

Delegering, ansvarsutkrävande och kommunikation: vilka krav ställs på en självständig centralbank?

Stefan Ingves

Jag vill börja med att tacka för inbjudan att komma hit till Nationalekonomiska Föreningen. Det har blivit en återkommande och angenäm uppgift för riksbankschefen att diskutera Riksbankens verksamhet i den här församlingen.

Sedan jag var här för ett år sedan har en hel del hänt på det penningpolitiska området. Vi på Riksbanken har bl a gjort en del förändringar för att göra vår kommunikation tydligare. Vi har ersatt den tidigare inflationsrapporten med en penningpolitisk rapport. Med det namnbytet vill vi signalera att rapporten nu också innehåller en beskrivning av de överväganden vi gjort när vi fattat vårt räntebeslut. En annan nyhet sedan jag var här förra gången är att vi har börjat presentera den prognos för reporäntan som vi bedömer ger en väl avvägd penningpolitik framöver.

Att vårt sätt att arbeta ändras över tiden tycker jag inte är särskilt konstigt. Vi försöker alltid förbättra och utveckla de metoder vi använder när det gäller att driva penningpolitik. Penningpolitik är när allt kommer omkring också en läroprocess. Det handlar dels om att vi själva efter hand upptäcker brister i vårt sätt att arbeta och försöker åtgärda dem. Men det handlar också om att vi lever i en föränderlig värld, där vi måste anpassa oss i takt med att kraven på vår verksamhet ändras. Det är krav som kan komma och kommer från alla möjliga håll.

Mitt tema i kväll är att en modern, självständig centralbank måste ta flera hänsyn i sitt penningpolitiska arbete, inte minst i sin kommunikation. Det

är framför allt två aspekter som vi hela tiden måste väga in. Den första är att vi har ett myndighetsansvar gentemot det svenska folket och dess politiska representanter. Den andra är att vi måste kommunicera och interagera med de finansiella marknaderna när vi genomför penningpolitiken.

Jag tänkte ägna huvuddelen av mitt anförande åt att belysa några olika aspekter på vilka krav som ställs på oss. De områden jag tänkte tala om är transparens, signalering och den framtida räntebanan. Det finns inga vattentäta skott mellan dessa områden. Hur vi ser på den framtida räntebanan är t ex en del av vår signalering, och kvaliteten på vår signalering har i sin tur betydelse för hur transparenta vi är eller anses vara. Transparens i sin tur är en del av vår myndighetsroll.

Låt mig först säga ett par ord till om vår myndighetsroll och vårt samspel med marknaden. Jag tänkte börja med den senare aspekten. För penningpolitiken är samspelet mellan Riksbanken och marknaden av central betydelse. Det handlar om ett ömsesidigt beroende. Riksbanken ska t ex tillhandahålla ett effektivt betalningssystem – en finansiell infrastruktur. Vi övervakar också stabiliteten i systemet. Dessutom svarar vi för försörjningen av sedlar och mynt. Men samtidigt är vi beroende av de finansiella marknaderna för att genomföra de penningpolitiska åtgärderna.

Spelreglerna för vår interaktion med de finansiella marknaderna har ändrats ganska mycket de senaste 25 åren. De mest dramatiska förändringarna inom detta område ägde rum i samband med avregleringen av kredit- och valutamarknaderna som inleddes under 1980-talet. Avregleringen har bidragit till en effektivare prissättning som bättre speglar efterfråge- och utbudsförhållandena. Effektiviteten på de finansiella marknaderna har stor betydelse för penningpo-

NATIONAL- EKONOMISKA FÖRENINGENS FÖRHANDLINGAR

2007-04-24

Sammanfattade av
Birgi Filppa, Karin
Sirén och Pirjo Fur-
tenbach

Ordförande:
Gabriel Urwitz
Inledare: Stefan Ingves,
riksbankschef
Kommentatorer:
direktör Pehr Wissén,
Handelsbanken och
professor Peter Eng-
lund, Handelshögsko-
lan i Stockholm
Övriga deltagare:
Anders Fredriksson,
Assar Lindbeck och
Vera Norrman

litikens genomslag via den s k transmissionsmekanismen. Vi har i dag en helt annan transmissionsmekanism än vi hade för 25 år sedan.

Genomslaget av vår politik är inte bara en teknisk fråga utan beror också på hur väl vi lyckas kommunicera våra intentioner till marknaden. Ju öppnare och tydligare vi är desto större är möjligheten att påverka räntebildningen på det sätt vi önskar, inte bara på kort sikt utan över en del av den s k avkastningskurvan. Det ställer naturligtvis speciella krav på vårt agerande.

Även den andra aspekten – att vi är en myndighet med ansvar gentemot allmänheten och de folkvalda – ställer en del krav. Myndighetsrollen innebär numera att vi befinner oss i slutet av en delegeringskedja. Folket har valt en riksdag som lagstiftat om Riksbankens mål och utsett riksbanksfullmäktige. Fullmäktige tillsätter i sin tur den direktion med sex ledamöter som ska fatta de penningpolitiska besluten.

En sådan delegering kan vara ändamålsenlig när politiska beslut riskerar att leda till alltför kortsiktiga tidshorisonter. Det problemet hanteras i penningpolitiken genom att Riksbanken fått en hög grad av självständighet och ett tydligt lagfäst uppdrag. Sådan delegering kan också vara lämplig om det rör sig om en tekniskt komplicerad verksamhet. Dit hör penningpolitiken. Det finns också många andra myndigheter, t ex Kärnkraftsinspektionen och Luftfartsstyrelsen, som ansvarar för tekniska frågor av stor betydelse för samhället. De flesta anser nog att t ex landningsbanans längd på en flygplats eller utformningen av kylsystemet i ett kärnkraftverk bör avgöras av experter och inte genom politiska omröstningar.

En del av de krav som ställs på oss utifrån vår roll som myndighet är ganska uppenbara. Vi ska t ex efter bästa förmåga försöka uppfylla det mål om prissta-

bilitet som vi fått oss tilldelat. Vi måste också på ett bra sätt kunna förklara för allmänheten varför vi agerar på det ena eller det andra sättet. Det är särskilt viktigt eftersom Riksbanken har en hög grad av självständighet. Av självständigheten följer att det ska gå att utvärdera hur vi skött oss. För att detta ska vara möjligt krävs att vi är öppna och tydliga i det vi gör.

Men myndighetsansvaret ställer också en del andra krav på vårt agerande som inte är lika självklara. Det gäller t ex formerna för hur vi fattar våra räntebeslut och hur vi förmedlar våra penningpolitiska intentioner. Det senare brukar kallas ”signalering” på centralbankspråk. Jag återkommer till det senare.

Låt mig börja med transparens – att vara öppen och tydlig. Det var länge vanligt att centralbanker skulle vara hemlighetsfulla och lite mystiska. Ett exempel, som i dag kan låta ganska märkligt, är att Federal Reserve inte förrän 1994 började offentliggöra ens de ränteförändringar man hade beslutat om (se t ex kapitel 1 i Blinder 2004 eller Geraats 2006).

Men under de senaste femton åren har centralbankerna generellt blivit alltmer öppna och tydliga med vad de gör och hur de tänker. Det gäller både i inflationsmålsländer som Sverige och i länder som inte har preciserat ett siffersatt mål, t ex i USA.

Det finns flera anledningar till den ökade öppenheten och tydligheten, den s k transparensen. Den viktigaste är förmodligen att centralbankerna har blivit mer självständiga i förhållande till det politiska systemet. Som jag konstaterade inledningsvis är det allmänheten som, via det politiska systemet, är centralbankens yttersta uppdragsgivare. I takt med att centralbankerna blev självständiga blev det mer angeläget att allmänheten hade en god insyn i verksamheten. Det var helt enkelt inte förenligt med god demokratisk tradition att en myndighet

som tilldelats en hög grad av självständighet skulle fortsätta vara både sluten och hemlig. En ökad transparens var ett sätt att skapa legitimitet hos allmänheten för den nya ordningen.

Men det finns inte bara politiska skäl till att centralbankerna blivit mer öppna och tydliga. En annan förklaring är att många centralbanker sett en ökad transparens som ett sätt att lättare uppnå sina mål och göra penningpolitiken effektivare. Det gäller inte minst i de länder som börjat tillämpa inflationsmålspolitik. Man skulle kunna kalla det för ett ekonomiskt argument för transparens. Det hänger dels samman med att om penningpolitiken är transparent blir det lättare för ekonomins aktörer att förvisa sig om att de räntebeslut som fattas verkligen syftar till att uppnå en låg och stabil inflation. Öppenhet och tydlighet kan då bidra till ökad trovärdighet och förankra förväntningarna kring målet. Det var ett viktigt skäl till att Riksbanken tidigt under den nya inflationsmålregimen började publicera sina prognoser och annat beslutsunderlag. Jag var med en tid under 1990-talet och tror att vi inte hade kunnat bygga upp förtroendet för prisstabilitetsmålet så snabbt som skedde om vi inte hade varit så öppna kring vårt arbete och våra beslut. I alla fall hade det tagit längre tid.

Det ekonomiska argumentet för transparens hänger också samman med att öppenhet och tydlighet i dag anses vara en viktig del av själva penningpolitiken. Enligt ekonomisk teori finns det ett samband mellan räntor med olika löptider. Förväntningarna om de korta räntorna, som centralbanken styr, är viktiga för de långa räntorna. Genom att påverka förväntningarna om de korta räntorna kan därför en centralbank indirekt påverka även räntor med lite längre löptider. Med ett större inflytande över hela räntebildningen i ekonomin höjs penningpolitikens verkningsgrad. Detta

brukar ibland kallas att man bedriver penningpolitik genom *management of expectations*. Penningpolitik handlar i hög grad om att påverka förväntningar och det bästa sättet att göra detta är att tillhandahålla god information.

Det mest uppenbara sättet för en centralbank att påverka förväntningarna om politiken är att presentera banan för den framtida styrräntan, den som banken själv bedömer var den mest rimliga. Det är också vad Riksbanken började göra för om den första penningpolitiska rapporten i år. Jag kommer strax att ägna lite mer tid åt detta.

Innan dess ska jag ta upp ett sista argument för transparens som jag inte tror ska underskattas. Det är att vi genom att vara öppna och tydliga utåt också blir bättre i vår analys innanför Riksbankens väggar. Eftersom transparensen gör det lättare att utvärdera hur väl penningpolitiken fungerar ökar den helt enkelt våra incitament att göra ett bra jobb.

Men alla är inte överens om att transparens är en odelad välsignelse. Det finns akademisk forskning om för- och nackdelar med transparens. Ett uppmärksammat teoretiskt resultat från den forskningen är att mer offentlig information från centralbanker och andra myndigheter i vissa fall kan vara någonting negativt (Morris och Shin 2002). Men det resultatet bygger på att den offentliga informationen är av låg kvalitet. Om ekonomins aktörer fäster större vikt vid dålig offentlig information än vid sin egen bättre privata information, uppstår förluster för samhället i stort. Men det förutsätter att den offentliga informationen är väsentligt mycket sämre än aktörernas egen information – ett antagande som knappast håller i praktiken (Svensson 2006). Ett rimligare antagande, i varje fall när det gäller centralbanker och penningpolitik, är att offentlig information inte är sämre än de bedömningar som görs i den privata

sektorn. Centralbanker lägger förmodligen ner mer resurser än någon annan enskild aktör på att studera ekonomin, bedöma det ekonomiska läget och göra prognoser. De vet också rimligen mer om sina egna intentioner än någon annan aktör.

Det betyder att det är möjligt att konstruera teoretiska fall där en lägre grad av transparens är att föredra framför en högre. Men sammantaget menar jag att forskningen ganska tydligt pekar på att en hög grad av transparens är något man bör eftersträva. Det är en slutsats som det är lätt att hålla med om. Här, menar jag, har också myndighetskraven i en demokrati stor betydelse. Sedan tror jag att det i praktiken finns gränser för hur transparent en centralbank kan vara. I vissa avseenden är det helt enkelt svårt att vara öppen och tydlig. Det gäller t ex hur stor vikt centralbanken lägger vid stabilisering av den reala ekonomin relativt stabiliseringen av inflationen. I teoretiska modeller brukar detta representeras av en speciell parameter i centralbankens målfunktion. Men att sätta ett värde på den parametern som sedan offentliggörs är förmodligen i praktiken mycket svårt. Steget mellan teori och praktik är nog i detta fall alltför stort, åtminstone för närvarande.

Låt mig så gå över till att tala om räntebanan och varför den är viktig när man talar om transparens. En viktig del av transparensen har att göra med centralbankens kommunikation av sina penningpolitiska intentioner. Hur öppen och tydlig ska en centralbank vara om sin egen bedömning av den framtida styrräntan? Jag skulle vilja svara så öppen och tydlig som möjligt. Så tycker jag också att vi arbetar på Riksbanken i dag. Men vägen fram till det ställningstagandet har varit en ganska lång process som över tiden har kantats av olika krav och överväganden.

När det gäller antaganden om den

framtida styrräntan arbetar centralbanker något förenklat med tre olika ansatser. Den första är att styrräntan är oförändrad under hela prognosperioden. Enligt den andra antas styrräntan i stället följa marknadens förväntningar. Den tredje ansatsen innebär att centralbanken utgår från sin egen prognos för styrräntans utveckling (se t ex Blinder 2006 och Kontulainen m fl 2004). Riksbanken har gått från den första av de tre ansatserna, via den andra, till att nu publicera och bygga prognoserna på vår egen syn på en rimlig ränteutveckling framöver.

Varför tog vi det steget och varför gjorde vi det först i år? Ett enkelt svar är kanske att "var sak har sin tid". En lösning som vid en viss tidpunkt mycket väl kan svara upp mot de krav som ställs på oss kanske inte fungerar alls när förhållandena ändras. Vår omvärldssituation är ju som bekant allt annat än statisk. Vad man än gör ingår också ett betydande mått av *learning by doing*.

Fram till oktober 2005 gjordes våra inflationsprognoser under antagandet att styrräntan inte ändrades under prognosperioden. Fördelen med den metoden var att den på ett enkelt sätt illustrerade när det fanns skäl att ändra räntan. Om inflationen enligt prognoserna bedömdes bli lägre än två procent på två års sikt var det en signal att räntan behövde sänkas. Om den var högre behövde räntan normalt höjas.

Regeln var enkel att förstå och på så sätt ett bra pedagogiskt redskap; en egenskap som var särskilt viktig just när regeln infördes. Det gällde att vinna tillbaka penningpolitikens trovärdighet och förankra inflationsförväntningarna kring det nya målet på två procent. För att lyckas var det nödvändigt att hushåll, företag och de finansiella marknaderna förstod motiven bakom de penningpolitiska besluten. Där spelade den enkla regeln förmodligen en ganska viktig roll.

Men det fanns också betydande nackdelar med en sådan beslutsregel. Att styrräntan kommer att vara oförändrad ett par år framåt i tiden är normalt inte ett särskilt realistiskt scenario. Därför var det svårt att göra prognoser som hängde väl samman i alla sina delar. Antagandet gjorde det också svårt att utvärdera våra prognoser och jämföra dem med andra prognosmakares.

Efter hand visade det sig också att den här beslutsregeln ibland kunde vara ett hinder i vår kommunikation. Det aktuella räntebeslutet och inflationsprognosen på exakt två års sikt fick alltför stort fokus. Däremot fick varken allmänheten eller de finansiella marknaderna någon tydlig vägledning om hur vi såg på ränteutvecklingen längre fram. I takt med att vår trovärdighet ökade fick vi gradvis mer utrymme att bedriva en mer flexibel penningpolitik. Med det ökade också behovet av att visa att det inte bara är den exakta tvåårshorison-ten utan hela det förväntade förloppet för inflationen och den reala ekonomin några år framöver som spelar roll för de penningpolitiska besluten. Och det är inte bara dagens räntenivå som bör vara i fokus utan också förväntningarna om kommande ränteförändringar (Jansson och Vredin 2004, Woodford 2005 samt Faust och Henderson 2004).

De flesta av dessa problem vad gäller antagande om konstant reporänta lämnade vi bakom oss när vi i oktober 2005 i stället började göra prognoser baserade på marknadens förväntningar om styrräntans utveckling. Jämfört med att anta oförändrad reporänta ger marknadsaktörernas förväntningar i normala fall en mer realistisk prognos. På så sätt underlättades inte minst möjligheterna till en utvärdering av vad vi gör.

Men också ett antagande om att styrräntan utvecklas enligt förväntningarna på de finansiella marknaderna har sina nackdelar. Det gäller kanske framför

allt svårigheter med kommunikationen kring räntebanan när marknadsaktörernas bedömningar skiljer sig kraftigt från Riksbankens egna bedömningar. Ett annat problem som från tid till annan kan leda till otydlighet i kommunikationen är hur marknadens förväntningar om styrräntans utveckling faktiskt bör mätas. Det kan vara svårt att uppskatta och justera för olika premier – den ersättning för skillnader mellan värdepapper vad gäller löptid, kreditrisk och grad av likviditet som en investerare kräver. Det finns också olika sätt att göra det.

Dessa problem försvann eller mildrades kraftigt när vi valde att presentera en egen prognos för styrräntans utveckling. Ett viktigt skäl till att det nya räntebeslutet infördes är att det ska bli lättare att förstå motiven till våra beslut. På så sätt skapas bättre möjligheter att utvärdera penningpolitiken och ger därmed goda förutsättningar för ansvarsutkrävande och legitimitet åt en självständig centralbank som Riksbanken. För att återknytta till det jag talat om tidigare i kväll – jag tror att vi med den nya ordningen bättre lever upp till de krav på öppenhet och tydlighet som ställs på oss i vår interaktion med allmänheten och de finansiella marknaderna.

Som tidigare nämnts är det nog svårt för en centralbank att vara mycket tydligare än så när det gäller vad man anser vara en väl avvägd penningpolitik framöver. Vi får ett ännu bättre verktyg för att påverka förväntningarna hos hushåll, företag och aktörerna på de finansiella marknaderna. Det är en förutsättning för att penningpolitiken ska fungera väl.

En annan aspekt som kanske inte uppmärksammats så mycket är just att det blivit enklare för hushåll som planerar sin privatekonomi att bilda sig en uppfattning om vart räntan är på väg. Förut var många förmodligen helt hänvisade till finansiella rådgivare för att få

grepp om hur Riksbanken kunde väntas se på styrräntans utveckling ett par år framöver. Nu finns den informationen tillgänglig i vår penningpolitiska rapport. Rent allmänt kan man konstatera att många, inte minst på de finansiella marknaderna, lägger ned en hel del möda på att göra prognoser för reporäntan. Om vi kan bidra till att minska osäkerheten om hur vi själva ser på framtiden borde det vara någonting positivt för alla.

Men givetvis finns det också en del svårigheter som måste hanteras när en centralbank presenterar sin egen prognos för räntebanan. Riksbankens penningpolitiska beslut fattas av en direktion som består av sex personer. Visserligen fattar vi bara beslut om den nivå på reporäntan som ska gälla fram till nästa beslutstillfälle. Men vi måste också enas om vad vi tycker är en rimlig utveckling för reporäntan under hela prognosperioden. Det kan förstås komma tillfällen då direktionsmedlemmarna har olika uppfattningar. Ledamöterna skulle t ex kunna vara oense om hur snabbt inflationen bör återföras till målet efter en störning. En sådan beslutssituation kan vara komplicerad. Men vi har även tidigare lyckats enas om räntebudskap som innehållit information om våra framtida avsikter.

Även andra argument har framförts mot att publicera en egen prognos över styrräntans utveckling. Ett är att det skulle kunna försämra vår trovärdighet och försvåra kommunikationen med allmänheten och de finansiella marknaderna. Anta att centralbanken först tillkännager en viss räntebana men att det sedan kommer in ny information som leder fram till ett styrräntebeslut som avviker från den tidigare publicerade banan. Enligt det argumentet skulle avvikelserna kunna uppfattas som ett misslyckande från centralbankens sida och därmed försämra bankens trovärdighet (Giavazzi och Mishkin 2006).

Själv tror jag att det är tvärtom – att

kommunikationen nu blir effektivare och tydligare. Jag tror att det i dag finns en bred förståelse både hos hushåll, företag och marknadens aktörer för att penningpolitiken måste anpassas när förutsättningarna ändras. En prognos är till sin natur osäker och i allt högre grad ju längre fram i tiden vi blickar. Det har vi också varit tydliga med. Vår bedömning av reporäntans utveckling såsom den presenteras i den penningpolitiska rapporten är just en prognos. Den är inget löfte! När ny information ändrar den ekonomiska bilden måste vi förstås ompröva vår syn på hur reporäntan bör sättas framöver. Men det är knappast ett skäl till att avstå från att vara så öppen och tydlig som möjligt om vad vi i dag tror kommer att ske. Som jag sagt vid tidigare tillfällen vore det ungefär som om SMHI skulle låta bli att publicera femdygnsprognoser bara för att förhållandena kan ändras under tiden.

Ett annat argument mot att publicera räntebanor är knutet till marknadens funktionssätt. Det går i princip ut på att aktörerna på de finansiella marknaderna skulle kunna sluta söka annan information om de har tillgång till centralbankens prognos för räntenivån även på lite längre sikt. Hur marknaden ser på de ekonomiska utsikterna speglas normalt i de långa marknadsräntorna. Den informationen skulle i så fall gå förlorad och marknadens funktionssätt försämrats.

Men jag har väldigt svårt att tänka mig att marknadsaktörerna skulle sluta göra självständiga bedömningar på grund av att vi nu publicerar vår egen syn på ränteutvecklingen. De vet lika väl som Riksbanken att vi lever i en osäker värld och att de prognoser vi gör ständigt omprövas. De har starka skäl att fortsätta söka information via andra kanaler än Riksbanken och värdera den, även då vi publicerar vår prognos för räntebanan. På lång sikt är det naturligtvis fler faktorer än den förväntade penningpolitiken

som har betydelse för räntorna. Så här långt har vi bara hunnit presentera en enda egen reporänteprognois, men såvitt jag kan bedöma har det inte syntts några tecken på att marknaden skulle ha blivit mer passiv. Det har tvärtom varit tydligt att vi och vissa marknadsaktörer har haft lite olika syn på vad som är en rimlig ränteutveckling framöver. På sätt och vis är det ett tecken på att allt är i sin ordning. Det hör till sakens natur att prognosmakare gör lite olika bedömningar, särskilt på lite längre sikt. Så är det när man sysslar med konjunkturprognoser.

Vi har alltså gjort bedömningen att de eventuella svårigheter som det nya antagandet skulle kunna föra med sig kan hanteras. Men olika typer av räntebanor ställer också skilda krav på vår kommunikation. En viktig aspekt av detta är vad publiceringen av vår egen räntebana innebär för vårt sätt att signalera. Det för mig till vad signalering innebär.

Med signalering menar jag, enkelt uttryckt, hur vi förmedlar våra penningpolitiska intentioner. I korthet kan man beskriva den praxis som Riksbanken tillämpat på följande sätt. Mellan de penningpolitiska mötena har de enskilda direktionsledamöterna varit för sig ofta hållit tal på temat ”det aktuella läget” eller liknande. Där har vi gett vår syn på den ekonomiska utvecklingen och ibland också indikerat, mer eller mindre uttryckligt, hur vi tycker att räntan bör sättas vid nästa möte. Förutsättningen har vid sådana tillfällen varit att det klart framgått att ledamöterna gett uttryck för sin personliga uppfattning. Man kan kalla det för en sorts ”pyssignalering”, dvs när räntebeslutet väl fattas vid det penningpolitiska mötet ska tillräckligt med information om det redan ha ”pyst ut” för att ekonomins aktörer inte ska bli överraskade när beslutet kommer. På det hela taget förefaller vår signaleringspolicy ha fungerat hyggligt.

Men som så mycket annat har även kraven på signaleringen ändrats över tiden. De ser i dag ganska annorlunda ut än när inflationsmålet var nytt och trovärdigheten för penningpolitiken låg. Det hänger bl a samman med att vi sedan ett antal år tillbaka är en självständig myndighet, med de krav på insyn som det innebär. Det hänger också samman med de viktiga förändringar i vår kommunikation som vi nyligen har genomfört. Dessutom kan det finnas en del potentiella problem med det sätt på vilket vi tidigare har signalerat, även om det fungerat ganska bra.

Jag tänkte i huvudsak fokusera på signaleringens tidsaspekt dvs när, eller hur ofta, signaleringen sker eller bör ske. Jag vill poängtera att det jag kommer att säga är mina egna principiella reflektioner efter drygt ett år som riksbankschef. Det är alltså inte nödvändigtvis ett uttryck för direktionens samlade syn. Vi håller för närvarande på att diskutera de frågor jag tar upp, vilket i sig är ganska naturligt. Sedan inflationsmålet infördes har vi hela tiden arbetat med att förfina och utveckla sättet att bedriva penningpolitik i största allmänhet. Det finns knappast någon anledning att tro att just signaleringen funnit sin slutliga form och därför är något som ska stå utanför denna förändringsprocess.

De förändringar i vår kommunikation som gjorts på senare tid har betydelse för vårt behov av signalering. I de nya penningpolitiska rapporterna publicerar vi nu den bana för den framtida reporäntan vi anser mest rimlig. Av rapporterna ska också framgå varför vi valt just den banan. Prognoserna för reporäntan kommer att presenteras tre gånger per år. Vid de räntemöten då ingen penningpolitisk rapport publiceras kommer vi att göra en kvalitativ bedömning av hur den senaste publicerade banan ”står sig”, givet den nya information som kommit in fram till beslutstillfället.

Vi kan då kommunicera t ex att vår bedömning inte har ändrats eller att vi tror att räntan kan behöva höjas eller sänkas något snabbare än vi tidigare räknade med. Våra intentioner om penningpolitiken framöver blir därmed i princip så tydliga som de kan vara. Jag menar att det här nya sättet att arbeta minskar behovet av att signalera före de penningpolitiska mötena.

Det går också att resa en del principiella frågor kring när och hur man bör signalera. Signaleringen har ibland handlat om att vi har velat förmedla att vi haft en lite annan syn på hur räntan bör sättas vid nästa möte än vad marknaden förväntat sig. I sådana lägen kan man säga att vi funnit det bättre att förbereda marknaden genom signalering några veckor före ett penningpolitiskt möte än att riskera att överraska vid själva beslutstillfället. Men det är långtifrån uppenbart att man vinner speciellt mycket på att på det här sättet ”finjustera” förväntningarna över några veckor. Vi har med den uppläggnings visserligen ibland kunnat undvika starka reaktioner och en del indignerade kommentarer i samband med det faktiska räntebeslutet. Men man kan fråga sig hur stort värde det har, eftersom vi ändå ibland har fått ungefär samma reaktioner då vi signalerat det troliga räntebeslutet några veckor tidigare.

Många frågor kring signaleringen hänger samman med det faktum att vi är en grupp av personer som fattar räntebesluten. Riksbankens direktion är vad som brukar kallas en individualistisk kommitté (Blinder 2007). Med det menas enkelt uttryckt att direktionsmedlemmarna agerar som enskilda individer. Det gäller både när vi är ute och talar och när räntan sätts. Räntebesluten fattas genom omröstning och ledamöterna kan offentligt uttrycka om de delar majoritetens uppfattning eller inte. I sk kollegiala kommittéer finns i stället en överens-

kommelse om att de enskilda ledamöternas åsikter ska underordnas gruppens samlade uppfattning. I den mån interna åsiktsskillnader finns döljs de oftast utåt och när beslut väl fattats står alla ledamöterna bakom det offentligt.

Kombinationen av att räntebesluten fattas i grupp och att det sker en signalering mellan de penningpolitiska mötena är inte helt oproblematisk. Anta t ex att en enskild ledamot skulle hålla ett tal några veckor före ett penningpolitiskt möte där han eller hon ger signaler om att räntan bör ändras. Oaktat att direktionen är en individualistisk kommitté tror jag att det ibland kan uppstå osäkerhet om vem som egentligen är avsändare av signalen. Är det bara den enskilde ledamoten som redogör för sin syn, eller ger han eller hon uttryck för majoritetens uppfattning?

Om olika ledamöter skulle skicka ut olika signaler om vad som bör göras vid nästa möte, kan det också uppstå osäkerhet om vem av dem man bör tro mest på. Det är också något som i den vetenskapliga litteraturen ofta lyfts fram som en av farorna med individualistiska kommittéer. Kommunikationen riskerar, om man har otur, att bli en ”kakofoni av röster” utan något tydligt budskap (Blinder 2007).

Här kan det potentiellt uppkomma en konflikt med de krav som ställs på Riksbanken i egenskap av självständig myndighet. Myndighetsansvaret innebär att räntebesluten ska fattas i vad man skulle kunna kalla ”god ordning”. Det är viktigt att våra uppdragsgivare – ytterst allmänheten – har insyn i själva beslutsprocessen. Ett uttryck för det är att det förs ett protokoll vid de penningpolitiska mötena som offentliggörs strax därefter. Ett annat är att ordförande och vice ordförande i riksbanksfullmäktige enligt riksbankslagen har rätt att närvara vid direktionens sammanträden, vilket normalt också sker (Lag 1988:1388 om

Sveriges Riksbank, 3 kap, 3 §). De ska så att säga å allmänhetens vägnar bevaka att allting går rätt till, att besluten fattas på ett vederhäftigt sätt. Det innebär bl a att räntebesluten inte får ”invecknas” i förväg, på det sätt som jag nyss beskrev.

Åtminstone teoretiskt finns det alltså vissa problem med att signalera före de penningpolitiska mötena. Det finns risk att dels förvirra marknaden, dels att ”binda upp” både diskussionen vid de penningpolitiska mötena och själva räntebeslutet i förväg. Eftersom dessutom själva behovet av signalering minskat i och med de förändringar i vår kommunikation vi nyligen gjort, finns det skäl att tänka över formerna för signaleringen.

Vilken slutsats landar jag då på? Det borde i normalfallet räcka med att signalera tydligt i samband med de sju penningpolitiska möten som hålls per år. Endast i undantagsfall finns anledning att signalera före de penningpolitiska mötena. Så har det i praktiken fungerat på senare tid. I de fall vi ändå väljer att signalera före ett möte bör det vara tydligt vem som står bakom budskapet, t ex direktionen i sin helhet. Med det här sättet att arbeta garanterar man också principen om ett ordnat och observerbart beslutsfattande som jag menar att myndighetsrollen kräver.

Låt mig poängtera att det jag sagt här inte ska tolkas som att jag menar en övergång från en individualistisk till en kollegial kommitté, som så att säga ”lägger locket på” för interna åsiktsskillnader. De enskilda ledamöterna ska naturligtvis kunna uttrycka sin egen uppfattning offentligt även i fortsättningen. Men då bör det lämpligen handla om att man i efterskott tydliggör och förklarar de personliga överväganden man gjort i samband med de penningpolitiska mötena. Åsiktsskillnader inom direktionen kommer ju också, precis som tidigare, att framgå av protokollen. Här tycker jag att det dessutom finns skäl att överväga

att ytterligare öka genomlysningen genom att i protokollen namnge ledamöterna även i den löpande diskussionen, inte bara om de reserverat sig mot räntebeslutet. Gör man så har man både ett ordnat beslutsfattande och vet vem som står för vad.

Låt mig runda av. Vårt sätt att arbeta har ändrats ganska mycket över tiden. Men så är det att bedriva penningpolitik. Vår omvärld är allt annat än statisk och de krav på vår verksamhet som kommer ”utifrån” förändras. Inom banken försöker vi dra lärdom av det och av våra praktiska erfarenheter. Vi försöker alltid arbeta för att utveckla och förbättra våra metoder för att driva penningpolitik. Det handlar hela tiden om att finna lämpliga tillvägagångssätt för att hantera både myndighetsrollen och samspelet med de finansiella marknaderna.

Ända sedan inflationsmålet infördes har transparens varit ett ledord för oss. Vi betecknas i dag också som en av världens mest öppna centralbanker, men att komma dit har varit en gradvis process. Det senaste steget har varit att publicera vår egen prognos för hur reporäntan kommer att utvecklas. Förhoppningsvis blir vi i och med det ännu bättre på att förklara för allmänheten och de finansiella marknaderna hur vi resonerar när de penningpolitiska besluten fattas.

Men processen slutar inte här. Vi kommer att fortsätta att söka vägar för att öka vår öppenhet och tydlighet. Ett område där jag själv känner att det skulle kunna vara dags att gå vidare är formerna för vår signalering. Det gäller inte minst efter de förändringar vi gjort på senare tid. Enligt min mening bör Riksbanken bara i undantagsfall signalera innan beslut formellt fattats vid de penningpolitiska mötena.

Syftet med de förändringar vi gör är naturligtvis i grunden att vi ska bli tydligare och effektivare i vår kommunikation. Att vi hela tiden har en sådan strä-

van är någonting som både aktörerna på de finansiella marknaderna och allmänheten i stort förväntar sig av oss.

REFERENSER

Blinder, A S (2004), *The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern*, Yale University Press, New Haven.

Blinder, A S (2006), "Monetary Policy Today: Sixteen Questions and about Twelve Answers", presenterat vid Banco de España Conference *Central Banks in the 21st Century*, Madrid, 8-9 juni 2006.

Blinder, A S (2007), "Central Banking by Committee: Why and How?", *European Journal of Political Economy*, vol 23, s 106-123.

Faust, J och D W Henderson (2004), "Is Inflation Targeting Best-Practice Monetary Policy?", *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, vol 86, nr 4, s 117-143.

Geraats, P (2006), "Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice", *CEStfo Economic Studies*, vol 52, s 111-152.

Giavazzi, F och F S Mishkin (2006), "En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995-2005", *Rapporter från Riksdagen* 2006/07: RFR 1, Finansutskottet.

Jansson, P och A Vredin (2004), "Preparing the Monetary Policy Decision in an Inflation Targeting Central Bank: The Case of Sveriges Riksbank", i konferensvolymen *Practical Experiences With Inflation Targeting*, Czech National Bank, Prag.

Kontulainen, J, D Mayes och J Tarkka (2004), "Monetary Policy Assumptions in Central Bank Forecasts", *Bank of Finland Bulletin* 4, 2004, s 28-35.

Morris, S och H S Shin (2002), "The Social Value of Public Information", *American Economic Review*, vol 92, s 1521-1534.

Svensson, L E O (2006), "Social Value of Public Information: Morris and Shin (2002), Is Actually Pro Transparency, Not Con", *American Economic Review*, vol 96, s 448-451.

Woodford, M (2005), "Central-Bank Communication and Policy Effectiveness", uppsats presenterad vid symposium arrangerat av FRB Kansas City *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Jackson Hole, WY, 25-27 augusti 2005.

Peter Englund

Det är en lite otacksam uppgift att kommentera riksbankschefens anförande. Anledningen är att Riksbanken på många sätt ligger så långt framme i

öppenhet och kommunikation och att de uppfattningar och tankar som Stefan Ingves har gett uttryck för här är så pass genomtänkta. Man får faktiskt anstränga sig för att hitta kritikpunkter att rikta in sig på. Det är i och för sig något som är stimulerande, och jag hoppas att jag har kommit fram till någonting som ska kunna ligga till grund för en fortsatt diskussion.

Om man jämför dagens öppenhet och transparens omkring penningpolitiken med hur det var förr är det en revolution som har skett, inte bara jämfört med hur det var när Per Åsbrink var riksbankschef. Det gäller även jämfört med mer sentida riksbankschefer som Bengt Dennis och Urban Bäckström. Riksbankschefen utvärderas nu i den här församlingen med samma intensitet, kan man hoppas, som gällde för finansministrarna på Strängs och Wigforss tid. Det är inte en isolerad svensk utveckling. Även om Riksbanken tillhört dem som har varit tidiga i utvecklingen och drivit på så har man haft god draghjälp av riksbankerna i Nya Zeeland, Norge, Storbritannien och många andra länder.

Om vi nu ska utvärdera och skapa ett underlag för en utvärdering av penningpolitiken är det naturligt att man tar sin utgångspunkt i den lagstiftning som Riksbanken har att följa. Den säger att Riksbankens uppgift är att värna penningvärdet. Det som kan utvärderas är dels hur Riksbanken väljer att tolka sin uppgift genom att ange ett operationellt mål för penningpolitiken, dels hur Riksbanken har valt att handha detta och agera givet det operationella mål man själv har satt upp.

I praktiken är det kanske inte så lätt att skilja på de här båda aspekterna av utvärdering. Målet för politiken är satt som att man ska hålla inflationstakten på en nivå om 2 procent om året med ett toleransintervall på 1 procent. Gott och

väl – det är någonting som lätt låter sig utvärderas och som enkelt borde kunna kommuniceras. Man kan titta på vad Riksbanken själv skriver. Riksbanken gav ut en liten broschyr häromåret som beskriver hur penningpolitiken bedrivs i landet. Där skyndar man sig dock att säga: Detta är målet, men man ska komma ihåg att penningpolitiken verkar med en eftersläpning på två år. Man ska också komma ihåg att penningpolitiken bedrivs med hänsyn till utvecklingen i realekonomin. Vidare ska man komma ihåg att hänsyn också tas till andra variabler. Särskilt nämns förändringar i tillgångspriser.

Nu blir det genast mycket svårare för en utomstående att utvärdera. Det blir svårare för Riksbanken när det gäller hur man vill kommunicera den förda politiken. Exakt vad menar man med detta? Och hur kommunicerar man de olika hänsyn man talar om på ett så tydligt sätt att de kan bli föremål för en systematisk utvärdering? När akademiska ekonomer tänker på och modellerar penningpolitiken översätter de ofta målet till att det gäller att minimera kvadraten på avvikelserna av två målvariabler: inflationens avvikelse från den målsatta nivån, 2 procent i det här fallet, men också produktionens avvikelse från någon sorts mått på full sysselsättning – det s k produktionsgapet.

Riksbanken förväntas naturligen fästa störst vikt vid det första målet i enlighet med sitt uppdrag. Men det är också uppenbart att man fäster avseende vid produktionsgapet. Man har ett s k flexibelt inflationsmål. Men hur ska vi veta när vi utvärderar målet och när vi tar ställning till Riksbankens kommunikation om hur stor den relativa vikten är vid produktionsgapet? Är den 10 procent? Är den 20 procent? Eller vad kan den vara?

Nu har Stefan Ingves sagt, och det finns naturligtvis goda skäl för det, att

Riksbanken inte kommunicerar några viktigheter på ett explicit sätt. Riksbanken tänker sannolikt inte explicit i vikttermer i slutändan i de penningpolitiska besluten. Men på något vis måste de här viktigheterna finnas implicit i de framtida prognoser som presenteras och görs i inflationsrapporterna, eller som man numera tidsenligt för att markera den mer flexibla synen har döpt om dem till: penningpolitiska rapporter. Här presenteras på framträdande plats, nämligen på en av de allra första sidorna, explicita prognoser med tydligt angivna osäkerhetsintervall för såväl inflationen – man har två mått på inflationen för säkerhets skull – som för BNP-utvecklingen, numera för tre år framåt i tiden. Det är den horisont man kan tycka är meningsfull att överblicka.

Av detta kan man kanske dra slutsatser om vilken implicit avvägning som gjorts om man jämför hur snabbt inflationsbanan anpassar sig till målnivån på 2 procent jämfört med hur snabbt BNP anpassar sig till någon sorts normalbana. Man ska notera att det som man presenterar här är BNP:s utveckling. På en av de första sidorna i inflationsrapporten är det BNP snarare än produktionsgapet som lyfts fram. Den andra variabeln man skulle ta hänsyn till, nämligen tillgångspriserna, är på detta stadium i framställningen helt frånvarande.

Det är de här prognoserna som rimligen är centrala när vi ska utvärdera penningpolitiken. Det framgår också av den penningpolitiska rapporten att man i ett slutavsnitt, som omtalas som ett underlag för utvärdering, explicit jämför sina egna prognoser med dem som andra prognosmakare har gjort.

Detta reser åtminstone tre frågor. För det första: Vad är prognoserna betingade på? Det är något som Stefan Ingves använde en stor del av sitt anförande åt att kommentera. Jag skulle också vilja göra det. Det gäller specifikt vad det är

för penningpolitik som fördes som ligger till grund för prognoserna.

För det andra: Vart har produktionsgapet tagit vägen? För det tredje: Vart har tillgångspriserna tagit vägen?

Jag tänker inte säga så mycket mer om produktionsgapet, men tillgångspriserna ska jag be att få återkomma till om ett ögonblick.

Låt mig börja med den första frågan, som naturligtvis är central för en systematisk utvärdering av penningpolitiken. I underlaget presenterar man hur träffsäkra Riksbankens prognoser har varit i förhållande till övriga prognosmakares. Det visar sig att de var ganska hyggliga för 2006. I själva verket var Riksbanken bäst i klassen när det gäller att prognostisera inflationen. Eftersom det är det centrala målet är väl det gott och väl. Samtidigt var man långt ned på den sämre halvan vad gäller BNP-prognosen.

Det finns naturligtvis mycket att säga om detta och det presenteras en bra diskussion i rapporten om anledningen till att det har sett ut så. Men borde inte Riksbanken vara bäst i allmänhet? Det kan man tycka. Riksbanken har ändå den överlägsna kompetensen. Riksbanken har på den penningpolitiska avdelningen åtminstone ett trettiotal personer med doktorsexamen i nationalekonomi. Riksbanken har också kontroll över processen. Så borde det kanske vara. Men om man tittar på hur de tidigare prognoserna har gjorts är det inte så uppenbart. Utöver bedömningen av de exogena variablerna, som måste ligga till grund för varje form av prognos, tillkommer bedömningar av den penningpolitik som kommer att föras. Till och med hösten 2005 var prognoserna betingade på antagandet av en konstant reporänta. Det är något som i många lägen framstår som en helt orealistisk förutsättning. Då kan man vid en jämförelse säga att andra prognosmakare fick ett handikapp i förhållande till Riksbankens prognoser.

Det är därför svårt att dra några slutsatser av det faktum att Riksbanken gjorde de bästa inflationsprognoserna av alla under 2006, men ganska halvdana BNP-prognoser. Mot den bakgrunden finns det alla skäl att applådera de båda ändringar som har gjorts i rask takt under det senaste året. Det var först övergången till implicita terminräntor och, från den senaste rapporten, övergången till att basera prognoserna för målvariablerna på en prognos för den förda penningpolitiken. Det är ett stort framsteg för möjligheterna till en utvärdering. Riksbanken måste antas veta vad den gör. Om prognoserna slår fel ska det kunna återföras till avvikelser i förutsättningarna eller i ekonomins funktionssätt i förhållande till modellen.

Men alldeles okomplicerat blir det inte. Vad innebär det att göra en prognos på sitt eget beteende? Om Riksbanken mer eller mindre följde en mekanisk regel, av den typ som kan härledas ur ekonomiska modeller, vore det förhållandevis enkelt. Mot en given bana för de exogena variablerna skulle då svara en viss bana för det penningpolitiska instrumentet. Men det är naturligtvis inte så penningpolitiken bedrivs i praktiken. För det första påverkas politiken också av subjektiva bedömningar av olika slag. För det andra är den resultatet av kommittébeslut och omröstningar inom direktioner, vars utgång förvisso inte kan fångas i någon enkel modell. Tanken är ju att de enskilda direktionsmedlemmarna ska rösta utifrån sina egna, förstås implicita, modeller av hur de ekonomiska sambanden ser ut.

Den logiska konsekvensen, som Stefan Ingves tangerade lite i anförandet men kanske utan att gå till botten med den, är att man då också behöver rösta i direktionen om hela den penningpolitiska banan för de kommande två åren. Det är något som förefaller vara oerhört svårhanterligt i praktiken. Det är väl na-

turligtvis inte heller riktigt så det kommer att gå till. Vad ska hända när det kommer in nya direktionsmedlemmar med en kanske något annorlunda syn på t ex avvägningen mellan produktionsgap och inflation?

Det man kommer fram till måste vara någon sorts medianbana bland direktionsmedlemmarna. Det finns ingen anledning att tro att en sådan medianbana ens skulle vara konsistent över tiden. Någon kan vilja ha en snabb inbromsning av inflationen mot tvåprocentmålet och andra kan vilja ha en mer gradvis anpassning. Här har vi ett ganska svårlost fall av informationsaggregering. Möjligen blir det ännu svårare om man ska tolka Stefan Ingves diskussion om signalering som att pluralismen i de signaler som kommer ut ifrån Riksbanken kommer att bli något mindre än den har varit tidigare. Såvitt jag förstår kan det göra det svårare för allmänheten att göra en god bedömning av den framtida penningpolitiken. Stefan nämnde ordet kofoni som något som man vill undvika. Men jag tror att en mer sparsmakad signalering också innebär att man faktiskt försvarar för en utomstående bedömare att göra en god bedömning av den framtida penningpolitiken.

Detta var *en* fråga. Låt mig sedan gå vidare till ett annat problem, nämligen hänsynen till tillgångspriserna. Som bekant har särskilt utvecklingen av fastighetspriserna, men även utvecklingen av aktiekurserna, tilldragit sig stor uppmärksamhet i den allmänna ekonomiskpolitiska och penningpolitiska debatten – och inte bara där. Den har också spelat en stor roll för direktionens överväganden. Det syns tydligt om man går till de penningpolitiska besluten. För att ta ett exempel ansåg vice riksbankscheferna Bergström, Nyberg och Srejber samtliga i december 2005 att räntan borde höjas. Jag citerar här ur den penningpolitiska rapporten (Riksbanken 2007, s 61):

Räntan borde höjas för att ”sända en signal till bostadsmarknaden om att nuvarande prisökningstakt inte var hållbar.”

Det är alltså tydligt att tillgångsprisernas utveckling med jämna mellanrum spelar en roll för de penningpolitiska besluten. Men i innehållet i den penningpolitiska rapporten lyser de nästan helt med sin frånvaro. Det finns ett diagram och det finns en kort kommentar till diagrammet som talar om att det byggs upp obalanser som längre fram i tiden kan tvinga fram en anpassning. Men det sägs att ett sådant scenario är svårt att siffer-sätta och därmed släpper man det. På ett annat ställe poängteras att riskerna förknippade med tillgångsprisutvecklingen ändå beaktas i utformningen av penningpolitiken. Men hur de beaktas är för en läsare av den penningpolitiska rapporten svårt att bedöma. Riksbanken har under senare år kommunicerat en hel del om tillgångspriserna i olika sammanhang. Men det görs mycket mindre i den penningpolitiska rapporten och det är problematiskt.

En anledning är förstås att det finns så pass liten konsensus i såväl den akademiska forskarvärlden som bland mer tillämpade bedömare om vilken roll tillgångspriserna spelar. Man kan säga att det råder en modellosäkerhet, för att inte säga en modellbrist, på området. Enligt en syn, som bl a förfäktas av ekonomer som är knutna till BIS, finns det dock en betydande risk att en uppåtgående spiral av t ex fastighetspriser av det slag vi upplever i dag, kopplad till ökande beläning, på något stadium kan komma att brytas och att det då sker på ett ganska dramatiskt sätt. Den kan brytas i en snabbt nedåtgående spiral med fallande priser, kreditförluster för bankerna och deflationstendenser. Enligt den analysen skulle det bli så att ju högre priserna tillåts stiga i dag, desto mer dramatiskt riskerar fallet att bli.

En sådan utveckling må te sig gan-

ska osannolik. Men det kan ändå finnas skäl för penningpolitiken att på ett tidigt stadium "luta sig mot vinden" och använda räntevapnet för att hålla fastighetspriserna nere. Det är en utveckling med låg sannolikhet och det är ett utfall som sannolikt kommer att inträffa bortom den vanliga tvåårshorisonten för penningpolitiken. Men det är ändå en utveckling som jag tror med jämna mellanrum präglar de penningpolitiska övervägandena och som jag tycker borde kommuniceras på ett lite tydligare sätt. I termer av konfidensintervallen omkring prognosbanorna kan man kanske säga att man får ett asymmetriskt intervall bortom någon viss horisont – säg bortom tvåårshorisonten. Det kanske är i sådana termer detta borde illustreras här.

Det kanske också ska påpekas att intresset för tillgångspriserna inte är härlett utifrån någon omsorg om finansiell stabilitet, som kan vara en annan anledning att fästa sig vid tillgångspriserna. I det här sammanhanget är det härlett och motiverat utifrån inflationsmålet, eventuellt i kombination med produktionsgapet. Oron gäller att man i en framtid ska tvingas till en alltför kraftig inbromsning.

Om Riksbanken tar detta på allvar tycker jag att man i framtida inflationsrapporter skulle kunna vänta sig lite mer av en analys av fastighetspriserna. Jag tänker då inte i första hand på fastighetspriserna insatta i ett makrosammanhang. Vi kan nog alla enas om att det är svårt att bygga in detta i formella modeller. Men man kanske kan tänka sig ett ställningstagande till hur fastighetspriserna förhåller sig till fundamenta. Det vore önskvärt om Riksbanken gjorde en modellanalys av fastighetsprisernas utveckling och sedan tog ställning till om nivån är alltför hög.

Här finns också intressanta kopplingar till finanspolitiken. Ska penningpolitiken parera störningar från finans-

politiken t ex i form av förändringar av fastighetsskatten?

Sammantaget har det tagits stora och viktiga steg mot ökad öppenhet och ett förbättrat underlag för utvärdering av penningpolitiken. Men som tur är för alla oss som intresserar oss för den återstår nog ett eller annat steg att ta.

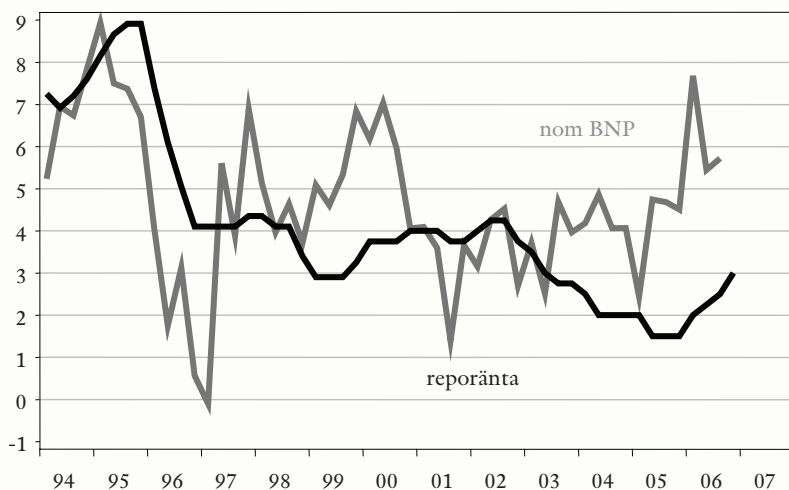
Pehr Wissén

Jag har för avsikt att tala om tillgångs- priser och stabilitetsfrågor och deras roll i den penningpolitiska debatten. Min poäng är att Riksbankens mål om ett stabilt penningvärde kan stå i konflikt med en långsiktigt stabil utveckling. Om dagens ränta är lägre än den som är förenlig med långsiktig stabilitet, samtidigt som den faktiska inflationen understiger den målsatta, uppstår ett dilemma som försvårar Riksbankens kommunikation och förutsättningar att få förståelse för den förda politiken.

Ett begrepp som Riksbanken själv har använt i ett antal penningpolitiska rapporter under de senaste fem, sex åren är det som ibland kallas för en normalränta, en neutral ränta eller en naturlig ränta. Jag kommer att använda alla tre som synonymer. Begreppet "naturlig ränta" går tillbaka till Knut Wicksell och har således långvariga svenska nationalekonomiska traditioner.

Grundtanken är att det finns en naturlig ränta i ekonomin och att den är bestämd av den långsiktiga tillväxttakten. Därutöver finns det en penningränta som Riksbanken kan påverka. Om det är stor diskrepans mellan dessa kan det skapa problem i form av en inflationsprocess när den naturliga räntan är högre än penningräntan.

Min bild av den penningpolitiska debatten i Sverige just nu är att ett antal praktiskt verksamma ekonomer, däribland jag själv, är bekymrade därför att ränteläget är väldigt lågt i förhållande till den reala tillväxttakten och avkast-



Figur 1
Styrränta och nominell BNP-tillväxt i Sverige 1994–2007 (procent)

Källa: Ecwin (2007).

ningen på en stor mängd investeringar i ekonomin. Vi är bekymrade för att detta i sin tur kan skapa, om inte bubblor, så i alla fall osunda utvecklingar på tillgångsmarknaden

Vad är då den naturliga räntan i ekonomin? Man kan närma sig frågan på lite olika sätt. Om man tittar på en lång tidsperiod kan man se vad räntan i genomsnitt har varit. Vi ska titta lite på det alldeles strax. Man kan också ta hjälp av tillväxtmodeller. Som alltid när man tar hjälp av modeller blir det lite krångligare efter en stund. Jag ska citera för er ur arbeten som Riksbanken (2000a, 2000b, 2006) själv har gjort i inflationsrapporten 2000:1 och 2000:3 och 2006 – samt en artikel i *Penning- och valutapolitik* av Magnus Jonsson (Jonsson 2007).

Av figur 1 ovan framgår utvecklingen av nominell BNP från 1994 fram till i dag samt Riksbankens reporänta under samma period. Vi ser att det sedan början av 2003 har funnits ett gap mellan tillväxten av BNP och reporäntan. En sådan period hade vi också, skrämmande nog, i slutet på 1998 och fram till ungefär 2000, då aktiebubblan brast. Så var det den gången. Det kommer inte

nödvändigtvis att upprepas men det för-tjänar ändå att noteras att vid ett tillfälle i sen tid har en stor skillnad mellan tillväxten i BNP och nivån på reporäntan föregått en uppbyggnad av en finansiell bubbla.

Härnäst går vi till en tillväxtmodell och tittar på vad en sådan skulle indikera som en ”naturlig” ränta. Tillväxtmodeller – om de görs ordentligt – kan lätt bli krångliga. Modellerna innehåller parametrar som konsumenternas tidspreferens, riskaversion, tillväxten i ekonomin osv. Om man förenklar modellerna tillräckligt långt ser man att realräntan i ekonomin, alltså den nominella räntan minus inflationstakten, ska vara lika med den reala tillväxttakten när ekonomin befinner sig i jämviktstillväxt.

Om den reala tillväxten är 3 procent bör alltså den reala räntan också vara 3 procent och om Riksbanken uppnår målet om 2 procents inflation borde den nominella räntan vara 5 procent. Det är enkelt och bra. Ungefär så ser det ut, om än något stiliserat, just nu i min värld. Vi har en underliggande real tillväxt på i storleksordningen 3 procent och om vi adderar att Riksbanken i snitt når sitt mål

Tabell 1
Genomsnittlig BNP-
tillväxt under olika
perioder

	1960–69	1970–79	1980–89	1990–99	1998–2005	1960–2005
USA	4,5	3,2	3,0	3,0	3,1	3,3
Tyskland	4,3	3,1	1,8	1,5	1,3	2,5
Storbritannien	3,0	2,4	2,3	2,1	2,7	2,5
<i>Sverige</i>	<i>4,4</i>	<i>2,4</i>	<i>2,3</i>	<i>1,7</i>	<i>2,9</i>	<i>2,6</i>
Kanada	5,4	4,1	3,0	2,4	3,4	3,5
Australien	4,7	3,2	3,3	3,2	3,5	3,5
Nya Zeeland				2,6	3,3	2,7
Oviktat genomsnitt	4,4	3,1	2,6	2,4	2,9	2,9

Anm: För Nya Zeeland är urvalet 1988–2005.

Källa: Riksbankens inflationsrapport 2006:2.

på 2 procents inflation borde räntan vara ungefär i storleksordningen 5 procent.

Hur har det då varit historiskt? I tabell 1 ser vi ett antal siffror som illustrerar den genomsnittliga BNP-tillväxten i ett antal länder – däribland Sverige – under perioden 1960 till 2005. Låt oss titta på just Sverige. Vi ser att den reala BNP-tillväxten 1998–2005 var 2,9 procent i snitt. Över samtliga dessa länder har den varit 2,9 procent i snitt under samma period. Vi ser ett urval av stora västeuropeiska länder. Över hela den långa perioden 1960–2005 är snittet över de länderna också 2,9 procent. Snittet är alltså envist i närheten av 3 procent. Om vi är på jakt efter en tumregelmässig siffra att hänga upp resonemanget kring förefaller 3 procent vara en god kandidat för att representera den långsiktiga reala tillväxten.

Det var den reala tillväxttakten. För att komma åt vad den naturliga räntan är kan vi titta på vad räntorna varit i genomsnitt under längre historiska perioder. Om vi går på denna enkla genomsnittsmetod kan vi betrakta tabell 2 ovan. Under perioden 1998–2005 i Sverige har den nuvarande penningpolitiska modellen fungerat ungefär som vi tror att den kommer att göra framöver. Förväntningarna när det gäller inflationen har satt sig och ekonomin har anpassat sig

till inflationsmålsregimen. Under denna period har vi i snitt haft en nominell kort ränta på 3,3 procent i Sverige.

Som ni ser är det olika genomsnittliga räntenivåer i olika länder. Det kan tänkas bero på att olika länder har olika grad av kapacitetsutnyttjande och/eller olika inflationstakt. Man kan försöka justera för detta, vilket också gjordes av Riksbanken i 2006 års inflationsrapport. Man kan använda den s k Taylorregeln. Med hjälp av denna skattar man hur Riksbanken sätter räntan beroende på var den långsiktiga normala räntan ligger. Det handlar om avvikelsen mellan faktisk inflation och inflationsmålet och avvikelsen mellan fullt kapacitetsutnyttjande och faktiskt kapacitetsutnyttjande. När man skattar inflationen sätter man fullt kapacitetsutnyttjande och uppfyllt inflationsmål och ser vilken ränta som gäller. Då har man normaliserat bilden för olikheter i kapacitetsutnyttjande och olikheter i uppfyllelse av inflationsmålet i de olika länderna.

Var landar vi då för Sverige 1998–2005? Som framgår av tabell 3 blir det en långsiktig normal styrränta på 4,5 procent. Det är ungefär i samma härad som tumregeln jag talade om, dvs att 3 procents real tillväxt och 2 procents inflation skulle ge denna räntenivå. För en

	1960–69	1970–79	1980–89	1990–99	1998–2005	1960–2005
USA	4,0	6,3	8,8	4,9	3,1	5,0
Tyskland		4,8	6,0	5,4	3,2	5,6
Storbritannien	6,2	8,9	11,4	7,9	5,0	8,3
Sverige	5,5	6,4	11,7	8,0	3,3	7,4
Kanada	4,4	7,0	11,3	6,2	3,6	6,7
Australien		8,7	14,5	7,2	5,2	9,3
Nya Zeeland			14,6	8,1	6,0	8,2
Oviktat genomsnitt	5,0	7,0	11,2	6,8	4,2	7,2

Källa: Riksbankens inflationsrapport 2006:2.

Tabell 2
Genomsnittlig nominell ränta på 3-månaders statsskuldsväxel under olika tidsperioder

	1960–69	1970–79	1980–89	1990–99	1998–2005	1960–2005
USA	4,2	7,1	10,0	5,0	4,3	6,2
Tyskland	4,1	5,3	5,7	5,7	4,4	5,1
Storbritannien	6,0	9,4	11,4	8,2	5,3	8,4
Sverige	5,1	6,3	9,3	5,8	4,6	7,4
Kanada				5,8	3,7	4,6
Australien			11,8	9,6	4,7	9,3
Nya Zeeland			18,8	11,4	5,7	10,8
Oviktat genomsnitt	4,9	7,0	11,2	7,4	4,7	7,4

Källa: Riksbankens inflationsrapport 2006:2.

Tabell 3
Beräknad nominell långsiktig normal styrränta utifrån en Taylorregel under olika tidsperioder

stor del av de övriga länderna ligger den naturliga räntan – beräknad utifrån Taylorregeln – i någotsånär samma härad som de svenska siffrorna.

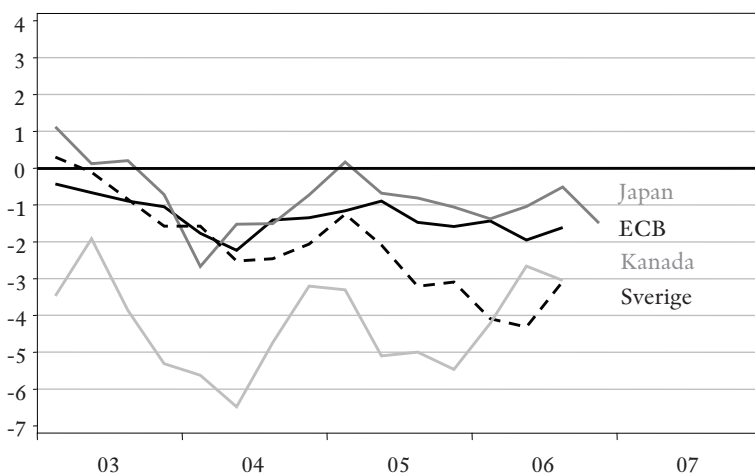
Hur ser det då ut om man jämför Sverige med andra länder i dag? Om vi tittar på figur 2 ovan som visar skillnaden mellan styrräntan och den nominella BNP-tillväxten i Japan, ECB, Kanada och Sverige ser vi att gapet är störst i Sverige. Vi har alltså lägst räntenivå i relation till den nominella BNP-tillväxten av uppsättningen länder i diagrammet. Om vi utökar med ett ytterligare antal länder i figur 3 får vi ungefär samma bild.

Det är en viss spridning. Nya Zee-

land har en ganska hög styrräntenivå i förhållande till BNP-tillväxten. USA, England och Australien ligger ganska väl samlade. De har en något lägre räntenivå än BNP-tillväxt.

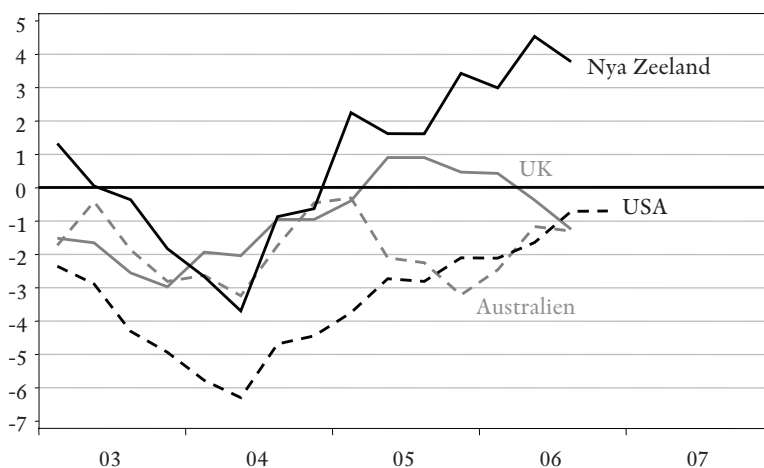
Vad kan då situationen i en ekonomi med hög tillväxt och låg inflation under en ganska lång tidsperiod tänkas leda till? Det har nämnts att man kan mistänka att det leder till en ganska hög kreditillväxt. Det är billigt att låna i förhållande till den tillväxt man har och i någon mån till den genomsnittliga avkastning man får på sina investeringar. Hypotekslån till hushållen ligger i linje med det vi pratade om förut. Det hand-

Figur 2
Styrränta minus
nominell BNP-till-
växt i Japan, ECB,
Kanada och Sverige



Källa: Ecowin (2007).

Figur 3
Styrränta minus
nominell BNP-till-
växt i Nya Zeeland,
Storbritannien (UK),
USA och Australien



Källa: Ecowin (2007).

lar om fastighetspriser, skuldsättning och kredit tillväxt. Vi har haft en ganska hög penningmängd tillväxt, vilket jag tror också hänger ihop med de låga räntorna och att det är tacksamt att låna.

Nu kommer jag till slutklämmen. Jag visar i figur 4 ett fyrfältsdiagram där vi i den lodräta dimensionen visar hurvida inflationen är över eller under Riksbankens mål, dvs en inflation på 2 procent.

Om inflationen understiger målet ska Riksbanken höja styrräntan. Om inflationen i stället är lägre än 2 procent ska Riksbanken sänka styrräntan.

Om realräntan ligger över den normala eller naturliga räntan kan vi på lång sikt tänka oss att realräntan ska sänkas ned mot den normala. Om realräntan omvänt understiger den normala eller den naturliga räntan borde

realräntan i stället höjas upp emot den naturliga.

Som framgår av diagrammet får vi två fall som är väldigt enkla och okomplicerade. Det första är fallet där inflationen överstiger målet och där realräntan understiger den naturliga räntan. I en sådan situation ska räntan entydigt höjas. Det spegelvända fallet är även det enkelt. Om inflationen understiger målet samtidigt som realräntan ligger över den naturliga räntan ska räntan entydigt sänkas.

Dilemmafallen är de två övriga i diagrammet. Längst ned till höger finns situationen där inflationen understiger Riksbankens mål – precis som i dag – samtidigt som realräntan understiger den naturliga räntan. Enligt min mening är det här Sverige befinner sig i dag. Ett kriterium säger att räntan borde höjas och det andra att den borde sänkas. Det ger en komplicerad debattsituation och ett kommunikationsproblem för Riksbanken.

Riksbanken arbetar med ett explicit mål, nämligen en stabil inflation; en inflationsmålspolitik. Om den kommer i konflikt med vad andra ekonomer och marknaden uppfattar som den penningpolitik som är förenlig med långsiktig stabilitet får Riksbanken en svår debattsituation. Man behöver tydligt kommunicera hur man ser på konflikten för att kunna förankra den förda politiken.

REFERENSER

Ecwin (2007), "Global, Financial, and Economic Data", <http://www.ecwin.com/>.

Jonsson, M (2007), "Ökad konkurrens och inflation", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s 69-89.

Riksbanken (2000a), *Inflationsrapport 2000:1*, Stockholm.

Riksbanken (2000b), *Inflationsrapport 2000:3*, Stockholm.

Riksbanken (2006), *Inflationsrapport 2006:2*, Stockholm.

Riksbanken (2007), *Penningpolitisk rapport 2007:01*, Stockholm.

	<i>Realränta > normal</i>	<i>Realränta < normal</i>
<i>Inflation > 2%</i>	<i>Höj/sänk</i>	<i>Höj</i>
<i>Inflation < 2%</i>	<i>Sänk</i>	<i>Sänk/höj</i>

Figur 4
Långsiktig realränta
och inflationsmål

Stefan Ingves

Mycket av diskussionen handlar om hur man räknar fram produktionsgapet. Om vi bara har klart för oss vad jämviktsrealräntan är så är det tydligen bara att dra ett varv på veven och så pluppar det ut en ränta. Det är inte riktigt så enkelt.

Även i en värld där man kan jobba med hyggliga modeller är vi aldrig säkra på att vi har rätt modell. Det råder alltså en viss modellosäkerhet.

Vad jag är ute efter är att det är därför vi har sex personer som sitter i denna direktion. Det är inte en enda stor räknatur som bara pluppar ur sig en siffra. Å ena sidan gäller det att göra så gott man kan och basera allt detta på så mycket underlag som det över huvud taget är möjligt att få fram. Å andra sidan får man lägga till och dra ifrån med de olika individernas erfarenhet av hur en ekonomi fungerar för att sedan komma fram till ett slutligt ställningstagande och bestämma vad man ska göra på räntesidan. Men utgångspunkten är vårt numeriska inflationsmål. Vi har inte ett mål för jämviktsrealräntan och vi har inte ett mål för produktionsgapet. Dessutom är det svårt att fastställa ett produktionsgap. Man kan räkna fram det på en mängd olika sätt. Det är osäkert vad det är för någonting.

Detta betyder att de olika måtten på än det ena, än det andra blir verktyg som hjälper oss i vårt beslutsfattande. Men det är inte så enkelt att Anders Vredin och hans medarbetare kan komma med

en lång tabell inför ett möte där allt är fastnaglat och det sedan bara är att dra några varv på veven och ut pluppar det en ränta. Vi får i stället lov att sätta oss ned och göra så gott vi kan när det gäller att väga ihop de olika saker som sker i ekonomin.

Inte minst är en av svårigheterna att den ekonomiska utvecklingen inte är stabil. Det betyder att det är svårt att fastställa vad en jämviktsrealränta är. Det är sannolikt någonting som varierar över tiden. Vad är något slags jämvikts-BNP-tillväxt? Den varierar också över tiden. Hur ska man inkludera exogena förändringar i form av produktivitetsförbättringar som har varit mycket större än tidigare? Hela diskussionen om globalisering osv spelar också in.

Missförstå mig nu inte – jag säger inte att det inte finns något värde i modellerna. Det finns ett mycket stort värde i dem. Vi jobbar på så gott vi över huvud taget kan när det gäller modeller och prognoser. Men min poäng är att det krävs ett visst mått av ställningstagande från de här sex individerna. Vi måste i slutändan bestämma vad vi ska göra, vilket beror just på att vi lever i en osäker värld. Detta är inte helt stabila system där vi vet exakt vad som gäller.

Peter Englund pratade lite om räntebanan och hur de här sex människorna ska klara av att snacka ihop sig om den. Jag tror att det går bra, inte minst av det skälet att om man tittar på en penningpolitisk rapport eller inflationsrapport, som den hette tidigare, ser man att den är fylld med prognoser på än det ena, än det andra sedan tidigare. Detta har man i åratal klarat av att snacka ihop sig om – låt vara att någon enstaka gång kan någon direktionsmedlem ha reserverat sig mot någonting i rapporten. Men om man ägnar en mycket stor del av sin tid åt att fundera på detta och sedan för samtalen i direktionen menar jag att man normalt kommer fram till en rän-

tebana som på något sätt är rimlig.

Vi försökte åskådliggöra detta i den första penningpolitiska rapporten. Vi inkluderade ett antal alternativa räntebanor för att beskriva ungefär hur inflationstakten blir och hur ekonomin beter sig. Detta gör att jag menar att det är fullt möjligt att gaffla in inflationsutveckling inom ett intervall med rimliga banor för den reala ekonomin och räntan. Sedan får direktionen komma överens.

Jag är övertygad om att det finns en hel del att göra på den akademiska sidan när det gäller analysen av hur man når fram till en räntebana, givet den här typen av beslutsprocess. Jag tror att det är lite annorlunda jämfört med i Nya Zeeland, där det är *en* person som ritat ut en bana. Jag vet inte hur han gör det – om det är på fri hand eller vad det är för annan introspektion som ska till i de sammanhangen. Men visst har Peter Englund en poäng när han säger att det på något sätt är sex individers nyttofunktioner som i någon mening ändå ska aggregeras och bakas ihop.

Peter Englund pratade lite om att han trots allt är lite rädd för att signaleringen i någon mening skulle bli sämre. Jag har pratat om signalering *ex ante*. Jag ser inte att det kommer att leda till någon skillnad eller några försämringar över huvud taget när det gäller att redogöra för vilka beslut som man har fattat. Min poäng är snarare att det är mycket vidlyftighet vid *ex ante*-signalering. Den är inte så värdefull, för man vet inte vartåt det hela kommer att gå.

Peter Englund förde en diskussion om tillgångspriser, och hade lite synpunkter på det. Detta är någonting som inte är alldeles lätt att hantera. Det är alldeles korrekt att det i dagsläget inte står särskilt mycket om det i den penningpolitiska rapporten. Riksbanken har en hemläxa när det gäller att fortsätta att arbeta med tillgångsprisernas roll, vilket är vad många centralbanker

gör. Tyvärr har det visat sig att det inte är helt lätt att på den teoretiska fronten hitta lämpliga modellkonstruktioner, eller vad man ska kalla det, för att fånga den på ett bra sätt. Vad som har inträffat i vårt fall är att vi är i samma sits när det gäller modellkonstruktionerna, eller snarare avsaknaden av sådana. Diskussionen om tillgångspriser har då i stället framför allt presenterat sig i verbal form. Den dyker upp i protokollen.

Man får våga för och emot här. Man kan ha alla möjliga synpunkter på om Riksbanken har varit bra eller mindre bra när det gäller att kommunicera detta. Eftersom protokollen i allt väsentligt återger det som de enskilda individerna säger vore alternativet att lägga locket på och säga: Säg ingenting – nu ska vi först snacka ihop oss i tre år innan vi säger något om tillgångspriserna! Det är ingen bra teknik. Vi har valt att inte göra på det viset. Då får man leva med att när det dyker upp nya fenomen där det inte är helt grundmurat vad det handlar om och hur man ska hantera det kommer det att finnas lite olika åsikter i protokollen. Detta får man hantera efter bästa förmåga. Jag menar att detta handlar om – som Peter Englund mycket riktigt har påpekat – att vi i dag inte har en formell apparat som är lika välutvecklad som när det gäller allt det andra. Vi har så här långt fått nöja oss med konversationen om detta fenomen. Men i likhet med många andra centralbanker jobbar vi vidare med detta.

Jag har också något försökt fånga en annan aspekt på detta. Vi har varit lyckosamma med att år efter år trumma in att det handlar om inflationen om två år när vi avväger penningpolitiken i dag. Man kan säga så här: Det är klart att om man har tittat på någon tillgångsmarknad, vilken den nu är, kan slutsatsen mycket väl vara ungefär som vi har resonerat verbalt i olika rapporter, dvs att det här inte är något bekymmer exakt om två år.

Men världen tar ju inte slut efter två år. Det finns en annan tidpunkt och en annan möjlig händelse någonstans bortom tvåårshorizonten som kan få mycket stora negativa konsekvenser för både bekymmer på inflationssidan och när det gäller ekonomin i stort.

Man har ett bekymmer när det gäller beslut under osäkerhet – om man lite funderar på detta i t ex nyttofunktions-termer. Då släpper jag helt och hållet hur man sedan ska kunna aggregera detta när det är sex personer. På något sätt måste man i dag diskontera fram till en sådan händelse som kan inträffa med låg sannolikhet men som får mycket stora konsekvenser i ekonomin. Då kan det finnas tillfällen – men detta har vi inte uttryckt på något tekniskt sätt i skrift så här långt – och tidpunkter där man kan säga att om man är orolig för någonting sådant vid en framtida tidpunkt kan det vara ett motiv för att man något förskjuter räntebesluten i nutid. Men i dag är vi inte i det skedet att vi kan underbygga detta med en teoretisk beslutsapparat så att man också kan stoppa in det i en dynamisk allmän jämviktsmodell.

Därav följer denna diskrepans när man sätter sig och läser rapporterna och jämför lite med vad som står i protokollet. Då ser man att det inte står riktigt samma sak i rapporterna som i protokollet. Detta är anledningen till att det är på det sättet. Det innebär att om någon av er här kan hjälpa till – så kom och snacka med oss! Vi ska lyssna mycket noga på hur man kan ta detta till sig och försöka nyttja det.

En stor och spännande diskussion, som jag inte ska gå in på i kväll, gäller om man alls ska bry sig om tillgångspris i förväg. Eller ska man bara säga att det inte har någon betydelse över huvud taget? Det är också en debatt som förs mellan centralbanker och där det långt ifrån finns någon entydig slutsats i dagsläget för hur man ska se på detta.

Pehr Wissén pratade om realräntan och vad som i någon mening är en lagom realränta. Vi har naturligtvis också tittat på dessa tabeller. Vi har räknat fram dem själva. De varierar lite grann över tiden. Återigen ska man vara försiktig med att påstå någonting om vad det är som nu är jämviktsrealräntan just inom en hyggligt kort tidsperiod. Då är jag rädd för att det här blir för mekaniskt. Därför har vi varit mycket försiktiga när vi har uttalat oss om detta i just de rutor som Pehr hänvisar till. Här finns det ganska breda intervall. Det betyder att det också kan hända en mängd andra saker i ekonomin vid varje tid som gör att det är genuint svårt att verkligen spika en siffra och sedan per automatik och med mekanik mala fram ett räntebeslut. Vi vet helt enkelt inte med säkerhet var denna realränta befinner sig.

Vad vi vet när vi tittar på siffror är att man hamnar inom ganska breda intervall. Man kan avvika ganska mycket under ganska lång tid ifrån det som man anser vara något slags normalränta. Vi har ett inflationsmål och inte ett mål för realräntan. Så länge vi har ett inflationsmål är det naturligt att det är den variabel som till syvende och sist har störst betydelse – om vi återgår till Peter Englunds kommentar om hur nyproduktionen ser ut och vilka variabler som ingår där. Det handlade också om produktionsgapen. Vår värld är inte konstigare än så.

Assar Lindbeck

Med risk för att ni återtar beslutet om en medalj i mitt namn vill jag framföra en synpunkt. Det har rätt stor konsensus här om att öppenhet bör ta sig uttryck i att Riksbanken ska presentera en prognos över sin egen räntepolitik i framtiden. Jag är förvånad över denna konsensus. Jag är inte alls övertygad om att detta är någonting klokt.

Det finns två skäl till detta. Det ena är att när Riksbanken annonserar en

prognos över sin egen politik kommer många personer i samhället att uppfatta detta som ett slags bästa bedömning och därmed en rimlig bedömning av hur räntorna kommer att utvecklas. Man tror att man kan handla därefter. Om det då är en flack bana så lånar man. Fackföreningarna säger: Det här är inga höga räntor, så vi kan fläska på en hel del med lönerörelsen! När Riksbanken sedan inte kan följa den banan, för det kan den inte, så kommer Riksbanken att höja räntan mer än enligt prognosen. Då blir folk besvikna och arga. Och vad har man vunnit då? Jo, Riksbanken har förlorat i trovärdighet. De vet ju inte ens vad de ska göra själva, säger man då.

Om Finansdepartementet dessutom börjar presentera egna banor för den framtida ränteutvecklingen kan man fråga sig vad effekten blir. Är det ett försök av Finansdepartementet att påverka Riksbanken? Är det ett försök att desavouera Riksbanken? Vad ska allmänheten tro? Är det Riksbanken eller Finansdepartementet som styr i sista hand? Det blir konflikter alldeles i onödan. Jag är inte alls övertygad om att detta är högsta formen av klockskap.

Vad ska man göra i stället, då? ”Du är ju motståndare till öppenhet”, säger ni kanske. Det är jag inte alls. Det är bara en fråga om vilken typ av öppenhet vi ska ha. Den öppenhet som jag tycker är klokare är att deklarerat som man har gjort: Vi har 2 procents inflationsmål plus/minus 1 procent, och varje gång det tenderar att gå snett kommer vi att ingripa. Vi kan inte garantera vilken räntenivå det blir i framtiden. Det beror också på vad som händer med lönerörelsen, den allmänna inflationen, utlandet och växelkurserna. Om detta vet inte Riksbanken mycket mer än någon annan – inte ens mer än jag. Jag tror att man är på fel spår och jag blir orolig när det råder konsensus, som bland tidigare talare, om att ett tvivelaktigt spår bör följas.

Stefan Ingves

Jag delar inte din uppfattning. Jag tror att det är bättre att vi berättar hur vi ska ta oss till tvåprocentsmålet.

Anders Fredriksson

Jag undrar angående den hemläxa du nämner att ni behöver göra vad gäller tillgångspriserna: Vad ska ni göra mer konkret, ska ni exempelvis anställa doktorander/forskare som börjar bygga ekonomiska modeller som specifikt studerar fastighetspriser?

Stefan Ingves

Vad är planerna mer konkret? Vi jobbar redan med en del modeller. Jag kan säga att jag inte tror att vi ska anställa nya ekonomer, utan det här är en del i arbetet, och vi deltar med alla andra centralbanker i världen i diskussionerna om hur detta ska hanteras. Sedan förs en allmän diskussion och kanske även en teknisk diskussion om hur man kan bygga upp detta själv.

Peter Englund

Jag tycker att man ska göra en distinktion mellan två saker. Å ena sidan har vi makromodeller med transmissionsmekanismer för tillgångspriser. Att baka in tillgångspriser i dem är en jättesvår uppgift och det kommer att dröja innan man får fram sådana modeller som är praktiskt användbara. Å andra sidan har vi modeller som förklarar fastighetspriser och kanske också andra tillgångspriser. Här gör olika debattörer alla möjliga utsagor om att fastighetspriserna är för höga och att de ligger långt över fundamenta. Personligen är jag inte så säker på om så är fallet. Vi kanske har fastighetspriser som är rätt välmotiverade utifrån den realekonomiska utvecklingen. Nu har man t ex annonserat planer på att avveckla fastighetsskatten, vilket är ytterligare en fundamental faktor som driver upp fastighetspriserna. I det läget

tycker jag att Riksbanken kunde kosta på sig att lägga resurser på att utveckla en modell för fastighetspriserna. Det finns gott om data och jag tycker att Riksbanken borde uttrycka en välgrundad uppfattning om fastighetsprisernas höjd.

Stefan Ingves

Det är en bra poäng, men jag har det intrycket att vi har bra forskning och prismodeller i Sverige jämfört med många andra länder. På det sättet har vi ett bra utgångsläge.

Vera Norrman

Jag har under flera års tid funderat över varför Riksbanken vid bedömningen av inflationsutvecklingen i Sverige fäster så stor vikt vid KPI och de två UND-måttten som egentligen är en extraktion av KPI. Varför tas inte hänsyn till andra typer av prisindex på producentsidan, som t ex Bank of England och Bank of Japan gör? I Bank of Japan tillverkar de själva Corporate Service Price Index och i Storbritannien har den statistiska byrån (ONS) på uppdrag från Bank of England utvecklat Corporate Service Price Index. Producentprisindex för både varor och tjänster är tidiga signaler på förändring av inflationen. Jag arbetar på SCB (Statistiska centralbyrån) och har utvecklat TPI, Tjänsteprisindex, som är producentprisindex för tjänster. Varför tar Riksbanken aldrig hänsyn till PPI och TPI och tror att KPI är det enda saliggörande inflationsmättet just i Sverige? Det kanske visar sig, och i Pehr Wisséns presentation såg vi det också, att både Bank of England och Bank of Japan var lite närmare i sina bedömningar av respektive länders BNP-utveckling än Riksbanken var för Sverige. Era (förstå Riksbankens) missar i prognoser för BNP-utvecklingen kanske hänger samman med att man i dag har rätt många deflatorer på produktionssidan och att

Riksbanken inte tar hänsyn till dessa. Jag har som sagt alltid undrat varför KPI i Sverige är så saliggörande. Min förhoppning är att kompletteringen kommer att ske!

Stefan Ingves

Därför att det är enkelt och det är lätt att förstå för de flesta. Det är inte bra om man utvecklar olika parallella mått på inflationstakt. Vi har diskuterat mycket under årens lopp vad som är lämpligt och vad som inte är lämpligt. Men det är

viktigt att komma ihåg, och det ser man också i våra rapporter, att från tid till annan har vi även andra möjliga indexserier och delserier av KPI för att belysa än det ena, än det andra, men ytterst är det KPI. Jag tror att det blir lite lättare när vi har förlängt vår prognoshorisont. Det blir då också mindre skillnad mellan raketbränslenamnet UNDIX, som inte inkluderar ränta och indirekta skatter, och KPI. De här kortsiktiga fluktuationerna försvinner ur bilden. Det är en fördel.