

# Anförande

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten

---

ONSDAG DEN 9 MAJ 2001

## Om tydlighet och flexibilitet

Seminarium, SNS, Stockholm

Låt mig börja med att säga att jag tycker det är trevligt med en principiell diskussion om penningpolitikens uppläggning.

Bakgrunden till diskussionen idag är ett antal debattinlägg där det med lite olika variationer har hävdats att den uppläggning vi valt på penningpolitiken inte är tillräckligt flexibel. Genom att binda oss hårt för ett inflationsmål på 2 procent menar våra kritiker att vi riskerar att tillåta en alltför hög inhemsk inflation och bidra till "bubblor" i tillgångspriser. Det har ibland också antytts, i mer eller mindre klara ordalag, att den uppläggning vi valt på politiken är en förklaring till den alltför svaga växelkursen. Vidare har det i debatten framförts förslag om att övergå till mindre tydliga inflationsmål liknande de som den Europeiska centralbanken (ECB) och den amerikanska motsvarigheten – Federal Reserve – använder sig av.

Det är framför allt i tre sammanhang som denna diskussion kommit upp. Det har gällt hur avregleringar skall hanteras, hur tillgångspriser skall beaktas och vilken roll kronan skall ha i analysen.

Den röda tråden i mitt resonemang är att det inte finns några enkla lösningar på något av dessa problem. Vad som behövs är en empirisk prövning från fall till fall. Jag menar att penningpolitiken har den flexibilitet som behövs för att hantera de problem vi ställs inför, samtidigt som tydligheten i målformuleringen medför fördelar.

Utgångspunkten när Riksbanken värderar inflationsbilden framöver, och tar ställning till reporäntan, är den handlingsregel vi följt under ett antal år. Enligt denna enkla regel baseras politiken på en inflationsprognos några år fram i tiden.

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

Om inflationen 1-2 år framåt överstiger målet har vi sagt att det normalt sett finns skäl att höja räntan och tvärtom. Men det kan finnas skäl att avvika från regeln. Några av dessa redovisades i det förtydligande Riksbankens direktion gjorde när den tillträdde.<sup>1</sup>

Kanske ska jag också redan inledningsvis göra klart att det jag tänker säga idag inte är några nyheter. I olika sammanhang har jag framfört samma budskap i ett antal tal under flera år.<sup>2</sup> Det är emellertid viktigt att understryka att det i praktiken sällan finns några givna svar när beslut ska tas om reporäntan. Man kan ofta med goda argument landa i något olika slutsatser även när man har ambitionen att hålla sig till en enkel och tydlig regel. Flitiga läsare av protokoll från direktionens möten har också kunnat se att bedömningarna varierat något mellan ledamöterna.

### 1. Avregleringar

Den första frågeställningen handlar om hur penningpolitiken bör hantera effekterna på inflationen av avregleringar och andra förändringar i prisutvecklingen som kan bedömas vara av högst tillfällig art. Bakgrunden till denna diskussion var att Sverige under 1990-talets senare hälft, och även under fjolåret, fick en mycket låg inflation bl.a. till följd av avregleringar och ökad internationell konkurrens. Till detta kom dessutom att importpriserna föll kraftigt i Asienkrisens kölvatten. Frågan är därför om avregleringarna dolt en alltför hög inflation på andra områden och om penningpolitiken varit alltför passiv.

Varken i praktiken eller teorin är detta en enkel fråga. Effekterna av avregleringar och andra strukturella förändringar på inflationen är svåra att bedöma *ex ante*. Ändå måste Riksbanken göra bedömningar, som redovisas i inflationsrapporterna. Vi har i Sverige haft flera avregleringar, bl.a. inom taxibranschen, inrikesflyget och tandvården, som inte medfört omfattande prisfall. Andra avregleringar, bl.a. el- och telemarknaden, har medfört större prisdämpande effekter än väntat.

Svårigheterna handlar inte bara om att värdera effekterna på inflationen av varje enskild avreglering eller varje nytt steg i internationaliseringen. De handlar också om den mer principiella frågan i vilken utsträckning denna typ av effekter på inflationen ska accepteras. Var bör man dra gränsen mellan en relativprisförändring som leder till sådana inflationseffekter att en penningpolitisk reaktion är motiverad, och en förändring som inte kräver någon reaktion? Antagligen är ökad konkurrens idag en del i utvecklingen på samma vis som skattehöjningar var det under 1970- och 80-talen. När man vid den tiden bortsåg från att skattehöjningarna var en del i inflationsprocessen medförde det påtagliga misstag i politiken. På samma vis kan man fråga sig om avregleringseffekter och andra effekter av internationell konkurrens verkligen inte bör beaktas idag.

<sup>1</sup> Protokoll från direktionens sammanträde 1999-02-04. Förtydligandet presenteras även i Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydligande och utvärdering!", *Penning- och Valutapolitik 1*, 1999, Sveriges riksbank

<sup>2</sup> Se t.ex. L. Heikensten: *Six frågor om penningpolitiken*, Tal vid Handelshögskolan Umeå universitet, 2000.

Det finns principiella argument mot tanken att räkna bort betydande varuaggregat som drabbats av prisfall. Vad centralbanker ska eftersträva är att stabilisera den allmänna prisnivån och inte att motverka förändringar i relativpriser. Det hänger samman med att det är den allmänna prisnivån som kan påverkas med penningpolitiken, och inte priset på t.ex. köttfärs eller spik. Det hänger också samman med att de positiva effekterna av ett stabilt penningvärde uppkommer just genom att ekonomins aktörer kan lita på att köpkraften som helhet inte urgröps.

Samtidigt har Riksbanken i olika sammanhang framhållit att det kan finnas skäl att bortse ifrån effekter på inflationen som bedöms vara tillfälliga. Skälet är att det ofta inte är möjligt att påverka inflationen så snabbt att hastigt övergående prisimpulser kan motverkas utan att det leder till större reala störningar. Vi har emellertid sagt att vi så tydligt det går ska redovisa vilka de tillfälliga effekterna är och hur vi hanterar dem.

När man funderar över penningpolitikens uppläggning i situationer med omfattande prisdämpande effekter från olika håll kan det alltså finnas skäl att begrunda penningpolitikens tidsperspektiv något. I en situation där de prisdämpande effekterna snabbt klingar av bortom den horisont politiken normalt är inriktad på bör man antagligen vara försiktig med att stimulera ekonomin för mycket. Motsatsen skulle kunna gälla om inflationen drevs upp kraftigt av någon faktor som kunde förväntas falla bort bortom 2-års horisonten.

Uppenbarligen har vi att göra med svåra bedömningsfrågor. Ska en prognosticerad förändring i prisutvecklingen betraktas som tillfällig eller inte? Finns det en risk för att inflationen stiger eller faller snabbt framöver?

## 2. Tillgångspriser

Nästa fråga gäller tillgångsprisernas betydelse när penningpolitiken utformas. Tillgångspriserna ingår ju inte som en del i det index för inflationen som vi normalt försöker att stabilisera.

Det är okontroversiellt att tillgångsprisernas utveckling bör påverka penningpolitiken i den utsträckning som de utgör en del av inflationsprocessen. Tillgångspriser kan vara en ledande indikator för prisutvecklingen på andra områden. De kan återspegla både hushållen och företagens framtidstro och därför via efterfrågan slå igenom i inflationen. Hushållens konsumtion är beroende av deras förmögenhet, vilket gör att både fastighets- och aktiepriser är viktiga för inflationsprognoserna. Aktiepriser kan också vara en ledande indikator för industriproduktion och investeringar. Utvecklingen på börserna påverkar investeringsviljan.

Med den handlingsregel Riksbanken följer reser frågan om tillgångsprisernas betydelse för inflationen i första hand i det tidsperspektiv vi fokuserar på, 1-2 år fram i tiden. Men det kan ju också hända att tillgångspriserna inte bedöms få så stort genomslag i detta perspektiv men väl i ett längre. Exempelvis skulle inflationen efter 2-3 år kunna tänkas bli högre än önskvärt till följd av olika faktorer som driver upp tillgångspriserna just nu. Detta bör i så fall antagligen understödjas av andra centrala inflationsindikatorer, som det samlade resursutnyttjandet i

ekonomin. Är man tillräckligt övertygad om denna bild har man som jag ser det argument för att agera. Men precis som i det tidigare fallet med avregleringarna måste man kunna redovisa goda argument för att avvika från den normala regeln och man bör alltså kunna göra tydligt vad som står att vinna med ett agerande redan nu.

Detta leder mig över till frågeställningen hur centralbanker skall förhålla sig till en tillgångsprisutveckling som inte bedöms medföra någon omedelbar fara för prisstabiliteten, men som riskerar att leda till finansiella eller reala obalanser. Om detta finns det ingen enighet i den akademiska litteraturen. Tanken på att ingripa reser ögonblickligen nästa fråga: Hur ska man kunna veta om en tillgång är övervärderad eller ej? När man väl bestämt sig för detta uppstår en tredje fråga: Hur ska man kunna spräcka en "bubbla" i ordnade former? Det brukar räcka med att nämna dessa problem för att många av mina kollegor i centralbanksvärlden ska dra slutsatsen att penningpolitiken inte bör sträva efter att stabilisera tillgångspriser.

Min egen uppfattning i den här frågan är dock något annorlunda. Det är i varje fall rimligt att sätta in argumenten i ett större sammanhang. Förutom prisstabilitet har Riksbanken som mål att främja ett effektivt och stabilt betalningsväsende. Vi ska också - så länge inte våra primära mål är hotade - göra vad vi kan för att understödja övriga mål för den ekonomiska politiken, som god ekonomisk tillväxt, hög sysselsättning etc. Det innebär t.ex. att vi bör bedriva penningpolitiken så att vi inte åstadkommer onödiga fluktuationer i produktion och i sysselsättning.

I praktiken handlar det åter om svåra empiriska avvägningsfrågor. Om vi ser att finansiella obalanser håller på att byggas upp, och gör bedömningen att detta hotar antingen säkerheten i betalningssystemet eller riskerar att leda till en abrupt real anpassning framöver, med negativa konsekvenser för ekonomisk tillväxt eller sysselsättning, har vi i princip motiv för att agera med räntan. Huruvida vetskapen om att vi kan komma att agera i sin tur minskar risken för "bubblor" är en annan sak, men det är en länk i argumentationskedjan som – om de stämmer – förstärker argumenten för penningpolitisk aktivism.

En annan sak är att detta naturligtvis inte är ett enkelt beslut att ta i en given situation. Det finns också möjligheter att arbeta med andra medel, t.ex. kapitalkrav för finansiella institutioner, övervakning etc. Våra rapporter om finansiell stabilitet är avsedda att spela en roll i detta sammanhang. De ska lyfta upp problem av det här slaget på bordet, delvis med syftet att försöka bidra till en självsanering. I detta sammanhang kan det finnas skäl att påminna om att det normalt sett är så att finansiella kriser orsakas av uppgångar i priserna på bostäder och fastigheter snarare än på aktier.

Riksbankens agerande bör också ges rimliga proportioner. Att den svenska börsen både stigit och fallit kraftigare än många andra aktiemarknader har nog inte så mycket med svensk penningpolitik att göra. Visst kunde Riksbanken ha höjt räntan under 1998 och 1999, för att dämpa effekterna av aktieprisuppgången. Men jag har svårt att tro att höjningar inom rimliga gränser skulle fått någon mer påtaglig effekt på kursutvecklingen för IT- och telekombolagen. Riksbanken är förvisso en viktig institution, men det kan ibland finnas skäl att påtala gränserna för vår förmåga.

Sammanfattningsvis är slutsatsen densamma som i förgående avsnitt. Det är fullt möjligt att under vissa förutsättningar frångå den normala handlingsregeln, t.ex. med omsorg om prisutvecklingen på längre sikt eller den finansiella och reala stabiliteten. Men argumenten bör vara goda.

### 3. Växelkursen

Nu några ord om växelkursens betydelse inom vår penningpolitiska tankesam. På detta område har synen förändrats en hel del inom Riksbanken sedan de första åren med inflationsmål.

Enligt läroboken styrs växelkurser i hög grad av skillnader i nuvarande och framtida penningpolitik mellan länder. Genom att höja och sänka reporäntan kan man i princip styra växelkursen. Därmed påverkas importpriserna direkt och indirekt, med en viss eftersläpning. Detsamma gäller efterfrågeläget och den allmänna prisutvecklingen.

Att världen inte är så enkel har vi dock kunnat konstatera många gånger under det senaste decenniet. Ett exempel från senare år är 1998-1999. Det är svårt att tro att kronans försvagning 1998 påverkades i någon större utsträckning av de räntesänkningar som genomfördes. Och kronan stärktes kraftigt under den följande vintern, vid en ungefärligen oförändrad ränteskillnad mot omvärlden. Att kronan försvagats det senaste året kan naturligtvis i någon mån bero på penningpolitiken, men börsutvecklingen, omsvängningen i tillväxtförväntningarna och portföljutflöden har också antagligen spelat en roll. Slutsatsen är rimligen att korträntorna kan ha en effekt på växelkursen, men att deras betydelse varierar en hel del över tiden och är beroende av många andra faktorer, som inte alltid är så lätta att identifiera ens i efterskott.

En tröst i sammanhanget är dock att länken mellan växelkursen och prisutvecklingen verkar ha försvagats under 1990-talet. Det är i all fall den bild som utredningar i t.ex. Sverige, Storbritannien och Australien givit. Trots perioder av kraftiga kronförsvagningar har prisutvecklingen varit återhållsam. Huruvida detta kommer att gälla i framtiden på exakt samma sätt är det dock ingen som vet.

Mot den här bakgrunden intresserar sig Riksbanken främst för växelkursen i det tidsperspektiv som vi är intresserade av ur inflationssynpunkt, 1-2 år fram i tiden. Vi reagerar normalt sett inte på växelkursrörelser i ett kortare perspektiv. Att det här inte medfört en särskilt stabil krona vet ni alla, men kronan har inte efter vad vi kunnat se svängt påtagligt mer än andra valutor under de senaste 5-6 åren. Inte heller har det varit så lätt att göra bra prognoser för växelkursen. Men det är svårt att se något riktigt bra alternativ till detta handlings sätt. Erfarenheterna av att mer aktivt försöka styra växelkursen mot någon given nivå är inte så goda.

Tänkvärt i sammanhanget är att den centralbank som i de flesta avseenden arbetar mest likt oss - Bank of England - ständigt brottas med det motsatta problemet; nämligen att växelkursen är alltför stark. Det är en antydning om att det primärt inte är penningpolitikens uppläggning som är problemet.

Under de första åren med rörlig växelkurs använde Riksbanken sig av något som kallas Monetary Conditions Index (MCI). Detta var ett försök att sammanfatta

effekterna på inflationen av korta räntor och kronan i ett mått. Den underliggande tanken var att om kronan förstärktes borde räntorna kunna vara lägre och tvärtom, något som indexet grovt kan åskådliggöra. Men risken med ett sådant index är att det kan uppfattas alltför mekaniskt vilket erfarenheterna från bl.a. Nya Zeeland visar. När växelkursen försvagades tenderade det att användas som argument för en högre ränta. På så vis är MCI ett ovanligt bra exempel på problem med att förenkla alltför mycket i penningpolitiken.

Det centrala när det gäller växelkursen är, precis som när det gäller avregleringar och tillgångspriser, att värdera varje situation i ljuset av vårt mål och vår handlingsregel. Den viktiga frågan är alltid varför en viss växelkursrörelse har uppstått. Vet vi det – men det är långt ifrån alltid fallet – kan vi möjligen säga något om hur länge rörelsen kan tänkas hålla sig. Det kan i sin tur vägleda oss i vårt agerande med räntan.

Det finns centralbanker som periodvis får ägna huvuddelen av sin kommunikation åt att diskutera de senaste rörelserna på valutamarknaden. Det är inget ideal att eftersträva. Så är det inte för Riksbanken numera. Men så har det inte alltid varit, utan det har tagit oss flera år att övertyga om att vi primärt ser växelkursen som en bland flera inflationsindikatorer. Jag tror att vi har all anledning att hålla fast vid denna linje.

### **Avslutande kommentarer**

Låt mig avslutningsvis göra några mer allmänna reflektioner om tydlighet och flexibilitet.

Det hävdas ibland, med helt olika förtecken, att Riksbanken är alltför bunden av principer. Vi borde agera mera pragmatiskt. Detta sägs både av de som tycker vi borde ha en högre ränta, och som då hänvisar till ECB:s variant på pragmatism, och av de som tycker räntan borde vara lägre, som ser Fed:s pragmatism som sitt ideal.

Det här är en diskussion som i allt väsentligt bygger på missuppfattningar. Den tankesammanhang som Riksbanken arbetar med lämnar utrymme för en penningpolitik som är både flexibel och pragmatisk. Visst kan vi förlänga vår målhorisont, beakta riskerna för problem i den finansiella sektorn eller agera tidigt för att undvika en kraftig sänkning i ekonomin längre fram i tiden. Men det ställer krav på oss att ha tydliga och goda argument för vårt agerande som verkligen tål dagens ljus.

Det är alltså i detta avseende – genom att sätta ribban mycket högt när det gäller tydlighet och öppenhet – som vi skiljer ut oss.

I grunden tycker jag att kraven på att vi ska vara pragmatiska i någon slags allmän mening och inte hålla fast vid vårt sätt att resonera med ett mål, en handlingsregel osv. är aningslösa. Mindre tydliga principer för politiken i kombination med en minskad öppenhet kring exempelvis beslutsunderlagen leder knappast till en politik som i det långa loppet blir mer framgångsrik. Lång erfarenhet, efter många år i närheten av ekonomiskpolitiskt beslutsfattande, säger mig att det motsatta är troligare. Bland det viktigaste man kan göra i denna typ av arbeten är att försöka bygga upp tydliga processer, som bidrar till att beslutsunderlag, baserade på god

ekonomisk analys, tas fram på ett systematiskt sätt och att dessa underlag utsätts för så bred granskning som möjligt.

Jag är övertygad om att ambitionen att vara så tydlig och klar som det går har tjänat oss väl. Genom att utgå ifrån ett siffersatt symmetrisk mål och en handlingsregel, på det sätt som vi gjort, har vi tvingats tänka igenom olika frågeställningar som vi ställts inför på ett mer precist sätt. Detta har medfört att vi gradvis har fördjupat vår förståelse på ett sätt som jag knappast tror varit möjligt annars. Säkert är det inte heller slut i och med detta, utvecklingen framöver kommer att ställa nya krav och framtvinga ytterligare fördjupningar och preciseringar.

Det finns också kopplingar mellan öppenheten i förhållande till omvärlden å den ena sidan och det interna arbetet å den andra. När vi dragit ner på hemlighetsmakeriet har vi kunnat bjuda in till en mer realistisk diskussion om penningpolitiken. Det har öppnat för en skarpare och mer specifik kritik, utifrån som vi bara mått bra av.

Dessutom tycker jag att beslutsfattandet ska ske på ett sätt som bidrar till insyn och som ger goda möjligheter till utvärdering och till att utkräva ansvar. Det tycker jag är ett krav som det svenska folket ska kunna ställa på en institution som givits en så stark och självständig ställning som Riksbanken.