

Anförande

Andre vice riksbankschef Eva Srejber

TISDAGEN DEN 9 JULI 2002

Inflationsmålspolitik och bubblor

Adam Smith seminars i Paris

Sedan mitten av 1990-talet har inflationen stabiliserats på mycket låga nivåer i industriländerna. Från en inflation på i genomsnitt 6 procent under perioden 1975 till 1994 har prisstegringstakten legat något under 2 procent under de senaste 6 åren. Det innebär en återgång till samma låga inflation som före 1970. Även i de flesta andra länder i t.ex. Asien och Latinamerika har inflationen reducerats kraftigt.

Det finns många faktorer som har bidragit till detta. För det första har prisstabilitet blivit ett uttalat mål för penningpolitiken i många länder. Allt fler centralbanker inriktar t.ex. penningpolitiken strikt mot ett fastställt inflationsmål. Dit hör Riksbanken, som efter det att den fasta växelkursen övergivits i november 1992, fastställde ett inflationsmål på 2 procent med ett toleransintervall på plus minus en procentenhet. Inriktningen av penningpolitiken har i många länder understötts av en finanspolitik inriktad mot budgetkonsolidering. Själständighet för centralbankerna i Europa, konvergenskriterierna för inträde i EMU, stabilitetspakten i Europa samt förbudet att sedelpressfinansiera budgetunderskott är exempel på åtgärder som bidragit till att öka förtroendet för prisstabilitetsmålet. Ökad konkurrens i spåren av globaliseringen har troligen också tillfälligt dämpat inflationen. De produktivetsförbättringar som registrerats i många länder i slutet av 1990-talet har ytterligare bidragit till inflationsnedväxlingen.

Samtidigt som inflationen stabiliserats har svängningarna i tillgångspriser och växelkurser knappast minskat. De stigande tillgångspriserna, nedgången i det

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

privata sparandet och den starka kreditexpansionen som ägde rum i många länder i slutet av 1990-talet skapade farhågor för att stora finansiella obalanser skulle ackumuleras. Särskilt gällde det USA, men även i andra länder uppvisades liknande mönster. Dit hörde t.ex. Sverige. Farhågorna var att om tillgångspriserna föll, så kunde processer som i förlängningen resulterade i en mycket djup och långvarig konjunktturnedgång utlösas. Om penningpolitiken strikt inriktades mot ett inflationsmål och inflationstrycket samtidigt var lågt skulle det leda till förhållandevis låga nominella räntor. Problemen kunde förvärras om utrymmet för att via penningpolitiken stimulera ekonomin vid en djup recession var begränsat - problem med s.k. "zero bound" kunde uppstå. Jämförelserna med utvecklingen i Japan i slutet av 1980-talet och därefter låg nära till hands. Även vid en mindre allvarlig konjunktturnedgång kunde kreditrestriktioner i bankerna orsakade av stora förluster minska effektiviteten i penningpolitiken.

Åtgärder som skulle kunna förhindra uppkomsten av finansiella bubblor samt minska följdverkningarna diskuterades därför. Fanns det t.ex. skäl och möjlighet att i förebyggande syfte beakta tillgångspriserna i utformningen av penningpolitiken? Kunde omsorgen om den finansiella stabiliteten motivera ränteförändringar? Vilken roll spelade tillsynsmyndigheter och utformningen av regelverket för att förebygga allvarliga realekonomiska effekter av tillgångsprisbubblor?

Aktiekurserna har nu fallit kraftigt sedan mitten av år 2000. Under den senaste tiden har också den högt uppdrivna dollarkursen försvagats påtagligt. Tvärt emot vad många tidigare befarat tycks återverkningarna på realekonomin emellertid bli förhållandevis små. De flesta konjunkturbedömare tror på en normalt snabb återhämtning redan efter endast ett år med svag tillväxt. Varför har fallet i aktiekurserna påverkat realekonomin så lite? Och vilka är riskerna för att bestående finansiella obalanser ska skapa problem i framtiden?

Det här är frågor som jag kommer att uppehålla mig kring i mitt anförande.

Varför bekymra sig om tillgångspriser?

En grundläggande fråga är varför fluktuationer i tillgångspriserna är något att bekymra sig om. I en marknadsekonomi ska priserna på såväl finansiella tillgångar som varor och tjänster fungera som informationsbärare. De ska ge signaler om hur resurserna skall fördelas i ekonomin. Det innebär att fluktuationer i aktiekurser och växelkurser är av godo så länge de avspeglar realistiska förändringar i aktörernas förväntningar om den fundamentala utvecklingen i ekonomin. Optimistiska förväntningar om tillväxtutsikterna i hela ekonomin eller i en viss bransch ska t.ex. ta sig uttryck i stigande aktiekurser, eftersom det då finns förväntningar om en stark vinstutveckling och hög real avkastning. En teknologisk innovation kan därför motivera en kraftig uppvärdering av aktiekurserna.

Historien visar emellertid att investerarna ofta blir överoptimistiska om vinstutsikterna och att börskurserna stiger mer än vad som senare visar sig vara motiverat. Finansiella bubblor kan också drivas fram av imperfektioner på de finansiella marknaderna. Bonussystem som är utformade så att portföljförvaltare vinner när börsen stiger samtidigt som kostnaderna vid ett kursfall får bäras av andra är exempel på sådana brister.

Om hushållen ökar sin konsumtion p.g.a. överdrivna värdestegringar på aktier och fastigheter kan stora reala och finansiella obalanser byggas upp. Företag kan öka sina investeringar p.g.a. lägre finansieringskostnader på en riskkapitalmarknad med övervärderade aktiekurser, men också för att stigande värde på företagens tillgångar ökar kreditvärdigheten i t.ex. bankerna. Lånefinansiering av konsumtion, investeringar, fastigheter och finansiella tillgångar leder samtidigt till en alltför stark kreditexpansion. Den likviditet som skapas när bankerna ökar sin utlåning kan ytterligare driva upp tillgångspriserna.

När bubblan brister och tillgångspriserna faller kan det leda till att högt skuldsatta hushåll och företag ökar sitt sparande kraftigt och konsumtion och investeringar faller. Minskad efterfrågan reducerar företagets vinster och konkurserna stiger. Konkurserna leder till förluster i bankerna, samtidigt som värdet av de tillgångar som tagits som pant för lånen minskar. Ett försämrat bankresultat kan minska utbudet av lån och leda till att i grunden lönsamma investeringar inte kommer till stånd. I värsta fall drabbas systemviktiga banker av bankkris.

Fallande tillgångs priser riskerar alltså att utlösa processer som i förlängningen kan leda till recession. Psykologiska faktorer förstärker såväl upp- som nedgången i både tillgångs priser och den reala efterfrågan. I Sverige har vi liksom många andra länder, som ni vet erfarenhet av just en sådan utveckling. De samhällsekonomiska kostnaderna åren efter bankkriserna blev också mycket höga.

Men kraftigt stigande tillgångs priser utgör alltså inget problem som i sig motiverar åtgärder. Avgörande är om det finns skäl att beakta tillgångs priserna som fundamentalt överdrivna samt om bubblan drivit fram överefterfrågan i den reala ekonomin, felallokeringar av investeringar och en för hög skuldsättning.

En finansiell bubbla som endast skapar vinnare och förlorare bland de finansiella aktörerna utan att det får spridning till den reala ekonomin är emellertid knappast något att bekymra sig om så länge det finansiella systemet kan fullgöra sina uppgifter på ett effektivt sätt.

Inflationsmålspolitik stabiliserar produktionen

Även om det i vissa lägen skulle finnas skäl att motverka överdrivna tillgångs priser och de obalanser det skapar så är frågan vilka medel som står till buds. Risker är alltid att myndighetsingrepp i sig skapar större problem än de man önskar lösa.

Men först och främst vill jag påminna om att en penningpolitik inriktad mot att stabilisera inflationen i grunden minskar risken för att övervärderade tillgångs priser skall leda till en överdriven real efterfrågan. Fluktuationer i resursutnyttjande och outputgap antas traditionellt avspeglas i inflationen. Om uppdrivna tillgångs priser stimulerar efterfrågan i ekonomin utan att detta motsvaras av högre potentiell tillväxt så stiger inflationen. Om centralbanken förutser detta stramas penningpolitiken normalt åt så att efterfrågan anpassas till en långsiktigt hållbar tillväxt. Och så länge efterfrågan i ekonomin ökar i takt med vad som är förenligt med långsiktig tillväxt, minskar risken för överdriven skuldsättning. En inflationsmålspolitik borde alltså åtminstone i teorin minska risken för att omfattande finansiella obalanser ackumuleras.

Men även med en i övrigt framgångsrik inflationsmålspolitik kan reala och finansiella obalanser orsakade av överdrivna tillgångspriser byggas upp.

Om det finns överdrivna förväntningar om produktivitetstillväxt och vinstutsikter i ett visst land leder det till ett kraftigt kapitalinflöde och till en förstärkning av valutan. Den reala efterfrågeökning, som orsakats av överdrivna tillgångsprisökningar kan därmed delvis tillgodoses genom ökad import, samtidigt som valutan stärks och det inhemska inflationstrycket sänks.

Det finns också andra faktorer, som inte har att göra med de förväntningar som driver tillgångspriserna, som tillfälligt kan leda till att den efterfrågeökning som överdrivna tillgångspriser orsakar inte tar sig uttryck i inflation och därför inte motverkas av en stramare penningpolitik. Hög trovärdighet för centralbanken skapar t.ex. låga och stabila inflationsförväntningar som kan göra att inflationen under en period inte stiger trots ett ansträngt resursutnyttjande. Avregleringar på globaliserade marknader kan också tillfälligt dämpa inflationstrycket.

Finns det skäl att ändra strategi?

Frågan är om ambitionsnivån för penningpolitiken kan höjas så att uppkomsten av finansiella bubblor förhindras?

Det flesta förespråkar en strategi där tillgångspriserna enbart beaktas i den mån inflationsbedömningarna påverkas under den normala prognoshorizonten. Men det finns också förespråkare för en strategi där penningpolitiken även förebygger uppkomsten och effekten av finansiella bubblor.

De som hävdar att penningpolitiken inte kan motverka uppkomsten av finansiella bubblor, pekar på att centralbanken inte har möjlighet att avgöra om tillgångspriserna är fundamentalt motiverade eller ej. Man pekar också på att det är svårt att motivera en räntehöjning, som i grunden syftar till att motverka en för stark kreditexpansion och en för hög real efterfrågan om inflationsbedömningarna samtidigt inte visar att målet överskrids. Räntorna måste höjas innan alltför stora obalanser ackumuleras. Motivet skulle vara att minska risken för recession och låg inflation perioden efter ett fall i tillgångspriserna. Om centralbanken är framgångsrik går det inte heller att i efterhand visa att man haft rätt. Ett ytterligare argument är att det är svårt att avgöra vilken ränteförändring som krävs för att uppnå det man önskar.

Förespråkarna för den mer ambitiösa strategin där penningpolitiken mer explicit tar hänsyn till tillgångspriserna hävdar dock att det visserligen är svårt att bedöma när det är fråga om en bubbla, men inte svårare än det är att bedöma den potentiella tillväxten t.ex. Förlänger man målhorizonten kan inflationsmålet i sig motivera att penningpolitiken stramas åt, trots att det skulle innebära att inflationen hamnar under målet en period. Utifrån rent teoretiska utgångspunkter är målhorizonten hela framtiden. Problemet är dock att prognoser blir osäkrare på längre sikt. Många centralbanker med en strikt inflationsmålspolitik, resonerar därför som om prognos- och målhorizont är detsamma.

Det är svårt att entydigt ta ställning för en av strategierna. Inte något av argumenten kan avfärdas. Som alltid visar det att penningpolitik snarare är en

konst än en vetenskap. Ett problem med den första strategin är att centralbanker i praktiken tycks ha en tendens att snabbt lätta penningpolitiken vid kraftiga fall i tillgångspriserna i syfte att minska risken för en recession. När tillgångspriserna stiger tenderar man att avvakta med räntehöjningar till dess man är säkrare på att uppgången i tillgångspriserna faktiskt får en effekt på inflationen. En asymmetrisk penningpolitik ökar risken för att skuldsättningen och likviditeten i ekonomin sett över en längre period blir för hög. Förr eller senare kommer en anpassning och risken är då att obalanserna vuxit sig så stora att också anpassningskostnaderna blir höga.

Man kan alltså konstatera att de realekonomiska följderna efter en tillgångsprisbubbla kan bli allvarliga. Det finns därför enligt min mening goda skäl att analysera och efter bästa förmåga bedöma i vilken utsträckning tillgångspriserna är fundamentalt motiverade, hur hushållens och företagens reala efterfrågan påverkas och vart den likviditet som skapas när bankutlåningen ökar tar vägen. Visar analysen att det finns en betydande risk för kraftigt negativa konsekvenser för realekonomin, kan det i undantagsfall finnas fog att ta hänsyn till detta i utformningen av penningpolitiken - även om bedömningarna för de allra närmaste åren visar att inflationen håller sig på målet. Man kan uttrycka det som att det ibland kan finnas skäl att ta hänsyn till vad som händer efter den normala prognoshorizonten.

För att upprätthålla trovärdigheten för och uppslutningen kring penningpolitiken är det dock viktigt att noga redovisa när sådana hänsyn tas. Det här är den strategi Riksbanken följer. Hittills har Riksbanken i utformningen av sin penningpolitik inte funnit anledning att beakta vad som händer efter den normala prognoshorizonten. Utblickar för längre perioder tas emellertid normalt fram. Jag har för egen del argumenterat för att det funnits skäl att höja räntan vid några tillfällen 1999 och 2000 med hänvisning till effekterna i ett längre perspektiv.

Tillgångspriserna ska emellertid inte ingå i målformuleringen för penningpolitiken. Risken är att centralbanken då motverkar anpassningar som är fundamentalt motiverade. Det skulle minska effektiviteten i resursallokeringen och snarast dämpa tillväxten.

Andra åtgärder

Utöver prisstabilitet har de flesta centralbanker ett ansvar för den finansiella stabiliteten. Enligt en snäv definition är finansiell stabilitet detsamma som avsaknad av kriser i systemviktiga banker. Bankerna har viktiga funktioner för betalningsväsendet och för kapitalförsörjningen. Det är lätt att inse att utan ett fungerande betalningsväsende och en fungerande kapitalförsörjning fungerar inte ekonomin. Penningpolitiken har i det läget heller ingen verkan. Stora störningar i det finansiella systemets funktioner minskar också effektiviteten i penningpolitiken då den s.k. transmissionsmekanismen påverkas av effektiviteten i kapitalförsörjningen och betalningsförmedlingen.

Att det finns nära kopplingar mellan centralbankens bägge uppgifter blir särskilt tydligt när effekterna av finansiella bubblor diskuteras. En viktig del i den process som leder fram till stora obalanser är kreditgivning i bankerna. Att hushåll och

företag efterfrågar lån för ökad konsumtion och investeringar när tillgångspriserna stiger är en sak, men det krävs också att bankerna ökar sitt utbud av lån. Om bankerna har välutvecklade risksystem samtidigt som regler och tillsyn är utformade så att det motiverar bankerna att utnyttja dessa minskar risken för en överdriven kreditgivning.

Hur kapitaltäckningsreglerna utformas och tillämpas har t.ex. stor betydelse. De nya kapitaltäckningskraven, Basel 2, syftar till att i högre grad än de nuvarande reglerna avspeglar de risker bankerna faktiskt tar. Svårigheterna att värdera kreditriskerna över en hel konjunkturcykel är dock betydande. Mycket talar för att såväl interna kreditriskmodeller som ratinginstitut tenderar att underskatta kreditriskerna under en konjunkturuppgång och tvärtom vid en lågkonjunktur. Det finns alltså en risk att bankerna även med de nya kapitalräkningsreglerna tenderar att förstärka konjunktursvängningarna. För att motverka detta diskuteras att i högre utsträckning än i dag använda sig av stresstester, s.k. dynamiska reserveringar samt minska möjligheterna att utnyttja en för snabb värdeökning i en tillgång som pant för lån.

Kopplingarna mellan en centralbanks bägge mål är alltså många och komplicerade. Det finns stora behov att öka kunskapen om dessa mekanismer. Intresset för finansiell stabilitet har också ökat under senare år. Riksbanken har i flera år publicerat rapporter om den finansiella stabiliteten i banksystemet. Vi har fått många efterföljare, vilket visar att vi är många som inser betydelsen av stabilitet i det finansiella systemet.

Andra ekonomisk- politiska implikationer

I de flesta av de finansiella kriser som ägt rum har utformningen av den ekonomiska politiken spelat en viktig roll både för uppbyggnad av finansiella obalanser innan krisen och för att utlösa krisen.

Bankkrisen i Sverige i början av 1990-talet kan tas som exempel. Den föregicks av avregleringar av de finansiella marknaderna, ett skattesystem som gynnade låntagarna, en alltför expansiv finanspolitik givet fastkursregimen och en penningpolitik, som inte kunde utnyttjas för att minska vare sig överhettningen, kreditexpansionen eller stegringen av framförallt fastighetspriserna. Bankerna var samtidigt ovana att hantera kreditrisker och tillsynsmyndigheterna inte förberedda på att verka på avreglerade finansiella marknader.

När konjunkturen vände nedåt, inflationen föll, skattesystemet ändrades så att räntekostnaderna efter skatt steg och räntorna höjdes för att försvara den fasta växelkursen utlöstes bankkriserna. En statskuld som redan när konjunkturavmattningen inleddes var hög sköt ytterligare i höjden. Fastkurspolitiken måste överges och ersattes med ett inflationsmål. En tuff period följde när trovärdighet för låginflationspolitiken skulle upprättas. Det krävde sanering av statsfinanserna, höga realräntor samtidigt som kapitalförsörjningen från bankerna inte fungerade fullt ut på grund av deras konsolideringsbehov.

Det finns många lärdomar att dra av detta. Men sammanfattningsvis kan man säga att för att minska risken för att obalanser skall ackumuleras under lång tid så bör spelreglerna vara så förutsägbara som möjligt. Balanserade statsfinanser och

prisstabilitet minskar t.ex. osäkerheten om framtiden. Regelverken måste samtidigt vara utformade så att det inte uppstår alltför stora skillnader mellan samhällsekonomisk och privatekonomisk lönsamhet. Då skapas goda förutsättningar att göra realistiska bedömningar av framtiden och fatta riktiga beslut om investeringar, konsumtion och finansiella placeringar.

En synnerligen aktuell fråga är också hur bokförings- och redovisningsregler skall utformas för att skapa så goda förutsättningar som möjligt för långivare och placerare att bilda sig en uppfattning om företagens vinstutsikter och betalningsförmåga. Rena olagligheter kan dock aldrig förhindras, men finns det något som kan göras för att undvika att sådana skandaler som Enron och Worldcom-fallen uppstår? Transparens måste i alla fall vara ledstjärnan!

Det aktuella läget

Avslutningsvis vill jag kommentera det aktuella läget.

Tvärtemot vad många befarade tycks konjunkturavmattningen efter den ovanligt starka och varaktiga konjunkturuppgången, där den amerikanska ekonomin utgjort motorn bli måttlig och kortvarig. Tillväxten ser ut att vara på väg upp redan i år. Det kraftiga börsfallet, terrordåden, krisen i Argentina och Enronaffären verkar alltså inte få alltför negativa effekter på världsekonomin. Det finns visserligen fortfarande en osäkerhet framförallt om den amerikanska ekonomins förmåga att återta sin roll som lokomotiv. Osäkerheten hänger delvis samman med om vi verkligen sett hela baksidan av den finansiella bubblan, men också om konsekvenserna efter terrorattacken.

Osäkerheten har ökat något de senaste veckorna, men fortfarande kan vi konstaterat att turbulensen på de finansiella marknaderna inte tycks ha givit särskilt stora effekter på den reala ekonomin. Vad kan i så fall vara förklaringen till det?

En viktig skillnad jämfört med tidigare finansiella kriser som föregåtts av höga tillgångspriser, stark tillväxt och hög kreditexpansion är att den ekonomiska politiken nu givit bättre grundförutsättningar för stabiliteten än tidigare. Allvarliga finansiella kriser har, som jag tidigare nämnde, oftast förstärkts av att ekonomiskpolitiska förändringar av olika slag direkt eller indirekt har bidragit till att skuldsatta hushåll och företag tvingats omvärdera sin framtida betalningsförmåga. Spelreglerna har ofta ändrats på ett sätt som inneburit att det funnits starka skäl att revidera ner förväntningarna om framtiden. De förväntningar företag och hushåll byggt sina lånefinansierade konsumtions- och investeringsbeslut på har alltså i efterhand visat sig vara alltför optimistiska. Banker som inte heller kunnat förutspå dessa förändringar och som dessutom haft utvecklade riskhanteringssystem, med stark koncentration av sina tillgångar i vissa branscher, har också varit viktiga inslag i de flesta finansiella kriser som följt efter en finansiell bubbla. Hög statsskuld och hög inflation i utgångsläget har dessutom minskat möjligheten att stimulera ekonomin.

Den optimism som under den gångna högkonjunkturen drev aktiekurser och tillväxt byggde i hög grad på förväntningar om att informationsteknologin skulle öka produktionsmöjligheterna i ekonomin. Den överoptimism som uppstod bröts

när företagen inte kunde uppvisa de vinster som aktörerna förväntade, men några ekonomisk-politiska spelregler förändrades inte.

Även om det funnits många överdrifter i diskussionen om IT-utvecklingens betydelse tror jag att den ger en potential som kan öka produktionsnivån i ekonomin. Datorer och Internet gör det enkelt, billigt och snabbt att inhämta information samt underlättar kontakten mellan köpare och säljare på snart sagt alla plan. IT-teknologin borde t.ex. reducera kostnaden för finansiering, lagerhantering och upphandling. Det kan ha bidragit till att hushållens och företagens förtroende för ekonomin återvänt ganska snabbt.

En ytterligare anledning till att avmattningen i ekonomin tycks bli så korvarig är den stimulans som både penningpolitiken och finanspolitiken bidragit med. Låg inflation och stabila inflationsförväntningar, när vändningen nedåt kom gjorde att det fanns utrymme att sänka räntorna i de flesta länder. Statsskulden hade också minskat i många länder, vilket gjorde att även finanspolitiken kunde stimulera ekonomin.

En ytterligare orsak till att turbulensen på de finansiella marknaderna inte fått så stora effekter på realekonomin kan vara utvecklingen av riskhanteringsinstrument på de finansiella marknaderna. De flesta tidigare finansiella kriser har föregåtts av att fastighetspriserna stigit kraftigt samtidigt som bankerna har varit starkt exponerade mot denna sektor. Den här gången har det varit IT- och telekomsektorn som drivit börsuppgången. Bankernas exponering mot den sektorn tycks vara lägre. Nya instrument och tekniker för att sprida riskerna minskar troligen generellt sannolikheten för allvarliga finansiella kriser.

Sammantaget finns mycket som talar för att de realekonomiska effekterna efter det kraftiga börsfallet blir begränsade. Men samtidigt går det inte att avskryva risken för att finansiella obalanser har ackumulerats, som kan skapa problem i framtiden. Möjligen kan den asymmetri i penningpolitiken, som jag tidigare talade om där centralbankerna snabbt agerat på en nedgång i tillgångspriserna, men varit mer avvaktande när tillgångspriserna stigit ha bidragit.