



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

ANFÖRANDE

DATUM: 2006-06-28
TALARE: Förste vice riksbankschef Eva Srejber
PLATS: Thun, Schweiz

■ Ska penningpolitiken dämpa uppdrivna skulder och tillgångspriser i en inflationsmålsregim?

Inledning

Idag tänker jag diskutera hur centralbanker ska förhålla sig till skulder och tillgångspriser som ökar i en takt som inte är hållbar på lång sikt. När Riksbanken i början av året beslutade att höja räntan bland annat motiverat av att hushållsutlåning och bostadspriser växte i snabb takt uppfattades det av en del som att vi hade infört ett nytt mål för penningpolitiken. Så är emellertid inte fallet. Vårt fokus var då – precis som andra gånger – inflationsutvecklingen. Med i bilden fanns dock också att vi ville undvika att ytterligare spä på ökningstakten i bostadspriser och skulder och därigenom minska riskerna för stora efterfrågebortfall och låg inflation i framtiden.

Hur ska centralbanker bära sig åt i en situation som den aktuella då modeller och prognoser visar en inflation inom målet, samtidigt som det finns viss risk att kraftigt stigande huspriser och skulder äventyrar målet i framtiden? Det finns ingen gemensam syn på detta vare sig bland centralbanker eller bland akademiker. Idag tänker jag ge min syn på dessa frågor. Jag koncentrerar mig på vilken roll överdrivna tillgångspriser och skulder har för efterfrågeutvecklingen och därmed prisstabiliteten.

Låt mig börja med att kort sammanfatta mitt anförande:

- Snabbt växande bostadspriser och utlåning under långa perioder oroar många centralbanker. De historiskt sett mycket låga räntorna skulle kunna skapa förväntningar om orealistiskt låga räntor även framöver. Det är emellertid svårt att avgöra om utvecklingen faktiskt ökar riskerna för efterfrågan och inflation samt om – och hur – penningpolitiken i så fall ska ta hänsyn till detta.
- Dessa risker kan inte fångas upp av de traditionella modeller och prognosmetoder som centralbanker normalt använder sig av, varför det råder delade meningar om hur centralbanker ska agera. Ska vi reagera i förväg för att dämpa eventuella negativa effekter eller ska vi vänta till dess en korrigerig eventuellt äger rum?

- Min uppfattning är att vi måste göra så goda bedömningar som möjligt samt agera i förväg för att försöka minska risken för att stora korrigeringar skall leda till betydande efterfrågebortfall och lägre inflation längre fram.
- Det finns både konjunkturella och strukturella faktorer som kan motivera att tillväxttakten för lån och bostadspriser i Sverige varit höga under en tid. När ökningstakterna fortsätter att ligga kvar på en hög nivå ökar dock min oro för att obalanser byggs upp som i framtiden kan resultera i att efterfrågan och inflationen dämpas. Den risken har under de senaste åren beaktats i de penningpolitiska besluten. Kostnaderna för att höja räntorna något snabbare än vad som är motiverat av de inflationsprognoser som görs på traditionellt sätt måste också vägas in. Min bedömning är att när BNP-tillväxten har varit stark har riskerna på bostads- och kreditmarknaderna fått väga tyngre i besluten och tvärtom när konjunkturen varit svagare.

Inflationen är låg och stabil ...

Låt mig börja med att påminna om varför vi har nuvarande ramverk. 1970- och 80-talens försök att med en mycket aktiv stabiliseringspolitik hålla uppe sysselsättningen ledde till kraftigt stigande statsskulder och hög inflation. Det lade grunden för att det idag råder bred enighet om att den ekonomiska politiken inte bör försöka finjustera efterfrågan i ekonomin och att prisstabilitet bör vara penningpolitikens långsiktiga mål. Prisstabilitet skapar gynnsamma förutsättningar för hushållens och företagens beslut. Det bidrar till att sparande kanaliseras till samhällsekonomiskt lönsamma investeringar, vilket gynnar tillväxten på lång sikt.

I Sverige liksom i resten av världen har ökningstakten i konsumentpriserna varit låg under de senaste tio åren och inflationsförväntningarna har i många länder stabiliserats runt 2 procent. Prisstabilitetspolitiken har alltså generellt sett varit framgångsrik. I många länder är detta inte bara penningpolitikens förtjänst utan också finanspolitikens. Ett gemensamt regelverk inom EU och i Sveriges fall kompletterat med ett tydligare nationellt regelverk, har bidragit till bättre ordning i statsfinanserna. I Sverige har det lett till en successivt fallande statsskuld som andel av BNP. Vi kan se tillbaks på ett decennium med en BNP-tillväxt som per år i genomsnitt varit en halv procentenhet högre än under 70- och 80-talen. Inflationen har legat nära målet, vilket ska jämföras med en genomsnittlig årlig inflation på ungefär 8 procent de tjugo åren mellan 1975-95.

...men tillgångspriserna fluktuerar mycket

Men samtidigt som inflationen sedan mitten av 90-talet varit låg och stabil runt om i världen så har fluktuationerna i tillgångspriserna varit stora. Att skuldsättning och tillgångspriser verkar variera mer än för 10-15 år sedan torde åtminstone delvis hänga samman med de avreglerade och välutvecklade finansiella marknaderna. På fungerande marknader är det prissystemet som ska ge vägledning så att resurserna styrs dit de ger störst nytta. Aktiekurser i branscher med stora tillväxtpotentialer bör t ex stiga till följd av att vinsterna väntas öka där. Sparkapitalet lockas dit och dessa branscher kan därmed växa och ge arbetstillfällen i stället för dem som förloras i branscher på reträtt. Det betyder att aktiepriserna i genomsnitt och över en konjunkturcykel bör öka i takt med den potentiella BNP-tillväxten plus den riskpremie investerarna kräver.

■ Vi vet dock av erfarenhet att perioder då hushåll och företag lånat i snabb takt och tillgångspriserna stigit kraftigt ofta föregått stora fall i tillväxt och resursutnyttjande i ekonomin och t o m lett till finansiella kriser. Först i efterhand har vi kunnat konstatera att obalanser byggts upp. Regleringar, fastkurspolitik, otillräcklig tillsyn och brister i redovisningssystem har ofta bidragit starkt till att obalanser kunnat ackumuleras under lång tid. Men tillgångspris- och kreditcykler verkar också i många fall ha spåtts på av överdriven optimism och spekulation, s.k. bubblor. Ofta startar denna överoptimism med att aktiekurserna i en bransch, kanske p.g.a. ett teknologisprång, stiger under en tid och så sprider sig optimismen.

Problemet för oss som ansvarar för penningpolitiken är att inflationen – mätt med konsumentpriser - ofta förblivit relativt opåverkad under sådana perioder. Att i förväg skilja bubblor från ekonomiskt motiverade fluktuationer är svårt, vilket bland annat beror på att vi har bristande erfarenhet av kredit- och tillgångspris-cykler på avreglerade finansiella marknader. I många av de länder som drabbades av depression och bankkris under 1930-talet hade nedgången föregåtts av kraftigt stigande tillgångspriser och en stark kreditexpansion utan att inflationen hade stigit nämnvärt. En liknande utveckling har vi sett i Japan i slutet av 1980-talet. Även under senare delen av 1990-talet har vi sett exempel på kriser som föregåtts av liknande förlopp i t ex Thailand och andra delar av Asien.

Länder kan drabbas hårt av anpassningar som sker i tillgångspriser och skulder – även om de inte drabbas av en kris i hela banksystemet. Det visar det som hände i USA, Spanien och England i början av 1990-talet. Korrigeringar efter längre perioder med stark kreditexpansion och tillgångsprisökning ledde där till att det privata sparandet gick upp kraftigt, investeringarna gick ner och det tog lång tid för efterfrågan att återhämta sig. En stramare penningpolitik än vad som var motiverat av inflationen eller av växelkursen där den varit vägledande hade kanske kunnat minska fluktuationerna i den reala ekonomin.

Strukturella reformer minskar riskerna men ger ingen garanti mot finansiella obalanser

Flera åtgärder som vidtagits de senaste decennierna har sannolikt minskat riskerna för att vi ska få se en liknande utveckling igen:

- inriktningen av politiken mot prisstabilitet, ordnade statsfinanser och avreglerade marknader
- omfattande internationella satsningar för att utveckla normer och regelverk vad gäller tillsyn, redovisning och revision

Så långt är allt gott och väl. Men samtidigt spelar transitionsländer och tidigare hårt reglerade, planekonomiskt inspirerade länder som Kina och Indien en allt större roll i världsekonomin. Anpassningen till mer marknadskonforma ekonomier går visserligen snabbt, men det är ändå långt kvar till dess förutsättningarna på deras inhemska marknader är desamma som i de gamla länderna. Fasta växelkurser, utvecklade kreditmarknader och ett högt inhemskt sparande kan t.ex. fördröja prisanpassningarna och därmed pressa ner såväl de korta som långa räntorna på de internationella kapitalmarknaderna. Ökad konkurrens från lågprisimport i kombination med låga importpriser på t.ex. kläder har redan under flera år hållit nere inflationen i stora delar av världen och bidragit till att de penningpolitiskt bestämda räntorna varit myck-

et låga. Det finns därför en viss risk att kreditefterfrågan och tillgångspriserna i många länder drivits upp av förväntningar om lägre räntor framöver än vad som på sikt är hållbart.

Vi befinner oss således i ett läge då inflationstakten har pressats ned av ökad konkurrens från låginflationsekonomierna samtidigt som tillgångspriser och skuldsättning ökat snabbt. Här uppstår ett dilemma. Är det värt att acceptera en något svagare efterfrågan och därmed inflation de närmaste åren om ekonomin utvecklas som vi i våra prognoser räknar med för att kanske mildra effekterna av eventuella korrigeringar efter uppdrivna tillgångspriser och lånestocker. Innan jag ger mig in på att diskutera detta dilemma, vill jag kort påminna om hur centralbanker med prisstabilitet som mål tar hänsyn till den realekonomiska utvecklingen.

Flexibel inflationsmålspolitik kräver öppenhet och tydlighet

På kort sikt kan penningpolitiken påverka efterfrågan i ekonomin. De flesta länder med inflationsmålspolitik utnyttjar den möjligheten och bedriver en s.k. flexibel inflationsmålspolitik, vilket innebär att viss hänsyn tas till kortsiktiga fluktuationer i realekonomin. På lång sikt bestäms dock tillväxten i allt väsentligt av faktorer som står utanför penningpolitikens kontroll, som t ex teknik och befolkningstillväxt. Som jag tidigare var inne på är penningpolitikens bästa bidrag att se till att inflationen är låg och stabil, vilket kräver trovärdighet för målet. Det sätter gränser för hur stora hänsyn som kan tas till kortsiktiga fluktuationer i realekonomin, men också till de osäkra negativa effekter på inflation och realekonomi som en stark utveckling av tillgångspriser och lån i vissa fall riskerar att få.

För att trovärdigheten skall kunna upprätthållas måste inflationsmålet vara starkt förankrat hos allmänheten, politikerna och de finansiella marknaderna. Det kräver att centralbanken är självständig samt har en tydlighet och öppenhet om på vilka grunder räntebesluten fattas.

Kan vi bedöma när tillgångspriser och skulder är överdrivna?

För att kunna vara tydlig och öppen är det viktigt att det finns en sammanhållen ram för hur penningpolitiken skall bedrivas grundad på vedertagen nationalekonomisk teoribildning. Sedan länge har centralbanker använt sig av modeller baserade på empiriska skattningar för att göra prognoser över den ekonomiska utvecklingen. Ökad datorkraft och utvecklade ekonometriska metoder har gjort det enklare att utnyttja modeller i det löpande arbetet. Generellt sett bidrar användandet av modeller till en konsistens över tiden i bedömningarna. Det borde skapa goda förutsättningar för tydlighet i kommunikationen med finansiella aktörer och allmänheten. Prognoser och simuleringar baserade på modeller ger också en gemensam utgångspunkt för diskussioner inom centralbankerna och mellan centralbanker och akademiker, vilket gör det lättare att dra nytta av de erfarenheter vi skaffar oss.

Många centralbanker och däribland Riksbanken, utvecklar nu dynamiska allmänna jämviktsmodeller s.k. DSGE -modeller som stöd för penningpolitiken. Riksbanken siktar normalt på att inflationsmålet ska uppnås inom två år eftersom penningpolitiken verkar med viss eftersläpning. Tvåårshorisonten ger ett visst utrymme för att ta hänsyn till utvecklingen i realekonomin. Under vissa omstän-

■ digheter kan avvikelserna från inflationsmålet dock bli så stora att det är rimligt att låta inflationen nå målet bortom den vanliga tvåårshorizonten.

Riksbanken gör prognoser för BNP och inflation tre år framåt. Sedan en tid baseras prognoserna på ett antagande om att reporäntan utvecklas enligt förväntningarna i marknaden såsom de uttrycks i de implicita terminräntorna. Prognosresultat från DSGE-modellen utgör ett centralt inslag, men jämkas samman med bedömningar från sektorsexperten som i sin tur tar hjälp av partiella modeller och av konjunkturindikatorer av olika slag.

Det är viktigt att basera prognoser på teorier från modern nationalekonomi om hur beteenden hos företag och hushåll skapar jämvikt på olika marknader. De DSGE-modeller som används bygger på att nytto- och vinstmaximerande hushåll och företag fattar framåtblickande beslut baserade på rationella förväntningar. Det innebär att modellen utgår ifrån att ekonomin alltid är i eller på väg mot jämvikt. Nominella trögheter gör att penningpolitiken får effekt på realekonomin under en viss tid. En viktig implikation av de antaganden som görs är att finansiella obalanser orsakade av att hushåll eller företag fattar beslut baserade på icke rationella förväntningar som förr eller senare måste korrigeras inte byggs upp i den här modellvärlden. Exempel på irrationalitet är om hushållen tror att räntorna kommer att ligga kvar på den låga nivå de gjort de senaste åren och därför lånar mer än vad de skulle ha gjort om de haft mer realistiska förväntningar om ränteutvecklingen.

Modeller kan alltså inte fånga allt som händer i verkligheten och det är också av praktiska och pedagogiska skäl nödvändigt med förenklingar. För att värdera prognoser är det nödvändigt att förstå på vilka grunder prognoserna vilar.

Helt modellbaserade prognoser innebär t.ex. att det bara finns en ränta, att sambanden är linjära, hushållssektorn representeras av ett hushåll och att imperfektioner på de finansiella marknaderna inte fångas. Att det bara finns en ränta innebär t.ex. att effekter av ovanligt låg lång realränta inte fångas. Att sambanden är linjära innebär t.ex. att modellen aldrig kommer att prognostisera abrupta fall i efterfrågan efter en chock.

Hur skall då en centralbank bedöma om det finns en risk för att utlåningen och tillgångspriserna ökar för snabbt om inflationsprognoserna inte ger signaler om detta? Det man vill undvika är att abrupta korrigeringar av tillgångspriserna leder till stort bortfall av efterfrågan och låg inflation i framtiden. Prognoshorizonten kan visserligen förlängas men eftersom DSGE-modellerna utgår från rationalitet så ger de ingen möjlighet att siffersätta ett sådant riskscenario eller svara på om en räntehöjning nu skulle kunna minska obalanserna.

Centralbanken måste trots detta fatta beslut och på något sätt väga in de risker man tror sig se. I den beskrivning av ramverket för penningpolitiken som Riksbanken nyligen publicerat säger vi:

"Riksbanken tar löpande hänsyn till förändringar i tillgångspriser och andra finansiella variabler (valutakurser, huspriser, aktievärden, skuldsättning bland hushåll och företag, etc.) i de penningpolitiska besluten.

Detta handlar inte om att införa mål för olika tillgångspriser eller andra finansiella storheter. Det kan emellertid uppstå situationer där konsekvenserna av utvecklingen av olika finansiella variabler för realekonomi och inflation hotar att

■ *bli mycket ogynnsamma och allvarliga utan att denna typ av risker för den skull låter sig siffrasättas eller fångas i det normala analys- och prognosarbetet."*

"Det innebär att det finns risker för kraftiga korrigeringar i framtiden som i sin tur påverkar realekonomin och inflationen. Dessa risker kan vid de penningpolitiska besluten behöva vägas in på annat sätt än genom det normala tillvägagångssättet, där prognoserna för inflationen och realekonomin de två närmaste åren utgör utgångspunkten"

Även om det är svårt att med vanliga metoder siffrasätta de risker som kan vara förknippade med stark och långvarig tillväxt i tillgångspriser och skulder så finns det en ganska stor flora av forskning om hur olika typer av imperfektioner kan orsaka och förstärka de typer av obalanser jag diskuterar. Ett forskningsområde utgår t.ex. ifrån att psykologiska faktorer kan leda till att förväntningar kan vara en självständig drivkraft bakom fluktuationer i realekonomin. Om t.ex. realavkastningen på en finansiell tillgång varit hög under en längre tid så kan detta enligt vissa forskningsresultat påverka förväntningarna så att många tror att avkastningen kommer att vara lika hög i framtiden trots att fundamenta talar för en lägre avkastning. På effektiva finansiella marknader borde visserligen de aktörer som har framåtblickande rationella förväntningar kunna tjäna pengar på att ta motsatta positioner. Men ovilja att ta risker, svårigheter att hitta finansiering eller regelverk kan göra att detta inte i tillräcklig utsträckning är möjligt.

Det finns t.ex. empiriska studier som visar att placerare tycks bortse från att en konjunkturuppgång vanligen följs av en nedgång och tvärtom, vilket leder till att de tenderar att ta större risker än de borde i konjunkturuppgång och tvärtom i konjunkturedgång.

Ett annat forskningsområde gäller imperfektioner på kreditmarknaderna som leder till att den aktuella inkomsten och balansräkningen får betydelse för konsumtion och investeringar p.g.a. att långgivare och låntagare har olika mycket information om låntagarens framtida betalningsförmåga. Låntagare med förmögenhet kan därför få tillgång till mer och billigare lån än andra. Om tillgångspriserna stiger i värde leder det till att möjligheten att låna ökar, vilket ytterligare kan driva upp tillgångspriserna. Om tillgångspriserna stiger p.g.a. överoptimism om att utvecklingen kommer att fortsätta så kan acceleratoreffekten bidra till att stora obalanser hinner byggas upp innan en korrigering inträffar.

Man kan uttrycka det som att om många imperfektioner verkar samtidigt så skulle det kunna leda till betydande finansiella obalanser. Empirin bekräftar att tillgångspriser och lån kan öka kraftigt under lång tid och min uppfattning är att de mekanismer jag pekat på har bidragit till det. Medan skuld – och tillgångsprisnivåer byggts upp långsamt under en följd av år, har priskorrigeringarna skett snabbt. Hela cykeln från sin början, med tillgångspris och kreditexpansion, till dess att efterdyningarna av prisfall och skuldneddragningar värkt ut kan ta upp till ett decennium. IMF redovisar t.ex. i en studie att bara efterdyningarna av en aktiepriskrasch i genomsnitt tar cirka 2 år att värka ut medan det tar cirka fyra år för en bostadspriskrasch att värka ut.

Kan och ska penningpolitiken dämpa tillväxten av bubblor?

Även om vi som penningpolitiska beslutsfattare bedömer att det finns fog för att hysa oro för att skulder och tillgångspriser har drivits upp av överoptimistiska hushåll och företag så är det inte självklart om och hur detta skall påverka besluten. Det finns alltid en osäkerhet om det verkligen är fråga om en obalans. Och att siffersätta ett riskscenario både vad gäller sannolikheten för att det skall inträffa och de effekter det kan få för inflation och efterfrågan är som sagt inte lätt. Hur den sammantagna effekten blir om man via penningpolitiken försöker minska tillväxten i obalanserna är alltså osäkert. En högre ränta än vad som vore motiverat om risken för obalanser inte skulle vägas in dämpar inte bara kreditexpansion och tillgångspriser utan också den reala efterfrågan och inflationen på kort sikt. Avvägningar däremellan måste dock göras även om de vilar på osäker grund.

När det gäller att minska tillväxten i en bubbla på aktiemarknaden kan kanske en enskild centralbank i ett litet land inte göra så mycket eftersom aktiemarknaden är så internationaliserad. Men högre räntor leder trots allt till mindre uppblåsta balansräkningar när lånen blir dyrare. Det kan i sig mildra de reala effekterna av korrigeringar efter en börsbubbla. När det gäller att dämpa överdrivna prisökningar på bostadsmarknaden borde penningpolitiken ha större genomslag eftersom bostadsmarknaden är mer lokal och eftersom krediterna spelar en så stor roll för bostadsprisutvecklingen.

Historien tyder på att penningpolitiska misstag har begåtts när man bortsett från den information kredit- och penningmängdstillväxt ger. Det gäller t ex under 1930-talets depression i USA när den kraftiga kreditkontraktionen inte tillräckligt vägdes in i penningpolitiken och före den stora fredstida inflationen under 1970- och 80-talen när penningmängdsexpansionen inte heller vägdes in i politiken. Om vi bedömer att den utveckling vi ser kan leda till stora störningar så står valet mellan att i tid försöka undvika att stora obalanser ackumuleras eller att avvakta till dess en vändning kommer och då motverka fallet i efterfrågan.

Många inom centralbanksvärlden anser att räntepolitiken inte bör reagera på tillgångspriser och kreditexpansion i en uppgångsfas utöver deras uppskattade konsekvenser för inflation och den reala stabiliteten på kort sikt. De argument de lyfter fram är just att det är svårt att göra en korrekt värdering och att det är osäkert vilken effekt en räntehöjning får. Andra invändningar är att det kan vara svårt att vara tydlig i vad som påverkat räntebeslutet och att trovärdigheten för prisstabilitetsmålet därför kan urholkas. De som förespråkar en mer förebyggande strategi bemöter denna kritik med att det trots allt finns teorier om tillgångspris – och kreditcykler och vissa metoder för att beräkna när stora avvikelser från jämviktsnivåer byggs upp. Det borde enligt förespråkarna inte vara svårare att använda den kunskap som finns för att bedöma när en finansiell obalans byggs upp än det är att till exempel beräkna produktionsgap. Och produktionsgap beräknar många centralbanker idag för bedömningar av inflationen.

Argumentet att det är svårt att avgöra hur stora ränteförändringar som krävs brukar bemötas med att högre ränta i alla fall dämpar tillväxten i krediterna och därmed även indirekt tillgångspriserna. Genom att bedriva en mer restriktiv penningpolitik än vad som krävs för att hålla inflationen på målet på kort sikt när tillgångspriser och skuldsättning börjar dra iväg så kan vi visserligen få en något lägre inflation och en svagare efterfrågan än vad som är önskvärt. Men man minskar

■ risken för negativa effekter på produktion och inflation av en kollaps i tillgångspriserna senare. Exempelvis har ju Bank of Japan kritiserats på senare år för att inte ha fört tillräckligt stram penningpolitik för 15-20 år sedan när bubblorna i Japan byggdes upp.

De som hävdar att osäkerheten är för stor för att via ränteförändringar dämpa en uppgång anser alltså att det är bättre att avvakta till dess en korrigerande överdrivna tillgångspriser är ett faktum och först då agera. Många har uppfattningen att det då är viktigt att agera kraftfullt för att därigenom förhindra en djup recession. Risken med ett sådant agerande är dock, enligt min och andras mening, att man riskerar att ta i för mycket och därmed fördröja en nödvändig anpassning av balansräkningar och skuldsättning. Nya obalanser på andra marknader kan då uppstå och processen startar igen. När vändningen kommer nästa gång i andra tillgångsmarknader ökar risken för att nollräntegränsen nås. Många centralbanker har agerat på det sättet vilket kan vara orsaken till att en husprisbubbla har skapats en tid efter en aktiebubbla.

Min egen bedömning är att de samhällsekonomiska kostnaderna i form av kraftiga fluktuationer i efterfrågan i genomsnitt troligen blir högre om centralbanken inte väger in risker för effekterna på tillväxt och inflation av överdrivna tillgångspriser och skulder i sina beslut. Ett skäl till det är de höga kostnaderna förknippade med att nollräntegränsen riskerar att nås om man avvaktar med ränteåtgärder till dess att tillgångspriser och skuldsättning korrigeras och efterfrågan dämpas kraftigt.

Penningpolitiken efter börsbubblan

Aktiebubblan i slutet av 1990-talet är exempel på en finansiell obalans som byggdes upp trots låg och stabil inflation. Sannolikt drevs börsuppgången inledningsvis av fundamentalt motiverade förväntningar om framtida vinster och tillväxt i IT- och telekomsektorn, men också av att tekniken generellt sett antogs skapa förutsättningar för högre tillväxt under längre tid. Snart verkar det dock ha uppstått en allmän överoptimism om varaktigheten och styrkan i de förväntade framtida inkomstökningarna. Låga räntor till följd av lågt inflationstryck bidrog samtidigt till att företagens och hushållens skuldsättning växte i många länder. I många branscher var investeringstillväxten hög. När aktiebubblan brast följdes den av en konjunkturedgång där hög skuldsättning skapade ett konsolideringsbehov i företagssektorn. Tillsammans med ett ökat försiktighetssparande i många hushåll dämpades därför efterfrågan av varor och tjänster.

För att undvika ett djupt konjunkturfall och att inflationen därför gick ner ytterligare sänkte centralbankerna räntorna från redan låga nivåer. Men såväl investerings- som sysselsättningstillväxten dröjde då företagen i stället för att nyanställa och utvidga, effektiviserade sin produktion för att genom lägre kostnader få utrymme att sänka sina skuldkvoter, men också för att möta den ökade konkurrensen från lågprisländer. De låga räntorna tycktes alltså inte få någon snabb effekt på konsumtion och investeringar, men gav fortsatt stimulans åt hushållens efterfrågan på bostäder och lån i många länder. De ovanligt låga långa räntorna i kombination med låga räntedifferenser gentemot högt betygsatta statsobligationer gav ytterligare stimulans.

Utvecklingen på bostadsmarknaden har alltså aktualiserat debatten om vilken roll hushållens skuldsättning och husprisutvecklingen ska ha för penningpolitiken. I slutet av 1990-talet fanns en liknande diskussion men då gällde det främst före-

■ tagens balansräkningar och de uppdrivna aktiekurserna. Då liksom nu handlar det om huruvida och på vilket sätt penningpolitiken ska väga samman de krav som inflationsmålpolitiken ställer om ekonomin fungerar normalt med de risker för kraftig dämpning av inflation och efterfrågan som en korrigerande av obalanser på de finansiella marknaderna skulle kunna resultera i. I praktiken handlar det alltså om att värdera om det är värt att acceptera en något svagare efterfrågan de närmaste åren för att mildra effekterna av en visserligen osäker men kraftig effekt av korrigeringar av finansiella obalanser någon gång i framtiden.

Den aktuella situationen i Sverige

Innan jag går närmare in på att tala om hur jag ser på riskerna med de svenska hushållens skulder och höga bostadspriser idag, vill jag säga några ord om Riksbankens andra uppgift. Den innebär att vi också ska verka för stabilitet i det finansiella systemet. När hushållens skuldsättning och småhuspriser diskuteras i det sammanhanget ligger fokus på risken för en kris i banksystemet. För Riksbankens finansiella stabilitetsmål är det viktigt att bedöma hushållens betalningsförmåga samt om de säkerheter banker och bostadsinstitut tagit i form av hus och bostadsrätter riskerar att falla i värde. I mitt anförande idag koncentrerar jag mig dock på vilket roll överdrivna tillgångspriser och skuldsättning har för efterfrågeutvecklingen och därmed prisstabiliteten.

Mellan 1995 då uppgången startade och fram till idag har de svenska hushållens skulder liksom småhuspriserna ökat nästan tre gånger mer än hushållens inkomster. Ökningstakterna har ännu inte dämpats och i år har såväl huspriser som hushållens skulder ökat med 13 procent i årstakt. I genomsnitt uppgår nu hushållens skulder till 130 procent av disponibelinkomsterna, vilket är lika högt som före fastighetskrisen 1992. På lång sikt är det rimligt att anta att huspriserna inte ökar i högre takt än inkomsterna. Studier visar att om husprisökningarna avviker från inkomstutvecklingen tenderar den diskrepans som uppstår att korrigeras.

När vi bedömer ökningstakten i Sverige de senaste 10 åren måste vi dock ha i minne att uppgången startade i mitten av 1990-talet från en mycket låg nivå efter krisåren i början av 1990-talet. Mycket av uppgången kan förklaras av den räntenedgång som ägt rum sedan mitten på 1990-talet och som skett i takt med att trovärdigheten för inflationsmålpolitiken etablerats. Stabila inflationsförväntningar har troligen lett till att hushållen känner sig mindre osäkra om ränteutvecklingen framöver. Lägre nominella räntor i kombination med att bankerna numera tycks acceptera amorteringsfria lån har ytterligare minskat skuldtjänstknoten och troligen ökat efterfrågan av lån. Trots att skuldsättningsgraden är lika hög som 1992 motsvarar ränteutgifterna efter skatt knappt 4 procent av hushållens inkomster¹, vilket ska jämföras med 11 procent när det var som värst i början av 1990-talet. Till det kommer alltså att många lån är amorteringsfria idag. Ökad konkurrens i banksektorn i kombination med effektivare kreditriskhantering kan också både ha ökat utbudet av krediter och gjort lånen billigare.

Det finns alltså många faktorer som kan motivera att hushållens skuldsättningsgrad kommer att ligga högre än vad den historiskt sett har gjort. Men ju längre tiden går utan att tillväxttakterna i bostadspriser och skulder dämpas desto större blir oron att hushållen lånar mer än vad som är långsiktigt hållbart. På sikt kan korrigeringar av uppdrivna bostadspriser och skulder i så fall dämpa efterfrågan och inflationen. De historiskt sett mycket låga räntorna skulle kunna skapa för-

¹ Räntebördan för skuldsatta hushåll var drygt 5 % 2004.

■ väntningar om orealistiskt låga räntor även framöver och leda till att hushållen tar för stora lån. Låg inflation och amorteringsfria lån leder också till att hushållen kommer att vara högt skuldsatta under lång tid. De hushåll som har lånefinansierat en dyr bostad kan därför bli mycket känsliga för korrigeringar av bostadspri- serna lång tid framöver.

Hur har vi beaktat dessa risker hittills? Det kan vara belysande att jämföra våra beslut i juni 2005 med våra beslut i början av 2006. I juni 2005 hade vi under en längre tid varit oroade för de framtida effekterna av huspris- och skuldökningarna i Sverige, men när vi såg att nationalräkenskapsdata visade att tillväxten i efterfrågan inte var så bred och stark som vi trott, vägde hänsynen till tillväxt och inflation på 1-2 års sikt över och vi sänkte räntan. I början av 2006 stod det dock klart att tillväxten var bredare och kraftigare än vi tidigare trott och att inflationen därmed sakta skulle öka upp mot målet. Då bidrog också oron för de framtida effekterna av överdrivna huspris- och skuldökningar till att argumenten för en räntehöjning vägde över och vi höjde räntan. Den starka utvecklingen på bostads – och kreditmarknaden vägdes in också i det senaste penningpolitiska beslutet, vilket framgår av pressmeddelandet 2006-06-20.

Avslutning

Som jag inledningsvis konstaterade är påståendena om att Riksbanken skulle ha infört några nya parallella mål vid sidan av inflationsmålet fel. Vad det handlar om är att vi för en flexibel inflationsmålspolitik och att vi inom ramen för den beaktar risker för stora fluktuationer i den reala ekonomin och inflationen över en längre tidsperiod. Historiskt sett låga räntor under lång tid riskerar leda till att hushållen lånar för mycket, vilket driver upp småhuspriserna. Abrupta priskorri- geringar längre fram kan dämpa den reala efterfrågan och inflationen. För att minska risken för att sådana obalanser byggs upp kan vi välja att höja räntan nå- got snabbare än vad inflationsprognoserna motiverar. De positiva effekterna i form av en lägre risk för framtida abrupta korrigeringar, måste dock vägas mot de förluster i form av lägre efterfrågan och inflation som på kort sikt uppstår. Ett problem är dock att sådana risker inte låter sig siffersättas. Det ökar svårigheten för en centralbank att vara öppen och tydlig om grunderna för de penningpolitis- ka besluten. Att upprätthålla trovärdighet för inflationsmålpolitiken är en cen- tralbanks viktigaste uppgift och det sätter gränser för vilka hänsyn penningpoliti- ken kan ta.

LITTERATUR

Bean, C. (2003), "Asset prices, financial imbalances and monetary policy: are inflation targets enough?", BIS Working papers No. 140

Berg, C., Hansen J. & Sellin, P (2004), "The financial accelerator and firms' investment behaviour", Sveriges Riksbank Economic Review, 2, forthcoming

Bernanke, B., Gertler M. & S. Gilchrist (1996), "The Financial Accelerator and the Flight to Quality", Review of Economics and Statistics, 78, 1-15

Bernanke, B., Gertler M. & S. Gilchrist (1999), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", in Handbook of Macroeconomics, J. Taylor and M. Woodford editors, North-Holland

Blanchard Olivier "What Do We Know About Macroeconomics that Fisher and Wicksell Did Not?" November 2000

Borio, C. & P. Lowe (2002), "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", BIS Working Papers No. 114

Borio, C. & White, W (2004) "Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes", BIS Working Papers No. 147

Borio, C. & Filardo, A. , J (2004) "Back to the future? Assessing the deflation record", BIS Working Papers No. 152

Bradford De Long, J. (1991), "Liquidation Cycles and great Depression" Harvard University and NBER

Carling, K., Jacobson, T., Linde, J., Roszbach, K. (2003), "Exploring relationships between the Macro Economy", Sveriges Riksbank, Working papers

Cecchetti, Stephen G, "The Brave New World of Central Banking - The Policy Challenges posed by Asset Booms and Busts", 14/2005 Czech National Bank

De Grauwe, P. & Grimaldi, M. (2004) "Exchange Rate Puzzles: A Tale of Switching Attractors", Sveriges Riksbank W P No 163

Detken C & Smets: "Asset price booms and monetary policy. Paper from Workshop on 11 December 2003 on "Asset prices and monetary policy", European Central Bank.

Dillén, Hans & Peter Sellin (2003), "Financial bubbles and monetary policy", Sveriges Riksbank Economic Review, 3, 43-68

Eichengreen, B. & Mitchener, K. (2003), " The Great Depression as a credit boom gone wrong", BIS Working papers No. 137

Financial stability Report (2004:1), Sveriges Riksbank

Fisher, I. (1933), "The debt-deflation theory of great depressions", Econometrica, 337:357

Heikensten, L. & Vredin, A (2002), "The art of targeting inflation", Sveriges Riksbank Economic Review

■ Ilyns, C & Abdelha Senhadji (2002), " Lending Booms, Real Estate Bubbles and The Asian Crises" , IMF Working Paper 02/20

King, R.G. & R. Levine (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", Quarterly Journal of Economics, August, 108, 715-37

Kiyotaki, N. & Moore, J. (1997), "Credit Cycles", Journal of Political Economy, Vol. 105, 211-48

Laidler, D (2003) "The price level, relative prices and economic stability: aspects of the interwar debate", BIS Working Papers No. 136

Lowe, P (2002) " Credit risk measurement and procyclicality", BIS Working Papers No. 116

Neiss, K, S & Nelson, E (2001) " The real interest gap as an inflation indicator" Bank of England WP

Oppers, S, E (2002), "The Austrian Theory of Business Cycles: Old Lessons for Modern Economic Policy?", IMF Working Papers 02/02

Riksbanken "Penningpolitiken i Sverige" maj 2006

Schumpeter, J.E. (1911), "A Theory of Economic Development" Cambridge, MA: Harvard University Press

Srejber, Eva (2002) "Inflation targeting and bubbles" Speech at The Adam Smith seminars in Paris

Srejber, Eva (2004) "What role do asset prices and credit play in monetary policy" Speech at The Adam Smith Seminars –Thun, Switzerland

World Economic Outlook May 2000, 2003 appendix, Sep 2004, Sep 2005

White, R. William "Is price stability enough?" April 2006, BIS WP 205