

eller någonting annat. Då får man precis samma typ av koordineringsfrågeställningar som man ska hantera på något sätt för att undvika det exempel som jag gav – att detta på något sätt inte driver i väg i någon riktning som i slutändan är önskad för samhället i sin helhet.

Hur ska man då göra det? Ett sätt är att formulera mandaten så att bedömningarna sammanfaller. Men om man har två myndigheter är det svårt att göra detta om det är människor som byts över tiden. Man kan också ge centralbanken ansvar för båda styrmedlen. Det låter lite altruistiskt, men jag har utgått från att frågeställningen inte är att ge penningpolitiken till Finansinspektionen – därav det asymmetriska i det hela. Alternativt måste man hitta någon lösning där man antingen samordnar på något sätt eller rakt upp och ned förhandlar om det hela. Det är rätt mycket detta som diskussionerna i Sverige för närvarande handlar om. I Sverige har vi inte i nuläget någon formell struktur över huvud taget för att hantera detta. Det är det man behöver fundera på framöver. Vad innebär det om man ska hitta en mer formell struktur i detta så att man inte försätter sig i hörnlösningar som på ett eller annat sätt är olyckliga?

Låt mig summera vad jag har försökt föra till torgs här denna vackra majkväll: Steget mellan teori och praktik är av olika skäl inte helt enkelt. Man har att ta ställning till olika mått på inflation. Man har att ta ställning till olika mått på resursutnyttjande. Man måste fundera på hur man ska ta hänsyn till olika typer av risker, inte minst det faktum att osäkerheten ökar med tiden.

Vad betyder det när man samtidigt ska ordna en beslutsprocess på ett sådant sätt att det är möjligt att fatta beslut i en grupp och även möjligt att kommunicera besluten? Man måste klara av att balansera diversifieringen i synpunkter å ena sidan, å andra sidan vara tillräck-

ligt tydlig så att människor kan förstå vad penningpolitik innebär.

Därutöver, som en krydda i tänkandet, har vi framgent att lägga till frågeställningen: Vad ska vi göra när det gäller att hitta en balanspunkt också visavi andra myndigheter eftersom det inte är centralbanken allena som styr hur transmissionsmekanismen i en ekonomi ser ut? Det måste man också balansera på ett eller annat sätt när det gäller att hitta balanspunkten. När jag nu ser denna sista bild vill jag lägga till att det egentligen borde vara pluralis: Man ska hitta *balanspunkterna* i sammanhanget.

Det var dagens tema. Nu får vi höra vad man kan tycka om det.

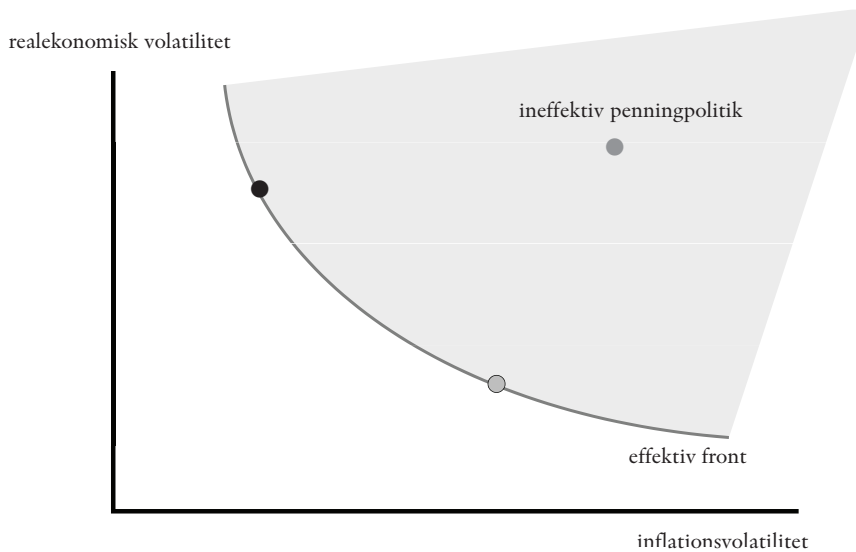
Pehr Wissén

Tack, Stefan Ingves! Om ingen har någon direkt sakfråga lämnar jag ordet direkt till professor Martin Flodén.

Martin Flodén

Tack för att jag får möjlighet att kommentera Stefans anförande! Det tar upp många intressanta frågeställningar och diskussionspunkter. Jag vill börja med att säga att jag egentligen bara kommer att fokusera på det som rör den direkta penningpolitiken och flexibel inflationsmålpolitik. De avslutande punkterna om finansiell stabilitet och ansvarsfördelning är viktiga, men jag håller med Stefan om alla punkter. Även de kolleger jag har diskuterat detta med håller med och tycker att det är viktiga frågor. Det behövs en tydligare ansvarsfördelning och samordning inom dessa frågor. Det är det enda jag vill säga om det. Jag fokuserar som sagt i stället på det som rör inflationsmålpolitiken och flexibiliteten.

En viktig reflexion att göra inledningsvis är att jag ser Stefan Ingves anförande som en replik på vice riksbankschef Lars E.O. Svenssons olika anföranden, tal, rapporter och uttalanden i direktionmöten – det man kan läsa i



Figur 8
Taylorkurvan

protokollen från penningpolitiska möten. Det är på något sätt en oundviklig utgångspunkt, även om det inte nämndes i Stefans anförande. Jag tänker inte ta på mig rollen att försvara Lars E.O. Svenssons synpunkter, men oundvikligen kommer jag ibland att ställa frågor eller göra kommentarer utifrån dem.

En annan sak som är viktig att påpeka är att man ibland kan få uppfattningen att det finns stora meningsskiljaktigheter inom direktionen och att det är flera ledamöter som systematiskt röstar emot de andra. Debatten kan ibland framställas som att ledamöterna tycker väldigt olika. Och i någon bemärkelse är det väl så, men jag skulle ändå vilja poängtera att jag tycker att samsynen på hur penningpolitiken ska bedrivas och hur ramverket ska se ut är stor i Sverige. Dessutom tycker jag att vi jämfört med tidigare tidsperioder och med andra länder har ett väl fungerande politiskt ramverk och en väl fungerande penningpolitik. Det är startpunkten. Sedan är det förstås intressant att diskutera ytterligare möjliga förbättringar och det är det som dagens diskussion berör – enligt mig i varje fall.

Till att börja med tänkte jag gå igenom vad som egentligen menas med flexibel inflationsmålpolitik. Delvis har

Stefan redan sagt detta. Sedan tänkte jag ge en liten tillbakablick på hur flexibiliteten har implementerats eller formulerats av Riksbanken tidigare och i dagsläget. Avslutningsvis tänkte jag ge lite synpunkter på hur strategin skulle kunna förbättras och även ställa några frågor till Stefan om hur han ser på de här sakerna.

Flexibel inflationsmålpolitik är ett internationellt ofta förekommande begrepp i den penningpolitiska diskussionen både i praktik och i teori i dagsläget.

Det är ett uttryck som myntades av Lars E.O. Svensson i en artikel där ett första utkast fanns 1996. Det är alltså hans begrepp, men sakinnehållet är inte på något sätt nytt, utan det har funnits så länge vi har haft penningpolitik. Centralbanker har alltid brytt sig om den reala sidan i ekonomin, vilket är det som är innebörden av flexibel inflationsmålpolitik förutom att man också har ett inflationsmål, vilket man inte alltid har haft.

Även i förarbetena till dagens svenska riksbankslag skriver man in flexibiliteten mycket tydligt och det skedde ungefär parallellt med att det här begreppet myntades. I förarbetena står det att Riksbanken har en skyldighet att ta hänsyn till den reala ekonomin. Det

man nämner är hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Det ansågs så självklart att det inte behövde tas in i lagtexten.

Ett sätt att illustrera den avvägning som penningpolitiken ställs inför är en kurva som är ungefär samma kurva som den Stefan visade. Den brukar ofta kallas för taylorkurvan eftersom den först visades av ekonomen John Taylor i en artikel från slutet av 1970-talet. Att den här avvägningen finns är alltså ingen ny insikt.

Tanken är, som Stefan berättade, att det finns någon slags bästa effektiva korrelation i den volatilitet vi får på den nominella sidan, för prisnivå eller inflation, och på den reala sidan. Vi kan få stabil inflation om vi är beredda att få större konjunkturfluktuationer i stället etc. En viss sorts penningpolitik kan vara ineffektiv i den bemärkelsen att vi kan få mer stabilitet både på den nominella sidan och på den reala sidan om vi rör oss mot origo i grafen. Den grå punkten där uppe är ett exempel på ineffektiv penningpolitik.

Den svenska Riksbanken har varit tydlig med att man verkligen för en i praktiken flexibel inflationsmålspolitik, åtminstone sedan 1999. Man har uttryckligen sagt att man tar realekonomisk hänsyn och det har blivit tydligare och tydligare över åren. Utvecklingen har varit liknande i de flesta länder där man har infört inflationsmålspolitik. Att utrymmet för att bedriva flexibel inflationsmålspolitik och även fokusera på den reala sidan av ekonomin har blivit större beror förmodligen framför allt på att penningpolitiken är mer trovärdig, att man kan hantera inflationstakten även om man tar andra hänsyn. I takt med att man har fått mer trovärdighet är det naturligt att man också funderar mer på realekonomisk stabilitet.

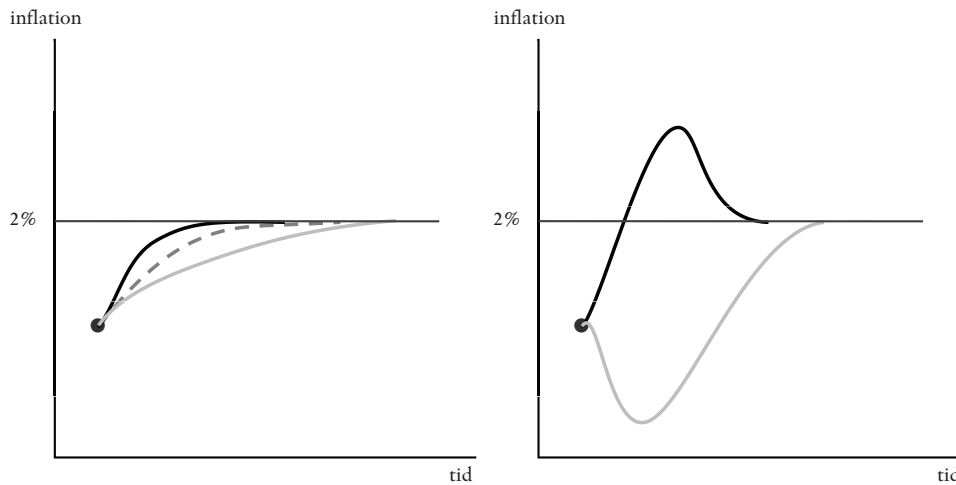
I ett första strategidokument från Riksbanken 1999 skrev Lars Heikensten att man försöker undvika oönskade

svängningar i den ekonomiska aktiviteten. Riksbanken har mer tydligt formulerat sin strategi i ”Penningpolitiken i Sverige 2006”, vilken sedan har uppdaterats 2007 och 2010, där man berättar vad man försöker göra och på vilket sätt. I det tidigare dokumentet står det att man har utrymme att ta hänsyn till tillväxt, arbetslöshet och sysselsättning. Det står också att man tar hänsyn till förändringar i tillgångspriser, även om syftet med detta är oklart. Just den formuleringen har försvunnit i dokumentet från 2010. Där har även arbetslösheten försvunnit. Nu är man ganska nära lagtexten, där det talas om tillväxt och sysselsättning, vilket jag tycker är bra. Strategin har successivt förtydligats till det bättre.

Så några kommentarer och frågor jag tänkte ställa rörande två huvudpunkter: Hur ska målformuleringen och den realekonomiska hänsynen tolkas? Kan man göra målformuleringen mer formaliserad, vilket Stefan i varje fall indirekt har argumenterat emot i dag?

Formalisering skulle kunna ske genom att man beräknar ett sk medelkvadratgap för inflationens avvikelse från inflationsmålet och något mått på realekonomisk hållbarhet eller kanske med hjälp av en målfunktion där målfunktionen viktas ihop realekonomisk stabilitet och nominell stabilitet. Målfunktionen går ytterligare ett steg; där måste man ta ställning till vilken avvägning man vill göra. Den λ -parameter som Stefan pratade om måste få ett värde om målfunktionen ska vara meningsfull.

Låt mig börja med två frågor angående målformuleringen såsom den dels är formulerad, dels operationaliserad i praktiken. Man skriver tydligt i strategidokumentet att inflationsmålet är överordnat den realekonomiska stabiliteten. För mig framgår det inte tydligt på vilket sätt man ser den överordnade rollen för inflationsmålet. I tidigare strategidokument har man talat om en tidshorisont



Figur 9
Hur är inflations-
målet överordnat?

som normalt skulle vara två år. Normalt skulle inflationen vara vid inflationsmålet 2 procent inom den här tidshorizonten. Däremellan har man handlingsutrymme på den realekonomiska sidan.

Den formuleringen har i princip försvunnit. På vilket sätt man prioriterar inflationsmålet är för mig otydligt. En möjlig tolkning är att det rör parametern λ i målfunktionen, vilken vikt man lägger på realekonomisk stabilitet relativt nominell stabilitet. Det är tydligt att Lars E.O. Svensson ser det på det sättet, skulle jag vilja säga, och jag tycker att även Stefan Ingves anförande i dag tyder på att det är den tolkningen man ska göra.

En annan tolkning som jag själv har trott att Riksbankens majoritet står för, i alla fall tidigare, rör hur anpassningsbanan för inflationen kan se ut. Antag att vi befinner oss med en för låg inflation. Då kanske man kan fundera över olika reporäntebanor som gör att inflationsprognoserna blir som den svarta, grå eller den streckade linjen så att man har en handlingsfrihet i hur snabbt vi ska försöka föra inflationen tillbaka till målet. Det är ungefär så det är formulerat på vissa ställen i strategidokumentet.

Vad innebär optimering enligt en förlustfunktion? Om man försöker göra någon sorts optimal avvägning mellan

realekonomisk och nominell stabilitet med de analysredskap man har, man sätter in någon sorts valparameter i sin förlustfunktion, så kommer inflationsbanorna ibland att medföra att inflationen tidvis rör sig bort från inflationsmålet. Är det här någonting man kan tänka sig när man har ett överordnat inflationsmål – att man avsiktligt låter inflationen tidvis röra sig åt fel håll, bort från inflationsmålet? För mig är det lite oklart om alla direktionsledamöter tycker att sådana strategier är okej.

Det var egentligen en fråga.

En annan kommentar gäller hur man har formulerat måluppfyllelsen när det gäller den realekonomiska sidan. Riksbanken fokuserar ofta på resursutnyttjandet med hjälp av olika gapmått, som produktionsgap och timgap. Lars E.O. Svensson vill att det ska vara ett arbetslöshetsgap. I förarbetena till Riksbankslagen säger man att det ska röra sig om hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Är det här rätt indikatorer för att uppnå det som vi verkligen bryr oss om? Här handlar det inte om indikatorer på vad som leder till inflation eller inte, utan här handlar det verkligen om målvariabler. Vad är det vi vill uppnå med penningpolitiken? Vad är det som påverkar välfärden i ekonomin?

Frågan är hur viktigt resursutnyttjandet är som välfärdsmått. Det är kanske mer uppenbart att arbetslösheten är kopplad till välfärden. Och sysselsättningen är kanske ännu viktigare. Just sysselsättning nämns i förarbetena men inte arbetslöshet. Man kanske borde fokusera på ett sysselsättningsgap snarare än de andra måtten. Sysselsättningsgapet är någonting som ibland räknas fram i olika rapporter. Jag tror att Riksbanken har gjort det ibland, Konjunkturinstitutet har gjort det ibland. Vad är en hållbar nivå för sysselsättningen och vad är sysselsättningen i dag?

Normalt säger man att centralbanker och penningpolitik inte kan påverka den potentiella nivån i en ekonomi. Därför är kanske en hållbar tillväxt en sorts hoppöst mål. Men kanske finns det situationer där penningpolitiken åtminstone på medellång sikt kan påverka vad som är hållbar sysselsättning. Ett exempel på ett sådant resonemang har Karolina Ekholm nämnt i något direktionsmöte, har jag sett i protokollen. Hon säger att om arbetslösheten inte trycks ned snabbt ökar risken att vissa grupper slås ut från arbetsmarknaden. Det här låter som ett väldigt rimligt argument för att kanske föra en mer expansiv penningpolitik än annars. Men om man tittar på de realekonomiska mått som används av Riksbanken fångas detta inte av gapmått eftersom det här är någonting som även skulle påverka den potentiella sysselsättningsnivån. Kanske kan man på något sätt tillåta att man tar sådana hänsyn. Jag har själv inte tänkt klart på den frågan, men det är i alla fall en fundering.

Den andra gruppen av frågor som jag ville kommentera rör möjligheten att mer uttryckligt formalisera de avvägningar som görs mellan realekonomi och nominell ekonomi, inflationsmål etc och kanske också kvantifiera de avvägningar man gör. Att det inte är helt absurt att gå flera steg längre illustreras

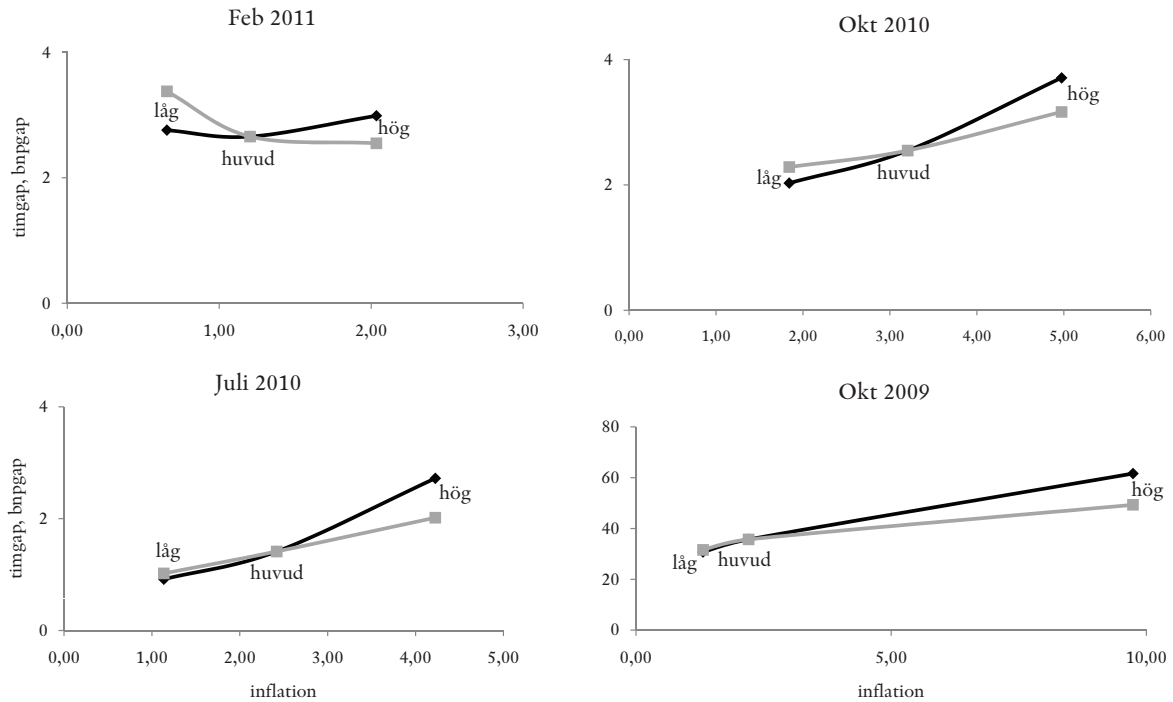
av att man i Norge faktiskt publicerar en hel förlustfunktion som i princip är den funktion som Stefan visade, summan av förväntade medelkvadratgap för inflationens avvikelse från inflationsmålet, produktionsgapet i kvadrat och ytterligare några termer i Norge. Det är på något sätt en extrem lösning som jag själv inte tror så mycket på, ska jag säga.

Sedan finns det lite försiktigare steget att tydligt redovisa medelkvadratgap på det sätt som Lars E.O. Svensson har gjort i flera sammanhang och som Riksbanken några gånger också har gjort men oftast har undvikit att göra.

Stefan har i dag redovisat flera invändningar mot att använda dessa mått. Låt mig kommentera några av invändningarna.

Först och främst är det flera invändningar mot de realekonomiska måtten; olika mått på resursutnyttjandet kan ge olika indikatorer på vad som är väl avvägd penningpolitik i dagsläget. Det finns flera olika indikatorer. Jag ser inte något problem med det. Man kan redovisa beräkningar baserat på olika mått på resursutnyttjandet, om man nu tycker att resursutnyttjandet är ett lämpligt mått. Normalt sett kommer de här indikatorerna dessutom att tyda på samma sak.

Stefan visade ett exempel från september 2008 när indikatorerna gav olika svar. Låt oss se på de fyra senaste tillfällena där man från Riksbankens sida kan hitta prognoser på inflation, timgap som är den svarta serien och produktionsgap som är den gråa serien. Vid de fyra senaste tillfällena när man har prognoser på dessa variabler under olika räntebanor – en lägre och en högre räntebana än huvudscenariot – ser vi att oberoende av vilket mått på resursutnyttjandet som vi använder, det svarta eller det gråa måttet, blir det ungefär samma svar. Dessutom ser vi att i oktober 2009, juli 2010 och oktober 2010 tyder de här beräkningarna helt entydigt på att det finns en



Källa: Riksbankens sifferunderlag till respektive penningpolitiska rapport.

Figur 10
Medelkvadratgap-
KPIF och olika mått
på real ekonomi,
huvudscenario &
lägre/högre ränta

dominerande strategi här oavsett vilken avvägning man gör mellan real sida och nominell sida och oavsett vilken parameter λ man har – skulle man ha valt en lägre ränta än huvudscenariot. Detta bygger på data som finns i de penningpolitiska rapporterna.

I det allra senaste fallet får man en lite otydligare bild. Det är möjligt att huvudscenariot och lägre ränta båda ligger på den effektiva fronten och att detta beror på preferenser när det gäller vilket val man skulle göra.

Nu säger jag inte nödvändigtvis att det skulle vara bra att välja den lägre banan. Men jag tyckte att när man ändå har producerat de här prognoserna för resursutnyttjande på olika sätt och alla tyder på samma sak, så måste man tydligt förklara varför man trots allt inte vill välja den lägre räntebanan. Eller kanske man inte ska publicera de här måtten på resursutnyttjandet alls om man tror att de inte innehåller någon information?

Den tredje punkten rör att alternativscenarierna inte är lika genomarbetade som huvudscenarierna. En möjlig invändning där är att det går att göra alternativscenarierna mer genomarbetade. Det är en resursfråga. Det är mer en fråga om man tycker att det är värt att göra det eller inte.

Den invändning som jag tycker kanske är den viktigaste av dem som Stefan tar upp rör risker och prognoshorisont. Det är någonting som bortses ifrån åtminstone i de här enklaste kvantifieringarna av medelkvadratgapen. Om det finns en liten risk för ett väldigt dåligt utfall som kan elimineras med en viss penningpolitik, om penningpolitiken med olika strategier leder till olika mycket osäkerhet och olika stor varians, så kommer inte medelkvadratgapen att ge rätt indikationer på vad som är bra penningpolitik och vad som är dålig penningpolitik. Det är en osäkerhet som på något sätt antingen måste kvantifi-

eras och byggas in i modellerna eller användas för att motivera varför man trots allt inte väljer den lägre räntebanan när modellprognoserna tyder på att det är klart bättre penningpolitik.

När det gäller detta med många beslutsfattare har jag väldigt svårt att se det som ett problem att olika beslutsfattare, olika direktionsledamöter, har olika åsikter och röstar på olika saker. Jag har svårt att tro att det leder till mer förvirring så länge varje enskild ledamot är tydlig i sin argumentering. Vi har ju protokoll som vi kan se och där läsa hur ledamöterna har argumenterat. Det problem jag ser och som också Stefan nämner är att det eventuellt kan krävas mycket analysresurser om alla direktionsledamöter vill få sina egna favoritscenarier noga analyserade. Det är en uppenbar invändning, men att man tycker olika har jag svårt att se som ett problem.

För att kort sammanfatta tycker jag att det finns utrymme för att Riksbanken, trots att den är tydlig i dagsläget, ytterligare förtydligar hur man ser på målformuleringen, kanske särskilt vad man menar med att inflationsmålet är överordnat. Jag tycker att olika ledamöter mycket väl kan ha olika uppfattning och inte bara om hur prognoserna ska se ut eller hur man bedömer det dagsaktuella ekonomiska läget, utan för min del är helt okej om ledamöterna har olika uppfattning om hur man ska implementera och operationalisera själva målformuleringen. Någon kanske vill använda medelkvadratgap i sin analys; någon kanske vill använda ett annat resonemang; någon kanske vill formulera en hel förlustfunktion etc. Så länge ledamöterna gör det tydligt och preciserar vad det är man försöker uppnå tycker jag att det bara är en klar förbättring.

I dagsläget kan det ibland vara svårt att förstå varför ledamöterna röstar på olika räntebanor. Är det för att de gör olika bedömningar av det ekonomiska

läget, eller är det för att de har olika syn på vad målet för penningpolitiken faktiskt är?

Jag tror personligen att kvadratgap kan vara till hjälp i analysen vid beslutsfattande. Att det kan vara en hjälp betyder absolut inte att man ska följa indikationerna från beräkningarna mekaniskt. Det kan mycket väl vara motiverat att avvika från vad kvadratgapen indikerar. Men då bör man förklara varför man inte litar på sina egna prognoser, så att säga. Vilka risker är det man ser med de beräkningar som finns bakom den penningpolitiska rapporten?

Stefan Ingves

Jag tycker att Martin fångar många av de frågor som jag försökte lyfta fram. Man kan räkna på väldigt många olika sätt, man kan ha många olika synsätt när det gäller olika variabler som man lyfter fram och när man i slutändan måste hitta någonting som fungerar med alla dessa olika valmöjligheter som finns bland sex personer. Det jag är tveksam till, och då pratar vi om beslutsteknik, är t ex en form där man tvingar sex personer att vara matematiker, för de kommer aldrig att vara det. Det är ungefär som att koka gröt – vissa läser på paketet och andra känner i armen. På något sätt måste man hitta det som i någon mening är lagom.

Sedan ska man försöka kvantifiera det. Nu har jag varit med sedan 1990-talet då vi började med inflationsmålspolitik och ser att apparaten har vuxit. I takt med att man lär sig växer aptiten. Man kan öka nyansrikedomen i detta och öka nyansrikedomen i samtalen och komma fram till en sorts normalbild.

Jag ska ta ett exempel som är belysande när det gäller olika syn och de valmöjligheter man ställs inför. Du hade en modellkalkyl som visar att om man gör på ett visst sätt för att få ett bra resursutnyttjande som går mot målet får man en inflationstakt som slår över målet, som