



# ANFÖRANDE

DATUM: 2006-10-26  
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

Tack för inbjudan! Det är andra gången jag är här i finansutskottet för att diskutera penningpolitiken. Jag kan därför inte påstå att jag har speciellt stor erfarenhet av dessa utfrågningar. Men det gäller ju också en del av er som är här för första gången, och jag är övertygad om att det inte kommer att lägga hinder i vägen för en intressant och givande diskussion.

Det brukar alltid vara bra att börja med en tillbakablick för att få perspektiv på dagsläget, och den här gången, med så många nya ledamöter, är det kanske särskilt motiverat. Efter tillbakablicken kommer jag att titta framåt och redogöra för Riksbankens syn på de ekonomiska utsikterna och penningpolitiken framöver.

I tillbakablicken kommer jag att hävda att den nya regim som infördes för ungefär ett och ett halvt decennium sedan har fungerat väl. Vi har haft en helt annan stabilitet i den ekonomiska utvecklingen än tidigare samtidigt som tillväxten varit jämförelsevis hög. Mitt viktigaste budskap i framåtblicken är att utsikterna för svensk ekonomi också är ljusa. Vi ser framför oss att tillväxten i ekonomin blir god också de närmsta åren och att läget på arbetsmarknaden fortsätter att ljusna. Uppgången i inflationen väntas samtidigt bli måttlig, men det kräver bl.a. att räntan höjs gradvis.

### En längre tillbakablick...

Det har nu som sagt gått nästan ett och ett halvt decennium sedan vi i Sverige tvingades överge den fasta växelkursen. Det blev startpunkten för den omläggning av den ekonomiska politiken som innebar att såväl penningpolitiken som finanspolitiken fick andra roller än de haft under 1970- och 1980-talen. Finanspolitiken hade tidigare ofta varit alltför expansiv och bidragit till att inflationen blivit alltför hög. Den fick nu som huvuduppgift att se till att de offentliga finanserna utvecklades på ett sätt som var långsiktigt hållbart. Penningpolitiken å sin sida var inte längre låst till att försvara växelkursen i och med att kronan fick fortsätta att flyta. Huvuduppgiften blev istället att mer direkt verka för att inflationen skulle hållas på en låg och stabil nivå, genom att med ränteförändringar påverka efterfrågeläget i ekonomin.

Den nya regimen har väl levt upp till förväntningarna (diagram 1). Efter den inledande djupa krisen har inflationen varit betydligt lägre och varierat mindre än

under 1970- och 1980-talen. Samtidigt har tillväxten i ekonomin varit högre och mer stabil än tidigare. Reallönerna har också utvecklats gynnsamt. I många avseenden framstår den svenska utvecklingen som god också i ett internationellt perspektiv, och det var långtifrån fallet under 1970- och 1980-talen.

Det finns förstås områden där utvecklingen inte varit lika bra. Det gäller kanske framförallt sysselsättningen. Insikten att sysselsättningen i längden beror på hur väl arbetsmarknaden fungerar börjar dock få allt större genomslag. Det är alltså där man bör inrikta ansträngningarna om man vill få en varaktig lösning på sysselsättningsproblemen. Det avgörande är inte hur Riksbanken sätter räntan eller hur expansiv finanspolitiken är. Tanken att det inte finns någon konflikt på lång sikt mellan målen om god sysselsättning och låg inflation är för övrigt ett av skälen till varför Edmund Phelps i år tilldelas Riksbankens pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne.

Nu vill jag förstås inte påstå att allt positivt som hänt beror på att uppläggningsen av den ekonomiska politiken har blivit mer genomtänkt. Det har ju därutöver skett betydelsefulla förändringar inom andra områden som har bidragit till den gynnsammare utvecklingen. Men man kan i alla fall konstatera att omläggningen av penningpolitiken har skänkt en stadga och stabilitet åt den ekonomiska politiken som tidigare saknades. Det bör rimligtvis ha betytt en hel del för utvecklingen.

### ...och en kortare

Låt mig så säga något mer i detalj om utvecklingen under de senaste 3–4 åren, eftersom den i en del avseenden varit lite speciell. Åtminstone vid en första anblick har, under den här perioden, tillväxten, inflationen och sysselsättningen sinsemellan utvecklats på ett lite motsägelsefullt sätt.

Sedan mitten av 2003 har inflationen legat under målet på 2 procent, periodvis också betydligt under det (diagram 2). Det är egentligen bara under det senaste halvåret som inflationen igen börjat närma sig nivåer som är någorlunda i linje med målet.

Samtidigt har tillväxten varit hög. Sedan 2004 har BNP ökat med i snitt en bit över 3 procent per år. Det är en ganska anmärkningsvärd siffra, både i ett historiskt perspektiv och i jämförelse med många andra länder, särskilt Europa. Sammantaget har alltså inflationen varit påfallande låg medan tillväxten, om något, har varit högre än vanligt.

Trots den goda tillväxten har sysselsättningen utvecklats svagt. Den höga efterfrågan på varor och tjänster verkar inte ha resulterat i någon större efterfrågan på arbetskraft. Men under den allra senare tiden har läget börjat ljusna också på arbetsmarknaden.

Hur kommer det sig då att inflationen blivit anmärkningsvärt låg och sysselsättningen utvecklats så svagt som den gjort, trots att konjunkturen uppenbarligen tuffat på i god fart? Ekonomin tycks ha påverkats av krafter som hållit tillbaka både inflation och sysselsättning. Vilka kan då dessa krafter vara?

Till att börja med är det värt att notera att det inte bara är i Sverige som inflationen varit ovanligt låg de senaste åren (diagram 3). I Norge sjönk t.ex. inflationen för några år sedan kraftigt på liknande sätt som i Sverige. I Finland har inflationen

■ varit ännu lite lägre än i Sverige. De krafter som hållit nere inflationen verkar alltså i någon mån ha varit gemensamma för andra små öppna länder i vår närhet.

En sådan gemensam faktor är förmodligen att priserna på importerade varor utvecklats svagt. En anledning är den pågående globaliseringen. Lågkostnadsländer, särskilt Kina, har fått en allt större roll i världsekonomin och vi har börjat importera allt mer av våra varor från dessa länder. Om man ser till prisutvecklingen på konsumtionsvaror – en varukategori som utgörs av många importerade varor – så har priserna på dessa varor till och med fallit de senaste åren både i Sverige och i våra nordiska grannländer (diagram 4).

En annan faktor som hållit tillbaka inflationen i Sverige, och som förmodligen varit än viktigare, är att produktivitetstillväxten varit oväntat stark. Det har hållit nere produktionskostnaderna i företagen och dämpat prisökningarna på inhemskt producerade varor och tjänster. Eftersom importerade varor bearbetas och distribueras inom landet innan de säljs till konsumenter, har produktivitetstillväxten också hållit tillbaka prisökningarna på importerade produkter (diagram 5).

Det är inte helt klart varför produktivetsförbättringarna varit så snabba de senaste åren. En möjlighet är att de stora investeringar i informationsteknologi som gjordes under slutet av 1990-talet nu har börjat ge resultat. Det är också tänkbart att den högre produktivitetstillväxten är en följd av att företag i många sektorer upplever ökad konkurrens, inte minst som en följd av globaliseringen. Som en konsekvens har de sett sig tvingade att rationalisera och effektivisera sin verksamhet. Det skulle i så fall också kunna förklara varför sysselsättningen utvecklats så pass svagt. Med effektivare produktionsprocesser har företagen kunnat tillgodose en stigande efterfrågan utan att behöva nyanställa i samma omfattning som i tidigare konjunkturuppgångar.

Det faktum att inflationen under drygt tre år legat under målet tyder på att det här var en utveckling som Riksbanken inte lyckades förutse, även om vi räknade med att inflationen skulle falla när den tidigare snabba energiprisuppgången slog tillbaka. Hade vi förutsett att inflationen skulle bli så låg som den blev hade vi möjligen hållit en lägre ränta än vad vi faktiskt gjorde. Men vi var knappast ensamma om att missa i prognoserna (diagram 6). Överlag tycks svenska konjunkturbedömare under senare år ha överraskats av såväl den starka tillväxten som den låga inflationen. Det var till exempel först en bit in på 2005 som de flesta började räkna med att inflationen det året skulle hamna under Riksbankens toleransintervall. Alla bedömare kände förstås till att ekonomin påverkades av till exempel globaliseringen och den snabba utvecklingen av informationsteknologin. Men därifrån är steget långt till att kunna förutsäga exakt hur stort genomslaget av dessa krafter blir på exempelvis produktivitet och prisutveckling.

Liksom andra centralbanker slipar vi hela tiden på våra prognosverktyg för att bli bättre på att förutsäga framtiden. Förhoppningsvis kommer vi gradvis att öka precisionen i våra prognoser. Men att tro att vi helt och hållet ska kunna förutsäga den här typen av skeenden är nog när allt kommer omkring inte realistiskt.

När det gäller utvecklingen de senaste åren är det också en viktig insikt att inflationen har hållits nere av krafter som i grunden är gynnsamma för ekonomin. Annorlunda uttryckt har utvecklingen dominerats av positiva förändringar på ekonomins så kallade utbudssida. Att priserna pressas av ökad konkurrens och ökad handel med fjärran länder är ju till exempel något som vi alla – som konsumenter – har glädje av. Och att produktivitetstillväxten är hög i ekonomin bör på sikt komma alla till del i form av ökat välstånd.

## ■ Vår penningpolitiska strategi

Innan det är dags att blicka framåt kan det vara på sin plats att jag berättar hur vi på ett mer allmänt plan resonerar när vi fattar beslut om räntan.

Målet för penningpolitiken är ett stabilt penningvärde – låg inflation med andra ord. Vi har konkretiserat detta som att konsumentpriserna, mätt med konsumentprisindex, ska öka med två procent i årstakt.

Eftersom det tar tid innan ränteförändringar får effekt måste penningpolitiken baseras på prognoser för inflationen ett par år framåt i tiden. Sådana prognoser är förstås osäkra och inte minst utvecklingen under senare år har ju, som sagt, visat på att det från och till inträffar händelser som är svåra att förutsäga. Man måste därför räkna med att inflationen periodvis kommer att avvika från målet, ibland, till och med, med ganska mycket.

Det väsentliga i långa loppet är inte tillfälliga svängningar i inflationen utan att förväntningarna i ekonomin är förankrade vid inflationsmålet. Då kan inflationsmålet fylla sin viktiga funktion som nominellt riktmärke när priser och löner sätts och investeringsbeslut fattas. Och i det avseendet har vi av allt att döma lyckats väl (diagram 7).

Låt mig i det här sammanhanget också kort beröra hur vi gör våra prognoser. Tidigare gjorde vi prognoser utifrån förutsättningen att reporäntan – vår styrränta – var konstant under prognosperioden. Om inflationen bedömdes bli lägre än två procent var det en signal om att räntan behövde sänkas, och vice versa. Men att reporäntan kommer att vara helt oförändrad under lång tid är ett ganska realistiskt antagande. Många gånger – till exempel när alla väntar sig en längre period med räntehöjningar eller räntesänkningar – innebär ett sådant antagande om konstant ränta att det blir svårt att göra rimliga prognoser.

Numera baseras prognoserna istället på ett antagande att reporäntan utvecklas på det sätt som de finansiella marknaderna förväntar sig. Vår aktuella prognos utgår till exempel från att räntan fortsätter att höjas gradvis framöver. Det här nya antagandet har i sig ingen betydelse för den förda politiken. Men det gör det lättare att utvärdera våra prognoser eftersom de blir mer realistiska och det blir lättare att jämföra dem med andras prognoser. Det är också viktigt att känna till för att förstå vår kommunikation. Om inflationen enligt prognosen ser ut att bli lägre än två procent på ett par års sikt behöver det inte längre vara skäl att sänka räntan. Det kan istället tyda på att det finns anledning att höja räntan lite långsammare än vad marknaden förväntar sig.

Ett ytterligare steg i vårt sätt att göra prognoser skulle vara att göra vår egen prognos för ränteutvecklingen, istället för att utgå från marknadens förväntningar. Detta kräver en del förändringar i sättet att arbeta, både för dem som gör prognoserna och för oss i direktionen. För min del tycker jag att detta vore en ganska naturlig utveckling och det är också något som vi överväger.

Det är inte bara prognoserna för inflationen vi tittar på när vi utformar penningpolitiken och funderar på hur vi ska sätta räntan framöver. Politiken är flexibel i meningen att vi också tittar på hur ekonomin i stort utvecklas. Vår ambition är att, inom ramen för vår uppgift att stabilisera penningvärdet, också bidra till en stabil utveckling av produktion och sysselsättning. Hur gör vi då det?

Jo, genom att avväga hur snabbt vi ska sikta på att föra inflationen till målet. Om till exempel inflationen är lägre än målet samtidigt som tillväxten i ekonomin är

■ hög, såsom varit fallet i Sverige under senare år, kan en penningpolitik som siktar på att snabbt driva upp inflationen genom mycket låga räntor leda till att efterfrågan längre fram blir starkare än vad ekonomin klarar. Vi riskerar att då gå in i en överhettning där priser och löner börjar öka snabbt och där kanske också inflationsförväntningarna justeras upp. Riksbanken kan då tvingas att strama åt penningpolitiken kraftigt. Om vi istället gradvis börjar höja räntan tidigare är chansen större att en sådan överhettning kan undvikas. Därigenom kan vi också undvika de recessioner som ofta följer efter överhettningar. En sådan politik kan alltså över tiden göra att svängningarna i ekonomin blir mindre. Det är här den tvåårs-horisont som vi arbetar med kommer in. Den innebär att vi i normala fall kan låta det ta upp till två år innan inflationen når målet.

Det jag har redogjort för så här långt när det gäller principerna för penningpolitiken är idag en vedertagen syn på hur penningpolitik med inflationsmål bör bedrivas. Centralbanker runt om i världen har valt lite olika varianter där detaljerna i penningpolitikens uppläggning kan skilja sig en del. Men den övergripande strategin är ändå densamma.

## Hur ta hänsyn till bostadspriserna?

En fråga som varit aktuell under senare tid och som är knivigare rör de snabba prisökningarna på bostadsmarknaden. Priserna på bostäder har under senare år stigit med runt tio procent i årstakt (diagram 8). I ungefär lika snabb takt har hushållen tagit nya lån.

Det finns flera rimliga förklaringar till att bostadspriserna under en tid stigit mycket. Det har bland annat byggts jämförelsevis få nya bostäder det senaste decenniet. Den höga produktivitetstillväxten kan också ha gjort att hushållen väntar sig en mer gynnsam inkomstutveckling på sikt jämfört med tidigare och därför tar på sig mer skulder och köper bostäder. Kreditmarknaderna är heller inte lika reglerade som förr. Tillsammans med den expansiva penningpolitiken har det bidragit till höga kreditvolymmer i ekonomin.

Men man kan inte utesluta att det *dessutom* finns överdrivna inslag i den här utvecklingen och att förväntningarna blivit orealistiska om hur bostadspriserna ska utvecklas framöver. En bidragande orsak kan vara att räntan i den här konjunkturcykeln har sänkts till en historiskt låg nivå och att det har lett till en överdriven ränteoptimism. Även obligationsräntorna har sjunkit till historiskt låga nivåer såväl i Sverige som i flera länder i omvärlden. Det kan möjligen ha spätt på ränteoptimismen ytterligare. Det är förstås inte lätt att veta om det här är viktiga mekanismer eller vad som är en rimlig räntenivå på sikt. Men ju längre tiden går utan att ökningstakten i bostadspriserna dämpas desto större blir ändå oron för att det byggs upp obalanser på bostadsmarknaden och i hushållens skuldsättningsgrad.

Hur bör då egentligen penningpolitiken beakta den här typen av risker? Det är en fråga som har diskuterats en hel del under senare år både mellan centralbanker och inom den akademiska världen eftersom priserna på bostäder har stigit snabbt också i många andra länder. Men tyvärr finns det ännu ingen samsyn som vi kan lita oss mot. Förmodligen kommer vi få skäl att återkomma i de här frågorna när våra och andras erfarenheter av svängningar i tillgångspriser har ökat och när framsteg görs inom den nationalekonomiska forskningen. Det ska också bli intressant att ta del av den oberoende utvärdering av penningpolitiken som finansutskottet beställt och som snart beräknas vara klar.

■ Nu är det ju tyvärr så att man som beslutsfattare inte kan sätta sig och vänta på att bli klokare och få mer erfarenhet. På Riksbanken menar vi att det inte är rimligt att helt ignorera de risker som den snabba upplåningsökningen och prisstegringarna på bostadsmarknaden kan medföra även om de här riskerna inte går att ta hänsyn till på något enkelt sätt i våra vanliga prognoser för ekonomin ett par år framåt. Om det skulle visa sig att ekonomiska obalanser är på väg att byggas upp kommer de att förr eller senare behöva korrigeras. När korrigeringsarna inträffar kan följden bli att ekonomin utvecklas svagt under lång tid.

Vi har därför agerat för att i någon mån minska risken för ett sådant scenario och bidra till ett lugnare anpassningsförlopp för huspriserna. Det har vi gjort dels genom att lyfta fram de risker som den snabba kreditexpansionen bär med sig, dels genom att påbörja den räntehöjningsfas som ändå låg i korten något tidigare än vad som kanske annars hade varit motiverat. Jag vill samtidigt betona att det här inte betyder att vi har nedgraderat vårt inflationsmål. Tvärtom! Vi tror att en penningpolitik som är framåtblickande och aktiv, men samtidigt försiktig, är det bästa sättet att långsiktigt värna låg inflation och en stabil ekonomi.

## Det aktuella läget och utsikterna framöver

Hur ser vi då på utvecklingen framöver? Innan jag besvarar denna fråga kan det vara värt att påminna om att de prognoser vi gjort baseras på antagandet att reporäntan kommer att utvecklas i linje med marknadens förväntningar (diagram 9). Det betyder att reporäntan antas stiga ytterligare något framöver.

Den internationella konjunkturen har varit god de senaste åren. Mycket talar för att tillväxten i omvärlden kommer att bli relativt stark också framöver, även om den väntas avta något efter hand (diagram 10). Trots den goda internationella konjunkturen väntas priserna i omvärlden stiga i ganska måttlig takt. Det beror bland annat på att den internationella prispressen ser ut att fortsätta.

Den goda internationella konjunkturen är ett av skälen till att konjunkturutsikterna ser fortsatt gynnsamma ut också här hemma (diagram 11). Men det beror också på att tillväxten i den inhemska efterfrågan väntas bli stark. Det beror i sin tur på fortsatt god produktivitetstillväxt och på att läget på arbetsmarknaden fortsätter att ljusna. Hushållens konsumtion stimuleras också av att räntorna fortfarande är förhållandevis låga. Efterhand kommer den svenska konjunkturen att gå in i en lugnare fas. En orsak är att den internationella tillväxten avtar och en annan att penningpolitiken blir mindre expansiv. Vi räknar också med att tillväxten i produktiviteten framöver mattas något vilket gör att ekonomin på sikt närmar sig mer normala tillväxttal.

Med den utveckling som förutses är det rimligt att förvänta sig att inflationen kommer att stiga (diagram 12). De inhemska produktionskostnaderna väntas öka snabbare i takt med att konjunkturuppgången i allt större utsträckning börjar märkas även på arbetsmarknaden och därmed i löneökningstakten. Att produktivitetstillväxten så småningom mattas av gör också att högre löner på ett annat sätt än under senare år slår igenom i företagens produktionskostnader.

Men inflationen väntas ändå bli relativt låg under större delen av prognosperioden. Flera faktorer bidrar till detta. Den fortsatta internationella prispressen i kombination med en förväntad förstärkning av kronan gör att importprisökningarna förblir låga under hela prognosperioden. Den höga produktivitetstillväxten bidrar också till att hålla ned företagens arbetskraftskostnader och därmed infla-

tionen (diagram 13). Men dessa inflationsdämpande krafter väntas alltså bli mindre starka längre fram.

Sammantaget kan man säga att det är en gynnsam och inte alltför dramatiskt utveckling vi ser framför oss. I grunden ser vi en ekonomi där hjulen snurrar i god fart och det allmänt sett går bra. I en sådan ekonomi är det naturligt att penningpolitiken gradvis görs mindre expansiv för att den goda utvecklingen ska fortsätta under en längre tid.

Hur snabbt man ska gå fram med räntehöjningarna är en svår fråga. Den inflationsprognos vi publicerar idag visar att inflationen bedöms ligga något under målet på två års sikt. Det beror delvis på att energipriserna väntas falla tillbaka en del och därmed hålla nere inflationen. När den återhållande effekten av energipriserna klingar av stiger inflationen. Samtidigt väntas som sagt ekonomin utvecklas starkt under prognosperioden. För att säkerställa en inflation nära målet och bidra till att ekonomin utvecklas på ett balanserat sätt beslutade vi igår att höja repo-räntan med 0,25 procentenheter.

Det kan slutligen vara värt att understryka att prognoserna som alltid är osäkra och att mycket kan hända som ändrar bilden. Den internationella utvecklingen kan till exempel bli svagare än väntat om den amerikanska ekonomin bromsar in överraskande snabbt. När det gäller den inhemska konjunkturen ser vi istället snarare en risk att vi underskattar den inhemska efterfrågan. Hur energipriserna utvecklas framöver är en annan genuint osäker faktor i våra prognoser.

Låt mig till sist, innan jag sammanfattar, säga något om hur vi ser på finanspolitiken.

Som jag inledningsvis var inne på har den ekonomiskpolitiska regim vi haft i Sverige det senaste dryga decenniet fungerat väl. Den har skapat en stabilitet i ekonomin som vi inte har upplevt på decennier. En absolut förutsättning för den här regimen har varit att finanspolitiken bedrivits på ett sätt som varit förenligt med långsiktigt hållbara offentliga finanser. Den förutsättningen verkar av allt att döma fortfarande vara på plats.

När detta väl är sagt kan man konstatera att utformningen av finanspolitiken på kort sikt påverkar utbuds- och efterfrågeläget, sysselsättningen och inflationen. Den blir därmed en faktor att ta hänsyn till i utformningen av penningpolitiken (diagram 14). Den nya budgeten medför en något mer expansiv finanspolitik och därmed en något starkare konsumtionsefterfrågan än vad vi tidigare har utgått från. Men framförallt innehöll budgeten åtgärder riktade till arbetsmarknaden. Rent kvalitativt verkar det rimligt att utgå från att de här åtgärderna kommer att öka arbetsutbudet och efterhand även sysselsättningen. Hur snabbt den här typen av åtgärder kan få effekt är svårt att veta. Likaså hur stora effekter man bör räkna med. Osäkerheten i bedömningar av det här slaget är därför stor. Den samlade bedömning vi gör idag är att den nya regeringens ekonomiska politik kommer att få effekter på både utbuds- och efterfrågeförhållandena i ekonomin men att effekterna på inflationen sammantaget blir små. Men vi måste följa utvecklingen noga och löpande utvärdera våra prognoser. Kort och gott, precis såsom vi alltid arbetar.

## Sammanfattning

Låt mig så avslutningsvis sammanfatta det viktigaste jag har försökt förmedla här idag. Mitt huvudbudskap från tillbakablicken är följande:

- Den omläggning av den ekonomiska politiken som inleddes för nästan ett och ett halvt decennium sedan har gett gott resultat.
- I en väl fungerande regim kommer inflationen periodvis att avvika en del från målet. Ett skäl är att det från och till, som till exempel under de senaste åren, inträffar olika förändringar i ekonomin vars effekter är svåra att förutsäga.

När det gäller den framtida utvecklingen kan mina viktigaste punkter sammanfattas på följande sätt (diagram 15):

- Utsikterna för svensk ekonomi ser gynnsamma ut. Vi räknar med att tillväxten blir god under prognosperioden och att läget på arbetsmarknaden fortsätter att ljusna. Inflationen väntas samtidigt stiga gradvis under antagande att reporäntan höjs ungefär i linje med marknadens förväntningar.
- Fallande energipriser bidrar till att inflationen väntas hamna något under målet på två års sikt. Men därefter stiger inflationen.
- Penningpolitiken är expansiv. För att säkerställa en inflation nära målet och bidra till en balanserad utveckling av ekonomin beslutade vi igår att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 2,75 procent.