ANFÖRANDE

DATUM: 2005-05-19

TALARE: Vice riksbankschef Lars Nyberg

PLATS: Nordea, Köpenhamn

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

Riksbanken och inflationsmålet

Tack för inbjudan att tala på Nordea om den svenska penningpolitiken! Jag tänker idag i första hand tala om innebörden och tolkningen av vårt inflationsmål. En speciell aspekt på inflationsmålet och penningpolitiken, som jag avslutningsvis ska ägna lite tid, är hushållens växande skuldbörda och prisökningen på bostäder.

Ett tydligt ramverk för penningpolitiken

Sverige befinner sig för närvarande i vad som brukar betecknas som en högkonjunktur. Tillväxten var förra året närmare 3,5 procent, bland de högsta på 30 år, och hushållens reala disponibla inkomster väntas i år stiga med omkring 3 procent. Inflationen är lägre än i mannaminne, och det gäller också räntorna. Men det finns ett problem: Sysselsättningen har inte alls stigit som de flesta prognosmakare, däribland Riksbanken, förväntat sig. Därför har vi hamnat i en diskussion om inte räntorna borde vara ännu lägre. Mot bakgrund av den intensiva debatten tycker jag att det finns anledning att i detta sammanhang beskriva och diskutera vårt penningpolitiska ramverk och dess betydelse för hur vi arbetar.

En av Riksbankens grundläggande målsättningar alltsedan inledningen av 1993 är som bekant att upprätthålla ett fast penningvärde. Detta finns inskrivet i riksbankslagen sedan 1999 och är således ett parlamentariskt beslut. Hur den praktiska tillämpningen skulle gå till lämnades dock till Riksbanken att själv bestämma. Valet föll på att precisera ett kvantitativt mål för inflationstakten: Den årliga ökningen av konsumentprisindex, KPI, ska uppgå till två procent med ett toleransintervall på +/- en procentenhet. Syftet med ett toleransintervall är att tydliggöra dels att inflationen från tid till annan kommer att avvika från två procent, dels att Riksbankens ambition är att begränsa sådana avvikelser. Målet är symmetriskt, vilket innebär att det är lika illa att ha en inflation under målet som över.

Många andra länder bedriver också en penningpolitik där man på ett eller annat sätt formulerat prisstabilitetsmål. I euroområdet har man valt att hålla inflationen på en nivå nära men lägre än två procent, alltså ett icke symmetriskt mål. I USA har man sett annorlunda på saken och valt en vagare formulering utan ett siffersatt mål och där större hänsyn tas till den allmänna ekonomiska utvecklingen. I Nya Zeeland har man ett mål för inflationen i termer av ett intervall (1-3 procent), men inget punktmål. Vi har dock sett två klara fördelar med att ha ett tyd-

ligt kvantitativt mål att sträva mot: dels underlättas en förankring av förväntningarna på den framtida inflationen, dels blir politiken lättare att utvärdera.

Sedan 1997 arbetar vi med en enkel handlingsregel för att på så sätt ytterligare tydliggöra politiken: Om inflationsprognosen överstiger inflationsmålet på ett till två års sikt höjer vi normalt sett reporäntan och omvänt om prognosen är under målet. Men, som jag ska argumentera för i det följande, den handlingsregeln kan inte tillämpas mekaniskt. Den bör istället ses som en regel som i genomsnitt ger en god bild av politiken, men där avsteg under vissa förhållanden kan och bör göras.

Ett första argument är knutet till tidsaspekten. Eftersom penningpolitiken verkar med viss fördröjning – det tar ca 1-2 år innan ränteförändringar får full effekt på inflationen – måste Riksbankens politik vara framåtblickande. Därför baseras våra räntebeslut på prognoser för bl.a. inflations- och konjunkturutsikterna under de närmaste två åren. Det säger sig självt att dessa prognoser, i likhet med andra bedömningar om framtiden, är osäkra. Prognosmissar beror ju ofta på genuint oförväntade saker, som vi inte kunnat bedöma på förhand.

I början av 1999 fattade Riksbanken, som komplement till den enkla handlingsregeln, beslut om förtydligande av principerna för penningpolitiken. Här anges att penningpolitiken normalt sett ska inriktas på att föra inflationen till målet på ett till två års sikt. Men dessutom identifierades två omständigheter under vilka Riksbanken kan göra avsteg från denna ambition: tillfälliga effekter på inflationen och stora målavvikelser. En huvudtanke med detta är att vi inte bara ska fokusera på inflationen i alla lägen, utan också kunna se till hur tillväxt och sysselsättning utvecklas när detta inte kommer i uppenbar konflikt med inflationsmålet.

Med tillfälliga effekter menas att vissa bestämda faktorer påverkar inflationsprognosen på ett till två års sikt, men att effekterna förväntas klinga av därefter utan att ha någon varaktig inverkan på inflationsutvecklingen. Så var t.ex. fallet under 2002-2003, när stora svängningar i elpriserna påverkade inflationen kraftigt. Vi klargjorde då att politiken borde bortse från dessa tillfälliga effekter.

Med stora målavvikelser menas att inflationen kommit att avvika så mycket från målet att det kan vara motiverat att föra inflationen tillbaka under en längre period än den normala tvåårshorisonten. En snabbare återgång till målet skulle kunna medföra oönskade fluktuationer i t.ex. produktion och sysselsättning och därmed stora realekonomiska kostnader.

Sedan beslutet om förtydligandet togs 1999 har det, enligt min uppfattning, blivit allt mer uppenbart att det finns ett antal goda anledningar att under längre eller kortare perioder tillåta avvikelser från inflationsmålet. Det är väsentligt att penningpolitiken, om så behövs, kan tillåta sig ett visst mått av svängrum och flexibilitet när ekonomin utsätts för chocker och störningar av olika slag. Grundläggande för att så ska kunna ske är naturligtvis att politiken har en hög grad av trovärdighet. Jag tycker att vi har uppnått detta, mycket tack vare en hög grad av öppenhet och tydlighet om våra utgångspunkter för politikens uppläggning. Inflationsförväntningarna på två års sikt och längre har legat väl i linje med vårt mål sedan regimen stabiliserades 1997-1998. På det sättet har vi, genom att tydligt precisera och klargöra våra överväganden, skapat oss ett manöverutrymme, som vi också har använt oss av genom åren. Vi har med andra ord haft en ganska stor frihet att avvika från målet utan att trovärdigheten för politiken har påverkats.

Ännu en faktor av betydelse för räntebesluten är prognoshorisontens längd. Riksbanken arbetar, som jag tidigare nämnt, utifrån ett tidsperspektiv på två år, efter-

som det tar ett till två år innan ränteförändringar får full effekt på inflationen. Sedan december 2000 har vi dock ofta funnit det motiverat att komplettera denna horisont med en kvalitativ bedömning också på lite längre sikt. I den senaste inflationsrapporten från mars månad togs ytterligare ett steg, då mer detaljerade prognoser bortom tvåårsperspektivet, och under antagande om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna, presenterades i syfte att öka förståelsen för hur Riksbanken resonerar.

En längre tidshorisont kan bidra till att tydliggöra de avvägningar som penningpolitiken ställs inför och därmed förbättra vår pedagogik. Om vi till exempel ser att inflationen ligger en bit över två procent vid prognoshorisontens slut säger ju vår handlingsregel att vi bör höja räntan för att hålla tillbaka efterfrågan och därmed inflationen. Men om efterfrågan ändå är fallande och inflationen strax bortom prognoshorisonten faller under tvåprocentsmålet, så blir inte slutsatsen fullt så självklar. Då kanske det snarare är en räntesänkning som ska diskuteras. En förlängning av prognoshorisonten kan i vissa lägen förklara varför en ökad flexibilitet i penningpolitiken är nödvändig.

Så långt reflektioner runt tidsaspekten och det penningpolitiska ramverket. Men det finns också andra viktiga faktorer som talar för att inflationsmålet och handlingsregeln måste tolkas med en viss flexibilitet. Det är lätt att få en övertro på penningpolitikens möjligheter att göra ekonomiska finjusteringar och en sådan övertro finns det anledning att vara skeptisk mot av åtminstone två skäl.

För det första innefattar våra prognoser och övriga underlag, som räntebesluten bygger på, ett stort mått av osäkerhet till följd av bland annat luckor i statistiken, informationslaggar om vad som händer i ekonomin, ofullständig kunskap om hur företag och hushåll reagerar och strukturella förändringar, som till exempel den ökade globaliseringen. Reaktionerna på penningpolitiken kan också variera högst avsevärt över tiden, bland annat men inte enbart beroende på konjunkturläget. Vår kunskap är helt enkelt för bräcklig för att vi ska kunna leda ekonomin precis rätt genom små justeringar av penningpolitiken vid exakt rätt valda tillfällen.

Det andra skälet till varför finjusteringar av politiken är dömda att misslyckas är att reporäntan endast är *en* av de faktorer som påverkar ekonomin. De viktigaste ekonomiska besluten i vårt samhälle, såsom husköp och företagsinvesteringar, beror framförallt på hur de långa räntorna utvecklas, och detta kan de penningpolitiska beslutsfattarna bara påverka indirekt och i mycket begränsad omfattning.

Detta resonemang utmynnar således i att vi inte bör ha alltför starka förväntningar om vad Riksbanken kan åstadkomma för att påverka den realekonomiska utvecklingen, vilket den senaste tidens debatt kommit att kretsa mycket kring. Det finns i själva verket all anledning att vara ödmjuk inför vad vi i verkligheten kan uppnå. Men om vi kan hålla inflationen inom vårt målområde på 1-3 procent och tydligt förankra inflationsförväntningarna kring tvåprocentsnivån så är detta i sig av stor betydelse för tillväxt och sysselsättning i ett långsiktigt perspektiv.

Penningpolitiken är ingen exakt vetenskap. Man ser ibland bilden av penningpolitiken som en bil där lugna gaspådrag eller lättnader säkert kan anpassa farten längs en kurvig väg. Det är en grovt förledande bild. Det går inte att klart se vägen och det går heller inte att veta exakt vad som händer när man trycker på gaspedalen – bara att det inte sker förrän efter ett ganska långt tag.

Varför har vi inte sänkt räntan?

Låt mig nu mot bakgrund av allt detta komma in på det aktuella läget och frågan om det är rimligt att sänka räntan för att snabbt återföra dagens låga inflation till målet. I våra senaste beslut har vi i direktionen resonerat ungefär så här.

För det första har, som jag nämnde inledningsvis, den svenska ekonomin utvecklats allt starkare de senaste åren och vi har också, i de analyser vi gjort hittills under vintern och våren, bedömt att denna utveckling kommer att fortsätta. Vi har alltså sett ett stigande inflationstryck efter prognoshorisontens slut. Om vi under den här perioden hade bedömt att efterfrågan var vikande skulle situationen enligt min mening ha sett annorlunda ut.

För det andra kan dagens låga inflation till stor del förklaras av så kallade positiva utbudschocker såsom ökad konkurrens, lägre importpriser och en överraskande snabb produktivitetstillväxt. Dessa faktorer är gynnsamma för den ekonomiska utvecklingen. Att försöka driva upp priserna på inhemska varor och tjänster för att motverka en nedgång i priserna på importerade varor är inte nödvändigtvis klokt.

För det tredje verkar ju penningpolitiken genom att påverka efterfrågan, i första hand företagens investeringar och hushållens konsumtion. När det gäller investeringarna har de börjat stiga, låt vara något senare än förväntat. Men framförallt är det osannolikt att problemet med låga investeringar idag har att göra med att räntorna är för höga. Med de låga räntor vi ser för närvarande och den goda tillgången på krediter i det finansiella systemet är knappast finansieringskostnaderna den faktor som håller tillbaka investeringsutvecklingen. När det gäller hushållen är det möjligt att ännu lägre räntor skulle få dem att öka sin skuldbörda och låna till ökad konsumtion, men för mig är detta inte uppenbart. Dessutom är det förenat med risker. Det för mig in på frågan om hur hushållen reagerat på den låga inflationen och de låga räntorna, och den frågan är värd en något mer utförlig diskussion.

Hushållens växande skuldbörda och stigande priser på bostäder

Under senare år har hushållens skuldbörda ökat successivt och uppgår nu i genomsnitt till 125 procent av den årliga disponibla inkomsten, vilket är nästan lika mycket som strax före fastighetskrisen 1992. Räntebetalningarna är dock mindre än hälften av vad de var då, ungefär 4 procent av den disponibla inkomsten. Det faktum att hushållen lånar alltmer, både i Sverige och i många andra länder, kan delvis ses som en anpassning till en lägre inflation, som också väntas bli bestående. Fallande räntor, kanske i kombination med större förutsägbarhet om hur räntor och inflation kommer att utvecklas framöver, förklarar en väsentlig del av den ökade viljan att låna. Man kan alltså säga att hushållens växande skuldbörda i viss mån är en naturlig konsekvens av den framgångsrika inflationsmålspolitik som förts under det senaste decenniet. Vi är rimligen, som jag ser det, på väg mot en ny jämvikt där hushållen anpassat sin upplåning till vad de uppfattar som en långsiktigt lägre räntenivå, men det är ännu inte möjligt att säga när vi är där. Det kan inte uteslutas att hushållen underskattar osäkerheten i den framtida utvecklingen och därför lånar mer än vad som motsvarar ett långsiktigt jämviktsläge.

I Sverige liksom i många andra länder har hushållen i första hand lånat för att köpa bostäder, vilket lett till att priserna på dessa stigit i stort sett i samma takt som upplåningen.

Frågan är nu om det finns anledning att ta hänsyn till denna utveckling i de penningpolitiska övervägandena. En strikt tillämpad inflationsmålsmodell gör det inte, och det finns ingenting sagt i denna fråga i det förtydligande som gjordes 1999. Det generella problemet är om en låg inflation kan få priserna på olika tillgångar, till exempel aktier eller bostäder, att skena iväg långt utöver vad som är rimligt och vad penningpolitiken i så fall ska göra åt det. Ska man med räntan försöka bromsa en sådan utveckling för att om möjligt hindra att priserna blir så höga att fallet, när det väl kommer, blir alltför snabbt och stort? Det finns många exempel på hur luften gått ur tillgångsmarknader och därmed satt igång eller förstärkt en konjunkturnedgång. Eller är det rimligare att vänta till dess "bubblan" spruckit och då försöka motverka effekterna så gott det nu går?

Denna fråga är vare sig enkel eller ny. Den diskuteras av centralbanker världen över, vare sig de har kvantitativa inflationsmål eller inte. Och något självklart svar finns knappast.

Hur allvarligt vi i Sverige ska se på hushållens ökade skuldbörda hänger alltså, som jag ser det, nära ihop med hur vi bedömer prisutvecklingen på bostadsmarknaden. Hittills har priserna visserligen ökat kraftigt, särskilt i storstäderna, men vi har inte sett de tydliga spekulativa tendenser som funnits på andra marknader, till exempel i Australien och Storbritannien. I Sverige köper vi fortfarande i allt väsentligt bostäder för att själva bo i dem. I ett antal andra länder köper man också, delvis till följd av att skattelagstiftning och bolånemarknad ser annorlunda ut än här, en eller flera extra bostäder i förhoppning att de ska stiga i värde, ungefär som man köper aktier eller andra finansiella tillgångar. Det ger naturligtvis ett tryck uppåt på priserna, men också ett tryck neråt när priserna vänder och många vill sälja.

Både i Australien och i Storbritannien har priserna planat ut under de senaste månaderna efter det att de korta räntorna stigit i dessa länder i takt med centralbankernas räntehöjningar. I Sverige förefaller dock både hushållens upplåning och huspriserna att fortsätta uppåt, delvis som en följd av att räntorna förväntas förbli låga. Dessutom har konkurrensen mellan bankerna ökat, vilket bland annat lett till mer aggressiv marknadsföring, minskade säkerhetskrav och längre amorteringstider. En viss doft från det glada 80-talet börjar förnimmas, det är svårt att förneka. Det finns därför all anledning att öka vaksamheten framöver, och vi har under senare tid lyft fram kredit- och husprisutvecklingen som ytterligare ett argument, kanske enligt min mening inte särskilt starkt, mot en än mer expansiv penningpolitik. Det är dock viktigt att framhålla att vi hittills inte har sett några tecken på omotiverat kraftiga prisstegringar och överhettning på bostadsmarknaden; i Sverige styrs priserna fortfarande i allt väsentligt av normala utbuds- och efterfrågeförhållanden.

Hänsyn till hur tillgångspriserna utvecklas är emellertid ytterligare ett argument för att inflationsmålet måste tolkas med en viss grad av flexibilitet.

Hushållen och den finansiella stabiliteten

Låt mig nu för ett ögonblick lämna inflationsmålet och uppehålla mig vid några reflektioner kring Riksbankens andra mål, att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Där handlar det om ifall hushållens upplåning medför några risker för banksystemet och därmed den finansiella stabiliteten. När det gäller snabbt stigande fastighetspriser och växande upplåning i bankerna är det lätt att associe-

ra till utvecklingen i början av 1990-talet och den bankkris som den förde med sig. Men utvecklingen då var i väsentliga avseenden annorlunda än idag.

För det första orsakades huvuddelen av bankernas förluster inte av bostäder - det var en mycket liten del - utan av utlåning mot säkerhet i kommersiella fastigheter. Priserna på kommersiella fastigheter steg före krisen än mer än priserna på bostadsfastigheter. Så har dock inte varit fallet under senare år, tvärtom. Den kommersiella fastighetsmarknaden har under konjunktursvackan efter år 2000 varit dämpad med låga priser och höga vakanser och har inte börjat vända förrän under det senaste året. Bankernas risker i denna marknad förefaller i dagsläget mycket måttliga.

För det andra har hushållen, även om de lånar mycket, i genomsnitt en god betalningsförmåga. Dessutom har de svenska hushållen, till skillnad från de amerikanska, ett betydande sparande, både realt och finansiellt. Som framgår av Riksbankens stabilitetsrapport, som publicerades tidigare idag, är risken för att hushållen som kollektiv ska drabbas av betalningssvårigheter om räntorna stiger eller priserna på bostäder faller liten. Och även om ett större antal hushåll skulle få svårigheter att betala räntor och amorteringar på sina lån är detta ingenting som hotar bankernas kapitalsituation och stabiliteten i det svenska finansiella systemet.

Även om hushållen i genomsnitt klarar sig bra finns det, som jag ser det, anledning att ifrågasätta om inte enskilda hushåll här och var lånar mer än vad som långsiktigt är rimligt och därför ökar sin känslighet för oförutsedda händelser. Vi har i Riksbanken i olika sammanhang uttryckt oro för att hushållen hyser alltför stor tilltro till att räntorna för lång tid framöver kommer att förbli låga. Den genomsnittliga räntebindningstiden har fallit till 12 månader, trots att de långa räntorna under senare tid varit unikt låga. Det är lätt att falla för en låg månadskostnad och glömma att även små höjningar av räntan ger en proportionellt stor ökning av lånekostnaderna. Om till exempel räntan stiger från 3 till 4 procent, innebär det att månadskostnaden ökar med en tredjedel.

Det finns anledning för Riksbanken att följa utvecklingen av hushållens upplåning. Men det är en fråga om oro för utvecklingen i enskilda hushåll och för hur priserna på bostadsmarknaden påverkas. Det är inte en fråga om stabiliteten i bankerna och det finansiella systemet.

Hur ska penningpolitiken utformas framöver i ljuset av det aktuella läget?

Inflationsmålet, den enkla handlingsregeln och förtydligandet av principerna för penningpolitiken utgör tillsammans en tydlig tankeram, som varit vägledande för vårt agerande under senare år. Denna tankeram medger, enligt min mening, en tillräcklig grad av flexibilitet för penningpolitiken. Handlingsregeln ska inte under alla omständigheter tillämpas mekaniskt. Detta är inte minst väsentligt i ljuset av att den ekonomiska verkligheten tycks bli alltmer komplex och svårdefinierbar.

I inflationsrapporten som publicerades i mitten av mars gjorde vi bedömningen att den ekonomiska tillväxten i både Sverige och omvärlden kommer att vara fortsatt hög de kommande åren. I Sverige såg vi framför oss en tillväxt på ungefär 3 procent per år, vilket är en högre tillväxttakt än vi bedömer långsiktigt hållbart. Den nya information som inkommit sedan dess har varit blandad. Oljepriset har blivit oväntat högt, även om det fallit tillbaka en aning på sistone. Dessutom

tycks industrikonjunkturen ha försvagats något, både i Sverige och i omvärlden. I april drog vi därför slutsatsen att den svenska tillväxten skulle utvecklas något svagare jämfört med bedömningen i marsrapporten. Därefter har det kommit statistik som visar att tillväxten i Tyskland var lite starkare än väntat under första kvartalet, och i USA tycks den nedgång som noterades i mars ha varit av tillfällig karaktär. Vi har förutsett en lägre tillväxt i Sveriges nettoexport, men varuexporten förefaller öka ännu något mindre än prognostiserat. En god utveckling av realinkomster och ett lågt ränteläge bidrar å andra sidan till att de svenska hushållens konsumtion väntas utvecklas gynnsamt framöver. Arbetsmarknaden är dock fortsatt relativt svag, och vår prognos bygger på att sysselsättningen förstärks under innevarande år.

Samtidigt ser vi ett stigande pristryck i ett antal industriländer, inte minst i USA, delvis - men inte enbart - som en följd av att de höga oljepriserna får ökat genomslag i produktions- och konsumentled.

Det är viktigt att följa om de tendenser till uppbromsning i konjunkturen som har noterats under senare tid är tillfälliga eller mer bestående. Skulle det vara så att vi ser en märkbart sämre utveckling framför oss än vi gör idag, till exempel en tydligt lägre tillväxt än som ligger i våra prognoser, får argumenten att sänka räntan, enligt min mening, en annan tyngd än de hittills haft. Hur det blir med den saken får vi anledning att återkomma till vid vårt nästa penningpolitiska möte den 20 juni.

Tack!