



ANFÖRANDE

DATUM: 2006-11-30
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Riksdagens finansutskott, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Kommentar till "En utvärdering av svensk penningpolitik 1995-2005"

Tack för inbjudan! Jag vill börja med att tacka författarna, professor Giavazzi och professor Mishkin, för en intressant och innehållsrik rapport. Som vi från Riksbanken tidigare har framhållit var det ett mycket bra initiativ av finansutskottet att låta två högt kvalificerade utomstående bedömare göra en utvärdering av den penningpolitik som bedrivits det senaste decenniet.

Eftersom Riksbanken har en självständig ställning är det viktigt att penningpolitiken regelbundet granskas och utvärderas. Finansutskottet gör varje år en egen utvärdering av penningpolitiken, men jag tror ändå att det är en god idé att då och då komplettera dessa utvärderingar med rapporter av utomstående experter. Att det dessutom är två utländska akademiker som stått för granskningen är en särskild fördel. Det ger ett utifrånperspektiv på den svenska utvecklingen och det är ofta värdefullt.

Som ni kunnat konstatera är rapporten ganska omfattande och det är därför inte möjligt för mig att här gå in på alla de aspekter som tas upp. Låt mig bara som övergripande omdöme säga att jag tycker att rapporten överlag varit en angenäm läsning. Författarna för visserligen fram kritik på några punkter men klart är att deras helhetsintryck av den svenska penningpolitiken är mycket positivt. Bland annat är det mycket glädjande att utvärderingen ger så gott betyg åt de ansträngningar vi gjort att förbättra det analytiska underlaget för prognoserna och penningpolitiken. Vi har haft ambitionen att utnyttja de senaste och bästa vetenskapliga metoderna i våra analyser och har därför kontinuerligt gjort förändringar i vårt sätt att arbeta. Det känns därför väldigt tillfredsställande att författarna i sin slutsats konstaterar att "Riksbanken står sig väl i jämförelse med de bästa centralbankerna i världen".

Men självfallet får vi inte slå oss till ro. Att bedriva penningpolitik är förknippat med stor osäkerhet, inte minst därför att samhällsekonomin ofta tar andra utvecklingsvägar än väntat. Därför måste vi hela tiden ta till oss välunderbyggd kritik, fortsätta fördjupa våra analyser och med ett öppet sinne pröva olika ansatser. Men efter den här utvärderingen känner jag mig i alla fall styrkt i uppfattningen att vi är på rätt väg.

■ Utvärderingens rekommendationer

Eftersom jag inte har alltför mycket tid på mig tänkte jag koncentrera mina kommentarer till rapportens rekommendationer om hur penningpolitiken och ramverket skulle kunna förbättras. Tre av rekommendationerna är riktade till riksdag och regering och handlar om formerna för den penningpolitiska debatten och tillsättningen av Riksbankens direktionsmedlemmar. Eftersom det är rekommendationer som inte vänder sig direkt till Riksbanken avstår jag från att kommentera dem.

När det gäller de rekommendationer som riktar sig till Riksbanken kommer jag att först kommentera några förslag där jag är ense med författarna. Det gäller, kan jag redan nu säga, de flesta förslagen. Jag kommer sedan också att ta upp ett par punkter där jag inte fullt ut delar de slutsatser författarna drar.

En av de rekommendationer som ges är att Riksbanken i inflationsrapporten bör göra tydligt att flexibiliteten i inflationsmålpolitiken innebär att vi försöker dämpa svängningar i *både* inflationen och real ekonomin. Det här är något som jag håller med om men som jag tycker att vi faktiskt redan har gjort. Från och med den andra inflationsrapporten i år finns en särskild fördjupningsruta som förklarar hur Riksbanken i räntesättningen har utrymme att ta hänsyn till både inflationsutvecklingen och den realekonomiska utvecklingen. Rutan är ett utdrag ur ett dokument, "Penningpolitiken i Sverige", som vi publicerade i maj i år. Att inflationsmålpolitiken tar hänsyn till stabiliteten i både inflationen och real ekonomin är ju för övrigt något som vi sedan lång tid tillbaka understrukit i tal och annan kommunikation. Men det är nog rättvisande att säga att vi förtydligat oss gradvis på den här punkten, allteftersom vi lärt oss mer och mer om hur inflationsmålpolitik bör bedrivas.

En annan rekommendation i utvärderingen är att Riksbanken bör basera sina prognoser på sin egen bedömning av vilken reporäntebana som är lämplig, det vill säga att vi ska ta ytterligare ett steg jämfört med den metod vi nu använder. Vi baserar för närvarande prognoserna på den utveckling av reporäntan som de finansiella marknaderna förväntar sig. Giavazzi och Mishkin anger flera skäl till varför de förordar att Riksbankens ska presentera egna ränteprognoser. Det kanske viktigaste skälet är att det på det sättet blir tydligast vad Riksbanken själv tror om den framtida penningpolitiken. Därmed underlättar vi för företag och hushåll att planera för framtiden. Det är något som det är lätt att hålla med om, och jag har själv i olika tal framfört samma tankar. Hur det här kan gå till är också något som vi just nu överväger och jobbar med.

Att kompensera för tidigare målavvikelser

Som jag nämnde inledningsvis finns det ett par punkter där jag inte fullt ut delar författarnas slutsatser. Det gäller till exempel hur Riksbanken bör agera om inflationsmålet underskridits, eller överskridits, under en längre period. Giavazzi och Mishkin menar att om inflationsmålet underskridits under en längre period bör penningpolitiken delvis kompensera för detta genom att framöver istället vara extra expansiv.

Bakgrunden är, som jag tolkar det, de senaste årens utveckling då inflationen varit lägre än målet. Här är det värt att påpeka att när inflationsmålet har underskridits under någon längre period har det funnits bra förklaringar till det. Den senaste episoden har framförallt handlat om att produktivitetstillväxten blivit

■ överraskande hög. Som också konstateras i utvärderingen var det här något som prognosmakare överlag missade.

Författarna för fram två argument för att penningpolitiken bör kompensera för långvariga målavvikelser. Det första grundas på att avvikelser från målet kan vara tecken på att den analys och de prognosmodeller som Riksbanken använder tenderar att överskatta inflationen. Vi arbetar förstås alltid för att förbättra våra bedömningar och försöker dra lärdom av de prognosfel vi gjort. Skulle det vara så att vår analys och våra prognosmodeller inte fungerar tillfredsställande måste vi givetvis försöka åtgärda bristerna. Detta vore enligt min mening en mer naturlig åtgärd än att kompensera för prognosfel genom att föra en extra expansiv politik.

Det andra argumentet bygger på tanken att det skulle kunna vara fördelaktigt att uttrycka målet i termer av en bana för prisnivån istället för i form av ett mål för inflationen. Skillnaden mot ett inflationsmål, som kan tyckas en aning subtil, är att om inflationsmålet missas så betraktas det med nuvarande strategi som något passerat. Det vill säga, om inflationen till exempel hamnat under målet en tid behöver man inte kompensera för detta genom att låta inflationen därefter hamna över målet under en period. Framåtblickande siktar man bara på att inflationen ska återgå till målet på 2 procent.

Om man istället har en målbana för prisnivån måste en miss nedåt uppvägas av en snabbare inflation under en tid för att man på så sätt ska kunna ta sig tillbaka till den bana som priserna följde innan målavvikelsen. Om prisnivån är tänkt att öka med 2 procent men priserna under en tid har ökat med mindre än så, innebär det att prisökningstakten under en period måste vara högre än 2 procent för att man ska kunna ta sig tillbaka till den ursprungliga prisnivåbanan.

Fördelarna och nackdelarna med ett prisnivåmål har debatterats en del inom forskningen och diskuteras också i utvärderingen. Ett exempel på en fördel med ett prisnivåmål är att det ger mer vägledning än ett inflationsmål om vad prisnivån kommer att vara långt in i framtiden. Som jag uppfattar det tycks författarna nu visserligen inte förespråka ett regelrätt prisnivåmål, men väl en form av hybridlösning. Den innebär konkret, om jag tolkar den rätt, att Riksbanken bör behålla sitt inflationsmål men ändå i viss mån kompensera för de målavvikelser som uppkommit genom att medvetet låta inflationen "skjuta över" åt andra hållet under en tid.

Här kan jag tänka mig en del praktiska invändningar. Jag tror till exempel att det inte skulle vara alldeles lätt att till allmänheten föra fram budskapet att eftersom inflationen till exempel hamnat under målet en period så kommer Riksbanken att sträva efter att låta inflationen under, säg, ett års tid ligga på till exempel 3 procent. Jag tror att det skulle kunna leda till en del förvirring om vilken ställning inflationsmålet på 2 procent egentligen har. Det finns en risk för att det skulle uppfattas som att Riksbanken börjat arbeta med inflationsmål som varierar över tiden, vilket också skulle kunna sägas vara fallet. I en sådan värld tror jag att det skulle bli svårare att förankra förväntningarna om den framtida inflationen.

Författarna menar att det här sättet att bedriva penningpolitik bara skulle handla om en mindre ändring av den nuvarande politiken. Jag håller inte riktigt med om det. Jag tycker snarare att det skulle vara en ganska stor förändring av en uppläggning som när allt kommer omkring har visat sig fungera väl. Det skulle i alla fall vara en avsevärt mycket större förändring än de vi hittills har gjort, till exempel när det gäller att frångå antagandet om oförändrad reporänta och vår tidigare enkla handlingsregel. Med tanke på att Riksbanken, som ju också noteras i rap-

porten, inte haft alldeles lätt att kommunicera dessa trots allt ganska begränsade ändringar i uppläggningsen av penningpolitiken, är det lite förvånande att författarna tycks betrakta just den här förändringen som marginell.

Med det vill jag inte säga att förändringar i den penningpolitiska strategin, till exempel i den riktning Giavazzi och Mishkin föreslår, aldrig någonsin kan komma ifråga. Men det krävs nog mer av analys och debatt innan det här är något som kan bli aktuellt för Sveriges del.

Penningpolitiken och huspriserna

En annan punkt där jag ställer mig tveksam handlar om hur huspriser bör beaktas i penningpolitiken. Den uttryckliga rekommendation som ges i utvärderingen är att Riksbanken bör förtydliga att huspriser, liksom andra tillgångspriser, inte är självständiga mål för penningpolitiken.

Det budskapet är något som jag menar att vi faktiskt ansträngt oss ganska mycket att föra fram under den senaste tiden, vilket också noteras i utvärderingen. I bland annat flera tal har jag och andra direktionsmedlemmar förklarat att i den mån prisutvecklingen på bostadsmarknaden påverkat våra räntebeslut är detta *inte* ett uttryck för att inflationsmålet på något sätt nedgraderats eller att vi numera har ett särskilt mål för husprisutvecklingen. Skälet är istället att vi därigenom tror oss på bästa sätt kunna värna om det vi har till uppgift att värna om – stabiliteten i den reala ekonomin och inflationen.

I utvärderingen hävdas att Riksbanken inledningsvis var otydlig om skälen till att låta husprisutvecklingen påverka räntebesluten och att detta gjort att man på sina håll tolkat det som att vi infört ett ytterligare mål, vid sidan av inflationsmålet. Jag tror att det ligger någonting i den kritiken. Vi hade förmodligen i ett tidigare skede kunnat vara tydligare än vi faktiskt var om skälen till att beakta husprisutvecklingen vid våra räntebeslut. Då hade vi också kanske kunnat undvika en del av de missförstånd som uppenbarligen har uppstått.

Nu tror jag att den kritik som förs fram i utvärderingen inte bara handlar om i vad mån vi varit otydliga om huruvida vi betraktar husprisutvecklingen som ett självständigt mål – vilket vi alltså inte gör. Kritiken förefaller delvis också botten i att författarna har en lite annan syn än Riksbanken på *hur* huspriserna bör beaktas i penningpolitiken. Författarna argumenterar för att penningpolitiken bör reagera på en snabb prisstegring på bostadsmarknaden bara om en sådan prisstegring via normala kanaler bedöms leda till problem med till exempel överhettning och alltför hög inflation.

Det sättet att resonera på är inte oproblemiskt. En snabb ökning av bostadspriserna och utlåningen till hushållen kan innebära risker på sikt som det inte på något enkelt sätt går att siffersätta och fånga i de vanliga prognoserna för ekonomin ett par år framåt. Om prisutvecklingen och upplåningsökningen till en del skulle bygga på orealistiska förväntningar om hur bostadspriserna och räntorna kommer att utvecklas framöver, så finns en risk för en ganska kraftig korrigerings av förväntningarna och priserna längre fram. Följden av en sådan korrigerings skulle kunna bli att ekonomin utvecklas svagt under lång tid. Det får också effekter på inflationen.

Vid de penningpolitiska besluten kan den här typen av risker behöva vägas in på annat sätt än genom det normala tillvägagångssättet, där prognoserna för infla-

■ tionen och realekonomin de närmaste två åren utgör utgångspunkten. Det kan till exempel ske genom att en räntehöjningsfas påbörjas något tidigare än vad som annars hade varit fallet. Förhoppningen är förstås att det ska bidra till ett lugnare anpassningsförlopp för bostadspriserna och därmed till en stabilare utveckling av inflationen och den reala ekonomin.

Låt mig, för att avrunda mitt inlägg om det här ämnet, säga att här finns några frågeställningar som alltså debatteras mycket både bland centralbanker och i den akademiska världen. Någon samsyn om hur man i penningpolitiken bör hantera risker förknippade med snabbt stigande priser på bostäder och andra tillgångar finns ännu inte. Jag skulle också vilja understryka att jag när allt kommer omkring inte ser några milsvida skillnader mellan Riksbankens och författarnas syn. Det tillvägagångssätt vi har valt har i praktiken bara inneburit en ganska marginell förskjutning i tiden av räntebesluten. Mot den bakgrunden känns utvärderingens ganska starka fokusering på Riksbankens sätt att hantera husprisutvecklingen en smula överdriven, men jag håller med om kritiken att vår kommunikation hade kunnat vara mer tydlig.

Avslutning

Låt mig så avsluta mina kommentarer till den framlagda rapporten. Det är ett viktigt dokument som författarna skrivit. Jag har lagt ner en del tid på att argumentera mot ett par av förslagen, men jag vill återigen understryka att jag är ense med författarna om det mesta. Vi kommer förstås att titta noga på den kritik som förts fram. Jag hoppas dock att det faktum att rapporten är kritisk på en del punkter inte kommer att skymma det övergripande budskapet, nämligen att den svenska penningpolitiken har fungerat väl.

Tack!