

Räcker inflationsmålet för att styra penningpolitiken?

Gabriel Urwitz

Jag hälsar er alla välkomna till kvällens möte i Nationalekonomiska Föreningen. Vi ska höra Stefan Ingves hålla ett införande och sedan kommenteras det av Ingemar Hansson, Dan Andersson och Anders Borg. Härefter är det fritt fram för publiken att ställa frågor. Då säger jag välkommen till vår nye riksbankschef.

Stefan Ingves

Att diskutera penningpolitik i Nationalekonomiska Föreningen har blivit en tradition. Jag sätter stort värde på att ha blivit inbjuden att inleda kvällens debatt och jag hoppas att ni ska finna diskussionen stimulerande. Jag vill ta tillfället i akt att diskutera de principiella grunderna för penningpolitiken. Jag kommer främst att fokusera på hur penningpolitik med inflationsmål kan och bör ta hänsyn till den realekonomiska utvecklingen.

I debatten hävdas från tid till annan att Riksbankens inflationsmål behöver kompletteras med olika mål för den reala ekonomin, t ex resursutnyttjandet eller sysselsättningen. De som förespråkar detta verkar argumentera för att vårt inflationsmål innebär att Riksbanken bara bryr sig om hur priserna i ekonomin utvecklas. Till viss del var det så under de år då inflationsmålet ännu var nytt. Det primära för penningpolitiken var då att etablera trovärdighet för att inflationen verkligen skulle hållas på en låg nivå.

Att det i dag finns en diskussion om de här frågeställningarna kan möjligen bero på att vi inte alltid har diskuterat olika avvägningar på ett lika direkt sätt som i dag. Det har skett en gradvis ut-

veckling i vårt sätt att resonera om penningpolitiken. Penningpolitik är ingen exakt vetenskap och Riksbanken är en lärande organisation. Vårt tänkande utvecklas både med de erfarenheter vi och andra centralbanker gör och med framsteg inom den nationalekonomiska forskningen. I det perspektivet är det också rimligt att då och då ta nytt avstamp och på ett samlat sätt redovisa hur vi i direktionen resonerar när vi utformar penningpolitiken. Jag vill betona att det handlar om att beskriva principer för hur vi resonerar nu. Det rör sig alltså inte om ett i grunden nytt sätt att bedriva penningpolitik på.

Mitt huvudbudskap är:

- Inflationsmålpolitiken bedrivs med hänsyn till realekonomin.
- Det har skett en gradvis utveckling av vårt sätt att resonera om penningpolitiken.
- Vi har övergett handlingsregeln som baserades på konstant reporänta i prognoserna.
- Prognoserna för inflationen grundar sig numera på ett antagande om att reporäntan följer marknadens förväntningar.
- Stora variationer i tillgångspriser innebär risker som vi måste beakta.

Inflationsmål och hänsyn till realekonomin

Det mål för penningpolitiken som Riksdagen har lagt fast är att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har operationaliserat målet till att den årliga ökningstakten i konsumentprisindex, KPI, ska uppgå till två procent men det innebär inte att utvecklingen av detta index är det enda som penningpolitiken baseras på.

För att motivera politikens uppläggning används ofta olika mått på sk underliggande inflation. Gemensamt för dessa mått är att KPI har rensats för priskomponenter som historiskt sett

har fluktuerat kraftigt. Ett sådant mått, UND_{1X} , har fått särskild status. I det har effekterna av förändringar i indirekta skatter och subventioner och räntekostnader för egna hem rensats bort. På lång sikt är skillnaden mellan ökningen i KPI och UND_{1X} liten. På kort sikt utvecklas däremot inflationen lite jämnare enligt UND_{1X} än enligt hela KPI. Grunderna för de penningpolitiska besluten blir därför ofta lättare att förklara när inflationsprognoserna avser UND_{1X} i stället för KPI.

Att målet för penningpolitiken är en låg och stabil inflation beror på att det på sikt bara är prisutvecklingen i ekonomin som penningpolitiken kan styra. Hur tillväxt och sysselsättning långsiktigt utvecklas påverkas inte av att räntan sänks och höjs. Det bestäms i stället av faktorer som produktiviteten, utbudet av arbete och kapital och av hur väl arbetsmarknaden – och ekonomin i stort – fungerar. Penningpolitikens viktigaste bidrag är att verka för att den makroekonomiska miljön är så stabil och förutsägbar som möjligt.

Samtidigt har penningpolitiken viss effekt på de kortsiktiga svängningarna i produktionen och sysselsättningen. Det anses vanligen önskvärt, inte bara med stabila priser, utan också med en så stabil real ekonomi som möjligt. En viktig fråga är därför hur penningpolitiken kan bidra i det här avseendet.

Redan i förarbetena till den nya riksbankslagen ansågs det självklart att penningpolitiken inte kan utformas enbart med hänsyn till prisstabilitet. Arbetsgruppen som tog fram den nya riksbankslagen menade att Riksbanken, utan att åsidosätta det långsiktiga prisstabilitetsmålet, borde stödja de ekonomiskpolitiska målen om hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Men gruppen ansåg samtidigt att det följde naturligt av att Riksbanken är en myndighet under Riksdagen. Några mål utöver pris-

stabilitet behövde därför inte lagfästas. Man menade också att det skulle vara olämpligt med flera lagstadgade mål eftersom penningpolitiken är ett trubbigt instrument och inte heller kan påverka hur t ex tillväxt och sysselsättning utvecklas på sikt. Frågan har med andra ord aldrig varit huruvida penningpolitiken bör ta hänsyn till realekonomin utan hur det bäst sker utan att målet om ett fast penningvärde åsidosätts.

I praktiken tar penningpolitiken hänsyn till realekonomin genom att vi inte siktar på att i alla lägen föra inflationen tillbaka till målet så snabbt som möjligt. När en avvikelse inträffar – vilket sker i stort sett hela tiden – är vår ambition normalt att se till att inflationen återförs till målet inom en tidsperiod av två år. Ett motiv till att vi blickar framåt så här är att penningpolitiken verkar med fördröjning. Men det finns också ett hänsynstagande till den realekonomiska utvecklingen bakom tvåårshorisonten. Den skapar ett visst utrymme för avvägningar i inflationsmålpolitiken. Låt mig förtydliga.

Om vi bara brydde oss om inflationen skulle vi alltid vilja föra tillbaka inflationen till målet så snabbt som möjligt. Många gånger skulle det vara möjligt att nå målet snabbare än på två års sikt. Men vi skulle då behöva ändra räntan i större steg och oftare. En sådan politik skulle riskera att leda till oönskade fluktuationer i den reala ekonomin.

Det gäller framförallt i de lägen då inflationen har avvikit från målet till följd av sk utbudsstörningar. Det kan t ex röra sig om plötsliga stegringar av företagens produktionskostnader till följd av att priserna på råvaror och/eller energi stiger kraftigt. Resultatet kan bli att inflationen stiger över målet samtidigt som den ekonomiska aktiviteten utvecklas svagt. Omvänt kan ett fall i produktionskostnaderna leda till att inflationen bli lägre än målet samti-

diget som resursutnyttjandet blir högre än långsiktigt hållbart. Om penningpolitiken i dessa fall skulle sikta på att föra inflationen till målet så snabbt som möjligt skulle det ytterligare förstärka svängningarna i realekonomin.

När den ekonomiska utvecklingen i stället främst är driven av förändringar i efterfrågan är det inte en lika tydlig konflikt mellan prisstabilitetsmålet och ambitionen att dämpa fluktuationer i ekonomin. Om t ex efterfrågan faller blir följderna normalt att även inflationstrycket avtar. En expansiv penningpolitik kan i det läget bidra till att stabilisera både inflationen och den realekonomiska aktiviteten. Det kan då vara motiverat att sikta på att uppnå inflationsmålet på kortare sikt än två år.

I praktiken är det förstås inte lätt att veta precis vilka störningar ekonomin har utsatts för och med en aktiv penningpolitik finns alltid en risk att den snarare förstärker än dämpar svängningarna i den reala ekonomin. Att det dessutom tar tid innan penningpolitikens fulla effekt har blivit synlig och att det är osäkert hur stort utrymme för penningpolitisk stimulans är försvårat också politiken i praktiken. Man bör därför inte förvänta sig att penningpolitiken i någon större utsträckning ska kunna finjustera konjunkturläget.

Den här beskrivningen av vad penningpolitiken kan och inte kan göra är i dag en vedertagen syn som finns väl beskriven inom forskningen om flexibel inflationsmålsstyrning (se t ex Svensson 2003). Det går däremot inte att på teoretisk grund motivera att centralbanken siktar på att föra inflationen till målet inom en viss bestämd horisont. Samtidigt bortser de vanliga teoretiska modellerna för inflationsmålsstyrning från trovärdighetsaspekter. Om ekonomins aktörer känner stor osäkerhet om hur centralbanken avser att hantera målavvikelser kan det i förlängningen minska

tilltron till inflationsmålet. I praktiken måste därför också sådana aspekter vägas in. Ett sätt att säkerställa tilltron till inflationsmålet är att centralbanken i förväg talar om hur långvariga avvikelser från målet som normalt kan accepteras. Det är i det här ljuset tvåårshorisonten bör ses: den sätter just en sådan gräns och anger hur stora hänsyn vi i normala fall anser oss kunna ta till den realekonomiska utvecklingen.

Flexibiliteten i penningpolitiken får absolut inte minska trovärdigheten för inflationsmålet på sikt och det är därför Riksbanken har valt att i normala fall föra inflationen till målet inom en tvåårshorisont.

Samtidigt är det inte ändamålsenligt att sätta upp restriktioner för penningpolitiken som alltid ska vara till hundra procent bindande oavsett det ekonomiska läget. Det kan – undantagsvis – uppstå situationer då också konsekvenserna av att föra inflationen till målet på två års sikt bedöms leda till oacceptabla variationer i den ekonomiska aktiviteten. När Riksbanken bedömer att det uppstår en sådan situation ska detta göras tydligt i förväg. Det ska framgå av inflationsrapporter och i samband med penningpolitiska beslut att vi förväntar oss att inflationen ska avvika från målet på längre sikt än två år, varför så sker och när vi räknar med att målet ska nås.

Ökad tydlighet om de principer som vägleder penningpolitiken

De här principerna för hur penningpolitiken utformas är i mångt och mycket vedertaget tankegodt för den som följer den penningpolitiska diskussionen i Sverige och andra länder med inflationsmål. Men det har också, som jag nämnde inledningsvis, under senare år skett vissa förändringar som är värda att lyfta fram.

Eftersom det handlar om en gradvis utveckling av vårt arbete beror gränsen

för vad som är att betrakta som nya inslag på hur lång tillbakablick man gör. En jämförelsepunkt som känns naturlig är det förtydligande om Riksbankens penningpolitiska strategi som gjordes 1999 (se Riksbanken 1999 eller Heikensten 1999).

Skillnaden mellan då och nu är att Riksbanken i dag kan gå lite längre när det gäller hur vi kommunicerar de hänsyn till realekonomin som penningpolitiken tar. Jag tycker inte att det är särskilt konstigt att det skett förändringar på den här punkten. Möjligheten att över huvud taget utforma penningpolitiken med utgångspunkt inte bara i inflationsutsikterna utan också i hur produktion och sysselsättning utvecklas skapas av att inflationsmålet i dag är väl förankrat i ekonomin. Den här trovärdigheten är ännu – i ett längre historiskt perspektiv – ett förhållandevis nytt inslag i den svenska ekonomin.

Att störningar på ekonomins utbudssida varit så vanliga under senare år har också gjort det mer angeläget att tydliggöra vår syn på hur penningpolitiken bör hantera de avvägningsproblem som då uppstår. Det har rört sig om allt från priseffekter av galna kor och störningar på energimarknaderna, till oväntade skift i produktiviteten. Om utbudschocker generellt sett varit mer frekventa under senare år än tidigare vill jag låta vara osagt, men utvecklingen har under alla omständigheter gjort det tydligt att förändringar i inflationen som inte i första hand beror på traditionella konjunkturvariationer är något som penningpolitiken ställs inför regelmässigt, inte bara undantagsvis.

Förtydligandet från 1999 kan ses som ett steg på vägen mot en mer nyanserad inflationsmålspolitik. Då rörde det sig om en ganska indirekt diskussion av behovet att ta hänsyn till den realekonomiska utvecklingen. Argumentet var att penningpolitiken inte borde för-

söka parera tillfälliga prisstörningar. Att Riksbanken arbetade med ett tvåårsperspektiv motiverades då av att penningpolitiken verkar med fördröjning.

I den beskrivning av vårt arbetssätt som jag nyss gjorde betonade jag att penningpolitiken i det korta perspektivet ofta kan handla om avvägningar mellan stabilisering av inflationen och realekonomin. Att Riksbanken i sådana lägen ska ta hänsyn till hur den ekonomiska aktiviteten utvecklas har, som jag redan noterat, stöd i förarbetena till den nya riksbankslagen.

Kommunikationen om penningpolitiken

Eftersom penningpolitiken i hög grad handlar om att fatta beslut under osäkerhet blir det viktigt att vi alltid är så öppna och tydliga som möjligt om på vilka grunder vi fattar våra räntebeslut. Intentionerna bakom penningpolitiken måste förstås och accepteras för att legitimiteten för vår verksamhet och vårt agerande i längden ska kunna bevaras. Med en väl avvägd tillämpning av inflationsmålpolitiken blir det särskilt viktigt att tydligt förklara motiven till de penningpolitiska besluten. Det får inte uppstå misstankar om att de avvägningar som görs används på ett godtyckligt sätt.

Riksbanken kommunicerar sin politik på en rad olika sätt, bl a via pressmeddelanden och penningpolitiska protokoll, på presskonferenser och inte minst genom våra inflationsrapporter. I inflationsrapporterna analyserar vi de avvikelser från inflationsmålet som inträffat och publicerar prognoser för när inflationen väntas vara tillbaka på målet givet en viss utformning av penningpolitiken. Det här kan låta självklart, men låt oss leka med tanken att vi inte hade publicerat våra prognoser, något som alla centralbanker faktiskt inte gör. Då hade det inte varit möjligt att värdera

och diskutera våra prognoser eller grunderna för våra beslut. Öppenhet är med andra ord en förutsättning för en kvalificerad debatt om penningpolitiken.

Tills ganska nyligen grundade sig Riksbankens inflationsprognoser på ett antagande om att reporäntan skulle vara konstant under hela prognosperioden. Prognoserna för inflationen baseras numera i stället på ett antagande om att reporäntan utvecklas i linje med förväntningarna på de finansiella marknaderna. Ränteantagandet som prognoserna bygger på är på så sätt mer realistiskt. Det har också underlättat för oss att i den penningpolitiska kommunikationen förhålla oss till hela räntebanan och inte bara till det allra senaste beslutet. Det här är ett steg i riktning mot ökad öppenhet. Det är viktigt att Riksbanken talar om hur inflationen ska föras tillbaka till målet. I debatten om penningpolitiken är det bra med ökat fokus på räntepolitiken i ett lite längre perspektiv och inte bara på det aktuella räntebeslutet. Det leder till en bättre diskussion om de avvägningar som penningpolitiken hela tiden ställs inför.

Antagandet om att reporäntan utvecklas i linje med förväntningarna på de finansiella marknaderna ska inte tolkas som ett ställningstagande om vilken räntebana Riksbanken anser är mest önskvärd, lika lite som antagandet om konstant reporänta var det. Om prognoserna för inflationen om två år ligger på målet betyder det visserligen att den av marknaden förväntade ränteutvecklingen kan vara en önskvärd bana för reporäntan. Men vi måste också värdera de förlopp för inflationen och den reala ekonomin som räntebanan väntas föra med sig. De penningpolitiska besluten och hur vi ser på marknads ränteförväntningar baseras på en samlad värdering av dessa förlopp. För min egen del tycker jag att tiden är mogen att ta ytterligare ett steg och publicera vår egen

räntebana. Mina erfarenheter av ökad transparens har alltid varit goda.

I samband med övergången till det nya ränteantagandet har det varit naturligt att överge den enkla handlingsregel som tidigare användes för att förklara penningpolitiken och som utgick från prognoser baserade på konstant reporänta. Ett syfte med regeln var att den skulle vara enkel att förstå. Men samtidigt gav den ofta inte en tillräckligt god beskrivning av de penningpolitiska övervägandena. Bland annat gav handlingsregeln ingen vägledning om hur Riksbanken såg på ränteutvecklingen i framtiden. Med den gradvisa förskjutningen av politiken i riktning mot att – inom ramen för prisstabilitetsmålet – också beakta svängningarna i konjunkturen kunde också den här fokuseringen på inflationen vid ett visst tillfälle i framtiden övertolkas. Det är hela förloppet för inflationen och den reala ekonomin som faktiskt spelat och spelar roll för de penningpolitiska besluten, inte bara nivåerna vid tvåårshorisonten. Vad som händer bortom horisonten kan inte heller ignoreras. Världen tar inte slut om två år.

Ränte- och inflationsprognoserna kan tolkas på samma sätt som tidigare i den bemärkelsen att om prognosen för inflationen på två års sikt ligger över målet innebär det normalt att reporäntan kommer att behöva höjas i snabbare takt än marknads förväntningar. Det omvända gäller förstås om inflationsprognosen ligger under målet. Exakt i vilken takt räntan bör ändras påverkas dock av hela förloppet för inflationen och den realekonomiska utvecklingen.

Låt mig knyta de här principiella resonemangen till situationen vid vårt senaste penningpolitiska sammanträde. Att inflationen var låg och bedömdes förbli låg under en ganska lång tid framöver kunde tala för en något mer expansiv penningpolitik jämfört med

marknadens förväntningar, även om inflationen på två års sikt bedömdes vara nära målet. Men samtidigt behövde vi väga in att tillväxten i ekonomin bedömdes bli stark och att en fortsatt mycket expansiv penningpolitik riskerade att leda till överhettning i ekonomin. Den samlade bedömningen var att det bästa var att höja räntan.

Jag tänkte nu ta upp ett par aktuella frågor som under senare tid har förekommit i debatten om penningpolitiken. Syftet är att resonera om hur man kan se på dem i ljuset av de principiella resonemang om penningpolitiken som jag nyss har fört.

Problem att bestämma nivå på resursutnyttjandet

Den första frågan gäller hur penningpolitikens strävan att bidra till en stabil realekonomisk utveckling kan förklaras i mer konkreta termer. Vissa förespråkar att Riksbanken borde vara tydligare än vi är i dag om vad som egentligen är en önskvärd bana för realekonomin de närmsta åren framöver.

Låt mig här slå fast att diskussionen om reala hänsyn i penningpolitiken inte innebär att vi bör komplettera vårt prisstabilitetsmål med ett mål för tillväxten. Det är möjligt för vissa en semantisk fråga, vad som är skillnaden mellan hänsyn och mål. Att i allmänna termer tala om ett mål för realekonomin ger fel signaler. Riksbanken har ett lagstadgat mål för penningpolitiken och det är att upprätthålla ett fast penningvärde. Därutöver försöker vi sätta räntan på ett sådant sätt att penningpolitiken – givet prisstabilitetsmålet – bidrar till att dämpa de kortsiktiga svängningarna i den reala ekonomin. Det finns ingen anledning att ändra på det.

Var den nivå ligger som innebär att resursutnyttjandet är vid sin normala nivå är vanskligt att kvantifiera. Uppskattningar av det sk produktionsgapet – dvs

skillnaden mellan den aktuella produktionsnivån och jämviktsnivån – kan variera mycket beroende på vilken metod man väljer. Det innebär exempelvis att försök att utifrån en analys av arbetsmarknaden uppskatta mängden lediga resurser kan ge en helt annan bild än när enbart BNP-data används för att beräkna produktionsgap. Utvecklingen under senare år med en stark tillväxt i produktionen och en fallande eller bara svagt stigande sysselsättning är ett exempel på hur motstridiga signalerna kan vara.

En svårighet i sammanhanget är att produktionsdata revideras med jämna mellanrum. Det gör det särskilt svårt att beräkna hur mycket lediga resurser det f n finns i ekonomin. Bilden av hur högt resursutnyttjandet var vid en viss tidpunkt kan se annorlunda ut när nya data kommer in och tidigare utfall revideras. Som exempel kan nämnas att den första uppgiften om BNP-tillväxten i Sverige under första kvartalet 2005 låg på 1,4 procent medan de senaste beräkningarna tyder på att den i själva verket var 2,1 procent.

Att det finns så stor osäkerhet om en så central variabel som resursutnyttjandet är naturligtvis ett problem. Allt vore betydligt enklare om det gick att kvantifiera resursutnyttjandet på motsvarande sätt som inflationen mäts. Men när nu det inte går tror jag man gör klokt i att inte ge sken av att besitta sådan exakt kunskap. Av liknande skäl har ju tidigare också precisa penningmängdsmått övergivits.

Samtidigt måste förstås ändå våra prognoser för tillväxten och inflationen i grunden utgå från en syn på var ekonomin befinner sig i förhållande till ett läge med normalt resursutnyttjande. I praktiken måste en stor mängd information från olika källor vägas ihop till en samlad bedömning. På basis av våra prognoser och vad vi tror oss veta om penningpolitikens effekter på kort och lite längre sikt

kan vi sedan staka ut den ungefärliga färdriktningen.

Kopplingar till kreditexpansionen och huspriserna

Mycket av det jag har beskrivit så här långt är i sina huvuddrag en vedertagen syn på hur penningpolitik med inflationsmål bör bedrivas, även om det naturligtvis kan råda delade meningar om hur politiken bör se ut mer i detalj. Jag tänkte avslutningsvis beröra ett mer kontroversiellt ämne, nämligen samverkan mellan tillgångspriser och en stabil realekonomi med låg inflation.

Kreditvolymerna och tillgångspriser studeras i den löpande penningpolitiska analysen eftersom de påverkar, och påverkas av, variationer i inflationen och konjunkturen. Högre tillgångspriser leder till positiva förmögenhetseffekter som i sin tur påverkar hushållens val mellan konsumtion och sparande och därmed den samlade efterfrågan i ekonomin och inflationen.

Till det här kommer att det är komplicerat att i det vanliga prognosarbetet fånga riskerna till följd av stora variationer i tillgångspriserna. Det är exempelvis svårt att på ett meningsfullt sätt siffersätta riskerna kopplade till en ovanligt snabb ökning av bostadspriser och skuldsättning under lång tid. Det kan också röra sig om risker som ligger bortom den normala prognoshorisonten men bedöms vara så allvarliga, om de inträffar, att det ändå är motiverat att på något sätt ta hänsyn till dem.

De senaste åren har bostadspriser och hushållens upplåning ökat i snabb takt, bl a till följd av det låga ränteläget. Vi har uttalat att vi känner viss oro för att den här utvecklingen kan drivas för långt med risk för kraftiga korrigeringar i framtiden. En risk är att en kraftig inbromsning av husprisutvecklingen leder till att hushållen upplever skuldbördan som för hög och att de därför ökar sitt

sparande i snabb takt. Det kan leda till att efterfrågan i ekonomin och inflationen viker kraftigt. I de avvägningar som ligger bakom våra beslut om räntan såg vi i början av året de här riskerna som ett skäl att inte skjuta en höjning framåt några månader – vilket jag annars tycker hade varit fullt möjligt med hänsyn till de prognoser vi i övrigt gör och den precision som prognoserna har.

Jag vill inte hävda att detta generellt behöver vara det optimala sättet att hantera den här typen av risker i avvägningarna för penningpolitiken. Sambanden mellan kreditvolym, tillgångspriser å ena sidan och penningpolitik och den reala ekonomin å andra sidan är i dag inte tillräckligt väl kartlagda för att man ska kunna dra några entydiga policyslut-satser. Till bilden hör att vår erfarenhet av avreglerade finansmarknader ännu begränsas till ett fåtal konjunkturcykler. Samtidigt kan vi inte ignorera de risker för den framtida inflationen och konjunkturen som vi bedömer att utvecklingen på bostadsmarknaden är förknippad med. Som jag påpekade nyss, världen tar inte slut om två år. Det faktum att vi inte sitter inne med säkra svar om effekterna av snabb kreditexpansion ska, enligt min mening, inte hindra oss att agera på ett sätt som i varje fall inte förvärrar riskerna.

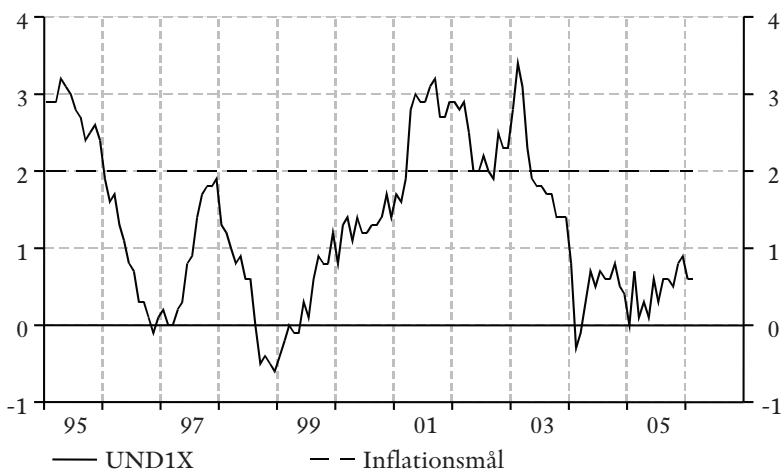
Det var vad jag hade att säga om hur vi bedriver penningpolitiken 2006, tack för er uppmärksamhet.

REFERENSER

Heikensten, L (1999), "Riksbankens inflationsmål förtydliganden och utvärdering", *Penning- och valutapolitik*, 1999:1.

Riksbanken (1999), "Riksbankens inflationsmål förtydligande och utvärdering", PM 1999-02-04, ärendebeteckning 1999-00351 DIR. Riksbanken.

Svensson, L E O (2003), "Monetary Policy and Real Stabilization", NBER Working Paper 9486, National Bureau of Economic Research.



Figur 1
Inflationstakt
enligt UND1X.
Årlig procentuell
förändring

Anm: Inflationstakt rensad från effekterna av förändringar i indirekta skatter och subventioner samt räntekostnader för egna hem.

Källa: SCB.

Gabriel Urwitz

Tack för det, Stefan Ingves. Jag lämnar nu ordet till Ingemar Hansson.

Ingemar Hansson

Jag kommer att ta upp två frågor. Den första gäller orsakerna till den senaste tidens låga inflation samt inflationsutsikterna framöver. Den andra gäller hur Riksbankens penningpolitiska tänkande har utvecklats, som Stefan redogjorde för, och hur man skulle kunna gå vidare.

Jag börjar med den senaste tidens inflation. Som ni ser i figur 1 har inflationen varit väldigt låg i Sverige de senaste två åren. UND1X-inflationen understeg en procent i årsgenomsnitt såväl 2004 som 2005.

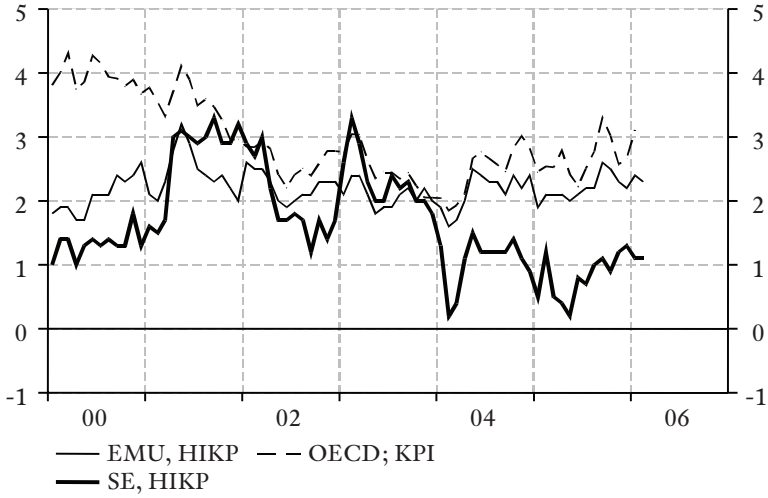
En diagnos som förekommit i den allmänna debatten och kanske framförallt i massmedia är att den låga inflationen beror på internationella faktorer, t ex att konkurrens från Kina och Indien och andra lågkostnadsländer skulle ha bidragit till låg importerad inflation och att detta är en viktig orsak till den låga inflationen i Sverige. Om det låg till på det viset skulle man kunna vänta sig

ungefär lika låg inflation i resten av EU och även i OECD i övrigt, men så är inte fallet. Om vi tittar på inflationen i euroområdet, liksom i OECD som helhet, så har inflationen legat ganska stabilt på ungefär två procent (figur 2). Sveriges inflation var 2005 näst lägst bland EU15-länderna.

Det är således den svenska inflationen som avviker. Slutsatsen är att den senaste tidens låga inflation i Sverige främst har svenska och inte internationella orsaker. Vad finns det då för orsaker till att just den svenska inflationen blivit så låg? Den faktor som jag bedömer som viktigast är att vi haft ett väldigt lågt inflationstryck från svensk produktion de senaste åren.

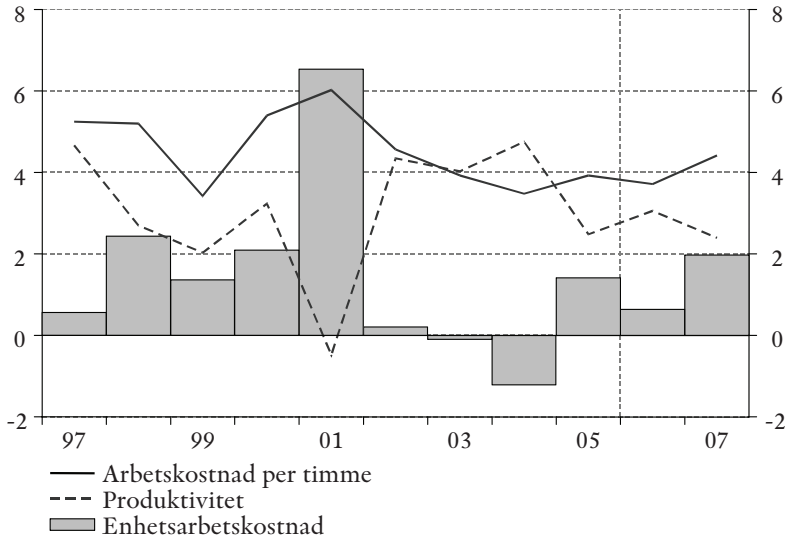
Som framgår av figur 3 var enhetskostnaden för produktion i svenskt näringsliv ungefär konstant 2002 och 2003 medan den sjönk 2004. Det innebär ett väldigt lågt inflationstryck från svensk produktion. Detta är huvudorsaken till att inflationen blivit så låg. Om enhetsarbetskostnaderna i svenskt näringsliv hade ökat med t ex 5 procent per år och vi hade haft 5 procents inflation, då

Figur 2
Internationell
inflation. Årlig
procentuell för-
ändring



Anm: HIKP är EUs harmoniserade KPI.
Källa: SCB.

Figur 3
Enhetsarbetskostnad
i näringslivet. Årlig
procentuell föränd-
ring, kalenderkorri-
gerade värden

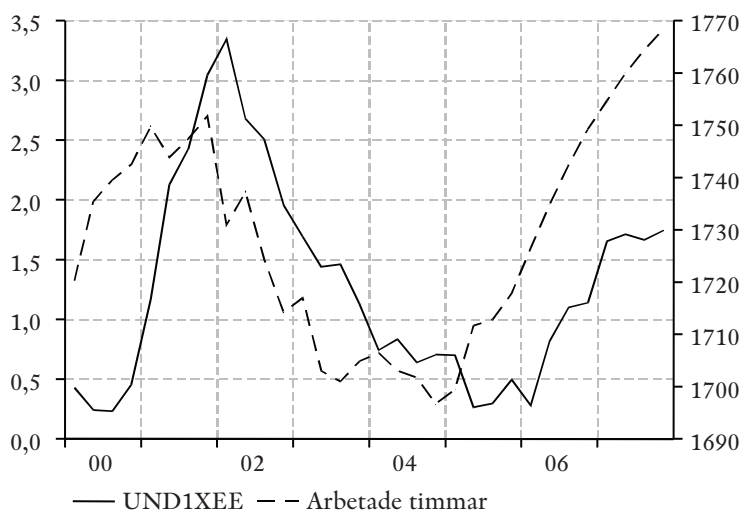


Källa: Konjunkturinstitutet.

hade alla varit överens om att den höga inflationen orsakas av ett starkt inflationstryck från svensk produktion. Lika naturligt är det att säga att den låga inflationen i Sverige i huvudsak beror på lågt inflationstryck från svensk produk-

tion i form av väldigt låga ökningar av enhetsarbetskostnaden.

Nästa fråga är då vad som orsakat denna låga kostnadsökning. Den viktigaste faktorn är oväntat hög produktivtetsutveckling. Som framgår av den



Figur 4
UND1XEE och
arbetade timmar.
Årlig procentuell
förändring samt
milj timmar

Ann: Inflationstakt rensad från effekterna av förändringar i indirekta skatter och subventioner, räntekostnader för egna hem samt energipriser.

Källa: Konjunkturinstitutet.

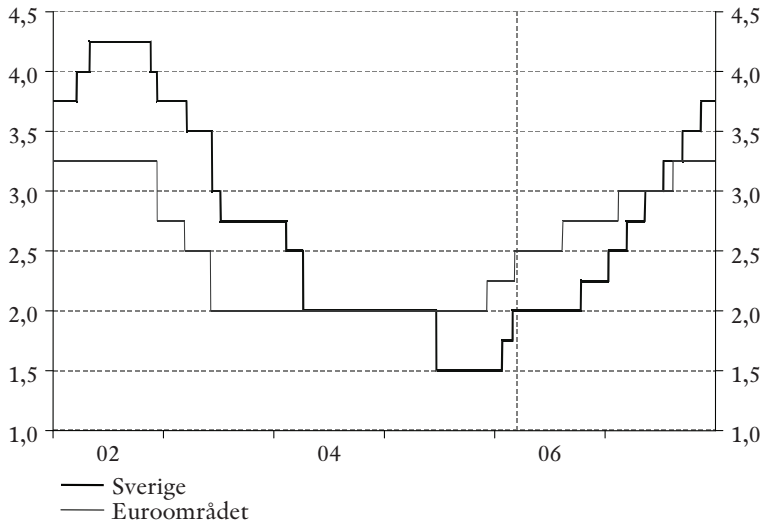
streckade kurvan i figur 3 har produktiviteten i näringslivet ökat mer än 4 procent per år. Det är högre än vad Riksbanken, Konjunkturinstitutet (KI) och alla andra förutsåg. Den starka produktivitetens utvecklingen har gjort att arbetsmarknaden utvecklats konjunktorellt svagt och det har i sin tur bidragit till att lönerna ökat successivt långsammare fram t o m 2004. Den snabba produktivitetens utvecklingen har således bidragit till en konjunktorellt svag arbetsmarknad, vilket hållit nere löneökningarna och därmed inflationen.

Den konjunktorellt svaga arbetsmarknaden syns ännu tydligare i figur 4, där den streckade kurvan visar antalet arbetade timmar i svensk ekonomi. Antalet arbetade timmar toppade under den senaste högkonjunkturen 2001 och sjönk därefter ända fram till början av 2005. Samtidigt har inflationen, det här måttet exkluderar energipriserna, sjunkit trendmässigt. I efterhand kan således konstateras att som en följd av den ovän-

nat snabba produktivitetens utvecklingen och den därmed svaga utvecklingen av arbetade timmar, så har vi under ett antal år haft ett underutnyttjande av resurserna på arbetsmarknaden, vilket bidragit till att inflationen hamnat långt under två procent.

Så med facit i hand: om vi hade förutsett den starka produktivitetens utvecklingen, så skulle vi försökt bryta inflationsnedgången redan då inflationen passerade två procent och därmed skulle vi ha undvikit den djupa nedgången i antalet arbetade timmar. Som en följd av den överraskande starka produktivitetens utvecklingen har vi alltså haft en konjunktorellt alltför låg efterfrågan på arbetskraft. Efterfrågan på varor och tjänster och därmed efterfrågan på arbetskraft har blivit alltför låg i förhållande till vad ekonomin kunde tåla givet den snabba produktivitetens utvecklingen. I efterhand kan vi således konstatera att reporäntan skulle ha sänkts betydligt snabbare och betydligt mer 2002-2004

Figur 5
Styrräntor.
Procent,
dagsvärden



Källa: Konjunkturinstitutet.

så att inflationen hamnat närmare inflationsmålet 2004-2006. Penningpolitiken var således felavvägd under denna period. Men det här är med facit i hand och den starka produktivitsutvecklingen har överraskat de flesta. KI har legat före Riksbanken vad det gäller insikten om behovet av sänkt reporänta. KI rekommenderade således lägre reporänta under stora delar av 2002-2005, men även vi har underskattat produktivitsutvecklingen.

Tittar vi då framåt så är KIs prognos att den under senare tid mycket expansiva penningpolitiken bidrar till att vi äntligen får tillräcklig fart på efterfrågeutvecklingen. Det leder till en fortsatt ökning av antalet arbetade timmar. Precis som lågt resursutnyttjande, dvs alltför låg efterfrågan, är en viktig förklaring till de senaste årens låga inflation, så tror vi att det framöver stigande resursutnyttjandet bidrar till högre inflation. Inflationen ligger under två procent hela 2006 och 2007 men bedöms därefter öka och skulle hamna betydligt över två procent vid en oförändrad reporänta.

Detta motiverar högre reporänta. Med hänsyn till det under den närmaste tiden låga inflationstrycket och låga resursutnyttjandet är, som framgår av figur 5, KIs rekommendation att Riksbanken ligger still fram till oktober. Det i ett lite längre perspektiv något ansträngda resursutnyttjandet och det därmed tilltagande inflationstrycket motiverar en därefter förhållandevis snabb höjning av reporäntan från nuvarande två till 3,75 procent i slutet av 2007. Det var lite snabbare ränteuppgång än vad som marknaden inprisade när KIs senaste prognos publicerades i slutet av mars.

Den andra frågan gäller hur Riksbankens flexibla inflationsmålspolitik har utvecklats hittills samt hur man kan gå vidare. Utgångspunkter är vad som står i lagen samt förarbetet till denna lag. Enligt lagen är målet för Riksbanken att upprätthålla ett fast penningvärde. Förarbetet anger att Riksbanken utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet ska stödja de allmänna målen för den ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Det är vad

Välj reporäntebana som minimerar förlusten:

$$\sum_{t=0}^{\infty} \delta^t [(\pi_t - 0,02)^2 + \lambda X_t^2]$$

där π_t är UNDI_X-inflation, X_t är arbetsmarknadsgap, δ är diskonteringsfaktor och λ är vikt för stabilt resursutnyttjande.

Figur 6
Flexibel inflations-
målspolitik

Riksdagen har slagit fast som utgångspunkter för penningpolitiken.

Inflationsmålet är således överordnat andra mål. Detta kan tolkas som att inflationen ex post ska uppgå till målsatta två procent som genomsnitt sett över t ex en tioårsperiod. En alternativ närliggande tolkning är att penningpolitiken ska utformas så att inflationsförväntningarna ligger på två procent, åtminstone vad det gäller inflationen på två till fyra års sikt. Det är inom denna ram som Riksbanken kan bedriva en flexibel inflationsmålspolitik, dvs ta hänsyn till andra faktorer än inflationen. Jag håller helt med Stefan att det är oerhört viktigt att denna trovärdighet upprätthålls. Man bör inte föra penningpolitiken på ett sådant sätt att man riskerar trovärdigheten för att inflationen i genomsnitt ska bli två procent.

Inom den här ramen finns det således utrymme för att bedriva en flexibel inflationsmålspolitik som tar hänsyn till den realekonomiska utvecklingen, vilket Stefan just berättat att man gör på Riksbanken. Jag tycker att man kunde gå ett steg vidare och säga explicit, att utöver att sträva efter två procents inflation så försöker man också stabilisera resursutnyttjandet. Jag tycker således att Riksbanken, inom de ramar som upprätthåller inflationsmålets trovärdighet, bör sträva att stabilisera såväl inflationen runt två procent som resursutnyttjandet. Motivet med ett stabilt resursutnyttjande är det fundamentala målet för

stabiliseringspolitiken. Det finns samhällsekonomiska effektivitetsvinster att ha ett stabilt resursutnyttjande jämfört med ett instabilt. Måhända kunde man således vara än tydligare än vad Stefan varit här i dag och säga explicit att Riksbanken även strävar efter ett stabilt resursutnyttjande. Flexibel inflationsmålspolitik kan således lämpligen preciseras som att Riksbanken inom restriktionen om upprätthållen trovärdighet för inflationsmålet strävar efter att stabilisera såväl inflationen som resursutnyttjandet.

Den precisering av flexibel inflationsmålspolitik som redovisas i figur 6 är standard i många vetenskapliga penningpolitiska arbeten av bl a Lars E O Svensson

Enligt denna precisering väljer således centralbanken den reporäntebana som minimerar den vägda summan av avvikelser från två procents inflation och avvikelser från noll i resursutnyttjandegap. Centralbanken försöker således främja ett stabilt resursutnyttjande. Parametern lambda (λ) avspeglar centralbankens vikt för variabilitet i resursutnyttjandet i förhållande till variabilitet i inflationen. En förlustfunktion av detta slag är ett systematiskt sätt att väga ihop önskvärdheten av stabil inflation och önskvärdheten av stabilt resursutnyttjande.

Som Stefan sa har Riksbanken övergått från antagandet om konstant reporänta till att basera prognosen på reporäntebanan enligt marknadens av-

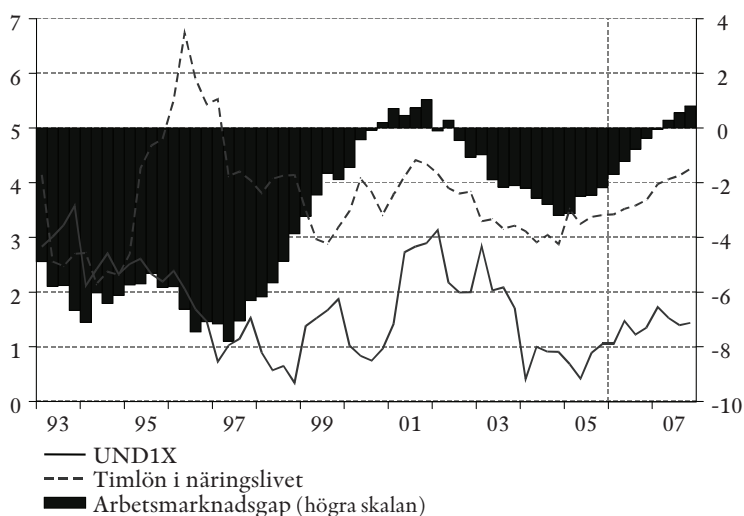
kastningskurva. Det tycker jag är ett steg i rätt riktning. Jag tycker att det steg som Stefan förespråkar, nämligen att inte gå på marknadens reporäntebana utan att i stället utgå från en prognos för sina egna beslut avseende reporäntan, är ett ytterligare steg i rätt riktning. Då uppnås bättre konsistens. Riksbanken skulle således säga att givet den information vi har i dag så prognostiserar vi följande reporäntebana. Givetvis är det en prognos precis som prognosen i övrigt. Jag tror det skulle vara ännu mera transparent och även enklare att utvärdera penningpolitiken om Riksbanken anger och utgår från en prognos för reporäntebanan. Det är inte speciellt revolutionerande. Trenden bland världens centralbanker går i denna riktning. Jag håller således med Stefan om att det är ett klokt nästa steg. Ett annat lämpligt nästa steg är att tona ner kompletterande mål avseende t ex huspriser, låntagande och växelkurs. Vissa uttalanden från Riksbanken innebär att man blir osäker på vilka mål som egentligen vägleder penningpolitiken. Är t ex växelkursen eller huspriserna separata mål utöver inflationen och eventuellt även resursutnyttjandet? Jag tycker det räcker med att främst tänka i termer av resursutnyttjande och inflation. Sedan kan givetvis höga tillgångspriser påverka såväl inflationsprognosen som resursutnyttjandet men tillgångspriser utgör då inget tillkommande mål.

Vi på KI tillämpar en tankeram där lämplig reporänta bestäms av såväl önskemålet om stabil inflation som önskemålet om ett stabilt resursutnyttjande inom ramen för restriktionen om att inflationsmålet trovärdighet ska upprätthållas. Denna tankeram tillämpades vid KIs senaste prognos och reporänterekommendation som publicerades för ett par dagar sedan. Resursutnyttjandet har vi valt att mäta med ett sk arbetskraftsgap, dvs som skillnaden mellan faktiskt och potentiellt arbetade tim-

mar. Jag håller med Stefan om att alla sådana mått är osäkra. Det finns således ett stort konfidensintervall runt bedömningen av arbetskraftsgapet. Jag håller också med Stefan om att man inte kan bedriva stabiliseringspolitik, varken penningpolitik eller finanspolitik, på ett bra sätt om man inte har någon syn på resursutnyttjandet nu och under de närmaste åren framöver. Därför har KI valt att göra en bedömning av arbetskraftsgapet som vi ständigt omprövar. Vi har valt arbetskraftsgapet framför BNP-gapet eftersom BNP revideras ofta och eftersom vi bedömer att vårt mått på arbetskraftsgapet är mindre osäkert än vårt mått på BNP-gapet. Vi har således ett mått även på BNP-gapet men detta är ännu mera osäkert och ännu svårare att förklara.

När KI analyserar alternativa reporäntebanor fokuserar vi således på arbetskraftsgapet. KIs rekommendation om en förhållandevis snabb höjning av reporäntan under loppet av 2007 baseras således på vår prognos om att resursutnyttjandet på arbetsmarknaden, som framgår av figur 7, blir något ansträngt 2007.

När vi väl är i den situationen att arbetskraftsgapet är positivt så bör reporäntan vara mycket högre än f_n även om inflationen fortfarande understiger två procent. Enligt KIs prognos uppgår UND_{1X} -inflationen till 1,5 procent vid utgången av 2007. Rekommendationen är även baserad på en bedömning av arbetskraftsgapet och inflationen efter 2007. Internt har vi grovt räknat på arbetskraftsgap och inflation 2008 och 2009 men det har vi inte publicerat. Dessa beräkningar är betingade av att KIs prognos för 2006 och 2007 uppfylls och att ingen ny information tillkommer. Framöver tillkommer givetvis ny information. Då kommer KI liksom alla andra att revidera sina prognoser. KI kommer även att revidera arbetsmark-



Figur 7
Arbetsmarknadsgap, timlön och UND1X-inflation. Procent av potentiellt arbetade timmar respektive årlig procentuell förändring, kvartalsvärden

Källa: Konjunkturinstitutet.

nadsgapet och reporänterekommendationen men endast framtiden kan utvisa riktning och storlek på dessa revideringar.

Gabriel Urwitz

Tack för det. Då lämnar jag ordet till Dan Andersson.

Dan Andersson

Först tycker jag det är väldigt viktigt att slå vakt om den tradition som Riksbanken utvecklat, nämligen att ha en ganska rå öppenhet. Det är oerhört frustrerande för en direktions eller ledning att utsätta sig för ordentlig utvärdering av publicerade inflationsrapporter. Det är krävande om man blir rannsaktad av kollegor och inte minst marknadsbedömare. Det finns en särskild poäng i detta och jag tycker att Riksbankens direktions och ledande tjänstemän är värda en eloge för att de hittills försökt bibehålla den linjen. Jag är osäker på om Riksbanken börjar revidera sin målsättning och sina arbetsmetoder och jag är inte alltid förtjust över vad jag ser. Jag ska för-

söka hålla mig till en ganska principiell översikt.

Riksbanken hade fundamentalt fel då man bedömde inflationen, lika mycket fel som LO hade i sin inflationsbedömning. Mina kollegor sa att det intressanta inte var att vi hade lika fel som Riksbanken, utan det intressanta var att spridningen i inflationsprognoserna var så stor. Då tänker man: vilka var de andra då? Hur ser marknadens prognoser ut, framförallt kapitalmarknadsaktörernas?

Vi lever nu i en helt ny ekonomisk-politisk miljö där inte direktions i Riksbanken kan få upp inflationstakten. Jag ser inte framför mig den löneökningstakt som är nödvändig för att egentligen hota prisstabiliteten och trovärdigheten. Vi kan aldrig komma i närheten av sådana avtalskrav, än mindre utfall, i alla fall utifrån mina uppdragsgivares synsätt.

Jag tolkar det som att Riksbanken inte längre är intresserade av sin roll att vara lönebildningens polis eller domare. Jag tolkar det också som, men jag kan ha fel, att Riksbanken nu börjar dra sig

tillbaka från sin roll, som inte står någonstans i lagstiftningen, men som har blivit svensk praxis: att finanspolitiken är tillbakahållen och att Riksbankens direktion är mer framskjuten. I normalfallet ska man stabilisera den nominella sidan av ekonomin, alltså prisstabiliteten, och man ska stabilisera den reala sidan. Eftersom det har gått ganska halvdant de sista tre-fyra åren, både när det gäller den reala och nominella sidan av ekonomin, så uppfattar jag det som att Riksbanken blivit osäker om de klarar den uppgiften och om de ens ska göra det.

Man börjar nu tala om de hänsyn man tar. Jag har svårt att se vad Riksbanken menar. Riksbanken har tydliga mål men tittar på tillgångspriser, växelkurser och på det ena och det andra. Jag har inte koll på den vetenskapliga litteraturen, men jag tror inte man hänvisar till den litteraturen som säger att man ska ta hänsyn till tillgångspriserna då man utformar penningpolitikens målsättning. Jag påstår lite fräckt att det inte är bostadspriserna i första hand ni är intresserade av utan kapitalmarknaden och också stabilisering av växelkursen. Jag uppfattar att det blir diffusare när ni sätter upp flera hänsyn. Riksbankens stabilitetsrapport innehåller en mycket lugnande och förtjänstfull analys av bostadspriserna, men det verkar inte som om direktionen har läst sin egen rapport. Om ni sätter upp flera undermål så hamnar ni i en mållkonflikt mellan resursutnyttjandet och huspriserna. Hur ska ni då göra, hur ska ni välja? Nu väljer Stefan Ingves mellan 50 000 arbetslösa och 5 000 husägare som eventuellt kan komma i ekonomiskt trångmål. Det är svårt att göra det valet, då har man blivit en politiker. Riksbankschefen ska vara en tråkig teknokrat med ett tydligt mål och en enkel utvärderingsmekanism, inte ta diffusa hänsyn.

Jag är den första att tycka att politiker inte ska påverka, kanske inte ens

uttala sig. Kanske ska inte ens statsministern uttala sig om penningpolitiken. Det som regeringen ska uttala sig om ska vara noggrant förberett och förankrat och inte bli debattinlägg. Problemet är att det känns som att ni har börjat snegla åt kapitalmarknaden och kapitalmarknadens påverkan på era beslut. Ni måste vara väldigt tydliga om att ingen tror att det just är växelkursen som ni sitter och tar hänsyn till och har som ett andra mål. Hur ska jag annars kunna tolka det när ni tar särskilda hänsyn till tillgångspriser?

Jag vill hamna i en mycket enklare indikatorstyrd modell. Jag hade önskat att ni publicerat en arbetsmarknadsrapport varje år. Vi vanliga ekonomer tror att prisstabiliteten bara kan hotas om det händer något på arbetsmarknaden. Ni avfärdade redan i inledningsanförandet det här med att publicera en arbetsmarknadsrapport, vilket för mig kraftigt försvagar möjligheten till respekt för ert arbete. Ni säger att ni inte särskilt behöver ta hänsyn till arbetsmarknaden, däremot ägnar ni mycket tid åt att tänka på huspriserna.

Det är väl inte helt glasklart formulerat men vad ni egentligen säger är, och jag förstår den ambitionen, att ni är väldigt angelägna om att inte destabilisera ekonomin genom att rycka för mycket i spaken. Men ni säger inte heller uttryckligen att ni ska försöka stabilisera ekonomin. Nu låter det som jag tycker att vi ska ha ett stabiliseringsmål, men det har jag och mina kollegor sagt att vi inte vill för då blir det ännu svårare att utvärdera er. Ni ska sträva efter ett fullt resursutnyttjande, vilket jag tycker är underliggande.

Vad ni nu gör, om vi tolkat det hela rätt, är att ni drar er tillbaka och säger: nej, vi kan inte göra de här sakerna. Det var inte så lätt som vi trodde 1994, 1995 och 1996, då Riksbanksutredningen kom och man satte igång den nya kon-

struktionen, vi kan nog inte åstadkomma så här mycket. Det är fler saker som bestämmer inflationen. En annan slutsats är att det är lättare för Riksbanken att pressa ner inflationstakten än att sparka igång den igen. Då kanske ni säger att jag vill att det ska vara så, men det är inte riktigt. Riksbanken har blivit osäkrare och då börjar man titta på siffrorna och boksluten. Jag tror att vi har ett policyvakuum och det kan inte fyllas med finanspolitik, givet hur det ser ut i parlamentet och avsaknaden av regelverk. Vi behöver en ny stor diskussion om stabiliseringspolitiken. Det kanske är klokt att backa tillbaka.

Gabriel Urwitz

Tack, Dan Andersson. Nu är det Anders Borgs tur.

Anders Borg

Jag ska också försöka göra en kommentar på Stefan Ingves inledning. Det är inte så mycket en kritik som några reflektioner.

Ingves utgångspunkt är att Riksbankens uppgift är att upprätthålla ett fast penningvärde genom att sätta reporäntan så att inflationen uppgår till ungefär två procent i genomsnitt. Riksbanken kan ta hänsyn till andra faktorer, t ex sysselsättning och efterfrågeutvecklingen, givet att inflationsmålet inte åsidosätts. Ingves var också tydlig med att det under vissa omständigheter kan ta längre tid att nå inflationsmålet, t ex vid utbudsstörningar i form av förändrade energipriser.

Ingves tal innebär således inga revolutionerande nyheter. Det är väl också så penningpolitiken bör förändras, dvs i små steg och på ett försiktigt sätt. Jag tänkte också inledningsvis klargöra att jag inte tänker ha synpunkter på den aktuella penningpolitiken. Riksbanken gör en inflationsprognos och en bedömning av resursutnyttjandet och jag har

ingen anledning att göra någon djupare analys av Riksbankens bedömningar, utan jag tänkte i stället ägna den här kommentaren åt ett par mer principiella reflektioner.

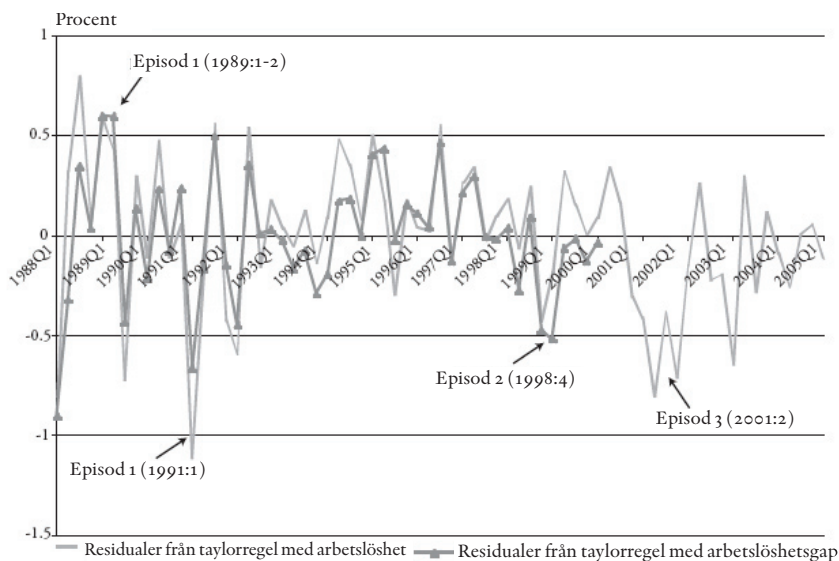
Det är rimligt att anta att Riksbanken kommer att presentera ytterligare ett förtydligande till penningpolitiken som i huvudsak kommer att återspegla budskapet i Ingves tal. Ett sätt att tolka förskjutningen är att banken blir ännu tydligare med att man bedriver en flexibel inflationsmålspolitik.

Möjligen kan man göra tillägget att det går att skönja en tendens till att banken också går mot att med ord beskriva någon typ av modellbaserad eller kanske t o m mekanisk penningpolitik. Ett exempel på ett sådant sätt att beskriva penningpolitiken är den policyregel som Claes Berg, Per Jansson och Anders Vredin presenterat (Berg, Jansson och Vredin 2004):

$$\Delta i_t = c + (\rho - 1)i_{t-1} + \sum \alpha_i (\pi_{t,i}^F - 2) + \sum \beta_j \Delta y_{t,j}^F + e_t$$

där Δi_t är förändring av styrräntan vid tidpunkten t , $(\rho - 1)i_{t-1}$ betyder att banken också beaktar räntan under den tidigare perioden när styrräntan sätts (s k *interest smoothing*), $\pi_{t,i}^F$ är prognosen för inflationen, 2 är inflationsmålet, Δy^F är prognosen för förändringen av resursutnyttjandet och där α och β är den vikt som inflations- och outputgapsprognoserna tillmäts i räntesättandet. Funktionen överensstämmer i princip med den ekvation Ingemar Hansson hänvisade till, med undantag av att den här även inkluderar hänsyn till vad räntan varit. Tanken är att räntan sätts på basis av en inflationsprognos och en prognos för förändringar av outputgapet. I princip kan man tänka sig att direktionsmedlemmarna uppger vikter för inflationen och resursutnyttjandet och att bankens prognosavdelning sedan lägger in natio-

Figur 8
Taylorregler och penningpolitiken i USA



Källa: Blinder och Reis 2005.

närlekskaperna i en prognosmodell och att räntan sedan bestäms mer eller mindre automatiskt.

Det är naturligtvis ingen som de facto förespråkar en sådan modell, även om det finns ekonomer som menar att centralbanker bör offentliggöra explicita intertemporala förlustfunktioner (t ex Svensson 2005). Jag tänkte använda det mer som en bild av penningpolitiken för att göra några reflektioner kring faran med att föra en alltför mekanisk och modellbaserad penningpolitik.

Ett sätt att analysera penningpolitiken är att ta utgångspunkten i så kallade Taylorregler, dvs olika typer av ekvationer som beskriver hur centralbanker sätter räntan (se Taylor 1993 eller Svensson 2003). Figur 8 återger en sådan övning som Alan Blinder och Ricardo Reis använt för att analysera penningpolitiken under de år då Alan Greenspan var centralbankschef i USA (Blinder och Reis 2005).

Figuren visar hur residualerna i två Taylorregler för styrräntan i USA ut-

vecklats sedan slutet av 1980-talet, vilket tydliggör vilka ränteförändringar som inte kan förklaras direkt med hänvisning till inflationen och resursutnyttjandet. Avvikelsen speglar således skillnaden mellan den faktiska styrräntan och den ränta man skulle ha haft om man strikt hade följt en Taylorregel. När Blinder och Reis utvärderar Greenspan är det inte de gånger då ränteeavvikelsen legat nära noll, dvs då man följt en regel, som är intressant, utan det är de gånger då Federal Reserve har avvikit från regeln som står i fokus.

Det är alltså de episoder där man inte fullt ut har kunnat förklara räntesättningen med hjälp av inflationsprognosen eller bedömningen av resursutnyttjandet som är mest intressanta. Ett sådant exempel är hösten 1998, när den så kallade LTCM-kraschen och Rysslandskrisen inträffade. Greenspan genomförde en serie av räntesänkningar som man kanske inte hade kunnat motivera fullt ut från Taylorregeln men som, tror jag, var viktiga för att stabilisera världseko-

nomin. Vi har en liknande episod i samband med terrordådet den 11 september 2001 och det kraftiga prisfall på aktier vi såg i USA under 2001-2002. När Blinder och Reis hyllar Greenspans agerande är det således när penningpolitiken inte bedrivits på ett sätt som kan beskrivas utifrån en enkel regel eller karaktäriseras som en mer mekanisk eller modellbaserad politik.

Även penningpolitiken i Sverige kan analyseras utifrån skattningar av taylorregler. Min diskussion utgår från en taylor-skattning som Berg, Jansson och Vredin (2004) gjort för Riksbanken. De räntebeslut vi har anledning att diskutera är åter inte när räntesätningen återspeglar en taylorregel, utan avvikelserna. Berg, Jansson och Vredin (2004) fann en avvikelse 1996-97 och de förklarar den med att Riksbankens ledning gjorde bedömningen att prognoserna inte höll måttet, utan inflationsbenägenheten i ekonomin var väsentligt lägre än vad prognosmodellerna gav vid handen och följaktligen förde man en mer expansiv penningpolitik. Under 1998, då en avvikelse också är tydlig, gjorde Riksbanken förmodligen det misstag som Andersson tidigare uttryckt oro för att banken nu ska upprepa, nämligen att man var alltför orolig för växelkursens genomslag och att penningpolitiken därför blev alltför stram.

Vad ger det här anledning till för reflektioner? En fråga är i vilken riktning Riksbanken ska utveckla penningpolitiken. Argumenten för låg och stabil inflation är, som framgår av Ingves tal och i en omfattande forskning, starka. Ett sätt att utveckla penningpolitiken vore att ytterligare förfina ramverket för att försöka att uppnå ännu mindre variationer i prisstegringstakten. Jag tror emellertid inte att ett utvecklingsarbete i denna riktning är att föredra. Vinsterna av att ytterligare minimera inflationsvariationerna är små och de verkligen stora sam-

hällsekonomiska kostnaderna uppkommer i stället om centralbanken misslyckas i hanteringar av tillgångspriser och skuldkrisen. Det är framförallt när tillgångsprisfall övergår i recessioner och kraftigt stigande arbetslöshet som de verkligen stora samhällsekonomiska kostnaderna av penningpolitiska misslyckanden uppkommer.

Tillväxten har påverkats i olika länder som genomgått finansiella kriser som övergått i rena skuldeflationsrecessioner. Sverige, Norge och Japan har upplevt detta och även vissa mindre utvecklade länder. När det sker en kraftig skuldkorrigering till följd av fallande tillgångspriser kan det leda till kraftiga fall i produktionen (Borio och White 2003). Därtill har BNP-fallen i vissa länder också åtföljts av stigande arbetslöshet som sedan bitit sig fast.

Ben Bernanke, som nu tillträtt som chef för Federal Reserve, har skattat hur den ekonomiska utvecklingen ter sig vid ett kraftigt tillgångsprisfall när centralbanken väljer att följa olika typer av handlingsregler (Benanke och Gertler 1999). Man kan säga att Bernanke därmed ger en uppskattning av de samhällsekonomiska kostnaderna för olika typer av policymisstag som en centralbank kan göra i en ekonomi. Bernankes slutsats är att den största faran i realekonomiska termer föreligger när det uppkommer en tillgångsprisbubbla och ett påföljande prisfall som centralbanken inte möter med en aggressiv anpassning av styrräntan.

Centralbanker bör således vara aktiva med tillgångspriskriser. Det är avgörande för hur centralbanken bidrar till samhällsekonomisk stabilitet i ett längre perspektiv att det inte sker misstag när det gäller att snabbt och aggressivt möta ett tillgångsprisfall som riskerar att övergå i en recession.

Låt mig också göra några reflektioner om hur centralbanker bör arbeta med

prognoser och vilket värde ska man fästa vid dem. Jag menar att det är rimligt att använda Greenspan som utgångspunkt för vad som är *best practice*, även om vissa akademiker skulle invända mot den bedömningen bl a mot bakgrund av att han varit långsam med att öka öppenheten kring penningpolitiken. Om man tar sin utgångspunkt i resultaten är det emellertid svårt att inte använda Greenspan som måttstock.

Hur ser då Greenspan på prognosmodellernas roll i penningpolitik? Han är mycket skeptisk till modeller av det enkla skälet att en ekonomi befinner sig i en ständig process av förändringar. Historiska samband gäller inte alltid som bra regler för framtiden utan det gäller att i en lärande process söka sig framåt givet ett betydande mått av osäkerhet. Ett problem med prognosmodeller är kopplat till den typ av ekonomiska kriser – skuld- och tillgångspriskriser – som är centrala för den här diskussionen. Dessa kriser är nästan omöjliga att modellera. De bryter historiska mönster och slår igenom på ekonomin på ett sätt som inte modeller kan förutse.

Även i mer vardagliga penningpolitiska sammanhang riskerar modeller att ge missledande information eftersom de skriver fram utvecklingen utifrån historiska mönster. Ett problem är att Riksbanken ett antal gånger fått problem pga att stora förändringar av tillgångspriser, t ex växelkursen eller att aktiekurser inte haft så stor effekt på ekonomin som man kunde ha antagit. I flera fall har det rört sig om förändringar som i själva verket visat sig vara tillfälliga och som av det skälet fått begränsat genomslag. För Riksbanken har det också varit ett problem att modellerna skattats utifrån växelkursgenomslag för perioder med andra penningpolitiska regimer, där det rört sig om devalveringar under fastväxelkurs eller där inflationsmålet inte haft samma förankring.

Ett annat problem är att prognosmodeller är dåliga på att förutse konjunkturvändningar. Under de 30 eller 40 år OECD har gjort konjunkturprognoser, så har modellerna missat samtliga vändpunkter. Det beror inte på att OECD är sämre än någon annan prognosmakare, utan det är helt enkelt svårt att förutse vändpunkter. Modeller är ofta t o m konstruerade så att ekonomin antas återgå till jämvikt. Låt oss anta att Riksbanken ser en stigande tillgångspris-inflation och att prognoserna visar på en god utveckling de kommande åren, som de oftast gör. I ett sådant läge kan det vara lätt att förledas att tro att det är möjligt och lämpligt att spräcka en bubbla. Det kan sedan visa sig att modellerna åter missade vändpunkten. Höjs räntan för att motverka eller spräcka en bubbla finns det en risk att centralbanken i stället driver på en nedgång.

Ytterligare ett problem med ekonometrisk modeller är att det är svårt att förutse strukturella förändringar. Blinder och Reis (2005) har, i sin utvärdering av Greenspan, modellerat vid vilken tidpunkt det fanns skäl att dra slutsatsen att produktiviteten i den amerikanska ekonomin hade ökat. Deras skattningar tyder på att en modell hade givit grund för denna slutsats under första kvartalet år 2000, dvs ungefär fem år efter det att Greenspan börjat agera utifrån slutsatsen att den nya ekonomin existerade. Blinder och Reis (2005) visar också att ekonometrisk skattningar av jämviktsarbetslösheten ger vid handen att man först 2002 hade kunnat dra slutsatsen att amerikansk ekonomi kunde tillåtas växa lite snabbare utan att inflationstrycket ökar.

Det finns också andra risker förknippade med att gå mot en mer mekanisk och modellbaserad penningpolitik. I modellerna är jämvikten det normala och ojämvikten det onormala. I den verkliga ekonomin har vi ofta kraftiga

och varaktiga ojämvikter och ekonomin återgår ofta inte till jämvikt om det inte sker en kraftig justering av penningpolitiken. Modeller tenderar att ge en övertro på att ekonomin återgår till jämvikt av sig själv, vilket kan lägga grunden för en farlig passivitet eller överdriven försiktighet.

Kan man då dra några slutsatser ur dessa kommentarer? Det finns inte några entydiga slutsatser för vad Riksbanken bör göra framöver, utan det är snarare några reflektioner att tänka på. Den första reflektionen är att i grunden kan vi hantera tillgångspriser inom ramen för ett inflationsmål. Det normala är att när tillgångspriserna stiger så lutar sig Riksbanken, som jag tror Ingves formulerade sig i sitt tal, mot vinden. När ekonomin är stark och tillgångspriserna stiger är det naturligt att centralbanken lättar på gasen och därigenom motverkas också uppkomsten av tillgångsprisbubblor. Samtidigt tror jag att det finns en fara om centralbankerna går längre och ger sken av att de har en särskild ambition att stabilisera tillgångspriser.

En annan reflektion är att Riksbankens ramverk är klokt. Det är en bra beskrivning, precis som Ingves framhåller, av hur forskningen ser på ekonomins funktionssätt och på penningpolitikens roll. Riksbanken bör, och här delar jag Anderssons bedömning, stå fast vid inflationsmålet och använda det ungefär på det sätt som görs i dag. Man bör däremot inte tro att den avgörande uppgiften för Riksbanken är att finjustera räntan för att utjämna varje variation i inflationen. Det som gjort att Greenspan gått till historien är inte de gånger han satt räntan enligt någon taylorregel, utan de gånger han och andra centralbanker ingripit för att förhindra att ekonomin gått ner i skuldeflation och recessioner.

Ytterligare en reflektion är att penningpolitiken bör baseras på en bred, samlad bedömning av alla faktorer som

påverkar inflation och centralbanken bör inte fästa alltför stor vikt vid ekonometriska modeller. Penningpolitiken måste, också framöver, vara omdömesbaserad.

Finns det då skäl att utveckla ramverket? Om man anser att penningpolitiken ska vara omdömesbaserad så finns det anledning att överväga om Riksbanken borde ta ytterligare steg för att öka öppenheten i direktionens beslutsprocesser. Det kan finnas skäl att överväga om direktionsmedlemmarna bör få redogöra tydligare för vad som är deras uppfattning och att upphöra att anonymisera de särskilda protokollen. Ett sådant steg mot ökad öppenhet skulle ytterligare tydliggöra det personliga ansvaret.

REFERENSER

Borio, C och W White (2003), "Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes", i *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Berg, C, P Jansson och A Vredin (2004), "How Useful are Simple Rules for Monetary Policy? The Swedish Experience", Working Paper Nr 169, Sveriges Riksbank

Bernanke, B och M Gertler (1999), "Monetary Policy and Asset Price Volatility", i *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

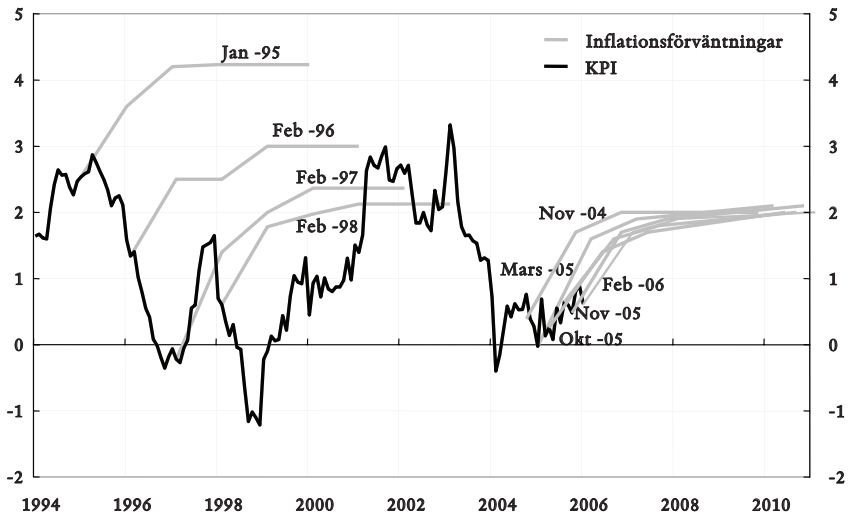
Blinder, A S och R Reis (2005), "Understanding the Greenspan Standard", i *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Svensson, L E O (2001), "What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules", *Journal of Economic Literature*, vol 41, s 426-477.

Svensson, L E O (2005), "Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting", Working Paper, Princeton University.

Taylor, J (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol 39, s 195-214.

Figur 9
Inflationsförväntningar hos penningmarknadens aktörer.
Procent



Källor: SCB och Prospera Research AB.

Gabriel Urwitz

Det var väldigt intressant att höra, kanske framförallt att LO och Moderaterna är överens.

Stefan Ingves gör nu några korta kommentarer och sedan släpps publiken in.

Stefan Ingves

Jag vill bara göra några kommentarer. Figur 9 visar var inflationsförväntningarna har legat för penningmarknadsaktörer vid några olika tillfällen på 1990-talet och var kurvan ligger i dag.

Det här tycker jag är viktigt för vi talar här om två fundamentalt olika världar. Numera har hela systemet förväntningar på en inflationstakt kring två procent. Med den historia vi har i Sverige när det gäller ekonomisk politik och inte minst utvecklingen på inflationsområdet, så är detta något som är väl värt att bevara och försvara. Att då fundera kring hur penningpolitiken bedrivs på ett sådant sätt att man utsätter sig för risken att hamna någon annanstans, det ska vi inte göra. Vad det hand-

lar om i dag är ganska små begränsade förändringar på marginalen.

De som varit med ett tag kunde nog aldrig i sina vildaste förväntningar tro att det var här vi skulle hamna så småningom, om man ser till hur det såg ut på 1970- och 1980-talet. Med det som bakgrund vill jag kommentera lite vad Ingemar sa om att frångå den tvåårshorisont som vi har f n och ersätta den med en inflation i genomsnitt på två procent under en tioårsperiod. Det tror jag skulle introducera alltför många frihetsgrader i systemet och skapa svaj i förväntningarna. Därför är jag av den uppfattningen att vi ska hålla fast vid det som vi har. Jag försökte något beskriva hur man inom den ramen kan ta viss hänsyn till resursutnyttjandet.

Jag tror det är att gå alldeles för långt att fastställa de enskilda direktionsledamöternas lambdan när man ska väga ihop vilka beslut som ska fattas. Det går inte till så i den verkliga världen. Det är just därför vi har en direktion med sex personer som diskuterar hur det här ska gå till. Om det bara var frågan om

att spika ett lambda så räcker det med en räknedur och inget mer. Men det fungerar inte.

Dan pratade om vårt mål och tycker att vi pratar om olika saker. Ja, det är inte så konstigt för det händer alltid många olika saker i en ekonomi och i vår omvärld. Det är just det som gör att det är svårt att hänga upp sig för mycket på en enskild funktion. Det må sedan vara en taylorfunktion eller en nyttofunktion eller vad det nu är. Historien visar att varje gång man fäster sig för mycket vid endast en eller ytterst få enskilda variabler, så skapar det problem på ett eller annat sätt under resans gång. Många här i rummet vet vad allmän jämvikt är och där beror ju allt på allting annat. Då tvingas man ta hänsyn till olika saker över tiden och det går inte att komma ifrån. Det är just därför man har en direktion som diskuterar hur det här ska gå till. Just nu råkar tillgångspriserna vara på tapeten. I en annan tidsperiod är det måhända någonting annat. Jag tycker inte att det är orimligt att man håller ett öga på tillgångspriserna. När det gäller att teoretiskt baka in det här i den ena eller andra modellen så finns det en hel del kvar på den akademiska sidan att göra. Det betyder ju inte att jag kan avstå från att ta ställning till saker och ting eftersom mitt jobb är att fatta beslut, inte bara att pillra med modeller. Man får helt enkelt väga in det så gott det går, resonera om det och försöka att i direktionens protokoll och på annat sätt beskriva hur vi tänker kring de här frågorna.

Åter till frågan om arbetsmarknadsrapport. Nej, jag tycker inte att det är på sin plats att vi producerar en särskild arbetsmarknadsrapport. Vi tar hänsyn till vad som händer på arbetsmarknaden när vi producerar vår inflationsrapport. Vårt jobb är att värna penningvärdet och i den mån arbetsmarknaden spelar roll i det sammanhanget ska vi ta hänsyn till det efter bästa förmåga. Det är

där arbetsmarknaden hör hemma i vår tankevärld.

Anders pratade mycket om prognosmodeller och parametrar och sådant. Så fort man fastställt en parameter och tror att den är stabil och bra, då ändrar sig världen. Man måste väga in det och fundera så gott det går. Det är just därför vi har en direktion och det är just därför det är sex personer som diskuterar de här frågorna och det är just därför som det inte räcker att enbart leva i en modellvärld. Självfallet ska vi leva i en modellvärld i den meningen att om det finns ett stort antal forskare och andra som på olika sätt försöker beskriva hur en ekonomi fungerar så ska vi ta till oss det tänkandet. Men det måste vi kombinera med vår egen och organisationens kunskap om hur ekonomin fungerar och våra egna bedömningar, och det är någonting ur den syntesen som de slutliga besluten sedan växer fram.

Det gläder mig att Anders tog upp tillgångspriserna. Det vi talat om är tillgångsprisernas utveckling bortom den tvåårshorisont som jag berört i mitt anförande i dag. Och det var just av det skälet som jag sa att världen tar inte slut efter två år. Det kan finnas händelser och omständigheter som är sådana att det är mödan värt att fundera på hur världen skulle kunna se ut om det inträffar som man inte vill ska inträffa. För egen del tycker jag det vore ganska konstigt att inte beröra det med ett ord och inte fundera på de frågorna överhuvudtaget. Om det blir fel kommer nog ganska många rusande och frågar: varför sa ni ingenting? Jag menar att det ingår som en del i uppdraget att något fundera också över detta och då också efter bästa förmåga försöka väga in det i den analys som görs och låta det också i någon mån vägleda de beslut som man fattar. Det går alltid att i teoretiska modeller, där man diskonterar nuvärdet av nyttofunktioner, att baka in det på ett eller annat

sätt om man så skulle önska. Men det är egentligen inte det jag pratar om, utan mer om de överväganden vi gör när det gäller händelser i en verklig ekonomi.

Gabriel Urwitz

Tack, Stefan. Nu vill Dan och Ingemar komma med några korta kommentarer.

Dan Andersson

För mig skiljer det sig mycket när Riksbanken tar hänsyn till tillgångspriser och när riksbankschefen säger att vi har ett öga på tillgångspriserna. Ekonomin bygger också på att vi har en väl utvecklad arbetsfördelning. Vi har en linje med Anders Vredin, Irma Rosenberg och Stefan som sköter inflationsmålet, vilket ingen annan gör. Däremot har vi en helt annan linje med finanspolitiken som sköter inspektionen av det finansiella systemet med andra muskler och andra verktyg. Ni agerar som om inte finanspolitiken längre finns. Ni skriver alldeles utmärkta rapporter, men finanspolitiken har andra verktyg att gripa in och styra utlåningen än att använda era trubbiga verktyg. Ni har ett enda mål.

Stefan Ingves

När vi diskuterar de här frågorna är det hela tiden med inflationsmålet som utgångspunkt. Om man läser protokollen noga kan man följa de resonemang som förs och de är hela tiden knutna till det inflationsmål som vi har.

Gabriel Urwitz

Ingemar har bett om en kort kommentar och sedan måste Anders få möjlighet till ett kort inlägg.

Ingemar Hansson

Jag vill ställa mig bakom Dans förslag om att Riksbanken bör rikta ett stort fokus på arbetsmarknaden. Stefan och jag är överens om att man bör titta på inflationen inte bara de närmaste 24 månaderna

utan även därefter. Riksbanken har gjort prognoser på tre års sikt och beaktat inflationsbanan på så pass lång sikt. När man gör prognoser för inflationen på två till tre års sikt så vet man väldigt lite om t ex växelkurs och oljepris på denna sikt. Däremot har man lite bättre möjligheter att bedöma arbetsmarknaden och därmed löneökningarna. Ju längre man blickar framåt desto mer behövs en någorlunda välgrundad bedömning av resursutnyttjandet på arbetsmarknaden. Om arbetsmarknaden prognostiseras bli så stram att lönerna ökar mer än vad som är förenligt med inflationsmålet, då är det en ohållbar utveckling och Riksbanken måste bromsa. Likaså åt andra hållet. Om arbetsmarknaden prognostiseras bli så svag så att det finns utrymme för högre sysselsättning utan att inflationen tar fart så kommer detta att hålla nere inflationen. Man måste följa både utbudssidan och efterfrågsidan på arbetsmarknaden för att träffa rätt i inflationsmålpolitiken och även för att träffa rätt vad gäller att stabilisera resursutnyttjandet.

Anders Borg

Jag kan inte avstå från att slå in den smash som Ingemar Hansson lagt upp. Varför skulle man fokusera mer på arbetsmarknadsgapet vid en tidpunkt när osäkerheten kring arbetsmarknadsstatistiken ökat? Efter förändringarna av Arbetskraftsundersökningarna vet vi knappt hur sysselsättningsutvecklingen ser ut. Jag är osäker på vad det skulle tillföra att just nu fokusera mera på arbetsmarknadsstatistiken.

Riksbanken har valt att gå ner till tre inflationsrapporter per år. Jag hoppas att det inte är ett tecken på att banken ägnar sig åt annat än att göra konjunkturprognoser, för det är väl ändå det som är kärnverksamheten. Det man möjligtvis skulle kunna göra för att utveckla analysen, om man tittar på prog-

nosfelen bakåt, är att fördjupa analysen av produktionssidan. Det är inte bara komplicerat att mäta outputgapet. Vi har också svårt att modellera hela produktionsfunktionen. Vi vet egentligen väldigt lite om hur man kan förklara produktivitetsförändringar år från år. Vi vet något mer om arbetskraftsutbud, men generellt är vår förståelse av produktionsförmågan mycket sämre än av efterfrågesidan. Det skulle möjligtvis kunna vara en poäng att Riksbanken en gång om året tog sig för att ställa frågan: hur ser den samlade produktionsförmågan ut i svensk ekonomi? Det tycker jag skulle vara mer logiskt än att göra en arbetsmarknadsrapport.

Gabriel Urwitz

Nu har vi ganska många anmälda på talarlistan.

Danne Nordling

Jag har en fråga om tillgångspriserna till Stefan Ingves. När jag läste inflationsrapporten såg jag ingen analys av fastighetspriser, bostadspriser, lånebelastning eller någonting sådant. Det lönar sig inte att bygga nytt, bostadsbyggandet ligger fortfarande på en mycket låg nivå jämfört med 1980-talet. Ska vi få se lite bättre analyser i fortsättningen om bostadsmarknaden i inflationsrapporterna? Dessutom behövs en bättre analys av hushållens lånebelastning och deras känslighet för ny låntagning vid räntehöjningar.

Lars Tobisson

Jag var med och försökte påverka den ekonomiska politiken under slutet av 1900-talet. Då var detta en av de frågor som vi höll på med länge, och ingenting har väl egentligen varit så lyckosamt och framgångsrikt som initiativet att kontrollera inflationen via skapandet av en självständig Riksbank.

Jag har själv suttit i Luxemburg i

några år och hört tongångar av typen att nu när inflationen ändå är så låg kan vi väl ge Riksbanken lite andra mål att arbeta mot. Reformdebatten började med att vi skulle ha sidoordnade mål. Så småningom övergick man till att tala om att det skulle vara ett överordnat och underordnat mål. Även det kunde vi komma bort ifrån och vi landade i de formuleringar som har citerats här. De har visat sig fungera. Jag kan konstatera att här råder en ganska bred enighet om att det som formades en gång på 1990-talet har fungerat väl. Fortsätt därför som det har varit. Särskilt glädjande var det att Dan Andersson citerade mina gamla uttalanden att med ett medel för riksbankspolitiken kan man inte ha mer än ett mål, eftersom man då hamnar i mållkonflikt.

Hubert Fromlet

Jag har en något annan uppfattning när det gäller tillgångspriserna. Det är glädjande att vi åtminstone fick veta att tillgångspriserna beaktas i penningpolitiken f n. Jag skulle inte vilja påstå att vi behöver ett regelrätt mål för tillgångspriserna. Ett sådant mål går inte att fastställa och inte heller konkret att arbeta efter. Men att tillgångspriser bör uppmärksammas särskilt i en prissituation som på dagens villa- och lägenhetsmarknad är ganska självklart. Det är inte alls så, vilket tidigare sagts under debatten, att det inte forskas och diskuteras intensivt kring denna fråga; tvärtom, frågan om tillgångsprisernas eventuella inverkan på penningpolitiken har tagits upp av bl a Michael Bordo som konstaterat att varje större inhemskt betingad finansiell kris haft sitt ursprung i en kraftig ökning av penningmängder och i kreditvolymen.

Det kan nu vara dags att gå vidare med denna forskning mer intensivt även här hemma, utan att man för den sakens skull behöver mata in tillgångspris-inflation i en ny konkret penningpolitisk

målsättning. Det kanske så småningom kommer fram någon form av varnings-system med olika indikatorer som på mer konkreta och förståeliga grunder kan få Riksbanken att höja rösten vid nämnvärt stigande risker på tillgångs-marknaderna. Det är väldigt positivt att vi fick höra av riksbankschefen att tillgångspriser i just dagens läge är något som bör beaktas vid utformningen av penningpolitiken.

Henrik Erikson

Det finns mycket skrivet om huspriser, framförallt internationellt. Från Riksbankens sida är det avdelningen för finansiell stabilitet som har gjort studier av huspriserna. Tyvärr har de liten koppling till penningpolitiken. Om penningpolitiken påverkas av huspriserna är det naturligt att denna fråga får större utrymme i inflationsrapporterna som Riksbanken publicerar.

Vi har i dag pratat om att transparensen ökar om t ex inflationsprognoserna bygger på implicita terminsräntor. Men på samma sätt skulle transparensen öka om Riksbanken även redovisar hur de bedömer den framtida husprisutvecklingen samt i vilken omfattning ett framtida fall i huspriserna påverkar sparande, privatkonsumtion och inflation. Om bedömningen är att minskad efterfrågan, till följd av en nedgång i huspriserna, kommer att påverka inflationen så kanske detta i någon mån bör kvantifieras i inflationsrapporterna.

Personligen anser jag att det även finns argument som talar för att huspriserna inte är övervärderade och att risken för en sparandekorrigerig är begränsad. Jag skulle vilja ta upp tre av dessa argument.

För det första så är huspriserna, som andel av den disponibla inkomsten, faktiskt på en lägre nivå i dag än vad de var under större delen av 1950-, 1960- och 1970-talen, något som även Riksbanken

noterat i sin finansiella stabilitetsrapport.

För det andra finns det starka skäl som talar för att uppgången i huspriserna huvudsakligen har varit strukturell och inte cyklisk. Husprisuppgången har till viss del sammanfallit med etablerandet av inflationsmål, i såväl Sverige som i flera andra länder. En lägre, men kanske framförallt mindre volatil och mer förutsägbar ränteutveckling möjliggör att hushåll kan öka sin skuldsättning. I studier av husprisutvecklingen brukar även finansiella innovationer och teknologisk utveckling nämnas som en förklaring till att huspriserna stigit.

Frågan är vilka av dessa faktorer som är cykliska i sin natur. Förväntas prisstabilitet överges eller kommer de finansiella innovationerna att försvinna? Det måste anses troligt att de senaste årens husprisuppgång till stor del har varit en anpassning av huspriserna till en ny högre jämviktsnivå. Om uppgången till stor del har varit strukturell bör den inte utgöra ett lika stort orosmoment.

Den tredje och sista punkten handlar om hushållens skuldsättning och hur kraftig en eventuell framtida sparandekorrigerig skulle bli. I en rapport redovisar Riksbanken ett stresstest vad som sker om räntorna och arbetslösheten stiger. I dagsläget konstateras ca 9,7 procent av alla svenska hushåll sakna finansiella marginaler. Om räntorna på alla löptider skulle öka med 4 procentenheter så finner studien att andelen hushåll utan finansiella marginaler endast skulle öka från 9,7 procent till 10,1 procent. I stresstestet redovisas även vad som skulle ske om arbetslösheten ökar med 3 procentenheter. Även om detta sker samtidigt med ränteuppgången blir effekten endast marginell, enligt rapporten. Förklaringen till dessa resultat är att de hushåll som har tagit på sig mest lån är de med störst marginaler. Då hushållen nu är ytterst solventa och även förblir så vid

en kraftig uppgång i arbetslösheten och räntorna, så innebär detta att risken för en kraftig sparandekorrigerings bör vara begränsad.

Pehr Wissén

Det vore bra för debatten om man kunde beskriva graden av expansivitet i penningpolitiken och det har gjorts försök. Det finns artiklar i internationella tidskrifter där man tar upp Knut Wicksells teorier om att det finns en naturlig räntenivå där inflationen inte accelererar utan är stabil. Ligger man under den är det en expansiv penningpolitik och ligger man över så är den kontraktiv. Detta är tankar som har börjat tas upp igen för att analysera penningpolitiken. Stefan Ingves har använt termer som "lätta på gasen" för att beskriva graden av expansivitet. Jag efterlyser försök att beskriva detta i termer av om räntan ligger över eller under sin långsiktiga jämvikt på det sätt som sker i den wicksellska modellen.

Stefan Ingves

Jag ska försöka svara på alla dessa frågor. Vad det gäller arbetsmarknaden och våra inflationsprognoser så upprepar jag bara vad jag sa tidigare att det här är intressant för oss i den mån det som sker på arbetsmarknaden påverkar inflations-takten i framtiden.

Det här med tre inflationsprognoser har att göra med två saker. Den ena är att med fyra prognoser så kommer de att ligga väldigt tätt på hösten, så det händer inte så mycket från den ena till den andra. Den andra är att vi hoppas kunna omfördela resurser till att utveckla inflationsprognoserna ytterligare. Det verkar vara en del synpunkter på vad som står i dem och vad som kanske borde stå i dem. Då får vi väl fundera på hur vi ska utveckla denna produkt.

När det gäller tillgångspriser så tar jag till mig önskemålet om mera forsk-

ning. Det är viktigt när man arbetar på en centralbank att också se till att den monetära analysen inte helt och hållet försvinner. Det är självklart att det är sådant man ska sysselsätta sig med inom en centralbank, även om det råder stor osäkerhet när det gäller den här typen av frågor.

När det gäller vad vi har sagt och inte sagt om tillgångspriser är det ju så att det är direktionen som sätter räntan, inte inflationsrapporten. Den diskussion som förts finns i de protokoll som är publicerade och det är där man ser hur man resonerat i de här frågorna. Den lilla poäng som ibland försvinner i den allmänna diskussionen är att man pratar om tillgångspriser i framtiden, bortom den tvåårshorisont för inflationen som vi arbetar med i dag. Den nyansen försvinner ibland i diskussionen och då blir det lite för närsynt. Om man har det synsättet och talar om någonting långt in i framtiden, då är det inget som helst problem att få ihop det med vad som står i stabilitetsrapporten och andra dokument som hanterar dagsläget. Då går det ihop, låt vara att argumenten hamnar i lite olika dokument. Men man får fundera kring det inför framtiden när det gäller vad som står var.

Sedan frågan om graden av expansivitet i penningpolitiken. Jag tycker det är ganska lagom att beskriva det på det sätt som vi har gjort vid det senaste tillfället och det räcker för nu.

Jörgen Christensen

Jag har en fråga till Stefan Ingves. Vilken definition av penningmängden använder Riksbanken i dag vid sina penningpolitiska överväganden?

Stefan Ingves

Precis som tidigare så finns det alla möjliga olika mått på penningmängd, alltifrån sedlar och mynt och uppåt. Alla har sina för- och nackdelar och alla har

mätproblem på ett eller annat sätt, precis på samma sätt som när vi diskuterar outputgap eller arbetsmarknaden. Det för mig bara åter till detta, att med den konstruktion vi har i dag så ankommer det på oss i direktionen att göra en samlad bedömning av hur världen ser ut och sedan sätta räntan och det är det vi gör. Sedan kan alla ha olika synpunkter på det och det är inte konstigt för räntan påverkar många i det svenska samhället.

Vi kommer inte undan för det är vårt jobb att göra den sammanvägningen och det gör vi och det fungerar väl.

Gabriel Urwitz

Man ska bryta när det är som bäst. Vi tackar panelen och särskilt Stefan Ingves för en intressant och givande diskussion och vi tackar naturligtvis alla som varit här.