



# ANFÖRANDE

DATUM: 2006-10-12  
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves  
PLATS: Stora ekonomidagen i Malmö

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

## ■ Det ekonomiska läget

### Inledning

Tack för inbjudan att komma hit till Malmö och tala! Det är ett stort nöje att besöka olika delar av landet och tala om vad vi gör på Riksbanken. Idag tänker jag först berätta lite om min syn på det aktuella läget i ekonomin och inflationsutsikterna. Vi återkommer med en utförligare analys när nästa inflationsrapport publiceras om två veckor. Jag tänker också redogöra mer principiellt för hur vi bedriver penningpolitik, d.v.s. tala om Riksbankens penningpolitiska strategi. I anknytning till detta tar jag tillfället i akt och resonerar kring tillgångsprisernas roll i analysen. I debatten har det ibland hävdats att Riksbanken fokuserar alltför mycket på tillgångspriser och alltför lite på inflationstrycket från arbetsmarknaden och det vill jag gärna bemöta. Därefter kommer jag att kort diskutera den finansiella stabiliteten, ett område som jag arbetat med under många år både på Riksbanken och under min tid på IMF i Washington. Min förhoppning är att ni idag ska få en bild av hur vi tänker och arbetar för att nå vårt lagstadgade mål, att upprätthålla ett fast penningvärde i Sverige. Låt mig börja med hur jag ser på det aktuella ekonomiska läget.

### Det aktuella läget i svensk ekonomi

I vår senaste inflationsrapport från juni såg vi framför oss en fortsatt god internationell konjunktur. I Asien som haft en stark utveckling de senaste åren, bedömde vi att tillväxten skulle bli fortsatt hög. Den starka tillväxten i Kina är en förklaring till uppsvinget i Asien. Expansionen i Kina har bl.a. bidragit till den återhämtning som vi nu ser i Japan. Samtidigt har den amerikanska ekonomin fortsatt att i kraft av sin storlek vara en viktig drivkraft i världsekonomin. I euroområdet har utvecklingen däremot varit svagare, men när vi senast publicerade prognosen i juni såg vi klara tecken på en förbättring.

Samtidigt som tillväxten i världsekonomin har varit stark de senaste åren har prisstrycket hållits tillbaka. Olja och andra råvaror har blivit betydligt dyrare men för konsumenterna har prisökningarna i allmänhet varit rätt små. En förklaring är sannolikt den skärpta internationella konkurrensen. En annan är att penningpolitiken i många länder nu är inriktad på låg inflation. Den starka konjunkturen globalt har varit gynnsam för utvecklingen här hemma. Svensk ekonomi har

■ präglats av hög tillväxt de senaste åren. Trots det har inflationen varit låg även här hos oss. Det beror i huvudsak på att importpriserna exklusive olja inte har stigit och på att en stark tillväxt i produktiviteten har hållit nere kostnadstrycket.

Ny information som tillkommit sedan juni visar att de internationella konjunkturutsikterna fortfarande ser gynnsamma ut. Signalerna från den amerikanska ekonomin är dock lite blandade. Framförallt pekar den avkylning som äger rum på bostadsmarknaden mot en svagare tillväxt än väntat nästa år. Bilden av euroområdet och övriga delar av världen är att utvecklingen snarare varit något starkare jämfört med vår bedömning i juni.

För svensk del såg vi i juni framför oss en rätt hög tillväxt under de kommande åren. Den statistik som inkommit sedan dess bekräftar att det är god fart i ekonomin. Hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna har växt snabbare än väntat. Däremot har både antalet sysselsatta och arbetade timmar blivit lägre än väntat. Det avspeglar att produktivitetstillväxten på nytt överraskat positivt. Företagen har alltså kunnat öka produktionen utan att behöva anställa så många nya medarbetare. Det mesta talar ändå för att arbetsmarknaden kommer att fortsätta förbättras framöver. En allmänt hög utlåning och att hushållens skuldsättning och huspriserna fortsätter att stiga snabbt stödjer bilden av ett starkt efterfrågeläge.

Snabba energiprisstegringar har bidragit till att inflationen har legat över vår prognos under sommaren. Oljepriset har dock fallit tillbaka under hösten, men det är som vanligt svårt att veta om trenden håller i sig. Oljepriset har liksom andra energipriser en tendens att svänga kraftigt. Den senaste tiden har förväntningarna om framtida energipriser justerats ned en del.

Den starka produktivitetstillväxten bidrar till att enhetsarbetskostnaderna blir låga i år. När sysselsättningen ökar är det rimligt att räkna med att även kostnadstrycket vänder uppåt. Vår bedömning är att energipriserna inte kommer att pressa upp inflationen framöver utan istället kommer stigande enhetsarbetskostnader att bidra allt mer till inflationen.

Vår bedömning har under hela året varit att konjunktur- och inflationsutsikterna talar för att det är rimligt att förvänta sig att reporäntan kommer att behöva höjas gradvis. På så sätt säkerställs en inflation nära målet och en balanserad realekonomisk utveckling. Mot den bakgrunden valde vi också att höja reporäntan med 0,25 procentenheter vid det penningpolitiska sammanträdet i augusti. Vi har därmed höjt reporäntan fyra gånger hittills i år och min bedömning är att det är rimligt att räkna med att reporäntan kommer att behöva fortsätta höjas. Men först om ett par veckor ska jag och mina kollegor i direktionen träffas och diskutera utformningen av penningpolitiken. I samband med detta publiceras Inflationsrapporten med våra nya prognoser för inflation och tillväxt de kommande åren.

Låt mig så gå över till den mer principiella diskussionen av hur vi bedriver penningpolitiken. I maj publicerade vi ett nytt dokument om vår penningpolitiska strategi, "Penningpolitiken i Sverige" som beskriver Riksbankens penningpolitiska mål och strategi. Vad innehåller då dokumentet, och varför har vi valt att publicera det? Det är frågor som jag nu tänker resonera kring.

## **Inflationsmål och hänsyn till real ekonomi**

Sedan inflationsmålet formulerades 1993 har tänkandet kring den penningpolitiska strategin utvecklats gradvis. Det har påverkats både av praktiska erfarenheter i

■ Sverige och andra länder och av nya rön inom den akademiska forskningen. Det främsta syftet med vårt nya penningpolitiska strategidokument är att öka förståelsen för inflationsmålet och hur vi utformar penningpolitiken för att nå detta mål, med hänsyn även till den ekonomiska utvecklingen i stort.

Hur har vi då valt att bedriva penningpolitiken för att på bästa sätt klara våra åtaganden? Riksbanken har enligt lagen som mål att hålla inflationen låg och stabil eller att upprätthålla ett fast penningvärde, som det uttrycks i lagtexten. Den uppgiften har vi definierat som att inflationen mätt i termer av konsumentprisindex ska uppgå till 2 procent per år med ett toleransintervall på  $\pm 1$  procentenhet. Så länge trovärdigheten för inflationsmålet inte är hotad, så har vi också möjlighet att ta viss hänsyn till hur den reala ekonomin, d.v.s. produktion och sysselsättning, utvecklas.

Det senare har inte skrivits in i lagtexten, men i förarbetena till den nya riksbankslagen som trädde i kraft 1999 ansågs att det var naturligt att Riksbanken, utan att åsidosätta det långsiktiga prisstabilitetsmålet, ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Det här, menade man, följde av att Riksbanken är en myndighet under riksdagen. Det ansågs därför inte vara nödvändigt att skriva in fler mål än prisstabilitet i lagen. Sådana mål skulle dessutom både vara svåra att förena med regelverket inom EU och olämpliga med tanke på att penningpolitiken inte kan styra den långsiktiga utvecklingen av produktion och sysselsättning.

Penningpolitiken får effekter på ekonomin först med en viss fördröjning. Det innebär att Riksbanken inte kan kontrollera inflationen på väldigt kort sikt och att de penningpolitiska besluten måste baseras på prognoser för den framtida inflationen. Normalt inriktas penningpolitiken på att inflationen ska nå målet inom två år, så att avvikelserna från inflationsmålet inte ska bli alltför stora och långvariga. Tvåårshorisonten kan ses som en restriktion som Riksbanken har tagit på sig för att skapa trovärdighet för inflationsmålet. Samtidigt ger den oss möjlighet att ta realekonomiska hänsyn. Om det t.ex. inträffar en störning som leder till att inflationen pressas upp trots att efterfrågan är svag, kan en mycket snabb återgång till inflationsmålet leda till en större dämpning av den redan svaga efterfrågan, jämfört med om återgången tillåts ske mer gradvis. Om inflationen istället pressas 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 kan en politik som snabbt dämpar inflationsimpulser troligen ge en mer stabil inflation, men istället skulle de realekonomiska svängningarna riskera att bli stora.

Att vi valt en tvåårshorisont för penningpolitiken beror på att det i de flesta fall bedöms ge tillräckligt utrymme för att också den realekonomiska utvecklingen ska bli god och stabil. Men hur snabbt det i enskilda fall är önskvärt att återföra inflationen till inflationsmålet beror på vilka störningar ekonomin träffas 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. Då ska vi förklara det i samband med våra beslut. Redan när den nya riksbankslagen trädde i kraft 1999 och en ny direktionsordning tillträdde, publicerades ett s.k. förtydligande om penningpolitikens uppläggning där man slog fast att horisonten kan behöva vara längre när ekonomin utsätts för stora störningar.<sup>1</sup> Det nya är nu att vi är mer

<sup>1</sup> Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydligande och utvärdering", Penning- och valutapolitik Nr 1, 1999, Sveriges riksbank.

tydliga med att valet av tidshorisont handlar om en vilja att mildra de realekonomiska konsekvenserna.

Nytt sedan ifjol är också att vi gör prognoser under antagandet att reporäntan utvecklas enligt marknadens förväntningar, så som de avspeglas i de så kallade implicita terminräntorna. Tidigare utgick prognoserna istället från antagandet att reporäntan skulle vara oförändrad under prognosperioden. Vilka konsekvenser har då den förändringen? Tidigare kunde penningpolitiken beskrivas med en enkel handlingsregel. Om prognosen för inflationen låg under två procent skulle reporäntan normalt sänkas och om den låg över två procent skulle räntan höjas. Om prognosen låg mycket nära två procent skulle räntan inte ändras. Den regeln fångade förstås inte upp alla nyanser i den penningpolitiska diskussionen, men den förklarade ändå i grova drag de penningpolitiska besluten.

Numera använder vi inte längre denna enkla handlingsregel. Om inflationsprognosen hamnar nära två procent, så ska reporäntan enligt vårt nya synsätt normalt utvecklas i linje med marknadens förväntningar. Det kan innebära att reporäntan ska höjas eller sänkas i ett antal steg under den kommande tvåårsperioden.

Det nya synsättet innebär alltså att den penningpolitiska diskussionen nu till skillnad från tidigare, utgår från en räntebana som sträcker sig över hela prognosperioden. Det här sättet att arbeta möjliggör en tydligare kommunikation om den framtida politiken. Även om det förstås inte kan ses som en utfästelse från Riksbanken att reporäntan faktiskt kommer att utvecklas enligt en viss bana. Vid varje beslutstillfälle tar vi ställning till reporänteutvecklingen utifrån den information som då finns tillgänglig. Våra avvägningar kan och bör ändras om ekonomin utvecklas i en annan riktning än vi väntat oss.

I grunden är det samma penningpolitiska strategi som tidigare. Målet för penningpolitiken gäller alltså inflationen och målsättningen är 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 ekonomin. Detta är något som är kännetecknande för s.k. flexibel inflationsmålspolitik som, såvitt jag känner till, alla centralbanker med inflationsmål bedriver.

I detta sammanhang vill jag passa på att ta upp en aktuell fråga som under senare tid har förekommit i debatten om penningpolitiken. Det har hävdats att Riksbanken fokuserar alltför mycket på tillgångspriser och alltför lite på inflationstrycket från arbetsmarknaden.

Mitt svar är att det i underlaget för de penningpolitiska besluten ingår analyser av såväl efterfrågan och produktionen, som arbetsmarknaden och inflationen. Tillgångspriser och kreditvolymerna måste analyseras eftersom de påverkar och påverkas av konjunkturen och inflationen. Lönebildningen har också en central roll för inflationsutvecklingen. Finans- och penningpolitiken har under de senaste tio till femton åren lagt grunden för en god ekonomisk utveckling och lönebildningen har anpassats till detta och fungerat väl. Parterna på arbetsmarknaden har aktivt bidragit till utvecklingen och resultatet av reformerna har varit goda: Tillväxten i ekonomin har varit hög och reallönerna har stigit trots måttliga nominella löneökningarna.

Det är naturligtvis ytterst angeläget att den goda utvecklingen kan fortsätta under de kommande åren. Nästan hela ekonomin har en avtalsperiod som sträcker sig fram till någon gång i mitten av nästa år. Avtalsåret 2007 är mycket omfattande. De ekonomiska förutsättningarna inför de kommande avtalsförhandling-

■ arna är goda och det finns anledning att tro att lönebildningen ska kunna fungera väl även framöver. Men det är klart att vi kommer att följa avtalsrörelsen mycket noga precis som vi alltid brukar göra. Jag vill understryka att arbetsmarknadens parter kan sluta avtal baserade på att Riksbankens inflationsmål ligger fast. Att döma av de mätningar vi gör av inflationsförväntningarna har penningpolitiken i det här avseendet en mycket hög trovärdighet.

Att arbetsmarknaden står inför många utmaningar och förändringar är ganska klart. Det framgår inte minst av att utvecklingen på arbetsmarknaden länge har varit svag, trots flera år av god tillväxt och historiskt låga räntor. Den svaga sysselsättningsutvecklingen förefaller inte i första hand vara en följd av svag efterfrågan. Förklaringen måste istället sökas bland mer långsiktiga strukturella faktorer. Det speglas inte minst av att sysselsättningsgraden, trots en hög ekonomisk tillväxt, inte helt har återhämtat sig sedan det kraftiga fallet i samband med krisen i början av 1990-talet.

Ett annat tecken på att arbetslöshetsproblemen är av strukturell natur är de stora skillnaderna mellan regioner och mellan yrkeskategorier. Trots att penningpolitiken är gemensam för hela den svenska ekonomin är det dubbelt så höga arbetslöshetstal i vissa regioner som i andra, dubbelt så hög andel på a-kassa i vissa yrkesgrupper som i andra och skillnaderna tycks bestå över långa tidsperioder. Det tyder på att problemen delvis har att göra med en låg rörlighet på arbetsmarknaden. Den långsiktiga lösningen på problem av det här slaget ligger utanför penningpolitikens område.

Låt mig nu förklara lite närmare varför det är så angeläget för oss att också följa tillgångspriser, t.ex. husprisutvecklingen, och hushållens skuldsättning. Det är viktigt både med hänsyn till Riksbankens uppdrag att främja finansiell stabilitet och till det penningpolitiska målet att värna om prisstabilitet.

## Aspekter på hushållens skuldsättning och bostadsprisutvecklingen

Förutom att Riksbanken ska upprätthålla ett fast penningvärde så har vi också uppgiften att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. För detta krävs bl.a. ett säkert och effektivt banksystem. Bankernas verksamhet är nära sammanflätad med den övriga finansiella sektorn. Därför uttrycks centralbankens ansvar för betalningsväsendet ofta som ett uppdrag att värna finansiell stabilitet.

Reporäntan är inte ett effektivt instrument för att motverka problem med betalningsväsendet. Om sådana problem hotar att uppstå är det helt andra typer av åtgärder som måste vidtas. Penningpolitiken utformas med hänsyn till inflationsutsikterna och den reala ekonomin och inte med hänsyn till den finansiella stabiliteten.

Om nu inte reporäntan är något bra verktyg för finansiell stabilitet, hur ska vi då skydda oss mot finansiella kriser? Min erfarenhet är att mycket kan åstadkommas om myndigheterna tillsammans med de finansiella aktörerna vidtar effektiva förebyggande åtgärder och planer för god krishantering. En tydlig och positiv slutsats från de senaste tjugo årens kriser är att god krishantering kan spara stora be-  
lopp och minska störningarna på samhället. Omvänt har det visat sig att dålig krishantering förvärrar krisen bland annat genom att sprida osäkerhet hos allmänheten och aktörerna på finansmarknaderna. Det här låter abstrakt – i praktiken gäller det bl.a. att skapa bra lagar, regler och tillsyn.

■ Ibland kan akuta bankproblem ändå uppstå som leder till att en stängning av en bank är nödvändig. När en bank behöver stängas uppstår svåra avvägningar mellan ägarnas och spararnas intressen, som båda finns tillvaratagna i lagarna. Ett mycket aktuellt exempel i Sverige på dilemmat är Custodia-fallet. Både Länsrätten och Finansinspektionen har gjort sina bedömningar utifrån vad de skall beakta, det vill säga företagets och ägarnas intressen respektive kundernas intressen. Den här röran visar, enligt min mening, att det är mycket otillfredsställande att vi i Sverige inte har ett tydligt legalt ramverk som kan hantera en sådan här situation och jag utgår från att de här svagheter rätts till skyndsamt.

Låt mig samtidigt betona att vi inte ser några problem när det gäller den finansiella stabiliteten just nu. Att vi lyft fram utvecklingen av huspriser och hushållens skulder har inte med finansiell stabilitet att göra. Det beror på att vi är bekymrade över den framtida inflationen och tillväxten. Utvecklingen av tillgångspriser kan i vissa situationer vara tecken på risker för inflation och realekonomi som bör beaktas.

Ett problem är att det i prognos- och analysarbetet kan vara svårt att veta hur man ska tolka stora svängningar i huspriser och priser på andra tillgångar. En anledning är att de modeller som används för att göra prognoser inte har tillräckliga beskrivningar av den finansiella sektorn och samspelet med den reala ekonomin. Problemen är särskilt stora då huspriserna och kredittillväxten under lång tid utvecklas på ett sätt som i förlängningen framstår som ohållbart. Med de analys- och prognosverktyg som vi använder idag är det svårt att säga om det kommer att inträffa en plötslig korrigerings av huspriserna, eller om vi kan räkna med en lugnare och mer utdragen anpassning.

Samtidigt måste Riksbanken beakta riskerna med den penningpolitik som förs. Om huspriser och hushållens skulder ökar snabbt under lång tid finns det risk för att obalanser byggs upp. Dessa obalanser kan längre fram i tiden tvinga fram en anpassning med i värsta fall stora konsekvenser för den reala ekonomin och inflationen. En rekyl i huspriserna skulle kunna leda till dämpad efterfrågan längre fram via både en nedgång i hushållens konsumtion och via minskade bygginvesteringar. En sådan utveckling kan på längre sikt leda både till en inflation som understiger målet och en svagare tillväxt i ekonomin.

Det är svårt att hantera den här typen av risker. En möjlighet är att något tidigarelägga eller senarelägga ränteförändringar jämfört med vad som är motiverat enbart utifrån prognoserna för inflation och realekonomi. Förhoppningen är att en sådan politik ska bidra till ett lugnare anpassningsförlopp och att en mer abrupt korrigerings ska kunna undvikas. En tvåårshorisont är en bra beslutsregel men den klarar inte alltid av allt.

Det finns nu tecken som tyder på en viss dämpning på bostadsmarknaden. För första gången på två år har medianpriset på småhus sjunkit enligt Swedbanks Bostadsindex. Dessutom är ökningstakten i hushållens upplåning från bostadsinstitut litet lägre nu än i våras. Det går förstas inte att dra några långtgående slutsatser enbart utifrån de här observationerna. Vi kommer att göra en grundlig bedömning av läget längre fram i höst i vår halvårsrapport Finansiell Stabilitet.

## Sammanfattning och slutord

Låt mig kort sammanfatta mitt budskap idag:

- Vi har höjt reporäntan fyra gånger det här året och min bedömning är att det är rimligt att räkna med att reporäntan kommer att behöva fortsätta höjas. På så sätt säkerställs en inflation nära målet och en balanserad realekonomisk utveckling.
- Det är inflationsmålet som står i fokus för penningpolitiken och centralt är nu, liksom tidigare, att förankra inflationsförväntningarna i ekonomin till detta mål. När vi utformar penningpolitiken tar vi också hänsyn till hur ekonomin i övrigt utvecklas. Mer om detta kan man läsa i vår nyligen publicerade strategiskrift "Penningpolitiken i Sverige", som kan beställas via vårt informationssekretariat. Det går också bra att ladda ned den från vår hemsida och den finns även att tillgå på engelska.
- Arbetsmarknadens parter kan sluta avtal baserade på att Riksbankens inflationsmål ligger fast. Att döma av de mätningar vi gör av inflationsförväntningarna har penningpolitiken i det här avseendet en mycket hög trovärdighet.
- Riksbanken har också uppgiften att värna finansiell stabilitet. Vi ser inga problem när det gäller den finansiella stabiliteten just nu. Att vi betonat huspriser och skuldutveckling har inte med finansiell stabilitet att göra. Det beror på att vi är bekymrade över hur den framtida inflationen och tillväxten kan påverkas av en eventuell snabb korrigerings av huspriserna.

Till sist vill jag understryka att det penningpolitiska ramverket har fungerat bra. Det framgår inte minst av att inflationsförväntningar är stabila kring två procent. Det finns heller inga tecken på de finansiella marknaderna att penningpolitiken uppfattas som otydlig. Det innebär förstås inte att vi kan slå oss till ro. Vi är en av de mest öppna och tydliga centralbankerna i världen och det vill vi fortsätta att vara. I Riksbankens prognoser antas som jag tidigare nämnt, att reporäntan utvecklas i linje med marknadens förväntningar. Jag har rest frågan om att eventuellt gå ytterligare ett steg och istället redovisa Riksbankens egen prognos för ränteutvecklingen, som man gör t.ex. i Norge och på Nya Zeeland. För min del ser jag det som naturligt att vi gör prognoser för reporäntan på samma sätt som vi gör prognoser för en mängd andra variabler. En sådan metodik kräver förändringar både i hur prognoserna tas fram och i direktionens interna arbete. Det är något vi just nu diskuterar. Vi arbetar ständigt med att förbättra våra analysmetoder och vårt sätt att kommunicera våra beslut. Därför ska det bli extra spännande och intressant att ta del av den utvärdering av penningpolitiken som två externa experter har gjort och som är klar inom kort. Den kommer utan tvivel att bidra till en seriös diskussion om penningpolitikens uppläggning och om hur det penningpolitiska ramverket kan utvecklas vidare i en liten öppen ekonomi som den svenska. Det är kommande diskussioner som jag ser fram emot.

Tack för ordet!