



# ANFÖRANDE

DATUM: 2006-09-14  
TALARE: Vice riksbankschef Lars Nyberg  
PLATS: Foreign Banker's Association

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

## ■ Riksbankens penningpolitiska strategi

### Inledning

Låt mig börja med att tacka för inbjudan och säga att det är ett nöje att få komma hit och tala om Riksbanken och penningpolitiken.

När man bedriver penningpolitik i modern tappning är det viktigt att de principer som vägleder räntebesluten är allmänt kända. Penningpolitiken verkar i hög grad via påverkan på förväntningar om den framtida inflationen och räntenivån m.m. Därför beskriver vi regelbundet i våra inflationsrapporter hur vi ser på den ekonomiska utvecklingen och publicerar protokoll från våra penningpolitiska sammanträden så att alla har möjlighet att se vilka avvägningar vi har gjort. Två gånger per år håller riksbankschefen ett offentligt anförande inför riksdagens finansutskott och svarar på frågor från riksdagsledamöter och journalister. Därutöver håller vi i direktionen ett stort antal tal där vi diskuterar olika aspekter av den svenska ekonomin och förklarar räntebesluten. Jag skulle vilja säga att en löpande debatt om penningpolitiken och dess villkor är en förutsättning för att den ska fungera tillfredsställande.

En svårighet med penningpolitiken är att den inte verkar omedelbart. De penningpolitiska besluten måste därför baseras på prognoser av den framtida inflationen och den realekonomiska utvecklingen. Sådana prognoser är givetvis osäkra och kan också göras på flera olika sätt. Ett huvudsyfte med inflationsrapporterna är att förklara hur vi gör så att detta kan ifrågasättas och diskuteras. Jag ska återkomma till just prognoserna, eftersom vi börjat hantera dem på ett något annorlunda sätt än tidigare.

Under våren beskrev jag och mina kollegor i direktionen i flera olika tal vilka principer som är vägledande för hur penningpolitiken bedrivs. I maj publicerade vi också ett särskilt dokument där vi redogjorde för detta.<sup>1</sup> Ett skäl till att vi ansåg att det då var angeläget att publicera ett sådant dokument var att det under en längre tid hade varit en livlig debatt om penningpolitiken som tog sig olika uttryck. Bland annat fanns det de som menade att vi *borde* ha flera mål för penningpolitiken; inte bara ett inflationsmål. Andra hävdade att vi redan hade det

<sup>1</sup> Se "Penningpolitiken i Sverige", Sveriges Riksbank (dokumentet kan laddas ner från Riksbankens hemsida, [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se), eller beställas i tryckt form).

■ samtidigt som det fanns debattörer som pekade på att flera mål riskerar att skapa otydlighet.

Även om debatten sedan dess inte har varit riktigt lika livlig – vilket förvisso kan hänga ihop med att vi har haft en lång och skön sommar som kanske har lockat till annat än penningpolitiska funderingar – ser jag att penningpolitiken fortfarande ibland beskrivs på ett sätt som jag inte riktigt känner igen mig i. Det är speciellt två frågor som ständigt dyker upp: Bryr vi oss bara om inflationen eller tar vi också hänsyn till vad som händer i den reala ekonomin, t.ex. med sysselsättningen? Och hur ser vi på den snabba ökningen av hushållens skulder och fastighetspriserna?

## Penningpolitikens mål

För att förstå de penningpolitiska besluten är det förstas grundläggande att det inte råder osäkerhet om målet för penningpolitiken. Det finns bara *ett* av riksdagen lagstadgat mål för penningpolitiken och det är att upprätthålla ett stabilt penningvärde. Vi på Riksbanken har sedan preciserat detta mål i termer av ett explicit inflationsmål. Det säger att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent med ett toleransintervall på  $\pm 1$  procentenhet.

Man frågar sig kanske varför vi tillåter en viss inflation då riksdagen har gett oss uppdraget att upprätthålla ett stabilt penningvärde. Ett skäl till varför vi har valt att inte sätta inflationsmålet till noll procent är att ett för lågt inflationsmål under vissa förutsättningar kan skapa en ogynnsam sysselsättningsutveckling. Det finns i ekonomin ett inbyggt motstånd mot nominella pris- och lönesänkningar och ett visst mått av inflation kan därför underlätta nödvändiga förändringar av de relativa priserna och lönerna. Bland de länder vars ekonomiska politik är inriktad mot prisstabilitet har det utvecklats en samsyn om att en lagom inflation ligger runt 2 procent. Samtidigt vill jag påpeka att man inte på vetenskapliga grunder kan fastslå exakt hur ett inflationsmål bör formuleras.

Nu kan naturligtvis inte ambitionsnivån vara att inflationen vid varje given tidpunkt ska ligga på två procent. Ekonomin kan utsättas för oväntade störningar och det går inte att parera sådana störningar omedelbart eftersom penningpolitiken verkar med viss fördröjning. En alltför snabb återgång mot målet kan också ha onödigt stora realekonomiska kostnader. Låt mig utveckla detta något:

## Penningpolitiken tar realekonomisk hänsyn

Om inflationen av någon anledning ligger över eller under inflationsmålet måste man ta ställning till hur snabbt inflationen ska föras tillbaka mot målet. I dessa situationer har vi anledning och möjlighet att ta hänsyn till den reala utvecklingen i ekonomin och inte bara se till prisutvecklingen. Om till exempel en höjning av priset på energi fört upp inflationen en bra bit över två procent kan man naturligtvis genom en kraftfull räntehöjning snabbt tvinga tillbaka inflationen mot målet. Men detta har ett pris i form av att bromsa den ekonomiska tillväxten. Om istället till exempel en hög produktivitetstillväxt och låga importpriser gjort att inflationen hamnar en bit under två procent kan man genom att sänka räntan kanske snabbt rätta till problemet. Men detta riskerar att ge ekonomin en stimulans som i vissa lägen inte är önskvärd. Genom att föra tillbaka inflationen mot målet i lugnare takt kan man få en stabilare utveckling av den reala ekonomin. Vi

kan på detta sätt bidra till stabilitet; däremot är det inte möjligt att med penningpolitik påverka den långsiktiga tillväxttakten i ekonomin.

Att Riksbanken vid sidan av prisstabilitetsmålet ska beakta den realekonomiska utvecklingen står inte skrivet i lagtexten. Däremot står det i förarbetena till Riksbankslagen att Riksbanken ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och sysselsättning, men utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet.

Att inte ha ambitionen att så fort det bara går återföra inflationen till målet skapar således en flexibilitet i utformningen av penningpolitiken som ger utrymme för att ta real hänsyn. Samtidigt är det angeläget att denna flexibilitet inte skapar tvivel om inflationsmålet upprätthållande på sikt. Det är skälet till varför vi har valt att precisera en tidshorisont som säger att penningpolitiken normalt ska inriktas på att uppnå inflationen inom två år. Tvåårshorisonten ska tolkas som en restriktion på hur stor hänsyn som normalt kan tas till den realekonomiska utvecklingen. Det är en restriktion som vi – i likhet med det siffersatta inflationsmålet – har lagt på oss själva för att skapa trovärdighet för målet om fast penningvärde. Ett liknande resonemang ligger bakom att vi har valt att siffersätta ett visst toleransintervall kring målet. Samtidigt som toleransintervallet anger ett intervall inom vilket inflationen normalt kan antas variera till följd av oväntade störningar och ofullständig kunskap om exakt hur penningpolitiken påverkar ekonomin, anger det en gräns för hur stora avvikelserna normalt får tillåtas bli.

Låt mig dock, som vi brukar göra, påpeka att det kan uppstå vissa situationer där störningarna kan bli så stora att det finns anledning att dröja ännu längre än två år med att återföra inflationen till tvåprocentmålet. Om vi skulle bedöma att en sådan situation föreligger så kommer vi att göra det tydligt i samband med de penningpolitiska besluten. En förutsättning är också att vi inte befinner oss i en situation där vi riskerar att urholka förtroendet för inflationsmålet eller penningpolitiken.

Dessa tankar om hur man kan ta hänsyn till den reala utvecklingen är naturligtvis inte unika för Riksbanken. Även om riktlinjerna för penningpolitik med inflationsmål varierar lite mellan olika länder bedriver alla centralbanker med inflationsmål penningpolitiken med viss hänsyn till den realekonomiska aktiviteten. Det brukar kallas för en flexibel inflationsmålspolitik. Vi är med andra ord inga "inflation nutters" som till varje pris vill återföra inflationen till målet så snabbt som möjligt.

## **Inflationsprognosens betydelse för räntebesluten**

Låt mig så gå över till att tala lite om det antagande för reporäntan som vi använder för prognoserna i inflationsrapporten.

Prognoserna i inflationsrapportens huvudscenario har tidigare år utgått från antagandet att reporäntan hålls oförändrad under prognosperioden. Det antagandet hade fördelen att ge en mycket enkel och tydlig huvudregel för penningpolitiken: Om prognosen för inflationen vid prognosperiodens slut låg under två procent skulle reporäntan normalt sänkas och om den låg över två procent skulle räntan höjas. Om prognosen låg mycket nära två procent skulle räntan ligga kvar. Den regeln fångade naturligtvis inte upp alla nyanser i den penningpolitiska diskussionen, men den förklarade ändå i grova drag de penningpolitiska besluten.

■ Det fanns dock flera nackdelar med antagandet om konstant reporänta. I lägen när marknaden förväntade sig tydligt stigande eller fallande räntenivåer blev det svårt att jämföra våra prognoser baserade på antagandet om en konstant reporänta med andra prognosmakares. Ett skäl till det var att antagandet om konstant reporänta ofta resulterade i att våra prognoser för inflationen blev högre än andra prognosmakares när inflationen var på väg upp och lägre när inflationen var på väg ner. Detta förvirrade diskussionen om penningpolitiken.

Sedan oktober förra året baseras prognoserna istället på det tekniska antagandet att reporäntan utvecklas i linje med marknadens förväntningar, så som de kommer till uttryck i de så kallade implicita terminsräntorna. Det har underlättat möjligheten till jämförelser med andra inflationsprognoser och därmed också underlättat en utvärdering av penningpolitiken.<sup>2</sup>

Med det nya ränteantagande vi nu använder kan vi inte längre använda vår gamla handlingsregel för penningpolitiken. Om prognosen med konstant reporänta hamnade nära två procent skulle enligt den gamla handlingsregeln reporäntan inte ändras. Om prognosen enligt det nya synsättet hamnar nära två procent så ska reporäntan normalt utvecklas på det sätt som speglas av marknadens förväntningar. Det kan betyda att reporäntan, givet den underliggande inflationsprognosen, ska höjas eller sänkas i ett antal steg under den kommande tvåårsperioden.

Det nya synsättet innebär alltså att den penningpolitiska diskussionen utgår från en bana för räntan under hela prognosperioden medan den gamla beslutsregeln bara tog ställning till vad som skulle göras vid beslutstillfället. Jag har sett flera exempel på att den gamla beslutsregeln använts i diskussioner som handlar om den nya räntebanan. Det är naturligtvis fatalt då det kan leda till helt felaktiga förväntningar på penningpolitiken. Den gamla beslutsregeln är död och det återstår bara för marknaden att begrava den.

Även med det nya synsättet tar vi hänsyn till den realekonomiska utvecklingen i våra penningpolitiska beslut. Om till exempel den prognostiserade inflationen skulle ligga nära målet just efter två år men uppvisa en snabb acceleration samtidigt som tillväxten i den reala ekonomin är hög, är det möjligt att den implicita terminsräntebanan inte kan anses spegla en önskvärd utveckling av reporäntan. I en sådan situation är det möjligt att reporäntan skulle behöva höjas snabbare i början av prognosperioden. Vi tittar alltså inte enbart på om inflationen väntas ligga nära målet om två år när vi fattar beslut om reporäntan; vi tar hänsyn till hela utvecklingsbanan för inflationen och den reala ekonomin. En önskvärd penningpolitik är sådan att inflationen i normalfallet ligger nära målet i ett tvåårigt tidsperspektiv samtidigt som den prognostiserade inflationen och realekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar.

För ordningens skull vill jag säga att prognosantagandet om att reporäntan följer de implicita terminsräntorna självklart inte är någon utfästelse från Riksbanken att reporäntan faktiskt kommer att utvecklas på det sättet. Vi har ingen unik information om framtiden. Vi kan inte på förhand binda upp penningpolitiken vid en viss sekvens av framtida ränteförändringar eftersom den framtida ekonomiska utvecklingen är osäker. Den ställning vi tar till reporäntans utveckling vid de penningpolitiska sammanträdena bygger på den samlade information som finns till-

<sup>2</sup> I fördjupningsrutan, "Metodförändringar i Riksbankens prognosarbete", Inflationsrapport 2005:1, i Irma Rosenbergs anförande "Riksbanken och penningpolitiken" på Danske Bank, 29 september, 2005 och i Lars Heikenstens tal, "Tankar om hur det penningpolitiska arbetet kan utvecklas", Nationalekonomiska föreläsningen 22 februari 2005, redogörs utförligare för detta.

■ gänglig vid beslutstillfället. Våra avvägningar kan och bör ändras om ekonomin utvecklas på ett annorlunda sätt än vad vi förväntat oss.

## Hantering av risker i de penningpolitiska besluten

Eftersom penningpolitiken måste baseras på osäkra prognoser över framtiden, finns det ett behov av att hantera risker för att ekonomin kan utvecklas på ett annorlunda sätt än vad centralbanken förväntat sig. Den förre centralbankschefen i USA, Alan Greenspan, har kallat detta för "risk management approach to policy". Mot denna bakgrund har vi i våra inflationsrapporter därför ett särskilt avsnitt där vi diskuterar alternativa scenarier för inflationen och realekonomin och sannolikheten för att dessa ska materialiseras. Det är prognosen för inflationen och realekonomin med beaktande av risker för alternativa scenarier som ligger till grund för de penningpolitiska besluten.

Det är självklart inte ändamålsenligt att i en riskanalys beakta *alla* tänkbara risker; inte ens sådana som skulle få dramatiska konsekvenser om de faktiskt materialiserades. Exempelvis är det, så som jag ser det, inte rimligt att låta de penningpolitiska besluten styras av risken för globala obalanser, eftersom vi ändå inte kan påverka en sådan utveckling med vår egen penningpolitik.<sup>3</sup> Däremot bör man enligt min mening alltid beakta risker som beror på den förda penningpolitiken även om det ibland är svårt att siffersätta dessa och beräkna deras konsekvenser.

Ett problem som många centralbanker med inflationsmål har brottats med på senare tid och som relaterar till detta är risken för en ogynnsam utveckling av fastighetspriserna och hushållens skuldsättning till följd av en längre tids expansiv penningpolitik. Sverige utgör här inget undantag.

Både konjunkturella och strukturella faktorer motiverar att tillväxttakten i hushållens skulder och fastighetspriserna har varit hög under en tid i Sverige och det finns därför skäl att beakta detta i det normala analys- och prognosarbetet. Stigande huspriser ger upphov till förmögenhetseffekter som påverkar konsumtions- och sparandebeslut. Skuldutvecklingen påverkar hur ränteförändringar slår på konsumtionen. Det ligger inte nödvändigtvis någon dramatik i detta. Men när ökningstakterna fortsätter att ligga kvar på en hög nivå under en längre period ökar risken för obalanser i skulduppbyggnaden och huspriserna som i sin tur i värsta fall kan bidra till stora svängningar i både inflationen och realekonomin längre fram i tiden. Frågan är hur risken för den här typen av obalanser ska hanteras.

Ett sätt att hantera denna och liknande risker är att tidigare- eller senarelägga en förändring av reporäntan något i förhållande till vad som kan bedömas vara de mest lämpliga tidpunkterna med hänsyn enbart till prognoserna för inflationen och realekonomin. Låt mig illustrera detta genom att kort återge hur vi resonerade i samband med det penningpolitiska beslutet i februari i år:

Vi höjde då reporäntan trots att inflationsprognosen i sig skulle kunna ha motiverat att vi avvaktade en viss tid med en höjning. Vår bedömning var att det fanns andra omständigheter som talade för att reporäntan borde höjas redan i februari men att reporäntan därefter istället kunde höjas i något långsammare takt. De senaste årens mycket expansiva penningpolitik tillsammans med försvagningen av kronan har gett en betydande stimulans av ekonomin. Det har bidragit till att

<sup>3</sup> Se också Tucker, P., (2006), "Reflections on operating inflation targeting", *Bank of England Quarterly Bulletin*: Summer 2006.

vi nu är i en situation där hushållens skuldsättning och huspriserna ökat i en snabbare takt än vad som kan bedömas vara långsiktigt hållbart. Vår bedömning vid det penningpolitiska sammanträdet i februari var att en något tidigarelagd höjning av reporäntan skulle minska risken för en abrupt anpassning av huspriserna och hushållens skuldsättning längre fram i tiden med ogynnsamma följdverkningar på både inflationen och realekonomin. Man skulle kunna uttrycka detta som att vi med denna risk i åtanke, resonerade kring en lämplig "timing" för en räntehöjning som vi ändå såg framför oss med tanke på inflationsmålet.

Jag och mina kollegor i Riksbankens direktion har i flera olika tal tydligt påpekat att detta förfarande *inte* handlar om att vi har infört andra mål för penningpolitiken vid sidan av prisstabilitetsmålet och ambitionen att bidra till att dämpa realekonomiska svängningar. Det är också något som vi tydligt uttryckte i det särskilda dokumentet om den penningpolitiska strategin som Riksbanken publicerade före sommaren. Därför blir jag lite förvånad när jag fortfarande i olika sammanhang ser att penningpolitiken beskrivs på ett sätt som ger intryck av att vi även har andra mål för ögonen när vi fattar beslut om reporäntan.

Jag vill också understryka att vår hantering av risken för en ogynnsam utveckling av huspriser och hushållens skuldsättning inte på något sätt innebär att vi anser att just dessa aspekter har större relevans för vad som är en önskvärd penningpolitik än exempelvis läget på arbetsmarknaden. Från tid till annan kommer det att uppstå situationer där vi, på annat sätt än vårt traditionella tillvägagångssätt, behöver beakta risker för en ogynnsam ekonomisk utveckling som är svåra att kvantifiera; på senare tid har det gällt huspriserna och hushållens skuldsättning; i framtiden kan det gälla andra variabler. I detta ligger en viktig dimension av flexibiliteten i den flexibla inflationsmålspolitiken.

## Den aktuella situationen

Låt mig så avslutningsvis kort kommentera vårt senaste penningpolitiska beslut. En utförligare redovisning ges i det penningpolitiska protokollet som vi publicerade i förrgår.

Vid det penningpolitiska sammanträdet den 29 augusti valde vi att höja reporäntan med 0,25 procentenheter. När vi nu väljer att föra penningpolitiken i mindre expansiv riktning beror det på att vi har gjort bedömningen att det är nödvändigt för att inflationen inte ska överstiga målet på ett par års sikt samtidigt som det bidrar till en balanserad realekonomisk utveckling. Höjningen av reporäntan ligger i linje med den bana för reporäntan som marknaden förväntar sig och som inflationsprognosen också är baserad på.

Den överraskande höga BNP-tillväxten talar å ena sidan för att inflationen kan stiga något snabbare framöver än vad vi räknade med i juni. Å andra sidan har produktiviteten utvecklats något starkare än väntat, vilket har bidragit till att kostnadsutvecklingen och ökningstakten i enhetsarbetskostnaderna har hållits tillbaka. Det har en dämpande effekt på inflationen.

Det finns dock indikationer på att läget på arbetsmarknaden håller på att stärkas, vilket bör bidra till att kostnadstrycket stiger. Vår samlade bedömning är att inflationen ökar framöver och att den kommer att ligga i linje med målet på ett par års sikt förutsatt att reporäntan faktiskt höjs ungefär på det sätt som marknaden förväntar sig.

■ Vår bedömning, vid det penningpolitiska sammanträdet, var att uppåtriskerna var ungefär lika stora som nedåtriskerna. Bland uppåtriskerna nämnde vi högre priser på energi, olja och el med risk för spridningseffekter och en högre löneökningstakt till följd av en god tillväxt i ekonomin. Bland nedåtriskerna återfinns en fortsatt stark inhemsk produktivitet utveckling och internationell prispress. När det gäller hushållens skuldsättning och huspriserna förväntar vi oss att tillväxttakterna ska avta, men vi har ännu inte sett några säkra tecken på detta.

I allt väsentligt står sig bilden från tidigare i år. Vår bedömning har under hela året varit att konjunktur- och inflationsutsikterna för de kommande åren talar för att det är rimligt att förvänta sig att reporäntan kommer att behöva höjas successivt. Vi har i enlighet med den synen höjt reporäntan fyra gånger hittills i år och min bedömning är att reporäntan kommer att behöva höjas ytterligare framöver. Men, som jag var inne på tidigare, vi både kan och bör ändra vår bedömning om ekonomin utvecklas på ett sätt som vi inte förväntat oss.

Tack för ordet!