



Penningpolitiken i Sverige

S V E R I G E S R I K S B A N K



SVERIGES
RIKSBANK

Penningpolitiken i Sverige

BESTÄLLNING av denna publikation kan göras
från Sveriges riksbank, Förrådet, 103 37 Stockholm;
fax 08-21 05 31; e-post: forradet@riksbank.se
eller webbplats: www.riksbank.se

Produktion: Sveriges riksbank

Tryck: Jernström Offset

ISBN 91-89612-23-X

Stockholm 2006

Innehåll

- Inledning och sammanfattning 5
- Bakgrund 7
- Riksbankens uppdrag och självständighet 8
- Utformningen av inflationsmålet 10
- Informationsvärdet i olika inflationsmått 12
- Målhorisonten och hänsyn till real stabilitet 13
- Sambandet mellan penningpolitiken och de finansiella marknaderna 15
- Inflationsprognosen och räntebesluten 17
- Öppenhet, tydlighet och kommunikation 18

Inledning och sammanfattning

I denna promemoria ges en beskrivning av Riksbankens penningpolitiska mål och strategi. Strategin har utvecklats gradvis sedan inflationsmålet formulerades 1993, som ett resultat av praktiska erfarenheter i Sverige och andra länder men också av nya rön inom den akademiska forskningen. Beskrivningens viktigaste syfte är att förklara hur Riksbanken i räntesättningen har utrymme att ta hänsyn till både inflationsutvecklingen och den realekonomiska utvecklingen (tillväxt, arbetslöshet, sysselsättning, etc.). Innehållet i promemorian kan sammanfattas i följande punkter:

- Det lagfästa målet för penningpolitiken är att upprätthålla ett fast penningvärde.
- Riksbanken har preciserat ett explicit inflationsmål som innebär att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent med ett toleransintervall på plus/minus 1 procentenhet.
- Penningpolitiken vägleds också av olika mått på "underliggande inflation". Det finns inte något enskilt inflationsmått som vid varje given tidpunkt alltid visar vilken penningpolitik som behövs.
- Penningpolitiken verkar med eftersläpning och inriktas normalt på att inflationsmålet ska uppnås inom två år. Tvåårshorisonten ger också utrymme att ta hänsyn till utvecklingen i realekonomin.
- 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.
- Riksbankens prognoser görs med antagandet att reporäntan (Riksbankens styrränta) utvecklas enligt marknadens förväntningar.
- Öppenhet och tydlighet i penningpolitiken är en förutsättning för att kunna kombinera trovärdighet för inflationsmålet med en flexibel tillämpning av målet på kort sikt.

Beskrivningen av Riksbankens penningpolitiska strategi i denna promemoria vidareutvecklar och ersätter det förtydligande av inflationsmålpolitiken som Riksbankens direktion gjorde 1999¹. I jämförelse med det förtydligandet finns här en utförligare diskussion av hur Riksbanken i räntesättningen har utrymme att ta hänsyn till både inflationsutvecklingen och den realekonomiska utvecklingen (tillväxt, arbetslöshet, sysselsättning, etc.).²

I debatten om penningpolitiken har under senare år frågan väckts vilken möjlighet Riksbanken har att ta andra hänsyn än bara till inflationen. Frågan har framförallt diskuterats i anslutning till den utveckling Sverige upplevt med hög tillväxt, stigande huspriser och kreditexpansion samtidigt som inflationen varit låg och arbetsmarknaden svag. Detta visar att det finns skäl att ytterligare tydliggöra Riksbankens syn på vilka principer som är vägledande för hur penningpolitiken bedrivs.

Det är också viktigt att med jämna mellanrum påminna om vilka effekter penningpolitiken kan, och inte kan, ha på den makroekonomiska utvecklingen. Även om penningpolitikens utformning är av avgörande betydelse för inflationens utveckling på några års sikt, är förändringar i reporäntan ett tämligen trubbigt verktyg när det gäller att styra inflationen på kort sikt. Det är inte möjligt att helt parera alla de störningar som påverkar inflationen, realekonomin och de finansiella marknaderna. Penningpolitiken har inte till uppgift och kan inte heller användas för att åstadkomma en bestående högre sysselsättning eller tillväxt. Vad penningpolitiken däremot kan åstadkomma är att säkra en inflation som över ett antal år är väl i linje med inflationsmålet och att bidra till att svängningar i den reala ekonomin dämpas. Därigenom kan penningpolitiken skapa goda förutsättningar för en effektivt fungerande ekonomi och en gynnsam och stabil makroekonomisk utveckling.

¹ Riksbankens inflationsmål – förtydligande och utvärdering, PM 1999-02-04, ärendebeteckning 1999-00351 DIR eller Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydligande och utvärdering", Penning- och valutapolitik Nr 1, 1999, Sveriges riksbank.

² I den akademiska forskningen om penningpolitiken kallas en sådan penningpolitik för "flexible inflation targeting" och därför använder även Riksbanken ibland beteckningen "flexibel inflationsmålspolitik" för att beskriva strategin.

Riksbankens uppdrag och självständighet

Riksbanken har ansvaret för penningpolitiken. Det lagfästa målet för penningpolitiken är att upprätthålla ett fast penningvärde, vilket slås fast genom de ändringar i riksbankslagen som trädde i kraft 1999³. I den tidigare lagen fanns en mer allmän formulering om att Riksbanken hade ansvar för "valuta- och kreditpolitik". Enligt riksbankslagen ska Riksbanken också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. I förarbetena till lagen angavs att Riksbanken, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, därutöver ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

Genom lagändringarna skapades också ökad självständighet för Riksbanken. Erfarenheter i Sverige och andra länder visar att självständighet skapar bättre förutsättningar för att upprätthålla ett fast penningvärde. Beslut om reporäntan fattas numera av Riksbankens direktion. Tidigare fattades räntebesluten av riksbanksfullmäktige, som nu istället har till huvuduppgift att utse ledamöterna i direktionen. Enligt regeringsformen får ingen annan myndighet bestämma hur Riksbanken ska besluta i frågor som rör penningpolitik. Direktionens självständighet markeras också i riksbankslagen, som säger att direktionens ledamöter inte får söka eller ta emot instruktioner när de fullgör penningpolitiska uppgifter.

Ett skäl till lagändringarna som gav ökad vikt vid prisstabilitet och ökad självständighet för Riksbanken var att Sverige skulle uppfylla kraven i EU-fördragen. Men bakom dessa krav – liksom de förändringar av penningpolitiken som skett i många länder utanför EU – låg också att de stabiliseringspolitiska erfarenheterna från 1970- och 1980-talen tydligt talade för att låg och stabil inflation är en avgörande förutsättning för en effektivt fungerande ekonomi och en gynnsam och stabil makroekonomisk utveckling.

Centralbanker har under årens lopp prövat olika sätt att ge ekonomin ett "nominellt ankare", t.ex. att hålla ett fast värde på valutan i förhållande till guld eller någon annan valuta eller att sträva efter en

³ Lagen beslutades av riksdagen genom två beslut rskr 1997/98:147 och rskr 1998/99:11.

viss tillväxttakt i penningmängden. Eftersom varken fast växelkurs eller penningmängdsmål har visat sig kunna förhindra alltför hög inflation har det sedan början av 1990-talet blivit allt vanligare att det "nominella ankaret" för penningpolitiken formulerats i termer av ett explicit inflationsmål. I länder som infört inflationsmål har man ofta också genomfört förändringar som inneburit ökad självständighet för centralbanken.

Utformningen av inflationsmålet

Riksbanken har preciserat ett explicit inflationsmål som säger att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent. Ett skäl till att målet inte sätts till noll är att det är svårt att genomföra sänkningar av nominella priser och löner i de fall detta skulle vara befogat för att åstadkomma en god sysselsättningsutveckling. Ett visst mått av inflation kan därför underlätta nödvändiga relativa pris- och lönejusteringar. Ett annat skäl som brukar anföras är att det är svårt att mäta priser korrekt. Det gäller särskilt hur kvalitetsförändringar ska beaktas. Det har etablerats en relativt stor samsyn bland länder om att en lagom inflationsnivå ligger kring 2 procent. Därför har länder med inflationsmål också ofta just valt att formulera mål som innebär att inflationen ska vara cirka 2 procent.

Inflation kan mätas på många olika sätt. En nyckelfråga är därför vilket prisindex målet ska avse. Dessutom måste bestämmas på vilken tidshorisont målet ska uppfyllas när det har uppstått en avvikelse. Detta beror på att penningpolitiken inte verkar så snabbt och inte heller har sådan precision att det går att garantera att priserna i ekonomin vid varje tidpunkt är exakt 2 procent högre än ett år tidigare.

Behovet av ett "nominellt ankare" talar för att inflationsmålet bör vara preciserat i termer av ett prisindex som representerar vanliga inköp och som är väl känt för allmänheten. Detta är det viktigaste argumentet för att Riksbanken formulerat sitt inflationsmål i termer av KPI, som Statistiska centralbyrån (SCB) beräknar och redovisar varje månad. För att markera att det inte står i penningpolitikens makt att uppnå målet exakt hela tiden har Riksbanken formulerat ett toleransintervall kring målet på plus/minus 1 procentenhet. Toleransintervallet markerar samtidigt att alltför stora avvikelser inte kan accepteras om målet ska behålla sin trovärdighet. För att skapa ytterligare tydlighet vägleds penningpolitiken av en princip som säger att när avvikelser från målet inträffar är ambitionen normalt att föra inflationen tillbaka till målet inom två år.

Exakt hur ett inflationsmål bör formuleras går inte att slå fast på teoretiska grunder. Det påverkas av varje lands historiska erfarenheter, hur centralbankens självständighet i förhållande till regeringen ser ut, etc. Att riksbankslagen inte innehåller någon närmare precisering av innebörden av ett "fast penningvärde" och att detta har delegerats till Riksbanken kan antas spegla sådana insikter.

■ Informationsvärdet i olika inflationsmått

Penningpolitiken vägleds också av olika mått på "underliggande" inflation. Det finns inte något enskilt inflationsmått som i varje given tidpunkt alltid visar vilken penningpolitik som behövs. Vilket prisindex som i en given tidpunkt är mest relevant för penningpolitiken är heller inte någon teknisk fråga om vad som är "rätt" mått på inflationen. Olika mått på "underliggande inflation" används därför ofta för att beskriva inflationens utveckling och motivera penningpolitikens uppläggning. Dessa mått har rensats för priskomponenter som brukar fluktuera kraftigt men som inte bedöms påverka den mer trendmässiga utvecklingen av inflationen.

Riksbanken har formulerat ett mål i termer av det bredaste måttet för konsumentprisutvecklingen, KPI, men har givit ett visst mått på "underliggande inflation" en speciell status. Detta mått kallas för UND1X och är rensat från direkta effekter av förändringar i indirekta skatter och subventioner och från räntekostnader för egna hem. Skillnaden mellan ökningen i KPI och UND1X är liten på lång sikt men UND1X utvecklas kortsiktigt något jämnare än KPI. SCB beräknar och publicerar även UND1X. Att detta mått används beror på att förändringar i indirekta skatter och subventioner (på grund av finanspolitiken) och i räntekostnader för egna hem (till följd av penningpolitiken) ofta har effekter på KPI som inte bör föranleda någon penningpolitisk åtgärd.

Det är viktigt att skilja på vilket mått på inflationen som är målet för penningpolitiken och vilka mått som är användbara när det gäller att göra analyser av och prognoser för inflationens utveckling. Målet för Riksbankens penningpolitik är att stabilisera KPI:s ökningstakt kring 2 procent. För att uppnå detta mål, och för att bättre kunna förklara penningpolitikens uppläggning, väljer Riksbanken ibland att lyfta fram utvecklingen av andra inflationsmått. Behovet av att lyfta fram alternativa mått på inflationsutvecklingen har dock minskat i och med att Riksbanken sedan en tid tillbaka har förlängt sin prognoshorisont från två till tre år. En förlängd prognoshorisont gör det möjligt att visa att det kan finnas tillfälliga effekter på inflationen under tvåårshorisonten, vilka sedan förhållandevis snabbt försvinner.

Målhorisonten och hänsyn till real stabilitet

Penningpolitiken inriktas normalt på att uppnå inflationsmålet inom två år. Ett skäl till det är att penningpolitiken verkar med fördröjning. Ett annat är att Riksbanken genom att sikta på denna horisont kan bidra till att dämpa fluktuationerna i realekonomin samtidigt som trovärdigheten för inflationsmålet bevaras.

Den arbetsgrupp som tog fram den nya riksbankslagen diskuterade om målet om fast penningvärde borde kompletteras med mål för t.ex. BNP-tillväxt och sysselsättning (Ds 1997:50). Arbetsgruppen ansåg att Riksbanken, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, skulle stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Under riksdagsbehandlingen ansågs det att detta följde av att Riksbanken är en myndighet under riksdagen och att detta därför inte behövde lagfästas. Sådana mål skulle dessutom både vara svåra att förena med regelverket inom EU och olämpliga med tanke på att penningpolitiken inte kan påverka tillväxt och sysselsättning på ett bestående sätt.

Att tillåta tillfälliga avvikelser från inflationsmålet kan vara motiverat av hänsyn till realekonomin. Genom att inte ha ambitionen att återföra inflationen till målet så fort som möjligt, skapas ett utrymme att bedriva penningpolitiken så att realekonomiska svängningar kan dämpas. Samtidigt är det viktigt att denna flexibilitet inte minskar trovärdigheten för inflationsmålet på sikt. Tvåårshorisonten kan tolkas som en restriktion på hur stor hänsyn som normalt kan tas till den realekonomiska utvecklingen, en restriktion som – i likhet med det preciserade inflationsmålet – Riksbanken själv lagt på sig för att skapa trovärdighet för målet om fast penningvärde.

Under vissa omständigheter kan avvikelserna från inflationsmålet bli så stora att det är rimligt att låta inflationen nå målet bortom den vanliga tvåårshorisonten, givet att detta inte urholkar förtroendet för penningpolitiken. När Riksbanken bedömer att det uppstår en sådan situation ska detta göras tydligt i samband med de penningpolitiska besluten. Den takt med vilken det är önskvärt att återföra inflationen till målet efter en avvikelse är beroende av vilka störningar ekonomin

träffas av. Detta innebär att det inte går att beskriva den penningpolitiska strategin med någon mekanisk handlingsregel. För att avgöra om och hur reporäntan behöver förändras måste man analysera orsakerna till att inflationen avviker från målet och även hur ränta, inflation och den reala ekonomin samverkar.

Sambandet mellan penningpolitiken och de finansiella marknaderna

Utvecklingen på de finansiella marknaderna påverkar, och påverkas av, variationer i inflation och realekonomi. Därför tas 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 handlar inte heller om att med ränteändringar försöka hantera potentiella problem med betalningsväsendet.

Riksbanken har förvisso också uppgiften att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. För att betalningsväsendet ska uppfattas som säkert och effektivt krävs bl.a. att banksystemet i sin tur är säkert och effektivt. Bankernas verksamhet är nära sammanflätad med den övriga finansiella sektorn. Därför uttrycks centralbankens ansvar för betalningsväsendet ofta som ett uppdrag att värna finansiell stabilitet. Men reporäntan är inget effektivt instrument när det gäller att undvika eller lösa allvarliga problem med betalningsväsendet. Om sådana problem hotar att uppstå, eller i värsta fall har uppstått, är det helt andra typer av åtgärder som måste vidtas. Penningpolitiken utformas alltså med hänsyn till inflationsutsikterna (och den reala ekonomin) och inte med hänsyn till den finansiella stabiliteten.

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 siffersättas eller fångas i det normala analys- och prognosarbetet. Exempelvis följer tillgångspriser och skuldsättning ibland banor som är svårförståeliga eller inte hållbara på längre sikt. 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 närmaste två åren utgör utgångspunkten. I praktiken kan ett hänsynstagande till sådana risker betyda att ränteförändringar något tidigare- eller senareläggs, i förhållande till vad som förefaller vara de mest lämpliga tidpunkterna med hänsyn till prognoserna för inflationen och realekonomin. Syftet är dock som vanligt att upprätthålla ett fast penningvärde och dämpa svängningar

i realekonomin. Det faktum att erfarenheterna av avreglerade finans- och valutamarknader ännu är begränsade till bara några få konjunkturcykler gör det svårt att slå fast några enkla och mer tydliga principer för ett sådant agerande.

Inflationsprognosen och räntebesluten

Under 2005 har Riksbanken övergått till att göra sina prognoser under antagandet att reporäntan utvecklas enligt marknadens förväntningar (så som de speglas i s.k. implicita terminsräntor). Tidigare utgick prognoserna från antagandet att reporäntan skulle vara oförändrad under prognosperioden. Det nya räntebeslutet för med sig vissa fördelar när det gäller prognosverksamheten. Men det har också betydelse för hur räntebeslutet påverkas av inflationsprognosen.

Om inflationen, givet antagandet att reporäntan utvecklas enligt marknadsförväntningarna, väntas vara nära målet i ett tvåårigt tidsperspektiv kan marknadens förväntningar om den framtida penningpolitiken normalt betraktas som rimliga. Men för att avgöra detta mer bestämt måste hänsyn tas till hela utvecklingsbanorna för inflationen och den reala ekonomin. Om t.ex. inflationen under prognosperioden stiger mycket snabbt, samtidigt som tillväxten i den reala ekonomin är hög, är det möjligt att den antagna ränteutvecklingen inte kan anses vara rimlig, även om inflationen just efter två år skulle vara mycket nära 2 procent. I detta fall innebär troligen räntebanan en alltför expansiv penningpolitik. Detta kan i sin tur leda till oacceptabelt stora svängningar i den reala aktiviteten. En önskvärd penningpolitik har egenskapen att inflationen i normalfallet är nära inflationsmålet i ett tvåårigt tidsperspektiv samtidigt som utvecklingsbanorna för inflationen och realekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar.

Tidigare, när Riksbanken baserade sina prognoser på oförändrad reporänta, kunde penningpolitiken något förenklat beskrivas med en enkel handlingsregel: om den prognostiserade inflationen, givet oförändrad reporänta, avvek från målet, skulle reporäntan normalt ändras från rådande nivå. Numera, när prognoserna förutsätter att reporäntan utvecklas i linje med marknadsförväntningarna, kan denna enkla handlingsregel inte längre tillämpas. Det är utvecklingen under hela perioden både av inflationen och realekonomin som spelar roll för vilken räntebana som är önskvärd. Det betyder dock inte att Riksbanken ändrat sin penningpolitiska strategi. Den är alltså fortfarande inriktad på att styra inflationen till målet inom en tvåårsperiod.

■ Öppenhet, tydlighet och kommunikation

Öppenhet och tydlighet i penningpolitiken gör det möjligt att kombinera trovärdighet för inflationsmålet med en flexibel tillämpning av inflationsmålet på kort sikt som inte uppfattas som godtycklig. Att Riksbanken har uppdraget att självständigt precisera målet om fast penningvärde och vilka avvägningar som ska göras i förhållande till andra mål för den ekonomiska politiken på kort sikt medför också stora krav på hur dessa beslut förklaras för allmänheten och Riksbankens uppdragsgivare, riksdagen.

Riksbankens strategi för att klara dessa uppgifter är att vara så tydlig och öppen som möjligt med den information och de avvägningar som ligger till grund för de penningpolitiska besluten. Både att Riksbanken valt att precisera ett exakt mål för inflationen (med ett visst toleransintervall) och principen att inflationen normalt ska föras tillbaka till målet inom två år kan motiveras av ambitionen att skapa tydlighet och trovärdighet för inflationsmålet.

Analyser av inflationens bestämningsfaktorer och prognoser för inflationen och realekonomins utveckling de närmaste åren publiceras i Riksbankens inflationsrapporter, vilka således innehåller de viktigaste data som de penningpolitiska besluten bygger på. Varje penningpolitiskt beslut meddelas i ett pressmeddelande. Beslut om reporäntan fattas normalt sju till åtta gånger per år. Tre av dessa tillfällen sammanfaller med publiceringen av en inflationsrapport.⁴ Pressmeddelandena och inflationsrapporterna redogör för hur majoriteten av direktionen tolkat den information som inkommit sedan det förra beslutstillfället. Presskonferenser anordnas i regel när en inflationsrapport publicerats eller när ett beslut om att ändra reporäntan har fattats. Protokoll från direktionens sammanträden publiceras ungefär två veckor efter respektive sammanträde. Där redovisas vilka argument som framförts och om det förekommit några reservationer mot

⁴ Den 9 mars 2006 fattade Riksbankens direktion beslut att publicera tre inflationsrapporter per år istället för som tidigare fyra. Beslutet tillämpas fr.o.m. 2006.

majoritetens bedömning av det ekonomiska läget och beslut om repo-räntan. Riksbankschefen framträder två gånger per år inför riksdagens finansutskott för en diskussion om penningpolitiken. Dessutom håller direktionsledamöterna tal där penningpolitiken förklaras och där även personliga penningpolitiska ställningstaganden kan redovisas. Allt detta syftar till att göra det möjligt att bilda sig rimliga förväntningar om den framtida penningpolitiken och att utvärdera Riksbankens tidigare penningpolitiska analyser och beslut.

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel 08-787 00 00
Fax 08-21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

