

Finansutskottet
Riksdagen
100 12 STOCKHOLM

En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005 (2006/07:RFR1)

(Dnr 060-1070-06/07)

Sammanfattning

Riksgälden instämmer i utredarnas positiva huvudomdöme om penningpolitiken. De institutionella reformerna har förtydligat Riksbankens uppdrag och förbättrat Riksbankens förutsättningar att fullgöra det på ett effektivt sätt. Den förda penningpolitiken och Riksbankens arbete för att underbygga och förklara sitt agerande har också varit i huvudsak framgångsrika.

Riksgälden delar utredarnas bedömning att Riksbanken bör kunna byta formell målvariabel, från KPI till UNDI_X, utan risk för att beslutet ska uppfattas som manipulativt och skada penningpolitikens trovärdighet. Penningpolitiken vinner i längden på att det råder största möjliga interna överensstämmelse mellan mål och räntebeslut.

De låga prisökningarna på breda varugrupper under senare år har gjort det svårt att få upp den genomsnittliga inflationstakten i nivå med målet. Riksgälden anser att Riksbanken bör överväga att introducera ett inslag av flexibilitet även i det siffersatta målet och anpassa detta, från tid till annan, när omständigheterna så kräver. Den grundläggande tilltron till prisstabilitetsmålet och Riksbankens oberoende är så stark att detta kan ske utan att få destabiliserande effekter på inflationsförväntningarna.

Riksgälden avstyrker utredarnas rekommendation att väga in tidigare avvikelser från målet vid utformningen av penningpolitiken och förordar att Riksbanken fortsätter att arbeta med ett strikt framåtblickande perspektiv.

Riksgälden anser slutligen att det finns skäl att pröva utredarnas båda förslag att göra tydlig åtskillnad mellan direktionsledamöternas roll som

penningpolitiska beslutsfattare och ansvaret för att leda banken, samt att minska antalet ledamöter i direktionen.

Inledande synpunkter

Utredarna sammanfattar sina slutsatser som följer (s. 80):

Vår utvärdering av penningpolitiken i Sverige visar att Riksbanken står sig väl i jämförelse med de bästa centralbankerna i världen och att den penningpolitiska utvecklingen har förbättrats avsevärt efter införandet av en inflationsmålspolitik som bedrivs av en självständig centralbank. Denna utveckling har främjats av en bra styrning av landet och av en regeringspolitik inriktad på en ansvarsfull finanspolitik, finansiell stabilitet och en ökning av produktiviteten.

Riksgälden instämmer i utredarnas positiva huvudomdöme om penningpolitiken. De institutionella reformerna har förtydligat Riksbankens uppdrag och förbättrat Riksbankens förutsättningar att fullgöra det på ett effektivt sätt. Den förda penningpolitiken och Riksbankens arbete för att underbygga och förklara sitt agerande har också varit i huvudsak framgångsrika. Vi instämmer även i utredarnas betoning av att stabiliseringen av statsfinanser varit en förutsättning för framgångarna med att etablera och skapa trovärdighet för inflationsmålet.

Utredarna framför ett antal rekommendationer på punkter där de anser att förbättringar kan åstadkommas. Riksgälden väljer att ägna remissvaret åt att kommentera några av dessa rekommendationer.

Inflationsmålets utformning och innebörd

Utredarna betonar att en inflationsmålsregim måste kännetecknas av viss flexibilitet för att inte skapa överdrivna svängningar i produktionen. Politiken måste därför kunna anpassas till exempelvis karaktären på de störningar som påverkar prisutvecklingen. Utredarna konstaterar att Riksbanken under de första åren var hänvisad till en enkel och tämligen strikt regel, eftersom det var nödvändigt att först skapa tilltro till och förståelse för den nya ordningen. Riksbanken har efter hand blivit mer flexibel i sin tillämpning. Utredarna anser dock att det numera bör finnas utrymme för ännu något större flexibilitet på vissa punkter.

Riksgälden konstaterar att frågan om graden av flexibilitet i ekonomisk-politiska regler har en lång historia. Med utgångspunkt i att låg och stabil inflation inte är ett självändamål utan ett *medel* för att skapa så goda förutsättningar som möjligt för den ekonomiska utvecklingen ligger det ett värde i att ha möjlighet att anpassa politiken efter hand. En tanke med att anförtro en självständig centralbank ansvaret för penningpolitiken måste

också anses vara att den – i högre grad än ett politiskt organ – ska kunna agera flexibelt utan att misstänkas göra det av fel orsaker.

Flexibiliteten har två aspekter. Den ena avser hur flexibelt centralbankens prisstabilitetsmål bör vara formulerat. Där kan man tänkas sig att allt från strikt siffersättning i termer av ett specifikt inflationsmått till en allmän kvalitativ utsaga om att målet är prisstabilitet. Den andra – och viktigare – aspekten är hur flexibelt centralbanken agerar. Här kan man säga att Riksbanken valt att hålla fast vid den ursprungliga målformuleringen från 1993, men genom olika uttalanden försökt förklara att målet ska tolkas lite annorlunda än tidigare och att avvikelser från 2 procents inflation kan vara förenliga med målet.

Som utredarna konstaterar har den kombinationen inte alltid fungerat smidigt. Ett exempel är att målet är formulerat i termer av KPI medan besluten ofta varit mer påverkade av UNDEX, ett mått som utesluter räntekostnader för egna hem. Riksgälden delar utredarnas bedömning att Riksbanken bör kunna byta formell målvariabel, utan risk för att beslutet ska uppfattas som manipulativt och skada penningpolitikens trovärdighet. Penningpolitiken vinner i längden på att det råder största möjliga interna överensstämmelse mellan mål och räntebeslut.

Starkast i sin kritik är utredarna mot Riksbankens hantering av tillgångsprisernas betydelse för penningpolitiken. De pekar på uttalanden som kunnat tolkas som att Riksbanken gjort fastighetspriser till ett självständigt mål. Utredarna menar att Riksbanken bör förtydliga att så inte är fallet och göra klart att fastighetspriser spelar roll för penningpolitiken enbart via förmögenhetseffekter, som kan påverka inflationen, eller risker för finansiell instabilitet.

Riksgälden bedömer att det snarare är fråga om otydlig kommunikation än att Riksbanken verkligen skulle ha introducerat ett ytterligare mål. Det finns här vissa likheter mellan fastighetspriser under senare år och den roll växelkursen spelade – eller uppfattades spela – under inflationsmålets första år. Riksbanken var då bekymrad över att den svaga växelkursen skulle slå igenom på inflationstakten. Banken kom därför att lyfta fram växelkursen på ett sådant sätt att den kunde uppfattas (vilket utredarna också gör) som ett självständigt mål, trots att det snarare var en mekanism i inflationsprocessen som i ett visst skede framstod som särskilt viktig. (Att det i efterhand kan sägas att Riksbanken lade för stor vikt vid växelkursens betydelse för inflationsförloppet är en annan sak.)

Riksgälden skulle vilja lyfta fram en ytterligare aspekt där flexibiliteten i målet – eller snarare brist på flexibilitet – och oron för fastighetsprisinflation möjligen hakar i varandra. Under senare år har det varit låga prisökningar eller t.o.m. prisfall på breda varugrupper. Det gäller inte minst utrikeshandlade

varor. Orsakerna är välkända. Det viktiga i det här sammanhanget är att de låga prisökningarna på dessa varor inte beror på de monetära förhållandena i Sverige. Givet att prisökningarna på en stor del av de varor som ingår i KPI är väldigt låga måste övriga priser stiga desto mer för att den genomsnittliga inflationstakten ska komma upp till Riksbankens mål. Enkelt uttryckt blir Riksbankens mål att hålla upp prisökningstakten på i första hand inhemskt producerade varor och tjänster. Detta förutsätter att penningpolitiken är expansiv, dvs. styrräntan hålls på låg nivå. Här uppstår risken att den lätta penningpolitiken via låga lånekostnader påverkar tillgångspriser på ett önskat och i värsta fall ohållbart sätt.

Ett alternativ till Riksbankens sätt att försöka komma ur detta dilemma – att tala mycket om fastighetspriser och använda det som argument för att höja räntan – vore att under en sådan period justera ner inflationsmålet. Konkret skulle det kunna innebära att Riksbanken anger att det under rådande förhållanden inte är ändamålsenligt att försöka få upp den allmänna inflationstakten till 2 procent. Den penningpolitik som måste föras för att få upp prisökningarna på icke utrikeshandlade varor får orimliga konsekvenser. Även om inflationen skulle hamna på, säg, 1 procent eller t.o.m. därunder, finns ingen risk för att ekonomin ska hamna i ett elakartat deflationsförlopp. De argument som ligger bakom valet av 2 procent, alltså bland annat risken för att komma obehagligt nära noll, är inte relevanta i en fas där efterfrågan är hög och ekonomin växer snabbt. Att justera målet till, säg, 1 procent (± 1 procentenhet) skulle därför vara förenligt med prisstabilitetsmålet syfte och kunna ge förutsättningar för en mer stabil allmän-ekonomisk utveckling.

Riksgälden bedömer att Riksbanken *i praktiken* legat ganska nära ett sådant synsätt. Det faktum att inflationen under en lång period legat under målet stöder en sådan tolkning. Däremot har Riksbanken valt att hålla fast vid det ursprungliga inflationsmålet med ett riktvärde på 2 procent. Detta har, som utredarna konstaterar, skapat otydlighet. Riksbanken har också hamnat i ett läge där den får kritik för att penningpolitiken varit för stram just med hänvisning till att inflationstakten legat under 2 procent. Utredarna rekommenderar Riksbanken att hålla fast vid 2 procent, men konstaterar samtidigt att vad som är en lämplig nivå kan variera över tiden och att ytterligare undersökningar kan vara givande.

Mot denna bakgrund anser Riksgälden att Riksbanken bör överväga att introducera ett inslag av flexibilitet även i det siffersatta målet och anpassa detta, från tid till annan, när omständigheterna så kräver. Den grundläggande tilltron till prisstabilitetsmålet och Riksbankens oberoende är så stark att detta kan ske utan att få destabiliserande effekter på inflationsförväntningarna.

Återkoppling mellan realiserad och eftersträvd inflation

Utredarna rekommenderar Riksbanken att åtminstone delvis försöka väga upp en avvikelse från tvåprocentmålet åt ena hållet genom att under en period låta inflationen avvika åt andra hållet. De anför två argument.

Det första argumentet är att en varaktig avvikelse kan tyda på att analysen är skev. Man bör därför, närmast automatiskt förefaller utredarna mena, luta åt andra hållet. Riksgälden ifrågasätter starkt en sådan anpassningsmekanism. En bättre ordning torde vara att vid varje tidpunkt söka göra bästa möjliga bedömning och fatta ett policybeslut grundat på denna. Denna bedömning måste självfallet beakta resultatet av tidigare beslut, men bör rimligen göra det på ett mer strukturerat sätt än att bara sikta bredvid det mål man arbetar med.

Det andra argumentet bygger på att det finns fördelar med en stabil prinsnivå. Utan återkoppling mellan realiserad inflation och den förda penningpolitiken kan prinsnivån i princip hamna var som helst. Vi är skeptiska även till detta argument. En realiserad avvikelse kan bero på en lång rad olika faktorer. En politik som ska försöka korrigera för dessa måste delvis arbeta med ett bakåtblickande perspektiv. Ambitionen att finjustera inflationstakten framstår också som högre än i en konventionell inflationsmålregim. Detta komplicerar både beslutsprocessen och centralbankens strävan att förklara och motivera sin politik. Nya störningar överlagras på gamla och det kan till slut vara svårt för centralbanken själv att reda ut var i anpassningsförloppet den befinner sig. Centralbankens agerande riskerar därmed att framstå som oklart och ryckigt.

Riksgälden avstyrker utredarnas rekommendation och förordar att Riksbanken fortsätter att arbeta med ett strikt framåtblickande perspektiv.

Direktionens struktur

Utredarna föreslår att Riksbankens interna organisation ska omprövas i syfte att göra tydlig åtskillnad mellan direktionsledamöternas roll som penningpolitiska beslutsfattare och ansvaret för att leda banken. De föreslår att antalet vice riksbankschefer ska minskas till en eller två och att övriga direktionsledamöter inte ska ha något annat uppdrag än att bidra till den penningpolitiska diskussionen och räntebesluten. Utredarna väcker också förslaget att minska antalet ledamöter i direktionen till fem eller till och med fyra.

Riksgälden anser att det finns skäl att noga pröva utredarnas båda förslag. Den nuvarande organisationen, med sex i princip likvärdiga riksbankschefer, skapar otydlighet och urvattnar ansvaret för bankens skötsel. Att alla har ledningsansvar gör också, som utredarna framhåller, att mängden lämpliga kandidater till direktionen krymper. Det är inte alltid lätt att hitta personer som både kan bidra konstruktivt till den penningpolitiska diskussionen och ha de erfarenheter som krävs för att ta ledningsansvaret. Att direktionen

ursprungligen gjordes så stor torde ha hängt samman med att den tog över beslutsmandat från riksbanksfullmäktige, en ännu större grupp. Det framstod möjligen som olämpligt att överlåta det penningpolitiska uppdraget till en alltför liten grupp. Riksgälden bedömer att den aspekten numera har mindre betydelse, eftersom beslutsformerna och Riksbankens ansvar blivit tydligt etablerade. Därmed kan antalet vice riksbankschefer nu minskas, liksom antalet ledamöter i direktionen.

I detta ärende har riksgäldsdirektören Bo Lundgren beslutat, efter föredragning av chefsekonomen Lars Hörngren. I den slutliga handläggningen har även biträdande riksgäldsdirektören Pär Nygren deltagit.

Bo Lundgren

Lars Hörngren