frågor som vi får fundera över i Riksbanken inför nästa inflationsrapport och penningpolitiska möte i december. För egen del ser jag dock ingen anledning att nu påtagligt ändra på den bedömning som jag gjorde i oktober, nämligen att det är troligt att vi framöver kommer att behöva höja reporäntan för att säkra en fortsatt god och stabil utveckling med låg inflation och växande produktion.