Anförande

Riksbankschef Urban Bäckström

ONSDAG DEN 17 APRIL 2002

Perspektiv på inflationsmålet

Nationalekonomiska föreningen

Låt mig först tacka för inbjudan att åter få komma till Nationalekonomiska föreningen och diskutera olika aspekter kring Riksbankens uppgifter. Jag ser verkligen fram emot att, liksom under de gånga åren, föra en dialog om ekonomiskpolitiska frågor med såväl de två opponenterna som med andra forskare och studenter här i föreningen.

Titeln på dagens diskussion är ”Perspektiv på inflationsmålet” och jag hade tänkt att ta det senaste årets uppgång i inflationstakten som utgångspunkt. Uppgången har överraskat flera prognosmakare, inklusive oss i Riksbanken. Detta kan resa frågor om den tankeram som ligger till grund för uppläggningen av penningpolitiken och som bygger på prognoser. Jag tror att de flesta håller med mig om jag säger att inflationsmålet under de nästan tio år som det tillämpats, på det hela taget har fungerat ganska bra. Ändå är en fortlöpande diskussion om den analytiska ram som omger upplägget av penningpolitiken viktig. Ekonomin utsätts ständigt för komplexa störningar och deras verkningar är så svåra att förutse att det är angeläget att kontinuerligt utveckla tänkandet.

Den fråga som jag tänkt ta upp i min inledning är om det finns andra sätt att bedriva penningpolitiken på än det Riksbanken valt. Något förenklat kan man beskriva Riksbankens upplägg av politiken med en handlingsregel. Den säger att

---

I arbetet med detta anförande har jag haft stor hjälp av Claes Berg, Anders Borg, Jörgen Eklund, Staffan Viotti och Anders Vredin. Flera av mina kollegor i direktionen och andra medarbetare i Riksbanken har också bidragit med vär-defulla synpunkter. Låt mig dock påpeka att jag är ensam ansvarig för eventuellt kvarvarande fel och brister, liksom för de uppfattningar som framförs.

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

om den prognosticerade inflationen på 1-2 års sikt överstiger målet om 2 procent bör reporäntan normalt höjas, och vice versa.[i] I fokus står alltså en prognos om framtiden. Prognoser är dock förknippade med osäkerhet i och med att de kan slå fel. Det kan därför vara rimligt att diskutera och jämföra med andra alternativa strategier för att utröna om det går att minska osäkerheten.

Man skulle kunna hävda att nationalekonomin är en allt för outvecklad vetenskap eller att samspelet mellan olika aktörer och marknader i ekonomin är allt för komplexa för att kunna prognosticeras. Eftersom penningpolitiken inte kan påverka prisutvecklingen direkt kan centralbanken, istället för att använda prognoser för inflationen som styråra, välja att sätta räntorna utifrån någon variabel som är känd idag. Exempel på sådana mellanliggande variabler skulle kunna vara den faktiska prisutvecklingen, penningmängden eller något mått på resursutnyttjandet. Jag tänker diskutera kring sådana möjligheter för att avslutningsvis åter knyta an till den penningpolitiska strategi som Riksbanken idag tillämpar.

Alternativ till prognosbaserad penningpolitik

Den faktiska prisutvecklingen

Ett alternativ till den nuvarande handlingsregeln skulle kunna vara att sätta räntan efter den rådande inflationstakten. Det skulle innebära att Riksbanken skulle justera styrräntan varje gång Statistiska centralbyrån presenterade utfallsdata för konsumentprisindex (KPI) som låg över eller under målet på 2 procent.

Det kanske viktigaste argumentet som talar mot en sådan ordning är att den skulle leda till större variationer i den reala ekonomin jämfört med dagens handlingsregel. Det finns nämligen inte någon *direkt* koppling mellan reporäntan och inflationen. Riksbankens möjlighet att påverka prisutvecklingen är mer indirekt och går, något förenklat, via marknadsräntor, kreditgivning och tillgångspriser och därefter till den reala ekonomins efterfrågeläge och variabler som t.ex. sysselsättning, vinster, investeringar, konsumtion och nettoexport. Hur prisutvecklingen påverkas av efterfrågeläget beror i sin tur på den potentiella produktionsförmågan och resursutnyttjandet. Exakt hur denna komplicerade s.k. transmissionsmekanism ser ut, hur snabbt genomslaget blir och hur den varierar både tidsmässigt och sättet som den påverkar ekonomin har vi idag ingen exakt kunskap om.

När det gäller tidsgenomslaget brukar de flesta centralbanker i världen använda sig av tumregeln att det tar mellan ett och två år innan den största delen av räntejusteringar har slagit igenom i ekonomin. Man kan fråga sig om inte det penningpolitiska genomslaget via marknadsräntorna under senare år av olika skäl kan ha blivit snabbare. De finansiella marknaderna har blivit mer styrda av förväntningar, många hushåll har sina bolån till rörlig ränta osv. Samtidigt finns det faktorer som drar åt andra hållet. Växelkursen t.ex., som är en central del i transmissionsmekanismen särskilt i en liten öppen ekonomi, svarar inte alltid på samma sätt som tidigare på förändringar av styrräntan. I en låginflationsregim förefaller det dessutom ta längre tid för företag att ändra priserna till följd av de kostnader (s.k. menukostnader) som prisjusteringar är förknippade med. Det mesta talar ändå för att tills vidare hålla fast vid den gamla tumregeln om att den

största delen av genomslaget från penningpolitiken på inflationen kommer efter ett till två år. Det utesluter naturligtvis inte att en del av effekterna kan uppträda redan före år ett, liksom att en del av dem kommer först efter år två.

Allt detta innebär att om penningpolitiken bestäms efter hur inflationen är idag kan detta leda till problem eftersom reporäntan kommer att påverka en ekonomi som kan se helt annorlunda ut när ränteändringen väl får full effekt. Då kan det krävas en ganska tvär kursförändring för att hantera den situation som då råder.

Kanske kan man jämföra med en Finlandsbåt som navigerar på väg genom Stockholms skärgård. Om besättningen på kommandobryggan navigerar efter vad de ser strax framför fartygets för, måste de göra tvära kast i kursen för att undvika att kollidera med de många öarna, skären och grunden som plötsligt dyker upp i siktfältet. Frågan är om det ens fungerar utan att det blir en grundstötning med tanke på hur lång tid det tar att påverka kursen hos ett så stort fartyg; och om det gick så skulle säkert inte färden upplevas som särskilt bekväm av passagerarna. Om besättningen i stället ser längre fram och gradvis ändrar kursen med sikte på den bästa vägen blir resultatet annorlunda. Besättningen kanske inte ser allt så tydligt flera sjömil framåt men de har en rimlig uppfattning om vilken kurs som är den bästa och den kan gradvis korrigeras ju klarare och tydligare sikten blir. På så vis kommer man inte bara fram till målet, färden dit blir också ganska bekväm för passagerarna.

Vid utformningen av varje penningpolitisk strategi ställs centralbanken inför frågan om hur man ska se på valet mellan variationer i den reala ekonomin eller i inflationstakten. Låter centralbanken den reala ekonomin utsättas för tvära kast kommer troligen allmänhet och det politiska systemet förr eller senare att ändra grunderna för centralbankens självständighet och övergripande uppgift. Omvänt, om den reala ekonomins stabilitet alltid sätts i första rummet och centralbanken accepterar stora målavvikelser när det gäller inflationen så urgröps snart förtroendet för låginflationsregimen. Mot den bakgrunden brukar centralbanker försöka finna en rimlig avvägning mellan de båda extrempunkterna. Centralbanker siktar på att uppfylla inflationsmålet på medellång sikt genom att vara framåtblickande, men accepterar att det förekommer begränsade avvikelser (uppåt och nedåt) på kort sikt. En penningpolitik som agerar utifrån den faktiska inflationen är per definition inte framåtblickande.

Liknande argument kan användas mot en strategi som bygger på att centralbanken styr efter utfall för nominell BNP, en fråga som diskuterades här i föreningen förra året. Förutom de avigsidor en politik som inte är framåtblickande har, innebär en nominell BNP-strategi den nackdelen att nationalräkenskapsdata ofta revideras i efterhand. Medan siffror för konsumentprisindex för det mesta är definitiva när de publiceras, sker ofta betydande ändringar av utfallsdata för BNP, ibland flera år i efterhand.[ii]

Det faktum att det tar relativt lång tid för penningpolitiken att få effekt på ekonomin gör alltså att man måste acceptera att det ibland förekommer avvikelser från inflationsmålet. I annat fall utsätts sysselsättning och produktion för tvära kast. Det framgår tydligt om man i en av Riksbankens modeller låter ekonomin utsättas för en penningpolitik som snabbt försöker få ned inflationen. Låt oss först anta att inflationen plötsligt stiger, från 2 till 3 procent och att Riksbanken genast försöker

motverka uppgången. Reporäntan höjs med mellan 4 till 5 procentenheter i ett slag. Inflationen skulle då, enligt modellen, visserligen falla tillbaka från 3 ned till cirka 2 procent inom loppet av tolv månader, men det skulle ske till priset av mycket svag tillväxt- och sysselsättningsutveckling. Modellen visar att BNP sjunker med ett par procentenheter under innevarande år och mellan 30 000 till 40 000 jobb faller bort. När året har passerat och inflationen fallit tillbaka till 2 procent krävs det därefter en dramatisk räntesänkning för att ekonomin åter ska stabiliseras.

Exemplet visar att det i och för sig skulle gå att snabbt och resolut möta en uppgång i inflationen, men till priset av en påtaglig destabilisering av den reala ekonomin. Eftersom Riksbanken blickar framåt och inriktar sin penningpolitik på en mjukare anpassningsbana i händelse av avvikelser från inflationsmålet sker normalt inte sådana kast i reporäntan och den reala ekonomin kan därmed utvecklas mer stabilt.

Penningmängden

Det är ett väl etablerat faktum att inflationen på lång sikt är ett monetärt fenomen. Mer betydande och varaktiga förändringar av prisstegringstakten kan förklaras av att penningmängdsutvecklingen varit allt för snabb eller allt för långsam. Ett alternativ till en prognosbaserad politik skulle därför kunna vara att utnyttja penningmängden som mellanliggande mål. Är penningmängden väl korrelerad med inflationen också på medellång sikt skulle alltså en sådan strategi kunna vara ett alternativ.

En fördel med att styra efter penningmängdens utveckling är att penningpolitiken bedrivs på ett systematiskt och förutsägbart sätt. Den mellanliggande variabeln, penningmängden, är väl känd vid beslutstillfället och är den nära korrelerad med inflationsutvecklingen ett till två år fram i tiden blir penningpolitiken mycket tydlig.

Att bedriva politiken utifrån ett penningmängdsmål är dock inte enkelt. Det är tveksamt om det föreligger något entydigt och stabilt samband mellan penningmängden och inflation också på kort- och medellång sikt.[iii] Bakgrunden är att olika faktorer rubbat på sambandet. Finansiella innovationer har bl.a. bidragit till att hushållens betalnings- och placeringsmönster har förändrats. Dessutom behöver man ändå göra prognoser över en rad viktiga faktorer för att söka fastställa vad som är rätt penningmängdsmål. I praktiken måste även en penningmängdsstrategi därför baseras på prognoser för olika variabler och en bedömning av t.ex. produktionsgapet. Till bilden hör också att strategin prövades i ett antal länder under 1970- och 1980-talet och att den inte visade sig fungera särskilt väl.

Om det inte föreligger ett entydigt och stabilt samband mellan den mellanliggande variabeln (penningmängden) och det slutliga målet (prisstabilitet) kan det uppstå konflikt mellan de båda målen eftersom centralbanken enbart har ett medel – styrräntan. Väljer centralbanken att minimera variationer i penningmängden kan det snarast – givet att sambandet inte är exakt och stabilt – leda till ökade variationer i inflation och produktion. Det förefaller intuitivt svårt att förstå varför en centralbank skulle föredra att stabilisera penningmängden, som

inte direkt påverkar den allmänna välfärden, framför att stabilisera prisutvecklingen och produktionen på ett mer direkt sätt. [iv]

Om sambandet mellan penningmängden och inflationen inte är exakt och stabilt över tiden bör penningmängdens betydelse reduceras till en indikator bland andra i en prognosbaserad inflationsmålsstrategi. Penningmängden är en viktig indikator på inflationstrycket, men inte den enda. Däremot kan det finnas skäl att lyfta fram penningmängdens betydelse – eller kanske snarare dess återspegling av kreditvolymen i bankernas balansräkningar – när det gäller att ge information om den framtida stabiliteten i det finansiella systemet. I samband med att omfattande finansiella bubblor byggts upp har det så gott som alltid sammanfallit med en omfattande kreditexpansion i det finansiella systemet. Vår egen bankkris för ungefär tio år sedan är ett sådant exempel. Mot den bakgrunden bör penningmängden och kreditgivningen ingå i den arsenal av indikatorer på såväl monetär som finansiell stabilitet som en centralbank bör följa noga.[v]

Inflation och produktionsgap

Ytterligare ett alternativt sätt att bedriva penningpolitik på är att sätta räntan som en funktion av prisstegringstakten och något mått på skillnaden mellan faktiskt och potentiell tillväxt. Den amerikanske ekonomiprofessorn John Taylor, som för närvarande är biträdande finansminister i Bushadministrationen, har formulerat en enkel räntesättningsregel som kommit att kallas för Taylorregeln och som fått bred spridning.[vi]

Taylorregeln innebär att styrräntan varierar kring en konstant jämviktsränta med korrigering för hur den faktiska inflationen förhåller sig till inflationsmålet och till ett mått på resursutnyttjandet, d.v.s. BNP:s avvikelse från en uppskattad trendmässig nivå. Antar man att ekonomin befinner sig i jämvikt och inflationen ligger på 2 procent och produktionsgapet är noll blir den nominella styrräntan 4 procent i Taylors version av regeln för USA. Avviker resursutnyttjandet eller inflationen höjer eller sänker centralbanken räntan beroende på avvikelsernas storlek och riktning.[vii]

Det finns flera skäl till att Taylorregeln blivit populär, dels är den relativt enkel, dels tycks det som om penningpolitiken i många länder kan beskrivas relativt väl med denna regel. På så vis har regeln bidragit till att öka förståelsen för hur penningpolitiken bedrivs. Ännu har dock ingen centralbank explicit uttalat att man valt att basera sin penningpolitik på den typ av regel som John Taylor föreslagit.

En likhet mellan ett penningmängdsmål och Taylorregeln är att penningpolitiken reagerar systematiskt och förutsägbart vid olika störningar som ekonomin fortlöpande utsätts för. Till detta bidrar att de variabler som penningpolitiken reagerar på antas vara kända vid beslutstillfället.

De invändningar som kan göras mot att basera penningpolitiken på den här typen av enkla regler handlar just om själva enkelheten. Ekonomin utsätts ständigt för olika typer av störningar och vare sig företags eller hushålls beteenden följer mekaniska regler. Därför kan man heller inte förutsätta att den ekonomiska politiken kan reduceras till en slags autopilot. Låt mig ta upp ett par aspekter som illustrerar det.[viii]

En första invändning mot att basera penningpolitiken på en enkel Taylorregel är att regeln tillskriver ett *enskilt* mått på produktionsgapet alltför stor vikt. Begreppet produktionsgap är centralt för makroteori och ekonomisk politik, men det är icke desto mindre komplext.

Den potentiella produktionsförmågan tenderar att variera över tiden. När faktorer som demografi, teknologi, skattesystem, transfereringssystem eller andra viktiga faktorer förändras påverkas produktivitetstillväxten och arbetskraftsutbudet temporärt eller permanent och då förändras också den potentiella produktionsförmågan. Tyvärr har vi inte någon klar tankeram, även om det gjorts betydande framsteg inom den s.k. reala konjunkturcykelteorin för att lyfta fram utbudsstörningars betydelse, för vad som styr variationer i den potentiella produktionsförmågan på kort och medel lång sikt. Det gör att förändringar av produktionsgapet är svåra att exakt fånga i stabila mått. De metoder som används för att beräkna potentiell tillväxt och produktionsgapet utifrån ekonometriska modeller kommer ofta till olika resultat som heller inte är stabila över tiden. Detta är ett välkänt faktum som framkommit i en rad studier och som kan exemplifieras med de olika beräkningar på produktionsgap som gjorts av Riksbankens och som fortlöpande redovisas i inflationsrapporterna.[ix]

En Taylorregel innehåller ett enskilt mått på resursutnyttjandet. Detta kan kontrasteras mot hur vi i Riksbanken använder begreppet produktionsgap eller resursutnyttjande. Vi försöker väga samman en rad olika mått och indikationer till en samlad bedömning. I det avsnitt i inflationsrapporten där resursutnyttjandet diskuteras presenteras olika beräkningar av produktionsgapet. Undersökningar av hur resursutnyttjandet uppfattas i olika näringsgrenar diskuteras utförligt. Den faktiska löneutvecklingen, både avtalade löneökningar och löneglidning, analyseras och olika mått på stramheten på arbetsmarknaden är också indikatorer som kan öka kunskapen om resursutnyttjande och sambandet med inflationen. Vi brukar också betona att förhållningssättet till olika mått på resursutnyttjandet måste vara flexibelt och under ständig omprövning. Uppfattningen om hur högt resursutnyttjandet är, i vilket intervall den potentiella tillväxttakten ligger och hur sambandet mellan resursutnyttjande och inflation ser ut har kontinuerligt reviderats under de senaste åren. Min poäng är alltså att jag tror att analysen vinner på att beslutsfattare har ett bredare förhållningssätt till resursutnyttjandet än det som den mekaniska Taylorregeln förutsätter.

Till dessa invändningar mot den enkla Taylorregeln kan även fogas att mycket talar för att jämviktsräntan i ekvationen inte är stabil utan tvärtom varierar med den potentiella tillväxttakten. Det är ett synsätt som går tillbaka till den svenske nationalekonomen Knut Wicksell när han talar om den ”naturliga räntan”.

En prognosbaserad penningpolitik

Låt mig nu göra några reflektioner kring den prognosbaserade penningpolitik som vi bedriver på Riksbanken.

Till att börja med har en prognosbaserad inflationsmålspolitik i grunden flera likheter med de andra alternativ som jag diskuterat. Då bortser jag dock från alternativet att basera politiken på enbart utfallsdata för konsumentprisindex. En

gemensam nämnare är den grundläggande filosofin och strävan att upprätthålla ett fast penningvärde. Penningpolitiken inriktas på att tillhandahålla ett nominellt ankare för ekonomin genom att sträva efter prisstabilitet. Det medelfristiga perspektivet, snarare än en kortsiktig aktivism, är en annan likhet. Det förutsätter i sin tur ett framåtblickande perspektiv när styrräntan bestäms. Att penningpolitiken reagerar systematiskt, om än inte automatiskt eller mekaniskt i Riksbankens penningpolitiska strategi, är ytterligare en likhet som bidrar till att hushåll och företag kan basera sina förväntningar om inflationen på en förutsägbar penningpolitik. Som framgår att *diagram 1* har vi följt vår handlingsregel relativt väl.

Diagrammet är hämtat från Riksbankens senaste inflationsrapport och visar faktisk och skattad reporänta med hjälp av en enkel prognosbaserad regel. Med hjälp av en ekvation som bygger på Riksbankens egna inflationsprognoser på ett och två års sikt genom åren och en ”tröghetsfaktor” för reporäntan tycks det gå att på det hela taget ganska väl förklara hur vi har agerat. Avvikelserna måste rimligen betecknas som små med tanke på hur enkel regeln är. Diagrammet visar därmed att Riksbankens agerande präglats av en hygglig systematik och att agerandet baserats på gjorda inflationsprognoser.

Det är förstås för tidigt att mer ingående utvärdera hur regimer med explicita inflationsmål står sig i förhållande till andra penningpolitiska strategier.[x] Till detta kommer att flera centralbanker som inte har eller haft explicita mål för inflationen, som exempelvis Bundesbank och Federal Reserve, förhållandevis väl har visat sig kunna förklaras utifrån Taylorregler, om än i något modifierad form. Dessa centralbankers strategier visar därmed på likheter med regimer med inflationsmål. Om skillnaderna är större i retoriken än i praktiken är det därför svårt att belägga att den ena ordningen har gett bättre eller sämre resultat.

Diagram 2 visar variationerna i tillväxt och inflation under två olika perioder för ett antal industriländer. Dels för åren mellan 1970 och 1990 då en rad centralbanker, med undantag för Bundesbank i Tyskland och Nationalbanken i Schweiz, bedrev en politik med överdrivna ambitioner att stabilisera sysselsättning och efterfrågan, istället för att inrikta penningpolitiken på att upprätthålla prisstabilitet i ett medelfristigt perspektiv. I vart fall var inte övergången till en stabilitetsorienterad politik fullt ut genomförd i flertalet länder. Dels 1995-2000, då en rad länder klarat av övergångsfasen till prisstabilitet. Valet av perioder och länder liksom metod kan naturligtvis ifrågasättas, men det förefaller som om utvecklingen kommit att bli betydligt mer stabil i samtliga länder under den senare perioden än i den förra.

Den slutsatsen gäller även för Sverige. I vårt land har det arbetats hårt för att skapa trovärdighet för den nya regimen. Jag tänker förstås både på den ambitiösa statsfinansiella saneringen och på Riksbankens eget arbete med att skapa trovärdighet för den nya och inledningsvis spröda regimen med ett explicit inflationsmål. Det verkar som att svensk ekonomi har blivit stabilare med den nya regimen. Inflationen, mätt med UND1X, har legat ganska nära målet på 2 procent i genomsnitt mellan 1995 och framåt. Samtidigt har BNP-tillväxten varit snabbare än tidigare. En del av utvecklingen kan förstås förklaras av att det fanns gott om lediga resurser efter krisen i början av 1990-talet.

Det går inte att hävda att länder med inflationsmål hade klarat sig sämre om de följt samma strategi som Tyskland och Schweiz eller att dessa båda länder inte skulle ha uppnått lika goda resultat om de haft inflationsmål. Det kan heller inte uteslutas att andra monetära strategier, såsom den pragmatiska ordningen inom den amerikanska centralbanken eller de fastkursregimer, där penningpolitiken i praktiken delegerades till centralbanken i Tyskland, som varit rådande under vissa perioder i exempelvis Frankrike, Italien eller Danmark, skulle givit liknande resultat. Även andra förändringar, bl.a. en tydligare långsiktig orienteringen av finanspolitiken, med en påtaglig reduktion av budgetunderskotten som en viktig komponent, kan förklara den stabilare utvecklingen.

Däremot förefaller det rimligt att dra slutsatsen att den ökade fokuseringen på prisstabilitet som skett i en rad länder, samtidigt som penningpolitiken delegerats till självständiga centralbanker bidragit till att inflationen minskat i många industriländer. I Sverige har inflationen (UND1X) minskat från i genomsnitt cirka 8 procent mellan 1970-1990 till cirka 1,8 procent 1995-2000.

Det är också rimligt att tro att övergången till inflationsmål varit en bidragande faktor till att variationerna i tillväxt och inflation minskat i länder som Sverige, Storbritannien, Kanada, Finland, Australien och Nya Zeeland. Det kan heller inte uteslutas att dessa regimskiften också har bidragit till att tillväxten varit något högre under 1990-talet jämfört med 1970- och 1980-talen.

Flexibel handlingsregel

Jag vill gärna se vår inflationsmålspolitik och handlingsregel som ”flexibel”. Med det menas att penningpolitiken ska präglas av en enkel och tydlig handlingsregel, som gör det rimligt enkelt att följa och förutse vårt agerande, samtidigt som vi ska vara så flexibla att om nödvändigt ändra vårt beteende om det dyker upp oväntade störningar i ekonomin. Det viktiga då är att vara tydlig om motiven bakom vårt agerande. I grund och botten är det ju, som jag nyss sa, inflationen i ett medelfristigt perspektiv och en rimlig grad av stabilitet i den reala ekonomin som är själva grunden för penningpolitiken.

Diskussionen om inflationen och penningpolitiken har under de gångna åren ofta kretsat kring begreppet tillfälliga effekter. En plötslig och oförutsedd höjning (eller sänkning) av den allmänna prisnivån, till följd av någon typ av störning, leder till att inflationstakten höjs (eller sänks) tillfälligt under de följande tolv månaderna. Det är inte självklart att denna typ av störningar skall påverka penningpolitiken. [xi] Att å ena sidan att reagera på tillfälliga störningar som inte återspeglar förändringar av resursutnyttjandet eller inflationsförväntningarna skulle kunna leda till att förändringar av styrräntan påverkar efterfrågeutvecklingen på ett sätt som bidrar till att inflationen kommer att avvika från målet i framtiden, och då på ett mer varaktigt sätt. Att å andra sidan inte ta hänsyn till att utbudsstörningar kan återspegla mer eller mindre tillfälliga förändringar av produktivitetsutvecklingen eller att temporära prisförändringar kan få följdeffekter på andra priser och påverka inflationsförväntningarna kan också leda till framtida avvikelser från inflationsmålet. Att avgöra huruvida penningpolitiken bör reagera på en förändring av prisstegringstakten förutsätter en ingående analys av de bakomliggande orsakerna.

Det här är ett resonemang som ytterligare belyser nackdelen med en strategi som enbart tar hänsyn till att den faktiska prisutvecklingen vilket kan antas leda till påtagliga variationer i både pris- och efterfrågeutvecklingen. I grund och botten finns heller inget prisindex som är konstruerat så att det bara mäter det som är centralt för penningpolitiken och som fungerar i alla lägen. Diskussionen åskådliggör också nackdelen med att arbeta med stela handlingsregler för penningpolitiken, som t.ex. penningmängdsmål eller Taylorregler. Låt mig ta ett ytterligare exempel som belyser det.

Vid Nationalekonomiska föreningens möte förra våren om penningpolitiken diskuterade jag hur Riksbanken bör reagera om ekonomin utsätts för olika typer av strukturella förändringar. Min slutsats var att den ”flexibla inflationsmålspolitik” som Riksbanken definierat också medger tillfälliga avvikelser från vår enkla handlingsregel. Det är viktigt att framhålla att om det sker sådana avsteg från handlingsregeln är det viktigt att vara extra tydlig om vad det är som vägleder penningpolitiken. Jag framhöll dessutom förra året att det inte är svårt att föreställa sig en situation då handlingsregeln och inflationsmålet måste ge vika för en stramare penningpolitik vid exempelvis snabba stegringar i tillgångspriser. Den uppfattningen hänger förstås samman med min tid som statssekreterare i finansdepartementet under bankkrisen i början av 1990-talet. Om stigande tillgångspriser är en symptom på att vidare obalanser, som t.ex. en snabb kreditexpansion, är på väg att byggas upp i ekonomin måste penningpolitiken söka begränsa riskerna för en uppblåsning av bubblor på det finansiella området som kan påverka den reala ekonomin. Därmed inte sagt att det skulle vara särskilt enkelt att avgöra när en sådan situation är på väg att uppstå, men min poäng är att vår penningpolitiska strategi kan medge detta. [xii]

Svårt göra prognoser

Mitt resonemang så här långt har handlat om fördelar med den uppläggningen av penningpolitiken som Riksbanken idag använder sig av och de nackdelar som andra alternativa strategier kan föra med sig. Förhoppningsvis har jag även pekat på en del fördelar med de andra alternativen. Men faktum kvarstår att jag tycker att fördelarna med det sätt som Riksbanken bedriver penningpolitik på väger tyngre än nackdelarna. Men låt mig också säga något om den kanske helt dominerande nackdelen med dagens regim, nämligen svårigheten att göra prognoser på den framtida inflationen – inte minst i ett förhållandevis långt perspektiv som ett till två år framåt i tiden är.

För att göra helt tillförlitliga prognoser om den framtida inflationen måste en prognosmakare kunna klara av två saker: *För det första* måste man kunna förutsäga hur de störningar som redan uppkommit successivt fortplantar sig genom ekonomin och påverkar den framtida inflationstakten. *För det andra* kunna förutspå vilka störningar som kan inträffa under resans gång och ge upphov till stigande eller fallande inflationstakt framöver. Den första uppgiften är måhända svår men inte helt omöjlig – givet att utvecklingen någorlunda följer historiska mönster. Den andra uppgiften är näst intill omöjlig.

Vad jag vill ha sagt är att prognoser slår fel, det är något som måste finnas inbyggt i våra föreställningar. Låt mig därför vara extra tydlig på den punkten: Prognoser

slår fel, men trots detta konstaterande tycker jag att det mesta ändå talar för att dagens prognosbaserade inflationsmålsregim fungerar bra.

En viktig fråga är förstås hur stora prognosfel som är rimliga att förvänta sig. Några av Riksbankens medarbetare tog sin an denna fråga för något år sedan. De utvärderade 52 000 prognoser från 250 institutioner runt om i världen under en period av knappt tio år. Slutsatsen blev att prognosfel när det gäller inflationen kan uppgå till uppemot en procentenhet.[xiii]

Ser vi till de gångna åren Riksbankens prognosfel hamnat ungefär inom den ramen utom under tre perioder. *Den första* inträffade under 1996/97 då bl.a. den kraftiga räntesänkningen drog med sig KPI-inflationen ned via räntekomponenten i konsumentprisindex. *Den andra* inträffade mot slutet av 1990-talet då bl.a. avregleringarna av el- och telemarknaden medförde ett relativt stort engångsskift i den allmänna prisnivån och temporärt drog ned inflationen. *Den tredje* har inträffat under det senaste året och huvuddelen – om än inte hela - av inflationsuppgången har berott på olika s.k. utbudsstörningar på t.ex. el, kött, frukt och grönsaker under förra våren. Prisstörningarna har att göra med en dålig tillgång på vatten i kraftmagasinen till följd av den snöfattiga vintern förra året, sjukdomar bland korna och ovanligt kallt väder i Europa i höstas som gjorde att skördarna slog fel. Den typen av störningar kan som sagt lyfta prisnivån och leda till en temporär höjning av inflationstakten.

Men den kanske viktigaste frågan är om dessa sk. ”prognosmissar” som inträffat under de år som gått skulle ha haft någon avgörande inverkan på penningpolitiken om de varit kända långt innan de inträffade. Mitt svar är sannolikt inte. Även om vi hade tagit med i beräkningarna att räntekomponenten i KPI skulle dra ner inflationstakten 1996/97 hade vi ändå sänkt reporäntan. Inte heller hade det varit realistiskt att tänka sig att Riksbanken, så att säga, skulle ha jagat sin egen svans och sänka räntorna väsentligt mer under förevändningen att KPI-inflationen hamnade under målet. När det gäller perioden mot slutet av 1990-talet var resursutnyttjandet ändå snabbt på väg upp och under den perioden hade det knappast varit motiverat med en väsentligt annorlunda och än mer expansiv penningpolitik. Den svenska styrräntan låg en bra bit under den amerikanska under dessa år och även tidvis under den europeiska samtidigt som kronan var förhållandevis svag. BNP-utvecklingen var hög och sysselsättningen ökade starkt.

Vad gäller det senaste årets uppgång i inflationen var det inte utbudsstörningarna som ledde fram till beslutet i mars att höja reporäntan utan den bild som börjat utkristallisera sig om att svensk ekonomi ligger ganska nära eller till och med något över fullt resursutnyttjande. Detta behöver inte vara ett stort problem för inflationen i dagsläget, utan snarast för inflationen framöver om konjunkturen fortsätter att förbättras.

Avslutning

Mitt anförande startade i frågeställningen om det skulle vara möjligt att undvika de problem som är förknippade med att göra prognoser i den inflationsmålspolitik som Riksbanken använder idag genom en gå över till en annan strategi. Diskussionen har förhoppningsvis visat att så inte verkar vara fallet – åtminstone inte sett med den kunskap som finns idag.

- En mindre framåtblickande penningpolitik, byggd på t.ex. utfallsdata eller på prognoser som endast belyser den allra närmaste framtiden, kan riskera att verka destabiliserande på den reala ekonomin.
- En penningmängdsbaserad politik är i praktiken också beroende av prognoser av resursutnyttjandet. En sådan penningpolitik kan även verka destabiliserande på ekonomin om korrelationen mellan den mellanliggande variabeln och det slutliga målet bryter samman.
- En strategi som innebär att penningpolitiken bestäms efter en automatisk och mekanisk regel är heller inte ett realistiskt eller ens lämpligt alternativ. Enkelheten i regelns uppbyggnad kan, om det vill sig illa, leda till allt för stora variationer i både inflation och BNP.

Min slutsats är därför att de problem som är förknippade med att göra inflationsprognoser inte går att undvika genom att välja en annan monetär strategi – åtminstone med den kunskap vi har idag. De problem som har att göra med prognoser är, enligt min mening, hanterbara och väger relativt lätt mot de fördelar som regimen i övrigt visat sig ha. Samtidigt visar diskussionen att de flesta monetära strategier har fördelar, men också nackdelar.

I grund och botten tror jag nog att de flesta håller med mig om jag säger att erfarenheterna i Sverige av ett inflationsmål är positiva, men det får förstås inte leda till att vi förfaller till förnöjsamhet eller självgodhet. Vi tror oss inte ha funnit en *slutgiltig* monetär strategi. Men med en öppenhet kring den information vi bygger penningpolitiken på och en villighet att diskutera penningpolitikens uppläggning kan Riksbanken bjuda in till en gemensam resa i den komplicerade värld vi lever i och som hela tiden kan lära oss nya saker. Låt oss vakna varje morgon och fundera en smula på de misstag vi kanske gör och som vi ännu inte förstår.

Penningpolitiken kan dock inte bli perfekt så länge världen och människor inte följer vissa mekaniska och stela mönster. Penningpolitik är inte en exakt vetenskap, om det nu alls är en vetenskap. Men genom agera systematiskt och förutsägbart efter en tydlig tankeram undgår vi kanske inte helt risken för att begå misstag, men av allt att döma – och det är måhända det viktiga – att begå *allvarliga* misstag.

---

[i] Riksbankens sätt att arbeta med penningpolitiken finns beskriven i bl.a. Berg, C., (1999), ”Inflation Forecasting Targeting”, *Penning- & valutapolitik* nr 3, Berg, C., & Lindberg, H., ”Conducting Monetary policy with a collegial Board: The New Swedish Legislation One year On, *Penning- och valutapolitik* nr 2, Bäckström, U., (1998), ”Fem år med prisstabilitetsmål”, *Penning- och valutapolitik* nr 1 och Bäckström, U., (2001), ”Vad skall styra penningpolitiken?”, Förhandlingar nationalekonomiska föreningen, *Ekonomisk Debatt* nr 6 och Heikensten, L., och Vredin, A., (1998), ” Inflationsmålet och den svenska penningpolitiken - erfarenheter och problem”, *Ekonomisk Debatt*, vol. 26, 573-593, Heikensten, L., (1999) ”Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering”, Penning- och Valutapolitik, nr 1, Riksbanken (1999), Riksbanken inflationsmål, - Förtydligande och utvärdering, PM.

[ii] För en argumentation för att Riksbanken bör byta ordning till en nominell BNP-strategi se t.ex. Kinnwall, M., (2001), "Kommentar till Urban Bäckström", Nationalekonomiska föreningens förhandlingar, Ekonomisk debatt, nr 6.

[iii] T.ex. Friedman, B., (1996), "The Rise and fall of Money Growth Targets as guidelines for US Monetary Policy", *NBER Working Paper* 5465 eller Estrealla, A. & Miskin, F., S., (1996), Is there a role for monetary aggregates in the conduct of monetary policy", NBER Working paper 5845. För euroområdet har olika studier visat att det kan föreligga en stabil efterfrågefunktion för penningmängden, se t.ex. McMorrow, K., (1998), "Is there a stable money demand function at the community level – Evidence using a cointegration analysis approach, for the Euro-zone countries and for the community as a whole, EU DGII Economic papers 131 och Coenen, G., & Vega J-L (1999), "The demand for M3 in the Euro-area, ECB Working Paper no 6.

[iv] Svensson, L.E.O (2001), "Monetary Policy Issues for the Eurosystem", working paper.

[v] Inte minst ledamoten av ECB:s direktion och tidigare chefekonom i tyska Bundesbank Otmar Issing brukar framhålla penningmängdens och kreditvolymens betydelse för den finansiella stabiliteten. Se t.ex. Issing, O., (2002) "The role of monetary Policy in managing economic risks", remarks given at 18th Annual Conference of The National Association for Business Economics, 26 March, Washington. Nya studier av bl.a. Gerlach, S. & Svenson, L., E., O. (2001), "Money and inflation in the Euro Area: A case for monetary indicators, *BIS Working Papper* 98 visar att ett monetärt gap kan ha en bättre förklaringskraft för den framtida inflationen än outputgapet och Söderström, U., (2001), "Targeting inflation with a prominent role for money", Sveriges Riksbank `Working paper nr 123 pekar i denna riktning.

[vi] Taylor, J., (1993), "Discreation versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol 39, s. 195-214.

[vii] Enligt Taylorregeln bör styrräntan bestäms på följande sätt:

$$i_t = \pi_t + 0{,}5(\pi_t - 2) + 0{,}5(y_t - y^*) + 2$$

där i är styrräntan, π inflationen, y är faktisk BNP och y* är potentiell BNP. Konstanten 2 motsvarar den reala jämviktsräntan. En omskrivning ger att:

$$i_t = 4 + 1{,}5(\pi_t - 2) + 0{,}5(y_t - y^*)$$

[viii] Följande referenser anknyter något till den ganska omfattande diskussionen av Taylorregeln; Woodford, M., (2001), "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy", Princeton University, January eller Svensson, L., E., O., (2001), "What is Wrong With Taylor Rules? Using Judgement in Monetary Policy through Targeting Rules, kommande i *Journal of Economic Litterature*. Se även fördjupningsrutan "Penningpolitik och enkla regler" i den senaste inflationsrapporten, nr 1 2002, Berg, C., Jansson, P., och Vredin, A., (2002), "Simple rules for monetary policy: Some Swedish experiences", kommande i Sveriges Riksbank Working Paper Series, Taylor, J., (1999), *Monetary Policy Rules*, The University of Chicago Press eller Clarida, R., Gali, J, & Gerlter, M. (1999) The Science of Monetary policy, *NBER Working paper* 7147.

[ix] De Brouwer, G., (1998), "Estimating output gaps", Research discussion paper 9809, Reserve Bank of Australia, Cerra, V. & Saxena, S., C., (2000) "Alternative methods of estimating potential output and the output gap: An application to Sweden", IMF working paper WP/00/59, Guay, A. & St-Amant, P., (1996), "Do mechanical filters provide a good approximation of business cycles?", Technical report no 78, Bank of Canada, St-Amant, P. & van Norden, S., (1997), "Measurement of the output gap: a discussion of recent research at the Bank of Canada, Technical report no 79, Bank of Canada, Orhanides, A., & van Norden, S., (1999), "The reliability of output gap estimates in real time", Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve. No. 1999-38,

[x] Se t.ex. Bernanke, B., S., Laubach, T., Mishkin, F., & Posen, A., (1999), Inflation Targeting: Lessons from the International Experience, Princeton University Press, Bofinger, P., (2001), *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments*, Oxford University Press, Leiderman, L & Svensson, L., E.,O., (eds.), *Inflation Targets*, CEPR, Mishkin, F., S., (1998) "International Experiences

with Different Monetary Policy Regimes", *Sveriges Riksbank Working Paper Series* nr 57, Svensson, L., E.,O., (1999), "Inflation targeting as a monetary policy rule", Journal of Monetary Economics eller Svensson (2000), "Monetary Policy Issues for the Eurosystem", working paper.

[xi] Hur olika prisstörningar bör analyseras diskuteras i Nessén, M. & Söderström, U., (2000) "Core inflation and monetary policy", Sveriges Riksbank Working Paper Series nr. 110

[xii] Borio, C. & Lowe, P, (2002), "Asset prices financial and monetary stability: exploring the nexus", at the BIS conference, *Changes in risk through time: measurement and policy responses.*

[xiii] Se Blix, M., Wadefjord, J., Wienecke, U. och Ådahl, M., (2001), "How good is the forecasting performance of major institutions?", *Penning- och Valutapolitik*, nr 3, Sveriges Riksbank.