ANFÖRANDE

DATUM: 2006-02-23

TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves

PLATS: Riksdagens finansutskott, Stockholm

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

Inledning om penningpolitiken

Låt mig först av allt tacka för inbjudan. Det här är min första utfrågning i finansutskottet och jag hoppas att vi kommer att ha en givande diskussion om penningpolitiken.

Jag tänker börja med att kortfattat redovisa vår aktuella bedömning av det ekonomiska läget och inflationsutsikterna framöver. Framförallt vill jag klargöra motiven för att vi nu väljer att höja reporäntan. Med tanke på att den penningpolitiska debatten den senaste tiden har handlat mycket om penningpolitikens mål vill jag också passa på att redovisa vår syn på den penningpolitiska strategin mer principiellt. Mitt huvudbudskap kan sammanfattas på följande sätt:

- Det finns ett mål för penningpolitiken och det är att upprätthålla ett fast penningvärde.
- Riksdagens uppdrag till Riksbanken och vårt arbetssätt ger utrymme för att ta hänsyn till andra faktorer som t.ex. tillväxt och sysselsättning givet att målet för prisstabiliteten inte äventyras. Inflationsmålspolitiken har fungerat väl inom nuvarande ramverk och jag ser därför ingen anledning att ändra det.
- Inflationsprognosen som vi publicerar idag visar att inflationen mätt med UND1X kommer att vara nära målet på ett par års sikt. Den bedömningen bygger bland annat på antaganden om en stark tillväxt i Sverige och omvärlden och en gradvis höjning av reporäntan från dagens låga nivå.

Avslutningsvis kommer jag att blicka bakåt. Riksbanken har precis gjort bokslut för 2005 och det är därför på sin plats att som brukligt vid årets första utfrågning diskutera inflationsutvecklingen det senaste året. De viktigaste slutsatserna är:

- Inflationen blev oväntat låg 2005. Det beror i huvudsak på olika förändringar på utbudssidan av ekonomin som har hållit nere inflationstrycket mer än vi förväntat oss. Det gäller framför allt en hög produktivitetstillväxt och en svag utveckling av importpriserna.
- Strukturella förändringar av det här slaget är svåra att fånga i prognosarbete på ett tidigt stadium. Ett tecken på det är att i princip alla prognosmakare överskattade inflationen 2005.

Den aktuella bedömningen

Innan jag går in på vår bedömning av det aktuella ekonomiska läget, låt mig ta upp frågan om kopplingen mellan våra räntebeslut och inflationen. Varför har vi börjat föra penningpolitiken i mindre expansiv riktning trots att inflationen är och har varit låg?

För att förstå de senaste räntebesluten är det viktigt att komma ihåg att vi inte ändrar reporäntan för att påverka dagens inflation utan för att påverka inflationen på ett par års sikt. Det tar tid för penningpolitiken att få sin fulla effekt på ekonomin. Penningpolitiken måste därför baseras på förväntningar om framtiden, dvs. vi är beroende av prognoser. Det kommer därför att vara nödvändigt att vi från tid till annan "lutar oss mot vinden" vilket kan innebära att vi höjer räntan trots att inflationen för tillfället är under målet eller sänker räntan då inflationen för tillfället är över målet. Om vi bara skulle titta på inflationen idag är risken stor att vi skulle tvingas till mer drastiska ränteförändringar längre fram och sådan ryckighet i räntepolitiken vore ingen betjänt av.

Vad gör vi då för bedömning av inflationsutsikterna framöver? De ekonomiska utsikterna ser för närvarande positiva ut såväl i Sverige som internationellt. Tillväxten i omvärlden har varit både hög och stabil de senaste åren (diagram 1). En stark tillväxt i USA och delar av Asien har varit viktiga motorer i den globala konjunkturen. Ett ökat deltagande av bland annat flera asiatiska länder i världshandeln har bidragit till uppsvinget och också till att den internationella konkurrensen har skärpts. Så här långt har ökningen i efterfrågan i världen inte satt några tydliga spår i konsumentprisutvecklingen. Detta trots en närapå fördubbling av oljepriset de senaste två åren och kraftiga prisuppgångar även på andra råvaror.

Det mesta talar för att den internationella konjunkturen fortsätter att utvecklas väl kommande år. Vi räknar med att konjunkturen i euroområdet förbättras alltmer och att tillväxten i USA och Asien dämpas något framöver.

Även den svenska ekonomin har vuxit i god takt de senaste åren. Uppsvinget i världshandeln har bidragit till en stark tillväxt för den svenska exporten. Det senaste året har också den inhemska efterfrågan utvecklats gynnsamt, bland annat stimulerad av den expansiva penningpolitiken. Arbetsmarknadsläget har sent omsider börjat förbättras. Vår bedömning är att tillväxten i den svenska ekonomin fortsätter att vara hög de närmsta åren. Hushållens konsumtion väntas ta fart och sysselsättningen öka.

Vi ser också framför oss att inflationen kommer att stiga i takt med ett stigande resursutnyttjande i ekonomin (diagram 2). Det senaste halvåret har vi kunnat notera att prisökningarna börjat stiga, om än från en låg nivå. Det förefaller inte ha att göra med kraftiga prisökningar inom ett fåtal varugrupper utan verkar vara en bredare uppgång. Den inflationsprognos som vi idag publicerar pekar på att inflationen kommer att närma sig målet på ett par års sikt. Detta förutsätter en gradvis höjning av reporäntan.

Jag vill betona att det finns faktorer som komplicerar den här bilden. Inflationen i januari i år var oväntat låg. En uppdelning av prisutvecklingen på olika kategorier visar att det framförallt var vissa importerade varugrupper som utvecklades oväntat svagt. Det är svårt att avgöra av utfallet en enda månad om det här är ett tecken på en mer varaktig utveckling. Det är självklart något vi kommer att vara uppmärksamma på i vår inflationsbedömning framöver.

Vi kan också konstatera att inflationen de senaste åren har hållits nere av en hög produktivitetstillväxt och svag importprisutveckling. Det hänger till en del samman med konjunkturutvecklingen. Men det finns troligen också varaktiga faktorer bakom det låga inflationstrycket. Vi kan se liknande mönster i en del andra länder. Troligen rör det sig bland annat om effekterna av en ökad global konkurrens. Varaktigheten i den här typen av strukturella förändringar är mycket svår att avgöra. Jag tänkte återkomma till det här i samband med att jag gör en återblick på inflationsutvecklingen 2005.

En ytterligare komplikation är att huspriserna och hushållens upplåning ökat snabbt (diagram 3). Det finns vissa risker med den här utvecklingen som är svåra att kvantifiera. Man kan inte helt utesluta att kreditexpansionen och priserna på bostadsmarknaden drivs på alltför snabbt av överoptimistiska förväntningar. Det kan leda till en situation längre fram med plötsliga anpassningar nedåt i huspriser och ett kraftigt ökat sparande bland hushållen. Sannolikheten för ett sådant scenario bedömer vi i dagsläget vara liten men om det skulle ske kan de negativa effekterna på makroekonomin bli stora.

Givet vår inflationsprognos och efter att ha vägt in övriga faktorer har vi i direktionen bedömt det vara rimligt att fortsätta höja räntan gradvis. Samtidigt är det viktigt att betona att vad det handlar om just nu är att lätta på gasen, inte trampa på bromsen. Penningpolitiken är fortfarande expansiv vilket framgår tydligt vid en historisk jämförelse av reporäntans nivå (diagram 4). Även i en jämförelse med andra länder är det klart att styrräntan i Sverige fortfarande är mycket låg.

Kopplingen mellan räntebeslut, huspriser och hushållens skuldsättning

Den senaste tiden har det från vissa håll hävdats att Riksbankens beslut att höja räntan i huvudsak motiverats av att vi oroat oss för huspriserna och hushållens ökade skuldsättning. Så är inte fallet. Jag vill hävda att besluten att höja räntan nu och i januari framförallt kan motiveras på traditionellt sätt utifrån inflationsutsikterna på två års sikt. Inflationen har bedömts vara nära målet på ett par års sikt om det sker en gradvis höjning av räntan. Därför har vi valt att höja reporäntan.

I avvägningen av penningpolitiken har vi givetvis också tagit med överväganden som har att göra med risker kopplade till bostadsprisutvecklingen och hushållens skulduppbyggnad. Bostadspriser påverkar efterfrågan via hushållens sparande- och konsumtionsbeslut. I vår inflationsprognos ingår därför alltid en bedömning av kreditutvecklingen och av bostadsmarknaden. Som jag tidigare var inne på kan det med våra vanliga prognosmetoder däremot vara svårt att på ett meningsfullt sätt siffersätta riskerna kopplade till en snabb ökning av bostadspriser och skuldsättning under lång tid.

Eftersom den expansiva penningpolitiken i hög grad är pådrivande i utvecklingen av huspriser och skuldsättning har vi i våra penningpolitiska överväganden tyckt det vara rimligt att se dessa risker som ett argument för att börja höja räntan nu snarare än att skjuta höjningen några månader framåt i tiden. Men det innebär inte att vi därmed satt upp något mål för huspriserna. Jag tänkte gå in närmare på frågan om målen för penningpolitiken lite senare. Låt mig först säga några ord om den framtida ränteutvecklingen.

Den framtida ränteutvecklingen

I inflationsprognosen finns inbyggt ett antagande om hur räntan kommer att ändras framöver. Det är ett förhållandevis nytt sätt att göra prognoser på för Riksbanken. Liksom många andra centralbanker har vi gått ifrån det tidigare antagandet att räntan är kvar på samma nivå under hela prognosperioden.

Med det nya sättet att göra prognoser följer att kommunikation och motiveringar till räntebeslut skiljer sig en del från tidigare perioder. En viktig insikt är att det inte går att beskriva strategin för penningpolitiken i termer av en enkel handlingsregel – t.ex. att räntan höjs idag om inflationsprognosen på två års sikt är över målet. En sådan tolkning förutsätter att prognosen bygger på ett antagande om att räntan inte ändras under prognosperioden.

Med det nya antagandet beror istället inflationsprognosen på en hel serie av framtida ränteändringar. I Riksbankens prognoser antas för närvarande att serien av ränteändringar följer marknadens förväntade utveckling (diagram 5). Jag har nyligen rest frågan om att eventuellt gå ytterligare ett steg och istället redovisa Riksbankens egen prognos för ränteutvecklingen. För min del ser jag det som naturligt att vi gör prognoser för räntan på samma sätt som vi gör prognoser för en mängd andra variabler. Jag ser heller ingen dramatik i en sådan övergång eftersom vi redan nu förhåller oss till en räntebana. Men det här är något som vi kommer att diskutera vidare i direktionen.

Oavsett vilket alternativ vi väljer är det viktigt att poängtera att den ränteutveckling som vi publicerar inte ska betraktas som huggen i sten. Den framtida ekonomiska utvecklingen är osäker och därmed blir ränteutvecklingen också det. Riksbanken kan därför inte på förhand binda upp penningpolitiken vid en viss sekvens av framtida ränteändringar.

Vår bedömning i dagsläget är att prognoserna som redovisas i inflationsrapporten tyder på ett lågt inflationstryck och på att reporäntan kanske skulle kunna höjas i något långsammare takt framöver jämfört med den räntebana som prognoserna bygger på. Marknadens förväntningar på kommande räntehöjningar har också justerats ned något de senaste dagarna, vilket således förefaller rimligt – givet den information vi har just nu. Inför nästa beslut i april måste vi givetvis göra en ny bedömning och ta hänsyn till den information vi då har tillgång till. Hur penningpolitiken framöver kommer att bedrivas beror alltså som vanligt på den nya information som inkommer och hur Riksbanken värderar inflationsbilden.

Principerna för Riksbankens penningpolitik

Den ekonomiska debatten har den senaste tiden handlat mycket om penningpolitikens mål. Vissa har föreslagit att vi borde komplettera målet för inflationen med ytterligare mål. Andra har tolkat våra senaste räntebeslut som att vi redan har mål för andra storheter och att vi strävar efter för många mål. Det är olyckligt att det verkar råda en viss förvirring runt detta så låt mig upprepa min tidigare kommentar: det finns ett mål för penningpolitiken och det är att upprätthålla ett fast penningvärde. Det är det mål som lagstiftaren satt upp för Riksbankens penningpolitik. Dessutom har vi givits uppgiften att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.

I samband med arbetet med lagtexten diskuterades om Riksbanken utöver detta borde ha mål för t.ex. BNP-tillväxt eller sysselsättning. Regeringen och riksdagen ansåg att Riksbanken som myndighet under riksdagen har en skyldighet att stödja de allmänna ekonomisk-politiska målen som hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Men man poängterade att detta stöd inte får komma i konflikt med prisstabilitetsmålet.

Det är alltså viktigt att komma ihåg att lagstiftaren ansåg det naturligt att Riksbanken ska ta hänsyn till realekonomin, men att dessa hänsyn inte beskrevs som mål för Riksbankens penningpolitik. Enligt min mening var detta klokt tänkt och jag ser ingen anledning att ändra ramverket och införa ytterligare mål än prisstabilitet. Riksbankens nuvarande arbetssätt stämmer också väl överens med det synsätt som lagstiftaren hade. Penningpolitiken tar och ska ta hänsyn till andra aspekter än inflationsutvecklingen.

På vilket sätt gör vi då det? Som bekant styrs det praktiska penningpolitiska arbetet av målet att ökningen i konsumentprisindex ska vara 2 procent per år. Det är så Riksbanken har valt att precisera det lagstadgade målet om ett fast penningvärde. Kring målet på 2 procent finns ett toleransintervall på ± 1 procentenhet. Syftet med intervallet är att förklara att avvikelser från målet är oundvikliga, men också att alltför stora avvikelser inte utan vidare kan accepteras om inflationsmålet ska vara fortsatt trovärdigt. För att öka tydligheten vägleds penningpolitiken av principen att när avvikelser från målet inträffar är vår ambition normalt att föra inflationen tillbaka till målet inom två år.

Toleransintervallet tillsammans med den här principen skapar en flexibilitet för penningpolitiken. Den är nödvändig eftersom det inte är möjligt för Riksbanken att kontrollera inflationen exakt på kort sikt. Det står helt enkelt inte i vår makt att hålla inflationen på precis 2 procent hela tiden. Flexibiliteten skapar också en möjlighet för oss att ta viss realekonomisk hänsyn så länge prisstabiliteten inte äventyras. Tillfälliga avvikelser kan alltså också motiveras av hänsyn till t.ex. tillväxt och sysselsättning. Det lagstadgade målet om ett fast penningvärde får inte åsidosättas så det är därför självklart viktigt att flexibiliteten inte används så att trovärdigheten för inflationsmålet urholkas. Man kan säga att tvåårshorisonten sätter en begränsning på hur stor hänsyn vi i normala fall kan ta till andra aspekter än prisstabiliteten.

I det förtydligande om penningpolitiken som publicerades 1999 görs det också klart att det under vissa omständigheter kan vara nödvändigt att ha en ännu större grad av flexibilitet och låta det ta längre tid för inflationen att nå målet än de normala två åren. Det kan t.ex. handla om att ekonomin drabbas av en stor utbudsstörning som att priser på råvaror, energi och livsmedel stiger eller faller kraftigt. I sådana situationer kan det vara rimligt att acceptera en längre tids målavvikelse än två år om påfrestningarna på den reala ekonomin annars skulle kunna bli oacceptabelt stora.

Låt mig sammanfatta: Riksbanken har ett mål för penningpolitiken och det är att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbankens arbetssätt rymmer möjligheter att inom detta regelverk ta hänsyn till olika aspekter i räntebesluten, t.ex. till svängningar i den reala ekonomin. Men sådana hänsynstaganden betyder inte att vi har specifika mål för andra storheter än inflationen.

En tillbakablick - inflationen 2005

Till slut tänkte jag vända blicken bakåt, mot utvecklingen av inflationen det senaste året. Detta för att såsom brukligt vid årets första utfrågning redogöra för utfallet för den penningpolitik som förts.

Inflationen var som bekant låg i fjol (diagram 6). För andra året i rad hamnade den under Riksbankens toleransintervall för inflationen. Enligt UND1X-måttet uppgick inflationen till 0,8 procent och enligt KPI till 0,5 procent i genomsnitt för året. I de prognoser för inflationen som Riksbanken gjorde under 2003 och 2004 bedömdes inflationen 2005 bli betydligt högre. Varför blev då inflationen överraskande låg? Till att börja med kan man konstatera att det inte beror på att konjunkturuppgången varit svag. Tvärtom tog konjunkturuppgången tydlig fart under 2004 och tillväxten blev då till och med starkare än väntat. Även i fjol fortsatte ekonomin att växa i god takt. För att förstå den låga inflationen måste man söka andra förklaringar än svag efterfrågan i ekonomin.

Orsakerna måste istället framför allt sökas i de positiva förändringar på utbudssidan av ekonomin som jag redan varit inne på, nämligen den höga produktivitetstillväxten och den svaga importprisutvecklingen.

Den höga produktivitetstillväxten har hållit nere kostnadstrycket i ekonomin mer än väntat. Produktionen har kunnat öka utan att företagens arbetskostnader per producerad enhet stigit särskilt mycket (diagram 7). Under 2003 och 2004 sjönk till och med enhetsarbetskraftskostnaderna i näringslivet.

I början av konjunkturuppgångar är det visserligen normalt med en period då produktionen ökar snabbare genom att företagen utnyttjar befintlig arbetskraft mer intensivt snarare än genom nyanställningar. Även med hänsyn till konjunkturen har dock produktivitetstillväxten varit hög under senare år.

Det tyder på att produktivitetstillväxten höjts på ett mer varaktigt sätt. Riksbanken har också gradvis höjt sin prognos för den trendmässiga produktivitetstillväxten under senare år. Trots det fortsatte produktiviteten att vara högre än prognoserna fram till 2005. En svårighet i prognosarbetet är att produktivitetstillväxten vanligen fluktuerar en hel del även med hänsyn tagen till svängningar i konjunkturen. Exempelvis föll produktivitetstillväxten mycket kraftigt 2001.

En annan utbudsfaktor som bidragit till den låga inflationen är, som sagt, låga prisökningar på importerade varor. Sedan början av 2003 har priserna på importerade varor och tjänster, exklusive oljeprodukter, sjunkit i konsumentledet (diagram 8). Att kronan stärktes kontinuerligt från 2002 och fram till slutet av 2004 har förstås spelat roll för de låga importpriserna. I Riksbankens prognoser för importpriserna ingick dock en bedömning att växelkursen skulle stärkas. Ändå har importpriserna, exklusive oljeprodukter, blivit överraskande låga.

Vad kan då förklara den höga produktivitetstillväxten och den svaga utvecklingen av importpriserna? Det är förstås svårt att veta. En hypotes till den höga produktivitetstillväxten som ofta lyfts fram är att de omfattande investeringarna i informationsteknologi som gjordes tidigare har börjat ge resultat.

En annan förklaring som jag tidigare var inne på och som har bäring både på den snabba produktivitetstillväxten och på de pressade importpriserna är den ökande konkurrensen. Den hårdnande konkurrensen från Kina och andra lågkostnadsländer har till exempel bidragit till ett ökat rationaliseringstryck inom många sektorer. I kombination med utflyttning av arbetsmoment till låglöneländer kan det ha

skapat möjligheter att förbättra produktiviteten i snabbare takt än tidigare. Vidare kommer en växande andel av den svenska importen från länder med låg prisnivå. Den här förskjutningen av importen från länder med relativt höga priser till länder där priserna är betydligt lägre har sannolikt bidragit till att hålla nere priserna på import till Sverige mer än vad Riksbanken tidigare har räknat med. Även inom landet har konkurrensen hårdnat vilket har ökat behovet av effektiviseringar inom olika led. Vi bedömer exempelvis att den ökade etableringen av lågpriskedjor inom livsmedelsbranschen bidrog till att livsmedelspriserna föll under 2005.

Borde räntan ha sänkts mer?

Det står alltså klart att det i mångt och mycket är strukturella förändringar i ekonomin som har hållit nere inflationen och skapat utrymme för att sänka räntan till historiskt låga nivåer (diagram 9).

Från tid till annan har det förts fram kritik som går ut på att vi borde ha sänkt räntan ännu mer. Att en sådan diskussion uppkommer när inflationen är betydligt lägre än målet är i sig inte särskilt förvånande. Men det är samtidigt viktigt att ha realistiska förväntningar på vad penningpolitiken kan åstadkomma. Förändringar av strukturell karaktär är svåra att fånga på ett tidigt stadium i prognosarbetet eftersom det tar tid innan det framgår att det rör sig om annat än tillfälliga faktorer. Det är därför ett skäl till att inflationen kan avvika från målet som man måste räkna med.

Ett tecken på svårigheterna att göra korrekta prognoser är att inflationen 2005 överskattades av i princip alla prognosmakare (diagram 10). En jämförelse tyder om något på att Riksbanken hörde till de prognosmakare som förhållandevis tidigt började ta hänsyn till de effekter som har dämpat inflationstrycket. Vissa bedömare har visserligen periodvis förordat en något snabbare takt på räntesänkningarna än den som Riksbanken valde. Men skillnaden har i genomsnitt varit liten. Med de effekter av penningpolitik som man normalt räknar med hade skillnaden på inflation och sysselsättning varit marginell.

För att inflationen skulle ha hamnat påtagligt närmare målet hade det behövts en radikalt annorlunda penningpolitik. Till exempel hade Riksbanken sannolikt behövt sänka reporäntan snabbt och kraftigt redan för ett par år sedan istället för de gradvisa räntesänkningar som genomförts. En sådan penningpolitik hade varit svår att motivera givet den syn på konjunkturutsikterna som då rådde.

Det är också tydligt att den penningpolitik som faktiskt förts har haft en starkt expansiv inverkan på ekonomin. Bland annat har BNP-tillväxten varit hög. Den expansiva penningpolitiken har också varit tydlig i den snabba kreditexpansionen inom hushållssektorn och prisstegringarna på bostadsmarknaden. Det är tveksamt om det hade varit klokt att förstärka den här utvecklingen med en ännu mer expansiv penningpolitik.

Den starka tillväxten har tyvärr inte resulterat i motsvarande återhämtning av sysselsättningen. Arbetsmarknaden har tvärtom utvecklats svagare än vad man historiskt sett hade kunnat förvänta sig givet den höga BNP-tillväxten. Till viss del avspeglar det den oväntat höga produktivitetstillväxten. Men en rimlig tolkning är att det också finns problem på arbetsmarknaden som inte är av konjunkturell karaktär. Det är någonting som måste lösas med andra medel än de penningpolitiska.

Låt mig avslutningsvis säga att jag välkomnar diskussioner om penningpolitiken. Penningpolitik bygger till stor del på bedömningar och det är därför naturligt att det råder olika uppfattningar om vad som bör göras med reporäntan – såväl utanför riksbankshuset som inom direktionen. Men det är också viktigt att diskussionen utgår från en realistisk bild av vad penningpolitiken kan åstadkomma. Diskussionen får inte heller förenklas genom att man skjuter in sig på en frågeställning utan att beakta alla de risker och andra aspekter som måste vägas in i de penningpolitiska besluten. Vi på Riksbanken ska göra vad vi kan för att bidra till ett sådant diskussionsklimat.