

# Anförande

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten

---

ONSDAG DEN 5 SEPTEMBER 2001

## Kronan och penningpolitiken

Seminarium, Crédit Agricole Indosuez

Kronan har försvagats kraftigt det senaste året. Försvagningen har varit överraskande både för oss i Riksbanken och för övriga aktörer på valutamarknaden. Kronan spelar en viktig roll i våra bedömningar av den framtida inflationen och påverkar därför också inriktningen på penningpolitiken. Att Riksbanken, för första gången på flera år, intervenerat i valutamarknaden har också bidragit till ett ökat fokus på växelkursen under senare tid.

Idag tänker jag inledningsvis försöka klargöra vilken roll kronan spelar i den penningpolitiska tanken som Riksbanken arbetar med. För att kunna bedriva inflationsmålpolitik måste vi göra prognoser för växelkursen. Det är ingen enkel uppgift och det är temat för de följande avsnitten. I detta sammanhang ska jag också säga något om hur Riksbanken ser på kronans långsiktiga reala jämviktskurs och utvecklingen det senaste året. Ytterligare en fråga som jag avser beröra är hur växelkursförändringar slår igenom i inflationen. Innan jag rundar av kommer jag att säga några ord om interventioner och öppenhet, en fråga som aktualiserats i debatten sedan vi tog vårt beslut i juni.

### **En förändrad roll för kronan under 1990-talet**

Sedan den fasta växelkursen övergavs har Riksbanken inte haft något mål för kronkursens nivå. Det primära för penningpolitikens uppläggning är hur inflationsutsikterna förhåller sig till inflationsmålet på 2 procent. Men växelkursen är självklart en viktig faktor i Riksbankens inflationsbedömning.

Växelkursen påverkar inflationen direkt och normalt förhållandevis snabbt via priserna på importerade varor och tjänster i producent- och konsumentledet.

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

Indirekt och oftast med en längre fördröjning påverkar växelkursen inflationstrycket via effekter på aktivitetsnivån. En svagare krona betyder, allt annat lika, större efterfrågan på svenska varor och tjänster, vilket i sin tur leder till att resursutnyttjandet stiger. Indirekt kan växelkursen också påverka inflationsförväntningarna och därmed i första hand företagens prissättning.

Riksbankens syn på växelkursen och inflationen har gradvis förändrats sedan inflationsmålet infördes. Under de första åren med rörlig växelkurs påverkades penningpolitiken i praktiken en hel del av kortsiktiga svängningar i kronans värde. Senare har fokus förskjutits och nu är det tydligare att det är hela banan för växelkursutvecklingen och inflationen de närmaste åren som ligger till grund för penningpolitiken. Hur penningpolitiken ska reagera på en förändring i kronkursen beror bl.a. på vad som förorsakat den, hur långvarig den bedöms bli och hur ekonomin i övrigt ser ut. Förändringar av kronkursen kan aldrig ses som en isolerad händelse och de penningpolitiska reaktionerna kan inte heller vara mekaniska. Om försvagningen beror på en internationell konjunkturedgång blir konsekvenserna för penningpolitiken exempelvis annorlunda än om deprecieringen har sin grund i en misstro mot den ekonomiska politiken i Sverige.

Situationen i början av juni i år kan fungera som en illustration. Det var inte det faktum att kronan var undervärderad som isolerat utgjorde problemet. Det hade den varit länge om än inte fullt så dramatiskt. Att läget var tillräckligt allvarligt för att vi skulle anse det motiverat att agera berodde på en rad samverkande faktorer. Kronförsvagningen skedde mycket snabbt och utan att det tillkommit någon ny information som motiverade en så kraftig rörelse. Den bidrog därmed till att den framtida relativt optimistiska kronbana som legat till grund för penningpolitiken framstod som mindre realistisk. Att deprecieringen kom samtidigt som det skett en betydande prisuppgång var särskilt problematiskt, eftersom det ökade risken för att inflationsförväntningarna skulle ställa in sig på en prisstegringstakt som översteg Riksbankens mål. Bakom uppgången av inflationen låg dels händelser av tillfällig karaktär, dels ett fortsatt högt resursutnyttjande.

### **Svårt att göra växelkursprognoser**

Bedömningen av växelkursutvecklingen de närmaste två åren är alltså viktig för penningpolitiken. Hur bör man då gå tillväga när man ska göra en bedömning av växelkursen flera år fram i tiden? Bland de centralbanker som arbetar med inflationsmål förefaller det finnas tre huvudsakliga tillvägagångssätt.

- En möjlighet är att anta att kursen förblir oförändrad under prognosperioden, att ta *stopp-kursen* helt enkelt. Denna metod är dock förenad med flera problem. Eftersom växelkursantagandena betyder en hel del för inflationsprognosen och växelkursen ibland svänger snabbt kan resultatet bli tvära kast i inflationsbedömningen och därmed i reporäntan. Ett annat problem är att man utsätter sig för risken att hamna i spelsituationer med marknaden. Det finns alltså goda skäl att frånga ett mer kortsiktigt reaktionsmönster. Generellt sett är detta också vad andra centralbanker med inflationsmål har gjort även om det tagit olika lång tid.

- En annan möjlighet är att göra en prognos baserad på den prissättning som sker på marknaden eller på andra bedömningar av vad *marknadens aktörer* tror. Detta är en metod som flera centralbanker tillämpar. Riskerna med snabba kast och med spelsituationer finns också här, men de är mindre. Ett annat problem med denna metod är att de sätt på vilka förväntningarna mäts kan ge olika resultat. Samtidigt har denna metod fördelen att den antagligen av marknadens aktörer uppfattas som den mest trovärdiga, det är ju då deras egen bedömning man tar!
- Vi har valt en tredje möjlighet, att själva så gott det går göra *en egen bedömning*. I detta arbete är naturligtvis utgångsläget – stopp-kursen – en viktig startpunkt. En annan är marknadens bedömningar. Till detta lägger vi övrig information vi kan tänkas ha, inte minst om vad som kan tänkas vara en mer fundamentalt motiverad växelkurs.

Vilken av dessa metoder som vore den bästa, om vi kunde bortse från spelsituationsargumentet och risken för ryckighet, är inte självklar. Själv tycker jag att det är svårt att se varför vi i detta avseende skulle behandla kronan annorlunda än andra prognosvariabler. Normalt försöker vi alltid beakta all den information vi kan tänkas ha om en viss variabel. Det verkar vara rimligt också i detta fall. En annan sak är att det när det gäller nästan alla prognosvariabler – och särskilt när det gäller växelkursen -finns en betydande osäkerhet. Mot denna bakgrund tar vi fram en riskbedömning. Det är sedan den samlade bedömningen, inklusive en värdering av de olika riskerna, som får styra politiken.

### **Teorier bakom växelkursen**

Ingenting är mer praktiskt när man ska utforma ekonomisk politik än en god teori brukar det heta. Problemet är bara att de teorier som finns för växelkursbestämning inte visat sig särskilt framgångsrika vare sig när det gäller att förklara eller prognosticera kronans och andra valutors rörelser under senare år.

En grundläggande svårighet med teorier för växelkursens bestämning är att växelkursen är ett nominellt pris. Ekonomisk analys är uppbyggd för att förklara relativpriser. Av den anledningen handlar mycket av växelkursanalysen om s.k. reala växelkurser. De definieras i princip som den mängd varor som måste uppges i ett land för att erhålla en viss mängd varor från utlandet. Vanligen uttrycks täljaren i ett sådant uttryck för den reala växelkursen som produkten mellan den nominella växelkursen och ett lämpligt prisindex i utländsk valuta och nämnaren som ett lämpligt inhemskt prisindex.

En vanlig utgångspunkt är att den reala växelkursen är konstant. Med jämvikt menas att det råder intern balans med full sysselsättning och extern balans med oförändrad utlandsskuld. Med en fixerad real jämviktsväxelkurs kommer den nominella växelkursen att på sikt bestämmas av den relativa inflationsutvecklingen mellan hemlandet och utlandet. Om inflationen blir högre än i omvärlden kommer den nominella växelkursen att på sikt depreciera för att den reala skall vara konstant. Det här är den s.k. köpkraftsparitetsteorin. Även om denna teori är den vanligaste utgångspunkten för en bestämning av växelkursen på längre sikt är

det välkänt att den ger ganska dåligt förklaringsvärde när det gäller nominella växelkurser på både kort och medellång sikt.

I praktiken finns det många olika faktorer som kan påverka den reala jämviktskursen. Två av dessa framstår som särskilt naturliga:

*”Terms of trade”*: Föreställ er att Sverige exporterar bilar och importerar vin från utlandet. Om ”terms of trade” försämras innebär det att priset på bilar faller i förhållande till priset på vin uttryckt i en gemensam valuta. Den reala växelkursen måste då försvagas så att landet kan sälja fler bilar för att kunna köpa samma kvantitet vin, dvs. för att bibehålla bytesbalanssaldot.

*Produktivitetstillväxt*: Föreställ er nu istället att Sverige blir effektivare på att producera bilar. Det kan ta sig i uttryck i en kvalitetsförbättring givet samma resursinsats och givet priset i inhemsk valuta. Då blir det möjligt att ta ut ett högre pris för de svenska bilarna på världsmarknaden, den reala växelkursen kan appreciera. I praktiken brukar en hög produktivitetstillväxt ofta gå hand i hand med en högre potentiell BNP-tillväxt. Man kan därför förvänta sig att ett land som har högre tillväxt än i omvärlden kommer att ha en trendmässigt apprecierande real växelkurs. Teorin är dock inte entydig på denna punkt. Det finns resonemang kring produktiviteten som leder i motsatt riktning.

Ytterligare en faktor som är nära relaterad till den reala växelkursen är *bytesbalansen*. Ett land med underskott i bytesbalansen kommer att få en växande utlandsskuld. Det medför ökande räntebetalningar. Den reala växelkursen måste då försvagas för att landet ska kunna öka sin export tillräckligt för att kunna finansiera räntebetalningarna.

Vid sidan om de här mer fundamentala förklaringarna relaterade till köpkraftsparitetsteorin finns det många som mer eller mindre tydligt tar sin utgångspunkt i de flöden som sker på valutamarknaden. Den nominella växelkursen är priset på en valuta och detta pris i likhet med priset på andra varor påverkas naturligtvis periodvis av mer eller mindre tillfälliga variationer i efterfrågan och utbud. Det är denna typ av förklaringar som brukar dominera bland marknadsaktörerna när det gäller att förklara kortsiktiga fluktuationer i valutakursen.

Den antagligen mest generella flödesrelaterade förklaringen är *korträntedifferensen*. Enligt läroboken påverkas valutaflöden mellan länder och nominella växelkurser av skillnader i nuvarande och förväntad penningpolitik. Denna variabel har antagligen ett mindre förklaringsvärde idag, när penningpolitiken i hela industrivärlden är inriktad på prisstabilitet och inflation och räntor därför tenderar att avvika allt mindre mellan länder.

En annan faktor som från tid till annan spelat stor roll för nominella växelkurser är det *statsfinansiella läget*. En hög och växande statsskuld har skapat förväntningar om betalningsinställelse eller en omläggning av penningpolitiken i mer inflationistisk riktning. Detta har i sin tur medfört ett fall i växelkursen.

### Den svenska bilden

Sammantaget har kronan i nominella termer försvagats med så mycket som 90 procent sedan 1975. Men av detta kan i varje fall hälften förklaras med att inflationen varit högre i Sverige. Här har det skett en helt avgörande förändring, vår politik har nu samma inriktning på prisstabilitet som omvärldens.

Återstår att förklara är den reala deprecieringen på ungefär 40 procent. Det arbete som vi bedrivit i Riksbanken tyder på att försämrade "terms of trade", en svag BNP- och produktivitetstillväxt i förhållande till utlandet samt en ökning av utlandsskulden kan förklara huvuddelen av försvagningen av den reala växelkursen under 1970- och 1980-talet. Enligt en av de modeller vi använt beror försvagningen till ca.  $\frac{3}{4}$ -delar på en relativt sämre tillväxt i Sverige än i omvärlden och till ca.  $\frac{1}{4}$ -del på försämrade "terms of trade".

Utvecklingen under 1990-talet ter sig dock annorlunda. Varken produktivitet- eller BNP-tillväxten har under det senaste decenniet efter vad vi nu vet varit sämre än omvärldens (Fig. 1). Också i detta avseende verkar det alltså ha skett en förändring till det bättre. Det är bl.a. mot denna bakgrund som det är förvånande att kronan fortsatt vara så svag som den i genomsnitt varit under senare delen av 1990-talet.

I diskussionen om kronan på marknaden, i media etc. ägnas ofta stort utrymme åt flöden av olika karaktär. Denna diskussion är inte sällan missvisande.

Ett skäl till detta är att det inte är enskilda flöden utan den samlade bilden inklusive alla flöden, olika valutastrategier etc. som avgör utvecklingen. Till bilden hör att vi vet ganska lite om i vilken utsträckning ekonomins aktörer tar växelkurspositioner när de köper och säljer värdepapper av olika slag. Vi vet också från finansiell teori att det ofta sker stora kast i finansiella priser utan att detta behöver vara förknippat med stora flöden.

När det gäller utvecklingen under senare delen av 1990-talet finns det inte skäl att tro att oro för statsfinanserna varit en avgörande faktor. Inte heller är det troligt att skillnaden i de korta räntorna spelat någon större roll, även om en effekt periodvis inte kan uteslutas.

I den senaste tidens diskussion har en del mer specifika flöden lyfts fram. Exempelvis har det under fjolåret periodvis förelegat en ganska nära relation mellan Stockholmsbörsens och kronans utveckling. Det förefaller som om kronan tenderat att falla när utländska *placerare har lämnat börsen*. Samma effekt har de omfattande *köp* som svenskar genomfört *av utländska värdepapper* haft. Detta har på senare tid skett bl.a. till följd av de möjligheter som öppnats inom det nya pensionssystemets ram. I sammanhanget förhållandevis små utflöden har också orsakats av statsmakterna när de gradvis *betalat tillbaka* på den *utlandsskuld* staten har. Antagligen har köpen av kronor också minskat både till följd av att *exportintäkterna* under innevarande år *har gått ner* rejält i flera stora företag och av att storföretagen *ökat* den del av sin kassa som de hållit på *valutakonton*.

Kronan har under senare år också tenderat att drabbas *när oron tilltagit* på de internationella finansiella marknaderna. Detta var framförallt påtagligt under den finansiella krisen hösten 1998. Det förefaller vara en följd av att riskaptiten då allmänt avtar i större finansiella metropoler som New York och London. Pengar

flyter då från de länder vars ekonomier och valutor tenderat att ”ta stryk” tidigare i liknande lägen och Sverige befinner sig tyvärr sedan krisen i början av 1990-talet i denna kategori trots att det inte är motiverat utifrån den nuvarande makroekonomiska situationen.

Slutligen måste den *generellt starkare dollarn* nämnas som en delförklaring till den svaga kronan. Många ekonomer menar att dollarstyrkan inte kan förklaras med konventionell ekonomisk teori och att dollarn är kraftigt övervärderad. I denna miljö har kronan liksom de flesta andra valutor inom OECD-länderna försvagats mot den amerikanska valutan.

Ett problem med förklaringar av det här slaget är att de kommer och går. Det är också ofta lätt att påvisa att de inte är generellt giltiga. Vid samma tidpunkt förklaras fallet i ett lands valuta med ett stort råvaruberoende och i ett annat land med motsatsen t.ex. en stor IT-sektor. Medan kronan har fallit med börserna på senare tid har både schweizerfrancen och det brittiska pundet apprecierat o.s.v. Förklaringarnas värde i prognossammanhang är därför litet.

Mot denna bakgrund har vi tyckt att det funnits goda skäl att fästa ett stort avseende vid de bedömningar som finns av det mer fundamentala värdet på kronan. Det är också detta som många andra bedömare synes göra när de på lite längre sikt ser en kronförstärkning framför sig. Det är helt enkelt osannolikt att Sverige i längden ska ha stora överskott i handeln och till följd av en för lågt värderad växelkurs också mer lönsamma företag än i omvärlden, utan att de tillfälliga flöden som gått emot kronan på senare tid ska vända. I prognossammanhang och när vi bestämmer penningpolitiken får vi som jag var inne på tidigare komplettera denna bedömning med riskscenarier, där flera risker, däribland att kronan kan bli svagare än i huvudscenariot, vägs mot varandra.

### **Minskat genomslag på konsumentpriserna**

Vårt intresse för växelkursen beror alltså på att den påverkar inflationen. Sedan 1993 har vi haft förhållandevis kraftiga växelkursrörelser, men effekterna på prisutvecklingen har blivit mindre än väntade.

Priset på importerade varor i konsumentledet beror på en rad faktorer. Vid sidan av växelkursförändringar spelar det också roll bl.a. hur priserna på världsmarknaden utvecklas och hur resursutnyttjandet ser ut i Sverige. Att det inhemska resursutnyttjandet spelar roll beror bl.a. på att de flesta importerade varor hanteras och förädlas i olika led i Sverige innan de når konsumenterna och på att det allmänt sett är svårare att höja priserna när efterfrågan är låg.

När vi ser tillbaka på utvecklingen under 1990-talet för att dra slutsatser inför framtiden är det viktigt att väga in alla dessa faktorer. Låt mig ta ett par exempel.

Den förhållandevis lågt värderade kronan under 1994 och en stor del av 1995 medförde en uppgång i importpriserna. Genomslaget i konsumentledet blev dock lägre än Riksbanken räknat med. En förklaring var att kapacitetsutnyttjandet blev lägre än Riksbanken räknat med både därför att det överskattats från början och därför att efterfrågeutvecklingen bl.a. till följd av de genomförda räntehöjningarna

blev svagare. En annan förklaring var att det skedde en kraftig appreciering under slutet av 1995.

Även vid Rysslandskrisen 1998 försvagades kronan. Som mest hade den deprecierat med ca 10 procent jämfört med samma period året innan. Trots det steg inte importpriserna. Under en bra bit in i 1999 hade vi t.o.m. fallande importpriser. Till stor del var detta ett resultat av att krisen utlöste ett av de största prisfallen på råvarumarknaderna, med oljepriser ner mot 10 USD/per fat, som vi upplevt i modern tid. De internationella exportpriserna, våra importpriser, föll därmed kraftigt.

En faktor som kan ha bidragit till att växelkursgenomslaget på konsumentpriserna blev mindre efter Asien- och Rysslandskriserna är att importörerna sökt sig bort från en del av våra traditionella handelspartners i t.ex. USA till förmån för länder med valutor som inte apprecierat mot kronan. Vår import från bl.a. de forna östländerna och Sydostasien har exempelvis ökat kraftigt bara sedan 1995.

Eftersom TCW-indexet mäter växelkursen i förhållande till de viktigaste industriländerna och viktas utifrån import- och exportandelarna från 1989-90 kan kronförsvagningen som uppkom vid Asien- och Rysslandskriserna ha överskattats. För att belysa detta resonemang har vi konstruerat ett preliminärt enkelt bredare importviktat index som innehåller 44 länder. Även om dessa beräkningar tyder på att kronan varit svag 1998 och 1999, så var den inte så svag som TCW-indexet indikerat. En förklaring till att krongenomslaget i konsumentledet blev lägre än väntat kan vara att sammansättningen av importen förändrades.

Det finns emellertid också skäl att tro att det direkta genomslaget från kronan på inflationen har minskat. Enkla skattningar tyder på en markant nedgång vid början av 1990-talet och även därefter förefaller det ha skett en viss nedgång (Fig. 2). Till detta kan det finnas flera samverkande faktorer:

- Försvagningar och förstärkningar av växelkursen kan nu uppfattas som mer temporära, medan de devalveringar som genomförs under fast växelkurs uppfattades som permanenta. Uppfattar importörerna en prisförändring som tillfällig torde de vara mer benägna att låta växelkursförändringarna påverka vinstmarginalen. Det finns vissa preliminära studier som antyder att så skulle kunna vara fallet.
- En allmänt ökad tilltro till låginflationsregimen kan också ha bidragit till att minska växelkursens genomslag på inflationen. Med mer stabila förväntningar om den framtida inflationen borde priserna bli mer trögrörliga.
- Under 1990-talet har det också skett en allmän skärpning av konkurrensen i svensk ekonomi till följd av bl.a. medlemskapet i EU, en fortsatt reduktion av tullar och andra handelshinder samt inhemska avregleringar. I samma riktning har ökad IT-handel och tillkomsten av nya lågkostnadsproducenter verkat. Även om denna typ av förändringar är av engångskaraktär har de påverkat marknaden för marknaden under det senaste decenniet och därmed antagligen fått en mer utdragen effekt på den aggregerade prisutvecklingen.

Slutsatsen av dessa resonemang är att genomslaget från växelkursen på konsumentpriserna sannolikt har minskat. Samtidigt finns det skäl att inte övertolka denna tendens och ta för givet att den är permanent. Andra faktorer än just förändrat genomslag för växelkursen har periodvis - som vi sett - påtagligt bidragit till att prisstegringstakten på importerade konsumtionsvaror varit återhållen. I ett läge där resursutnyttjandet är högt, där en växelkursförsvagning inte längre uppfattas som temporär och där gynnsamma engångseffekter klingat av kan kronförändringar få ett större genomslag än vi sett under senare år.

### **Valutainterventioner och öppenhet**

Låt mig innan jag avslutar denna framställning också säga några ord med anledning av den diskussion som blossat upp kring öppenheten i samband med de valutainterventioner som Riksbanken vidtog i juni.

Först vill jag understryka att vi under ett antal år nu lagt ner mycket möda på att vara så öppna och tydliga som det går i penningpolitiken. Jag tror mig med gott samvete kunna hävda att vi under de senaste fem åren blivit en av världens mest öppna centralbanker. Det som skett i detta avseende är en mindre kulturrevolution. Det senaste steget var när vi våren 1999 börja publicera protokoll från den då ny tillträdde direktionens möten. Öppenheten och tydligheten har som jag i andra sammanhang varit inne på, flera syften. Den kan öka penningpolitikens trovärdighet och dess förankring i samhället. Den leder också till en större förutsägbarhet och har enligt min bedömning också påverkat det interna livet och effektiviteten i Riksbanken positivt.

I största möjliga utsträckning bör vi naturligtvis också vara öppna och tydliga när det gäller interventioner på valutamarknaderna. Argumenten om trovärdighet och legitimitet gäller även i detta fall. Det finns också skäl att tro att interventioner blir mer framgångsrika om de tolkas som penningpolitiska signaler och därmed ger information om hur centralbanken bedömer utsikterna för prisstegringstakten och därmed den framtida banan för styrräntan. När Riksbanken intervenerade i juni bemödade vi oss om att visa att vi såg åtgärden som en del av penningpolitiken. Åtgärden aviserades och kommunicerades i tal av Urban Bäckström och mig. Därtill presenterade direktionen ett pressmeddelande vid den första interventionen och Urban Bäckström deltog dessutom i en radiointervju där frågan ägnades en hel del utrymme.

Graden av öppenhet var också betydande i så måtto att vi uppgav för våra motparter att vi genomförde interventioner och även bekräftade att så var fallet på förfrågningar. I efterhand har det också varit möjligt att utläsa omfattningen av interventionerna i den veckovisa redovisningen av Riksbankens balansräkning. Graden av öppenhet och tydlighet har alltså denna gång varit högre än brukligt vid valutainterventioner, både jämfört med hur vi agerat historiskt och med flertalet andra centralbanker.

I ett avseende har vi emellertid gjort ett avsteg från den sedvanliga ramen. Vid penningpolitiska beslut av direktionen förs i normalfallet ett särskilt protokoll som sedan offentliggörs efter ca två veckor. Vi har valt att inte offentliggöra något protokoll efter interventionerna. Det viktigaste skälet för vårt beslut är att



interventioner som penningpolitiskt instrument är betydligt mer komplicerade att genomföra på ett effektivt sätt än reporäntebeslut. Riksbanken kontrollerar, som bekant, inte valutamarknaden, på samma sätt som marknaden för dagslån. Genom att fastställa reporäntan bestämmer Riksbanken räntan också på marknaden medan Riksbanken vid valutainterventioner är en aktör bland flera på marknaden. Det är därför problematiskt att släppa ut information som kan försvaga Riksbankens position på marknaden.

I samband med interventioner utformas normalt en strategi för bl.a. omfattningen av interventionerna, kriterier för när och hur de bör genomföras, val av interventionsvalutor överväganden beträffande motparter och kontakter med andra centralbanker. Att denna typ av operativa överväganden kring interventioner offentliggörs är som jag ser det normalt sett inte rimligt. Det skulle kunna inverka menligt på möjligheten att nå det mål som finns för den beslutade eller förutsedda åtgärden.

En utestående fråga är hur direktionen skall förhålla sig till publicering av protokoll av direktionens mer principiella överväganden med information om hur de enskilda ledamöterna ställt sig. Också detta är en komplicerad fråga eftersom även denna information kan påverka effektiviteten i de vidtagna åtgärderna. En möjlighet som jag personligen tror vore värd att pröva är att när det förflutit ett antal månader göra en övergripande utvärdering i direktionen av de vidtagna åtgärderna och att i detta sammanhang publicera ett mer utförligt protokoll. Det här är i alla händelser en fråga som direktionen avser att återkomma till senare i höst. Ambitionen är då att lägga fast en ordning för beredning och information i dessa frågor som är anpassad för nuvarande växelkursregim. Det är samtidigt viktigt att understryka att de arbetsformer vi kommer att lägga fast skall cementeras för framtiden. En öppenhet för att okända situationer kan uppkomma måste finnas. Det förtjänar att nämnas att när direktionen tillträdde i januari 1999 och valde att arbeta med offentliga protokoll så publicerades dessa med en förhållandevis lång eftersläpning på 6-8 veckor. Det har sedermera visat sig möjligt att reducera fördröjningstiden till endast 2 veckor, utan att några allvarliga negativa effekter uppkommit.

### **Sammanfattning**

Huvudbudskapet i mitt anförande idag har varit att kronan med den penningpolitik vi idag bedriver bör betraktas i huvudsak som en prognosvariabel bland andra. Problemet i detta perspektiv är att kronan i likhet med andra valutor är svår att prognosticera i det tidsperspektiv som är relevant för politiken, ett par år fram i tiden. Situationen kompliceras dessutom av att kronan är en variabel som penningpolitiken också kan tänkas påverka direkt i vissa situationer. Vi försöker utnyttja all tillgänglig information för att göra en prognos. Samtidigt väger vi i de penningpolitiska besluten också in andra alternativa banor för växelkursen.

Kronan har deprecierat under de senaste 30 åren. Orsaken till detta har främst varit en högre inflation och en lägre tillväxt i Sverige. Dessa faktorer är inte längre giltiga sedan svensk ekonomisk politik lagts om i början av 1990-talet.

Att kronan genomsnittligt varit undervärderad under 1990-talet har inte medfört så stora problem för penningpolitiken som man kunnat vänta. Ett antal faktorer har under de gångna åren bidragit till att genomslaget på inflationen blivit begränsat. Men vissa av dessa faktorer kan inte betraktas som permanenta. Exempelvis kommer resursutnyttjandet rimligen vara högre än det varit decenniet efter den djupa krisen 1990-1992.

Interventioner är ett medel som Riksbanken under senare år använt mycket sparsamt. I detta sammanhang har jag bara mycket kort kommenterat motiven för vårt agerande under försommaren. Däremot har jag sagt något om min syn på öppenheten kring interventioner. Även om det finns skäl att som vanligt när det gäller penningpolitiken sträva efter en hög grad av öppenhet och tydlighet är inte parallellen till reporäntebesluten fullständig. Vid valutainterventioner är Riksbanken en liten aktör med svårighet att få genomslag för våra ambitioner. Detta måste vägas in när vi i höst ska lägga fast en ordning för beredning och information vid valutainterventioner.