ANFÖRANDE

DATUM: 2006-05-23

TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves

PLATS: Handelshögskolan vid Göteborgs universitet

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

Riksbanken och penningpolitiken

Låt mig till att börja med tacka för inbjudan. Det är som alltid ett nöje att få möjligheten att komma ut och tala om penningpolitiken och hur vi arbetar på Riksbanken – men om det alltid är ett nöje för åhörarna låter jag däremot vara osagt. Jag hoppas att ni idag i alla fall ska få en bild av vår syn på ekonomin och inflationsutsikterna och av vårt sätt att bedriva penningpolitik.

Låt mig inledningsvis beskriva i grova drag vad jag tänker ta upp i mitt tal och de huvudsakliga slutsatserna:

Jag tänkte börja med att beskriva min syn på det aktuella penningpolitiska läget. I korthet är mina slutsatser följande:

- Uppgången i den internationella ekonomin verkar ha varit något starkare än den vi såg framför oss i inflationsrapporten i februari.
- I Sverige indikerar den statistik som kommit in sedan inflationsrapporten att ekonomin har utvecklats ungefär i linje med vår bedömning, även om inflationen tillfälligt stigit snabbare än väntat på grund av energiprisutvecklingen.
- Våra tidigare penningpolitiska överväganden som vi gjorde i februari och april står sig därför ganska bra. Penningpolitiken kommer att behöva bli mindre expansiv framöver. I vilken takt det bör ske bestäms som vanligt av inflationsutsikterna och den makroekonomiska utvecklingen i övrigt.

Efter diskussionen om det aktuella ekonomiska läget kommer jag att beskriva de principer som vägleder penningpolitiken och också beröra några av de praktiska problem som vi möter. De viktigaste punkterna i den här diskussionen är följande:

- Givet vårt övergripande mål att upprätthålla ett fast penningvärde försöker vi när vi fattar beslut om räntan också att bidra till en stabil utveckling av realekonomin.
- Det sker genom att vi inte i alla lägen siktar på att föra inflationen till målet så snabbt som möjligt. När en avvikelse inträffar är vår ambition i normala fall att se till att inflationen återförs till målet inom två år.

- Vår ofullständiga kunskap om strukturella förändringar och andra skeenden i ekonomin gör att man inte bör förvänta sig att penningpolitiken ska kunna finjustera konjunkturläget i någon större utsträckning.

Låt mig nu börja med en mer utförlig diskussion om det aktuella penningpolitiska läget.

Det aktuella penningpolitiska läget

Tillväxten i världsekonomin har varit hög och stabil de senaste åren. I USA var BNP-tillväxten fortsatt stark under 2005, trots naturkatastrofer och höga oljepriser. Den ekonomiska expansionen i Kina har nu pågått under ett antal år och tillsammans med återhämtningen i den japanska ekonomin bidrog det till en hög tillväxt i ett flertal asiatiska länder under förra året. I euroområdet har däremot tillväxten varit förhållandevis svag men under fjolåret kom det tecken på att konjunkturen också är på väg att förbättras där.

Samtidigt som efterfrågetillväxten i världsekonomin har varit stark har pristrycket hållits tillbaka. Olja och andra råvaror har blivit betydligt dyrare men för konsumenterna har de allmänna prisökningarna generellt varit förhållandevis små. Sannolikt kan det till viss del förklaras av en ökande internationell konkurrens. Uppgången i världskonjunkturen har också präglat utvecklingen i den svenska ekonomin som haft en stark tillväxt de senaste åren, men med undantag för en svacka vid förra årsskiftet. Trots den goda efterfrågeutvecklingen har inflationen här hos oss varit låg. Det kan i huvudsak förklaras av att importpriserna exklusive olja utvecklats svagt och att kostnadstrycket hållits nere bl.a. till följd av en stark produktivitetsökning och ett lågt resursutnyttjande.

Den utveckling som vi såg framför oss i inflationsrapporten i februari var att tillväxten i omvärlden skulle komma att bli fortsatt god. Det fanns vissa frågetecken för utvecklingen i USA och i euroområdet där preliminär statistik för fjärde kvartalet förra året var överraskande svag. Vår bedömning var att det i huvudsak kunde förklaras av tillfälliga faktorer och att konjunkturuppgången ändå skulle komma att fortsätta om än mattas något framöver.

För den svenska ekonomin gjorde vi bedömningen att den inhemska efterfrågeutvecklingen skulle vara stark de närmaste åren med en topp i BNP-tillväxten under 2006. Prognoserna visade att hushållens konsumtion skulle stiga och investeringarna fortsätta att öka, men i något långsammare takt än under förra året. Vi såg också framför oss en fortsatt stark export tillföljd av den goda internationella konjunkturen.

När det gäller arbetsmarknaden kunde vi konstatera att efterfrågan på arbetskraft verkar ha vänt uppåt och det fanns mycket som talade för att sysselsättningen mätt i både personer och antal arbetade timmar skulle komma att öka ytterligare framöver. Ekonomins resurser väntades bli alltmer ansträngda och löneökningstakten successivt högre. Men vi räknade ändå med att ökningen i kostnadstrycket skulle komma att vara relativt måttlig till följd av en fortsatt god produktivitetsutveckling de närmaste åren. Sammantaget väntades inflationen komma att stiga framöver men i en måttlig takt tillföljd av produktivitets- och importprisutvecklingens fortsatt dämpande effekt på inflationen. Vår prognos var att den underliggande inflationen skulle komma att stiga successivt och närma sig målet på 2 procent på ett par års sikt.

Det var vår bild av utvecklingen i den senaste inflationsrapporten. Vad nytt har då hänt sedan februari? Världsekonomin verkar ha utvecklats något starkare jämfört med vad vi såg framför oss i inflationsrapporten. Det har publicerats nya och reviderade nationalräkenskaper för USA, delar av Asien och euroområdet. För USA visar statistiken att avslutningen på 2005 och början av 2006 blev något starkare jämfört med vår tidigare bedömning. När det gäller Asien är bilden av en starkare utveckling ännu tydligare. I euroområdet var utvecklingen fjärde kvartalet ungefär som förväntad men de indikatorer som kommit sedan dess pekar mot att utvecklingen där varit något gynnsammare än vad vi trodde i februari.

Samtidigt har oljepriset stigit betydligt mer än väntat och terminspriserna för olja har gått upp. Vi kan därför räkna med att olje- och bensinpriserna kommer att ligga kvar på en hög nivå en tid framöver. Det här är givetvis en osäkerhetsfaktor för konjunkturbedömningen och vad det kommer att få för konsekvenser framöver är svårt att avgöra. Erfarenheterna så här långt är att den internationella konjunkturuppgången har varit motståndskraftig mot de allt högre oljepriserna.

Här hemma har det också kommit in en hel del ny statistik sedan februari, bl.a. nationalräkenskaper för sista kvartalet 2005. BNP-tillväxten fjärde kvartalet blev lite lägre än förväntat men för helåret 2005 var tillväxten ändå i linje med vår prognos på grund av att utfallen för tidigare perioder har reviderats upp. Siffrorna visar att exporten ökade mer än väntat under fjolåret, vilket så här i efterhand inte är förvånande med tanke på den starkare tillväxten i omvärlden. Däremot var både hushållskonsumtionen och investeringarna fjärde kvartalet svagare än i vår tidigare prognos.

Att döma av de senaste konjunkturindikatorerna har utvecklingen hittills i år varit bättre än avslutningen på 2005. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin och Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer pekar t.ex. mot att industrikonjunkturen förbättrats sedan mitten av 2005 och att den utvecklingen fortsatt det första kvartalet i år. Utvecklingen av arbetsmarknaden har också varit positiv de senaste månaderna. Sysselsättningen har utvecklats i linje med vår prognos medan arbetskraften ökat mer än väntat. Barometerdata pekar också mot att uppgången i antal sysselsatta kommer att fortsätta under andra kvartalet. Sammantaget tycker jag att det tyder på att svackan i slutet på förra året var tillfällig och att den svenska konjunkturen i år har utvecklats ungefär i linje med vår bedömning i förra inflationsrapporten i februari.

Det har varit turbulent på de finansiella marknaderna den senaste tiden med ett relativt stort prisfall på aktier. Tillgångsprisförändringar kan påverka inflationen indirekt genom att de påverkar hushållens förmögenheter och därmed den aggregerade efterfrågan. Aktiepriserna kan gå upp markant under en längre tid för att sedan få en viss rekyl utan att det behöver vara ett tecken på en mer varaktig nedgång. Det går just nu inte att dra några mer långtgående slutsatser av den senaste tidens utveckling på börsen. Som vanligt följer Riksbanken tillgångspriserna utveckling och vad detta kan komma att ha för betydelse för inflationen och makroekonomin i övrigt.

Vad gäller inflationen så var utfallen i både mars och april högre än vad vi räknade med i inflationsrapporten. I april var uppgången i konsumentprisindex 1,5 procent i årstakt och den underliggande inflationen var lika hög. Det var en halv procentenhet högre än väntat i båda fallen och skillnaden mellan våra prognoser och utfallen kan i huvudsak förklaras av oväntade prisuppgångar på ett begränsat antal varor, främst bensin, villaolja och el. Som jag nämnde tidigare finns det skäl att räkna med höga oljepriser även en tid framöver. Därför är det också sannolikt att

inflationen kommer att hamna över våra tidigare prognoser. En rimlig bedömning är att detta framförallt kommer att ha konsekvenser för utvecklingen det närmaste året men osäkerheten är som sagt stor. Osäkerheten rör dels oljeprisernas direkta effekt på inflationen, dels de indirekta effekterna på andra makrovariabler.

I inflationsrapporten gjorde vi bedömningen att inflationstrycket på sikt kommer att öka i takt med att kostnadstrycket både internationellt och i Sverige drivs upp av den fortsatta konjunkturuppgången. Penningpolitiken kommer därför att behöva bli mindre expansiv för att inte inflationen ska hamna över vårt mål.

Det kan givetvis diskuteras i vilken takt räntan bör höjas. Marknadens förväntningar som de sett ut de senaste veckorna är inställda på en fortsatt gradvis höjning av räntan från början av sommaren. Det tycker jag är rimligt givet utvecklingen sedan februari. Men det är nästan en månad tills jag och mina kollegor på nytt ska träffas och diskutera utformningen av penningpolitiken. I den diskussionen kommer vi att göra en samlad värdering av allt som hänt sedan det förra prognostillfället.

Den penningpolitiska strategin

Många undrar kanske varför vi höjer räntan trots att den nuvarande inflationen ligger något under målet och det fortfarande finns lediga resurser på arbetsmarknaden. Det man då måste komma ihåg för att förstå varför penningpolitiken nu behöver göras successivt mindre expansiv är att det tar tid för ekonomin att anpassa sig till förändringar av reporäntan. Det betyder t.ex. att vi idag ännu inte sett den fulla effekten av den expansiva penningpolitik som vi bedrivit de senaste åren. Det betyder också att räntebesluten måste fattas utifrån en bedömning om var ekonomin befinner sig om några år.

Låt mig beskriva hur vi generellt resonerar när vi fattar beslut om räntan. Det är också något som vi beskriver mer utförligt i det dokument om penningpolitiken vi publicerade i förra veckan.

Målet för penningpolitiken är att upprätthålla ett fast penningvärde. Det slås fast genom de ändringar i riksbankslagen som trädde i kraft 1999. Riksbanken har konkretiserat detta i form av ett mål för inflationstakten enligt vilket förändringstakten i KPI ska uppgå till 2 procent med ett toleransintervall på +/- 1 procentenhet.

Stabila priser är alltså målet för penningpolitiken i Sverige precis som i alla andra länder i den industrialiserade delen av världen. Att målet har formulerats på detta sätt beror på att det på längre sikt bara är prisutvecklingen i ekonomin som penningpolitiken *kan* styra. Hur tillväxt och sysselsättning långsiktigt utvecklas påverkas i allt väsentligt inte av hur räntan sänks och höjs. Det bestäms istället av faktorer som produktivitet, utbudet av arbete och kapital och av hur väl arbetsmarknaden – och ekonomin i stort – fungerar.

Man kan i och för sig säga att penningpolitiken *indirekt* kan skapa goda förutsättningar för en väl fungerande ekonomi genom att hålla inflationen låg och stabil. Pris- och lönesystemet fungerar mer effektivt om förändringar i den allmänna prisnivån är små och förutsägbara. Det underlättar för företag och konsumenter att fatta kloka beslut om investeringar, konsumtion och anställningar. Inte minst utvecklingen av den svenska ekonomin under 1970- och 1980-talen visar ju på de misslyckade investeringar och godtyckliga inkomstomfördelningar som kan bli följden när inflationen är hög och varierar mycket.

■ På kort sikt påverkar penningpolitiken även konjunkturförloppet i ekonomin. När vi utformar penningpolitiken försöker vi därför göra det på ett sådant sätt att vi, utan att äventyra målet om stabila priser, också bidrar till en så gynnsam och stabil makroekonomisk utveckling som möjligt. Med andra ord, vi beter oss inte som "inflation nutters" för att använda ett uttryck som min brittiske kollega Mervyn King myntat. Vi är inga "inflationstokar" som i alla lägen sätter räntan så att inflationen ska hamna på målet så fort som möjligt.

Det är mycket viktigt att betona att de här möjligheterna att utforma penningpolitiken med utgångspunkt inte bara i inflationsutsikterna utan också i hur produktion och sysselsättning utvecklas har skapats av att inflationsmålet idag är väl förankrat i ekonomin. Alla vet att vi kommer att anpassa penningpolitiken så att inflationsmålet ska klaras. Under de år då inflationsmålet var nytt var trovärdigheten för inflationsmålet alltför skakig för att Riksbanken skulle våga ta andra hänsyn än till att klara inflationsmålet. En flexibel utformning av inflationsmålspolitiken är däremot ingen nyhet om man ser till hur vi har bedrivit penningpolitik under senare år när trovärdigheten fått fäste. I praktiken sker det som jag sa genom att vi inte siktar på att i alla lägen föra inflationen till målet så snabbt som möjligt. Riksbanken följer principen att i normala fall sikta på att föra inflationen till målet inom två år då en avvikelse har inträffat.

Det är framförallt i de lägen då inflationen går åt ett håll och realekonomin, dvs. tillväxt, sysselsättning osv., går åt motsatt håll som det kan finnas skäl att föra inflationen till målet mer gradvis. Nationalekonomer brukar beskriva sådana situationer som att ekonomin drabbas av en utbudsstörning. Ett enkelt exempel kan vara när företagens kostnader av olika skäl plötsligt ökar. Företagen höjer då ofta sina priser för att kompensera sig för kostnadsuppgången men de minskar i regel samtidigt de resurser de använder i produktionen. Resultatet kan då bli att inflationen stiger över målet samtidigt som tillväxten i ekonomin dämpas. Om penningpolitiken i ett sådant läge skulle sikta på att snabbt få ned inflationen skulle ekonomins resursutnyttjande sjunka ytterligare. De här problemen kan mildras om penningpolitiken i en sådan situation siktar på att föra inflationen till målet mer gradvis.

I praktiken måste vi förstås många gånger hantera mer komplicerade situationer än den här typen av läroboksmässiga scenarier. Ta till exempel det aktuella läget. Den höga produktivitetstillväxten vi har upplevt under senare år har inneburit en störning – en positiv sådan – av ekonomins utbudssida samtidigt som inflationen har varit låg. Men vi har ändå inte befunnit oss i någon tydlig konflikt mellan ambitionen att nå inflationsmålet och stabilisera realekonomin. Den förbättrade produktiviteten har inneburit att tillväxten har kunnat vara hög utan att ekonomins resursutnyttjande än så länge blivit alltför ansträngt. Vi har därför sett utrymme att stimulera ekonomin med en expansiv penningpolitik.

Samtidigt har den låga räntan bidragit till att huspriserna och utlåningen till hushållen ökat snabbt. Vi har känt en oro för att kreditexpansionen och prisökningarna på fastighetsmarknaden kan drivas för långt med risker för att efterfrågan viker kraftigt om det blir en anpassning längre fram. Men det här är risker som är svåra att siffersätta och som dessutom kan ligga ganska långt fram i tiden. På så sätt ryms de inte på något enkelt sätt inom vår vanliga analys och prognosverksamhet. I våra diskussioner inom direktionen har vi ansett att vi ändå på något sätt måste ta hänsyn till de här riskerna och det har på så vis varit en av pusselbitarna som förklarar hur vi har agerat den senaste tiden.

I praktiken är det också många gånger svårt att uppskatta hur varaktiga olika strukturella förändringar och andra förlopp i ekonomin är. Det har till exempel varit osäkert för Riksbanken och för andra prognosmakare om den starka produktiviteten under senare år har varit temporär eller mer varaktig. En penningpolitik med alltför stora stabiliseringspolitiska ambitioner riskerar därför snarare att förstärka konjunktursvängningarna än att dämpa dem. Förutsättningarna att lyckas med en aktiv penningpolitik försvåras också i praktiken av att det tar tid innan den fulla effekten av ränteförändringar blir synlig. Man bör därför inte förvänta sig att penningpolitiken i någon större utsträckning ska kunna finjustera konjunkturläget.

Det finns också av andra skäl gränser för hur ambitiösa vi kan vara när det gäller att stabilisera den reala ekonomin. Flexibiliteten i penningpolitiken får absolut inte minska trovärdigheten för inflationsmålet. Av det skälet är det viktigt att avvikelser från inflationsmålet inte tillåts bli hur långvariga som helst. Det är därför som Riksbanken har valt att i normala fall sikta på att föra inflationen till målet inom två år. Man kan säga att det är en restriktion som vi har lagt på oss själva för att skapa flexibilitet under ordnade former.

Samtidigt är det inte ändamålsenligt att sätta upp restriktioner för penningpolitiken som ska vara bindande oavsett vad som händer i ekonomin. Det kan – undantagsvis – uppstå situationer då också konsekvenserna av att föra inflationen till målet på två års sikt bedöms leda till oacceptabla variationer i den ekonomiska aktiviteten. Det har från vissa håll hävdats att det idag finns en risk att inflationen kan komma att bli fortsatt dämpad under en längre tid till följd av bl.a. globaliseringen och att det kan komma att innebära att vi skjuter under målet en längre tid än två år. Vi har, som jag sa tidigare, gjort en annan bedömning men en sådan situation är ett exempel på när det skulle kunna vara befogat med en avvikelse från vår normala målhorisont. Om vi skulle göra bedömningen att en sådan situation uppstår ska det göras tydligt i förväg. Det ska också göras tydligt i samband med de penningpolitiska besluten hur länge vi förväntar oss att inflationen ska avvika från målet och varför så sker.

Avslutning

Låt mig så avsluta genom att mycket kort sammanfatta det jag just talat om:

Jag har gett min syn på det aktuella penningpolitiska läget och beskrivit de principer som vägleder penningpolitiken. Jag har också berört några av de praktiska problem vi möter.

När det gäller det aktuella penningpolitiska läget är min bedömning att den bild som vi tecknade av inflationsutsikterna i förra inflationsrapporten i allt väsentligt står sig, även om energipriserna som det ser ut nu kan bidra till en högre inflation i det korta perspektivet. Penningpolitiken behöver bli mindre expansiv.

Vad avser den penningpolitiska strategin har ett viktigt budskap varit att vi vid en avvikelse inte i alla lägen siktar på att återföra inflationen till målet så snabbt som möjligt utan att vi också tar realekonomisk hänsyn. Det kan inte uteslutas att det kan uppstå speciella situationer där det till och med kan bli nödvändigt att rikta blicken längre bort än den tidsperiod som normalt vägleder de penningpolitiska besluten. Men då ska vi i så fall i förväg göra tydligt att vi ser en sådan utveckling framför oss.

Tack för ordet!