



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

ANFÖRANDE

DATUM: 2006-09-18
TALARE: Vice riksbankschef Irma Rosenberg
PLATS: Swedbank, Stockholm

■ Penningpolitiken i Sverige

Tack för inbjudan att komma hit och tala. Ämnet för konferensen är ju konjunktutsikterna och jag kommer förstås att redogöra för min syn på dessa. Jag kommer att göra det i ganska allmänna ordalag – en mer detaljerad analys kommer att presenteras i inflationsrapporten i slutet av oktober.

Innan jag kommer in på konjunkturutvecklingen skulle jag emellertid vilja ta tillfället i akt att säga några ord om hur penningpolitiken i Sverige mer allmänt bedrivs, eller *den penningpolitiska strategin*, som det brukar kallas. Mer specifikt tänkte jag ta upp några frågor som förekommit i diskussionen i media och på annat håll där det alltjämt verkar finnas en del oklarheter.

Det handlar framförallt om målet för penningpolitiken. Fäster vi nu mindre vikt vid inflationsmålet eller har vi till och med infört andra mål vid sidan om inflationsmålet? Låt mig redan här understryka att några sådana förändringar inte gjorts. Det är inflationsmålet som står i fokus och centralt är nu, liksom tidigare, att förankra inflationsförväntningarna i ekonomin till detta mål. Men när vi utformar penningpolitiken tar vi också hänsyn till hur ekonomin i övrigt utvecklas. Det är hur vi resonerar kring detta som jag inledningsvis tänker uppehålla mig vid.

Inflationsmål och hänsyn till real ekonomi

Riksbanken har enligt lagen som mål att hålla inflationen låg och stabil, eller att "upprätthålla ett fast penningvärde", som det uttrycks i lagtexten. Denna uppgift har vi definierat som att inflationen mätt i termer av konsumentprisindex ska uppgå till 2 procent per år med ett toleransintervall på \pm en procentenhet. Så länge trovärdigheten för inflationsmålet inte är hotad – eller, som man brukar uttrycka det, så länge det nominella ankaret för pris- och lönesättning som inflationsmålet utgör inte riskerar att släppa – har vi också möjlighet att ta viss hänsyn till hur den reala ekonomin, t.ex. produktion och sysselsättning, utvecklas.

Det senare har visserligen inte skrivits in i lagtexten, men i förarbetena till den nya riksbankslag som trädde i kraft 1999 ansågs att det var naturligt att Riksbanken, utan att åsidosätta det långsiktiga prisstabilitetsmålet, ska stödja målen för den allmänna politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta, menade man, följde av att Riksbanken är en myndighet under riksdagen. Det be-

■ dömdes därför inte vara nödvändigt att skriva in fler mål än prisstabilitet i lagen. Det fanns förmodligen också vissa farhågor för att lagstadgade mål för realekonomi felaktigt skulle ge intryck av att penningpolitiken även kan styra den *långsiktiga* utvecklingen av t.ex. tillväxt och sysselsättning. Det är idag tämligen allmänt accepterat att denna bestäms av faktorer som penningpolitiken inte direkt kan påverka, såsom takten i den teknologiska utvecklingen och hur väl olika marknader fungerar.

I allmänna termer kan man säga att den politik som Riksbanken bedriver syftar till dels att de avvikelser från inflationsmålet som oundvikligen uppkommer ska bli begränsade, dels att realekonomin samtidigt inte ska uppvisa alltför stora svängningar. Målet för penningpolitiken gäller alltså inflationen, men Riksbanken fäster också avseende vid realekonomin. Detta är något som är kännetecknande för s.k. flexibel inflationsmålspolitik som, såvitt jag känner till, alla centralbanker med inflationsmål bedriver.

Penningpolitiken får effekter på ekonomin först med en viss fördröjning. De penningpolitiska besluten måste därför baseras på prognoser för den framtida inflationen. *Normalt* inriktas penningpolitiken på att inflationen ska nå målet inom två år för att avvikelserna från inflationsmålet inte ska bli alltför stora och långvariga. Denna tvåårshorisont kan ses som en restriktion som Riksbanken själv har pålagt sig som ett sätt att upprätthålla trovärdigheten för inflationsmålet. Samtidigt ger den oss möjlighet att ta realekonomiska hänsyn. Om det t.ex. inträffar en störning som lett till att inflationen pressats upp trots att efterfrågan är svag, skulle en mycket snabb återgång till inflationsmålet innebära större negativa realekonomiska effekter – en större dämpning av den redan svaga efterfrågan – än om återgången tilläts ske mer gradvis. Om inflationen istället pressats ned trots en god efterfrågeutveckling skulle försök att snabbt återgå till målet genom en kraftigt expansiv penningpolitik kunna leda till att ekonomin överhettas. Över tiden skulle en politik som snabbt dämpar inflationsimpulser därför kanske resultera i en mer stabil inflation men istället skulle de realekonomiska svängningarna riskera att bli stora.

Att vi valt en tvåårshorisont för penningpolitiken beror alltså på att det i de flesta fall bedöms ge tillräckligt utrymme för att även den realekonomiska utvecklingen skall bli acceptabel. Men hur snabbt det är önskvärt att återföra inflationen till inflationsmålet beror på vilka störningar ekonomin träffats av och hur stora de är. Ibland kan avvikelserna från målet bli så stora att det finns skäl att låta inflationen nå målet *bortom* den normala tvåårshorisonten och då ska vi förklara det i samband med våra beslut. Men målsättningen är förstås i grunden densamma, dvs. en önskan att se till att inflationen är låg och stabil på några års sikt, samtidigt som viss hänsyn tas till den reala stabiliteten.

Vilken betydelse har huspriser och hushållens skuldsättning?

Hur kommer då utvecklingen av huspriserna och hushållens skulder in i bilden? Huspriser måste beaktas i prognoserna eftersom de via förmögenhetseffekter påverkar hushållens konsumtions- och sparandebeslut. Hur stora skulder hushållen har är också viktigt för hur ränteändringar påverkar konsumtionsutrymmet.

Ett problem är emellertid att det i det normala prognos- och analysarbetet kan vara svårt att fånga de risker som följer av stora svängningar i huspriser och priser på andra tillgångar. En anledning är att de modeller som vanligtvis används för att göra prognoser inte har så sofistikerade beskrivningar av den finansiella sek-

■ torn och dess samspel med den reala ekonomin. Problemen är särskilt stora då huspriserna och kreditillväxten under lång tid utvecklas på ett sätt som åtminstone i förlängningen framstår som ohållbart. Med de analys- och prognosverktyg som idag står till buds går det helt enkelt inte att på något tillfredsställande sätt förutsäga huruvida det t.ex. framöver kommer att inträffa en plötslig korrigerings av huspriserna, eller om man kan räkna med en lugnare och mer utdragen anpassning.

Samtidigt måste Riksbanken beakta riskerna med den penningpolitik som förs. Om ökningstakterna för huspriser och hushållens skulder ligger kvar på en hög nivå under lång tid ökar risken för att obalanser byggs upp som längre fram i tiden tvingar fram en anpassning med i värsta fall betydande konsekvenser för den reala ekonomin och inflationen. Det sätt på vilket Riksbanken kan hantera den här typen av risker när de penningpolitiska besluten fattas är i princip att något tidigarelägga eller senarelägga ränteförändringar i förhållande till vad som utifrån de "normala" prognoserna för inflationen och realekonomin förefaller vara den mest lämpliga tidpunkten. Förhoppningen är att en sådan politik ska bidra till ett lugnare anpassningsförlopp för huspriserna och att en mer abrupt korrigerings ska kunna undvikas.

Ett exempel på när den här typen av resonemang tillämpats är vid det penningpolitiska mötet i februari. Vi valde då att höja räntan med 0,25 procentenheter, vilket också låg i marknadsförväntningarna, trots att inflationen givet den antagna räntebanan var något i underkant av målet på två års sikt, och dessutom var låg under en stor del av prognosperioden. Inflationsprognosen som sådan kunde således ha motiverat att vi avvaktat några månader med en höjning.

Vad som är viktigt att inse är att den här typen av beslut genom förebyggande ränteändringar *inte* är ett uttryck för att inflationsmålet på något sätt "nedgraderats" eller att vi numera har ett särskilt mål för husprisutvecklingen. Skälet är istället att vi tror oss på bästa sätt kunna värna om det vi har till uppgift att värna om – stabila priser samtidigt som vi undviker stora svängningar i den reala ekonomin.

Jag kan ha viss förståelse för dem som anser att den här typen av hänsynstaganden innebär att penningpolitiken blir "diskretionär". Så är naturligtvis i viss mån fallet. Men samtidigt har jag svårt att se att vi borde agera på något annat sätt när vi nu, för första gången under perioden med inflationsmål, såvitt jag kan påminna mig, upplevt en period där huspriserna och hushållens skulder utvecklats på ett sätt som inger viss oro för att penningpolitiken varit för expansiv. Vad som är viktigt är att Riksbanken i sådana lägen så tydligt som möjligt redovisar motiven för de beslut som fattas. Men det är svåra avvägningar det handlar om och därför går det inte alltid att ge enkla och mycket precisa förklaringar.

Man kan, måhända lite tillspetsat, säga att det förefaller som om många tolkat det som att uppgiften att upprätthålla prisstabilitet eller, mer allmänt, att bevara trovärdigheten för inflationsmålet med nödvändighet måste innebära att Riksbanken för en politik där inflationsprognosen *alltid* är exakt lika med inflationsmålet på precis två års sikt. Detta är emellertid en alltför snäv tolkning och jag är övertygad om att skulle vi i alla lägen följa den principen så skulle slutresultatet sett över en längre tidsperiod bli sämre än med en politik som beaktar de rådande omständigheterna i övrigt. Man kan i sammanhanget också konstatera att trots den debatt som förts om att penningpolitiken blivit mer "otydlig" och att trovärdigheten för inflationsmålet riskerar att försvagas, har inget av detta märkts i inflationsförväntningarna. Dessa är alltså väl förankrade kring 2 procent.

Flera av de resonemang om Riksbankens penningpolitiska strategi som jag har fört här finns beskrivna i en skrift, "Penningpolitiken i Sverige", som vi publicerade för några månader sedan.¹ Det viktigaste syftet med detta dokument var att förklara hur Riksbanken i räntesättningen har utrymme att ta hänsyn till både inflationsutvecklingen och den realekonomiska utvecklingen.

Ett steg i denna riktning tog vi redan 1999 med det förtydligande av penningpolitiken som direktionen publicerade just för att förklara att Riksbanken faktiskt bedrev en flexibel inflationsmålspolitik.² Sedan 1999 har vi lärt oss ännu mer om hur det går till att bedriva flexibel inflationsmålspolitik. Den akademiska forskningen om hur detta bör göras har också gått framåt. Nya insikter har legat bakom att vi valt att nu ge ut ett nytt dokument om den penningpolitiska strategin. I grunden handlar det mer om att det är sättet att beskriva och kommunicera inflationsmålpolitiken som har utvecklats och förändrats snarare än den grundläggande strategin i sig.

Inflationen i fokus, inte nivån på räntan

Låt mig avsluta den här delen av mitt tal med några ord om ett begrepp som använts i diskussionen om penningpolitiken den senaste tiden, nämligen att Riksbanken inlett en "normalisering" av reporäntan. Såsom begreppet "normalisera" används i det här sammanhanget menar man oftast bara att styrräntan har börjat höjas från att under en tid ha varit mycket låg, dvs. det är helt enkelt ett sätt att peka ut i vilken riktning det är naturligt att styrräntan kommer att utvecklas framöver.

Samtidigt ligger underförstått i begreppet "normalisera" att det finns en nivå där räntan normalt bör vara. En del bedömare tycks ha tolkat det som att Riksbankens höjningar av reporäntan avspeglar att det skulle vara mer eller mindre ett självändamål att komma upp till en sådan "normal" nivå när nu konjunkturuppgången förefaller väl etablerad och de flesta kurvor pekar uppåt, alldeles oavsett hur vi tror att inflationen kommer att utvecklas. Men det är inte så vi resonerar.

Att räntan är under någon "normal" nivå är *i sig* inte ett skäl att höja den, även om den realekonomiska utvecklingen skulle råka vara gynnsam. Det är inte ett argument som, så att säga, "står på egna ben". Vad som är avgörande för hur vi ser på den lämpliga framtida ränteutvecklingen är de prognoser och bedömningar vi gör när det gäller inflationen och den ekonomiska utvecklingen i stort. Det kan t.ex. vara så att olika faktorer bedöms hålla tillbaka inflationen under förhållandervis lång tid och att det därför även i goda konjunkturlägen kan finnas anledning att låta "normaliseringen" av ränteläget – om jag nu ändå ska använda detta begrepp – gå långsammare än vad som annars vore motiverat. Under de senaste åren har en dämpad utveckling av importpriser och en snabb produktivitetstillväxt varit sådana faktorer. Det kan å andra sidan också vara så, om inflationen är hög och hålls uppe av särskilda faktorer under ganska lång tid, att räntan måste hållas kvar på en hög nivå även om konjunkturen inte är så stark.

Detta gör att det förstås också i praktiken är genuint svårt att avgöra vad som är en "normal" nivå för styrräntan. Det är möjligt att med olika metoder beräkna ett

¹ Se "Penningpolitiken i Sverige", Sveriges riksbank, 2006 (dokumentet kan laddas ned från Riksbankens hemsida, www.riksbank.se, eller beställas i tryckt form).

² 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.

■ ungefärligt intervall för vad som kan anses vara en normal reporänta. Men ett sådant intervall blir med nödvändighet ganska brett – i en fördjupningsruta i den senaste inflationsrapporten uppskattades det till 3½–5 procent. Erfarenheten visar också att reporäntan under långa perioder kan hamna utanför även detta ganska breda intervall.

Mot den här bakgrunden kan man alltså konstatera att uppskattningar av den normala nivån på reporäntan har ett ganska begränsat värde för att bedöma ränteutvecklingen den närmaste tiden och att räntebeslut inte kan motiveras enbart med att reporäntan avviker från någon sådan nivå. Ytterst är det inflationsprognosen i förhållande till målet som avgör hur penningpolitiken ska utformas. Hur snabbt målet ska nås avgörs även av hur ekonomin i övrigt utvecklas.

Det ekonomiska läget

Låt mig så gå över till att säga något om det penningpolitiska läget och inflations- och konjunkturutsikterna. Det är den bedömning som låg till grund för vårt beslut att höja reporäntan med 0,25 procentenheter vid vårt senaste penningpolitiska möte den 29 augusti jag tänker tala om. En redovisning av den diskussion som då fördes finns i det protokoll från mötet som vi publicerade i förra veckan.

I inflationsrapporten som presenterades i juni kunde vi konstatera att konjunkturläget i Sverige stärkts, till stor del beroende på en stark internationell utveckling, hög produktivitet och en expansiv penningpolitik. Vår bedömning var att dessa faktorer även skulle stimulera ekonomin framöver. BNP-tillväxten i år bedömdes därför bli hög, något som stöddes av både nationalräkenskaperna för första kvartalet och konjunkturindikatorer för utvecklingen under det andra kvartalet. Även från arbetsmarknaden kom signaler om en fortsatt konjunkturuppgång med en tilltagande efterfrågan på arbetskraft.

Vi kunde också notera att inflationen hade börjat öka från att ha varit påfallande låg. Den högre inflationstakten förklarades till viss del av stigande energipriser, men även priserna på vissa andra varor hade höjts i snabbare takt än tidigare. Vår bedömning var att inflationen inte skulle förändras så mycket det närmaste året för att sedan stiga gradvis i takt med en förbättrad konjunktur och stigande löneökningstakt. Enligt vår prognos skulle inflationen vara i linje med målet på ett par års sikt under antagandet att penningpolitiken gradvis blev mindre expansiv i linje med marknadens förväntningar i juni.

Statistik från omvärlden som kommit in under sommaren indikerar att de internationella konjunkturutsikterna nu ser något mer gynnsamma ut än vad vi såg framför oss i inflationsrapporten i juni. Signalerna från den amerikanska ekonomin är visserligen blandade och där talar en del för att tillväxten nästa år blir svagare än väntat. Men för euroområdet och övriga delar av världen är bilden att utvecklingen varit något starkare än i våra tidigare prognoser.

Vad gäller den svenska konjunkturen så har nationalräkenskaperna för det andra kvartalet bekräftat vår bedömning från juni om en fortsatt stark tillväxt. Statistiken visar att BNP-tillväxten andra kvartalet dessutom var högre än vår prognos. Utvecklingen av arbetade timmar och antal sysselsatta var däremot oväntat svag vilket avspeglar att produktivitetstillväxten varit betydligt högre än väntat. De nya indikatorer som kommit in pekar på en fortsatt stabil konjunkturutveckling och att arbetsmarknaden ändå kommer att förbättras framöver. Sammantaget talar detta för att tillväxten framöver blir högre än vad som låg i vår bedömning i juni,

■ även med hänsyn tagen till att förväntningarna om reporäntehöjningar har justerats upp under sommaren.

Upprevideringen av tillväxtutsikterna framöver har emellertid inte medfört någon större revidering av vår inflationsbild. Visserligen talar den höga BNP-tillväxten i sig för att inflationen kan stiga snabbare framöver. Men den starka produktivtetsutvecklingen bedöms samtidigt bidra till att kostnadstrycket blir lägre i år än vad vi förutsatte i juni. Kostnadsutvecklingen på lite längre sikt är svårbedömd. Om produktiviteten fortsätter att utvecklas starkt kan företagen vänta med att nyanställa vilket skulle innebära en fördröjd uppgång på arbetsmarknaden och ett fortsatt lågt kostnadstryck. Men det finns en del indikationer på att arbetsmarknaden nu stärks och en snabbare ökning av sysselsättningen bidrar sannolikt till att kostnadstrycket stiger framöver.

Under sommaren har inflationen varit något högre än förväntat vilket framförallt beror på stigande energipriser. Den inflationsimpuls det innebär motverkas till viss del av de låga enhetsarbetskostnaderna men inflationen i år blir sannolikt ändå något högre än vad vi trodde i vår juniprognos. Vår bedömning är att effekterna av energipriserna klingar av under början av 2007. Men liksom i fallet med produktivtetsutvecklingen finns det en risk att vi underskattar effekterna – både att energipriserna kan fortsätta stiga och att det kan bli spridningseffekter som drar upp inflationstakten längre fram. Under 2007 kommer sedan stigande enhetsarbetskostnader att bidra allt mer till inflationen och på ett par års sikt väntas den underliggande inflationen vara i linje med målet givet en gradvis höjning av reporäntan.

Konjunktur- och inflationsutsikterna talar alltså för att penningpolitiken gradvis bör föras i en mindre expansiv riktning framöver. På så sätt säkerställs en inflation nära målet och en balanserad realekonomisk utveckling. Mot den bakgrunden valde vi att, i linje med den bana för reporäntan som marknaden förväntade sig, höja reporäntan med 0,25 procentenheter vid det penningpolitiska sammanträdet i augusti. Den bedömning vi då gjorde av konjunktur- och inflationsutsikterna för de kommande åren var att det är rimligt att också räkna med att reporäntan kommer att behöva fortsätta höjas gradvis framöver. Jag ser ingen anledning att ändra den bedömningen idag.

Tack för uppmärksamheten.