



ANFÖRANDE

DATUM: 2007-02-22
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Finansutskottet

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! För ett år sedan var jag här för första gången som nyttillträd riksbankschef. Ett år går fort och nu är det dags igen för mig att summera det gångna året och samtidigt redogöra för hur vi i Riksbankens direktion ser på utsikterna för ekonomin och inflationen.

Innan jag börjar vill jag välkomna att finansutskottet har beslutat att senarelägga den här utfrågningen i förhållande till publiceringen av Riksbankens rapport. Med det här upplägget riskerar jag att få knivigare frågor än vanligt, men det är så det ska vara när huvudmannen kallar. Det är ju också viktigt att de här utfrågningarna sker under så goda förutsättningar som möjligt.

Mitt viktigaste budskap idag är följande.

- Vi har nu börjat publicera vår egen prognos för reporäntan. Det är ytterligare ett steg mot ökad tydlighet och öppenhet i penningpolitiken.
- Inflationen ökade i fjol men hamnade ändå under målet. En huvudorsak är den höga produktivitetstillväxten. Att förstå vilka mekanismer som ligger bakom den starka produktiviteten har varit, och är, en viktig uppgift för Riksbanken.
- De ekonomiska utsikterna är ljusa. Konjunktoren är stark och resursutnyttjandet stiger. Mot den bakgrunden höjde vi reporäntan med 0,25 procentenheter i förra veckan.
- Vi bedömer att reporäntan behöver höjas med ytterligare 0,25 procentenheter det närmaste halvåret. Därefter kan vi sannolikt avvakta något innan det är dags för ytterligare en höjning.

Metodförändringar i Riksbankens prognosarbete

Låt mig börja med att säga något om ett par nyheter som vi introducerat i samband med den här prognosomgången.

Som ni antagligen redan har uppmärksammat, är en förändring att vi nu för första gången baserar våra prognoser för inflationen och realekonomin på vår egen bedömning av vad som är en rimlig utveckling av reporäntan framöver. Tidigare

utgick vi ifrån antagandet att reporäntan skulle utvecklas i linje med de förväntningar som kunde avläsas i räntesättningen på de finansiella marknaderna. Ännu lite längre tillbaka baserades våra prognoser på antagandet att reporäntan skulle vara oförändrad under hela prognosperioden.

Den största fördelen med att använda våra egna prognoser för reporäntans utveckling är att det då blir tydligt vilken penningpolitik Riksbanken anser vara rimlig framöver. Den här förändringen är framförallt ytterligare ett steg mot ökad tydlighet i penningpolitiken. Tydligare än så här om våra intentioner för reporäntan tror jag det är svårt att vara.

Jag tror också att den penningpolitiska diskussionen vinner på att Riksbanken publicerar sin egen ränteprognos. Vi får en rikare debatt som handlar mer om reporäntans utveckling framöver än om reporäntan just idag. Det har ju inte minst varit tydligt den senaste veckan. Vårt aktuella beslut att höja räntan med ytterligare 0,25 procentenheter kom i skymundan av en diskussion om nivån på reporäntan på längre sikt. För de flesta hushåll och företag är det betydligt viktigare hur reporäntan utvecklas under en längre tid än en enskild ränteförändring. Därför är det bra att debatten nu handlar om detta.

En sak som är viktig att understryka är att det handlar om just en *prognos* för reporäntan. Det är den reporänteutveckling som idag verkar mest sannolik, givet den information vi har. Det är inget löfte. Att Riksbanken presenterar en egen räntebana innebär inte att vi lägger fast en politik som vi sedan förbinder oss att följa. Tidigare förband vi oss inte heller att följa den räntebana som byggde på marknadens förväntningar. Skälet är att förutsättningarna hela tiden ändras. Det inträffar olika störningar som gör att man löpande måste ompröva vad som är en lämplig penningpolitik. Att hålla fast vid en och samma räntebana trots att förutsättningarna ändras är ungefär lika illa som att alltid köra lika fort med en bil, oavsett om det är torrt väglag eller det plötsligt blir halka.

Att den lämpliga reporäntebanan varierar över tiden är inte speciellt konstigt, men det kan ändå vara värt att poängtera. Ibland lyfts det upp som ett potentiellt problem att när en centralbank presenterar en egen styrränteprognos så kan det uppfattas som ett misslyckande om centralbanken i ett senare skede avviker från den. Men jag är rätt övertygad om att den svenska penningpolitiska diskussionen nu har nått så långt att detta inte kommer att vara något problem. Det finns idag en stor förståelse för att bedömningarna är osäkra och för att ny information kan komma att ändra förutsättningarna för de penningpolitiska besluten ganska mycket.

Andra har pekat på risken för att informationsvärdet i räntebildningen på marknaden kan försämrans om centralbanken publicerar sin egen ränteprognos. Skälet skulle vara att aktörerna på marknaden då slutar att på egen hand söka annan information som kan ha betydelse för de långa räntorna.

Men jag tror att det här också är en rätt överdriven farhåga. Aktörerna på de finansiella marknaderna vet att vi lever i en osäker värld och därför kommer de fortsätta att göra självständiga bedömningar av ränteutvecklingen. Jag är därför inte heller särskilt förvånad att räntor med lite längre löptid bara delvis har anpassat sig till den räntebana vi publicerade i förra veckan. Det är naturligt att en del aktörer från tid till annan har en annan syn på lämplig reporänta på lite längre sikt än Riksbanken och att det då också reflekteras i räntebildningen.

Jag nämnde att vi gjort två förändringar i samband med den här prognosomgången. Den andra förändringen är att vi har utformat rapporten på ett lite annat

■ sätt än tidigare. Vår förhoppning är att den nya utformningen uppfattas som lite mer pedagogisk än den tidigare. Rapporten har också bytt namn och heter numera "Penningpolitisk rapport". Skälet är att rapporten från och med nu innehåller penningpolitiska slutsatser eftersom vi presenterar vår egen ränteprognos. Det finns en koppling mellan prognoserna och de penningpolitiska övervägandena direkt i rapporten. Tanken är att rapporten inte bara ska visa *hur* vi tycker att reporäntan bör utvecklas framöver, utan också så tydligt som möjligt beskriva *varför* vi tycker att den reporäntebana vi valt är den mest lämpliga. Jag återkommer strax till hur vi har resonerat om lämplig räntebana den här gången. Men innan det tänkte jag blicka tillbaka på det gångna året. Det är ju också brukligt vid årets första utfrågning.

Hög produktivitetstillväxt bidrog till låg inflation under 2006

Inflationen ökade i fjol, men hamnade trots det under målet på 2 procent. KPI steg med i genomsnitt 1,4 procent. Mätt med det underliggande inflationsmättet UND1X uppgick inflationen till 1,2 procent.

En jämförelse med våra prognoser visar att inflationen 2006 blev lägre än vad vi trodde 2004. Däremot lyckades vi förutspå fjolårets inflation väl i de prognoser vi gjorde 2005. (diagram En jämförelse av prognosfel)

En orsak till att inflationen har varit låg de senaste åren är att priserna på importerade varor utvecklats svagt. Det hänger förmodligen bland annat samman med ett hårt internationellt konkurrenstryck. En annan viktig orsak är att produktiviteten har stigit snabbare än vad Riksbanken och andra prognosmakare räknat med. Den oväntat höga produktivitetstillväxten har gjort att företagen har kunnat öka produktionen i snabb takt utan att kostnaderna per producerad enhet har ökat särskilt mycket. (diagram Faktisk och trendmässig arbetsproduktivitet)

Att förstå vilka mekanismer och förändringar i ekonomin som ligger bakom den starka produktiviteten har varit – och är – en viktig uppgift för Riksbanken. Andra prognosmakare har också räknat med att företagens produktionsförutsättningar bör ha påverkats av de olika strukturella förändringar som vi sett verka i ekonomin under många år nu. Jag tänker bland annat på fenomen som globaliseringen och den snabba utvecklingen av informationsteknologin. Att dessa förändringar har bidragit till ett ökat konkurrenstryck och att de möjliggjort effektiviseringar av produktionen på flera sätt är nog de flesta bedömare rätt ense om. Vi har ju också kunnat konstatera att produktivitetstillväxten har ökat trendmässigt det senaste decenniet. Det har stärkt oss i uppfattningen av det funnits strukturella faktorer i ekonomin bakom den starka produktivitetstillväxten.

Att uppmärksamma strukturella förändringar i ekonomin och ha en uppfattning om i vilken riktning de verkar är en sak. Att med någon större precision lyckas förutspå *hur* stort och *hur* varaktigt genomslaget blir är en annan sak. Ett av de förhållanden som måste beaktas är att produktivitetstillväxten brukar variera över konjunkturcykeln. I början av konjunkturuppgångar är till exempel produktivitetstillväxten vanligtvis ganska hög. En del av den starka produktiviteten under senare år har därför antagligen varit konjunkturellt driven. Men exakt hur mycket är inte lätt att veta.

Samtidigt är bedömningen av produktivitetstillväxten en viktig byggsten i Riksbankens inflationsprognoser. Att fördjupa våra kunskaper om drivkrafterna bakom produktivitetstillväxten kommer därför att vara ett prioriterat område för

Riksbanken. Inom banken pågår redan ett projekt som syftar till att förbättra förståelsen av sambanden mellan bland annat IT-investeringar och produktivitetstillväxt. Vi har också för avsikt att bjuda in olika forskare till en fördjupad diskussion om produktivitetens drivkrafter i Sverige och omvärlden. Förhoppningsvis kommer vi i och med detta att få en del nya insikter om utvecklingen av produktiviteten.

Som ett komplement till våra statistiska studier av bland annat produktiviteten kommer vi också att skapa kanaler för direktkontakter med företag. Syftet är att fördjupa vår kunskap om nuläget och aktuella skeenden i ekonomin.

Samtidigt vill jag flagga för att man nog inte ska ha för stora förväntningar om att arbetet kommer att leda till väsentligt mer träffsäkra prognoser. Vi måste nog leva med att en del händelser i ekonomin överraskar oss. Det gäller i synnerhet när strukturella förändringar i ekonomin ändrar det historiska mönstret.

Men att förbättra förståelsen av vad som *har* hänt är ändå viktigt. Vad som är orsaken till inflationens och tillväxtens svängningar har betydelse för hur penningpolitiken bör utformas.

Den höga produktivitetstillväxten har medfört att Riksbanken har kunnat bedriva en expansiv penningpolitik. Ekonomin har med andra ord klarat en hög tillväxt utan att priserna har stigit särskilt mycket. Under de förhållandena är en naturlig fråga om vi borde ha sänkt räntan mer i syfte att snabbare pressa upp inflationen till 2-procentsmålet?

Så här i efterhand är det ganska lätt att konstatera att vi möjligen hade kunnat gå lite raskare fram med räntesänkningarna när vi började sänka räntan för några år sedan. Det har vi redan tidigare konstaterat i olika sammanhang och det är inte alls kontroversiellt.

Jag tror däremot inte att det hade varit klokt att sänka räntan så mycket mer de senaste åren. År 2005 hade räntan kommit ned till en historiskt låg nivå på 1,5 procent. Visserligen förutsåg Riksbanken under 2005 att inflationen skulle vara låg också under 2006, om än stigande. Men samtidigt räknade vi med att efterfrågan skulle växa starkt, delvis till följd av den expansiva penningpolitiken. Det låga ränteläget hade också bidragit till att hushållens upplåning och huspriserna steg snabbt. Om vi i det läget hade försökt att genom ytterligare räntesänkningar driva upp inflationen snabbare, tror jag att vi längre fram hade riskerat att gå in i en överhettning med alltför höga pris- och löneökningar och andra obalanser. I så fall hade vi tvingats strama åt penningpolitiken betydligt mer än vad vi nu ser framför oss. I förlängningen hade vi riskerat en instabil ekonomisk utveckling.

Om penningpolitikens möjligheter att stabilisera ekonomin

Låt mig i detta sammanhang också kort beröra frågan om penningpolitikens möjligheter att stabilisera ekonomin rent allmänt.

Genom att avväga hur snabbt vi ska sikta på att föra inflationen till målet försöker vi bidra till att produktionen och sysselsättningen utvecklas så stabilt som möjligt. Men att vi tar hänsyn till realekonomin i utformningen av penningpolitiken betyder inte att vi har någon målsatt bana för sysselsättningen eller produktionen. Det finns flera skäl till det.

För det första skulle det förmodligen lätt leda till orealistiska förväntningar på vad vi kan åstadkomma genom att höja och sänka räntan. Penningpolitiken kan i det

■ långa loppet inte påverka vare sig produktion eller sysselsättning. Genom väl avvägda ränteförändringar kan vi se till att inflationen utvecklas långsiktigt stabil. Därutöver kan penningpolitiken, i bästa fall, bidra till att mildra de konjunkturella svängningarna i produktionen och arbetslösheten. Men räntan är ett alltför trubbigt instrument för att vi ska kunna finjustera ekonomin i någon större utsträckning.

För det andra, för att det skulle vara meningsfullt med ett produktionsmål eller mål för sysselsättningen skulle vi behöva vara någorlunda säkra på hur stor ekonomins tillväxtpotential är och vilken nivå på sysselsättning som representerar någon form av jämvikt. I praktiken är inte det möjligt att bestämma med någon större precision. Både möjlig tillväxt och sysselsättning varierar över tiden med strukturella förändringar i ekonomin på ett sätt som inte är lätt att siffrasätta.

För det tredje, en extra svårighet i sammanhanget är att bilden av hur ekonomin utvecklas förändras över tiden i och med att statistiken revideras. Det gäller i synnerhet BNP-statistiken. Att det skulle vara svårt för Riksbanken att ha ett mål för produktionstillväxten framgår särskilt tydligt om man tittar på hur den här statistiken reviderades i slutet av 2004 och början av 2005. (diagram Revideringar av BNP)

När vi stod i början av 2005 tydde då tillgänglig information på en ganska tydlig avmattning i produktionstillväxten. En bit in på 2005 bekräftades bilden av att tillväxten i ekonomin växlade ned, men det verkade då röra sig om ett mer utdraget förlopp. Sedan dess har bilden åter reviderats och nu framstår konjunktursvackan runt årsskiftet 2004/2005 som betydligt mildare än vad den samtida statistiken tydde på. Idag har vi därför ännu en ny historiebeteckning att basera våra bedömningar på.

Det var bland annat den här typen av statistiska mätproblem som fick Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin att i sin utvärdering av den svenska penningpolitiken avråda från mål för produktionen eller sysselsättningen. Jag delar deras uppfattning. Det bästa vi kan göra är att avväga penningpolitiken så att ekonomin följer vad som ungefärligen bedöms vara en långsiktigt gynnsam bana. De avvägningarna måste förstås göras inom ramarna för vårt inflationsmål.

Det aktuella läget och penningpolitiska överväganden

Med detta sagt passar det bra att gå över till att tala om hur vi på Riksbanken för närvarande ser på inflationsutsikterna.

Ekonomin har under senare år vuxit snabbt. De kommande åren räknar vi med att tillväxten i ekonomin dämpas och närmar sig en mer långsiktigt uthållig tillväxttakt. (diagram BNP) En orsak är att vi bedömer att den internationella konjunkturen mattas, en annan att produktivitetsökningarna avtar.

Det närmsta året ser ändå BNP-tillväxten ut att bli förhållandevis hög. Sysselsättningen stiger och hushållen ökar sin konsumtion i snabb takt.

Vi räknar med att sysselsättningen kommer att fortsätta att öka under prognosperioden, om än i avtagande takt. Det leder till att arbetslösheten sjunker. I våra prognoser för arbetsmarknaden måste vi också beakta att utbudet av arbetskraft stiger när konjunkturen förstärks. Det är ett normalt mönster. Antagligen medför regeringens politik dessutom att antalet personer i arbetskraften ökar något mer än vad som varit vanligt i tidigare konjunkturuppgångar. Att utbudet av arbets-

■ kraft stiger gör att arbetslösheten faller i långsammare takt än sysselsättningen stiger.

När det gäller inflationen ser vi framför oss att den kommer att falla det närmaste halvåret. (diagram KPI) Det är de stora svängningarna i energipriserna som slår igenom i kraftiga fluktuationer i inflationen på kort sikt. Den här typen av kortsiktiga fluktuationer i inflationen kan, och bör, vi inte göra så mycket åt. På längre sikt räknar vi med att inflationen stiger och att den ligger nära 2 procent på två års sikt.

Lite tillspetsat kan man fråga sig: om nu inflationen bedöms falla på kort sikt, vad har vi då egentligen för skäl att tro att inflationen ska stiga upp mot 2 procent på längre sikt?

En viktig orsak till att vi prognostiserar ett stigande inflationstryck är att produktivitetstillväxten bör bli mer måttlig framöver. De två senaste åren har vi kunnat notera att produktivitetstillväxten dämpats jämfört med åren dessförinnan. Det talar för att produktivitetstillväxten är på väg att sakta ned till en mer normal nivå sett ur ett långsiktigt perspektiv.

I takt med att sysselsättningen stiger och bristen på arbetskraft ökar är det också rimligt att räkna med att löneökningstakten höjs gradvis. Riksbankens prognos utgår från att löneökningarna tilltar med ett stigande resursutnyttjande på arbetsmarknaden.

Med en stigande löneökningstakt och produktivitetsökningar som stabiliseras till en mer normal takt kommer kostnadstrycket i ekonomin att stiga under åren framöver. Med snabbare kostnadsökningar följer att också prisökningarna på sikt blir större.

Det finns därför goda skäl att tro att inflationen kommer att öka under prognosperioden. Samtidigt är det en måttlig uppgång i inflationen vi väntar oss, trots en stark uppgång i sysselsättningen och förhållandevis hög BNP-tillväxt. Det beror på fortsatt gynnsamma utbudsförhållanden. Det handlar dels om att produktivitetstillväxten väntas hålla sig på en förhållandevis hög nivå, dels om att arbetsutbudet sannolikt ökar mer än i tidigare konjunkturuppgångar. Ett större utbud av arbetskraft håller tillbaka trycket på löneökningar. Dessutom kommer den internationella prispressen av allt att döma fortsätta. Den håller nere prisökningarna på importerade varor.

Men jag vill också betona att inflationsprognosen är osäker. (diagram KPI med osäkerhetsintervall) Det illustreras av det osäkerhetsintervall runt inflationsprognosen som finns med i vår rapport. Osäkerhetsintervallet är baserat på Riksbankens historiska prognosfel. Bredden på intervallet visar att det inte är särskilt meningsfullt att fokusera på tiondelar i inflationen.

Men osäkerhetsintervallet visar också att det är stor sannolikhet att inflationen ligger kvar inom toleransintervallet på 1-3 procent de kommande åren. Det är också värt att påminna om att inflationen sett över en längre period i genomsnitt inte avvikit markant från målet.

I den bedömning vi nu gör är bland annat löneökningstakten särskilt osäker. Å ena sidan är det faktum att många avtal på arbetsmarknaden kommer att omförhandlas i ett gynnsamt arbetsmarknadsläge en risk för att lönerna ökar med mer än vad vi räknar med. Å andra sidan är det också möjligt att vi underskattar hur mycket utbudet av arbetskraft kan komma att öka. Det finns därför också en

nedåtrisk för lönerna. Liksom tidigare kan vi inte heller blunda för att det finns risker förknippade med den snabba ökningen av huspriser och krediter. Obalanser kan byggas upp. När obalanserna förr eller senare korrigeras kan det leda till oönskade svängningar i inflationen och realekonomin.

Vid vårt senaste penningpolitiska möte vägde vi ihop dessa risker och överväganden. Vi landade då i bedömningen att reporäntan behövde höjas med ytterligare 0,25 procentenheter och att den därefter behöver höjas ytterligare en gång under de kommande sex månaderna. Därefter ansåg vi att man sannolikt kan avvakta något innan det är dags för ytterligare en höjning.

I vår penningpolitiska rapport lyfter vi fram två andra tänkbara räntebanor för att visa på de avvägningar som behöver göras. (diagram Reporänteantaganden) Den ena innebär att räntan höjs i långsammare takt och den andra att räntan höjs i snabbare takt än i huvudscenariot. Med vår kunskap idag om tillståndet i ekonomin och inflationstrycket bedömer vi att snabbare räntehöjningar skulle leda till en alltför låg inflation. Långsammare räntehöjningar skulle på motsatt vis leda till alltför hög inflation.

Låt mig avslutningsvis påpeka att den inflationsbedömning vi nu gör inte är särskilt annorlunda än den som vi gjorde i oktober när vi publicerade vår förra rapport. I kommentarerna i massmedia kunde man få intryck av att Riksbanken gjort en drastisk omvärdering i synen på inflationstrycket i ekonomin. Men så är inte fallet. Däremot tror vi idag på lite högre tillväxt och en starkare sysselsättningstillväxt än vi prognostiserade i oktober. Samtidigt ser arbetsutbudet ut att öka lite mer än vi räknade med då. Vår inflationsprognos står sig därför i stora drag.

Vår bedömning av räntan har därför inte heller ändrats särskilt mycket. I oktober baserade vi vår inflationsprognos på marknadens förväntningar om reporäntans utveckling. Den prognos för reporäntan som vi presenterade i förra veckan överensstämmer rätt väl med marknadens ränteförväntningar i oktober.

Men därmed inte sagt att vi inte kommer att behöva revidera bedömningen framöver. Jag vill återigen betona att banan för räntan är en prognos och som sådan är osäker. Den är inte något löfte. Men likaväl är det *vår bästa bedömning idag* av hur reporäntan kommer att behöva ändras framöver. Det är rimligt att vi redogör för den på liknande sätt som vi talar om vad vi tror om produktionstillväxten och arbetsmarknaden och ett antal andra variabler.

Sammanfattning

Jag har idag betonat att vårt beslut att publicera vår egen prognos för räntan ska ses som ett ytterligare steg mot ökad öppenhet och tydlighet i penningpolitiken.

I tillbakablicken konstaterade jag att inflationen under 2006 hölls nere av bland annat den starka utvecklingen av produktiviteten. Det har bidragit till att BNP-tillväxten varit hög utan att priserna har stigit särskilt mycket. Att få en djupare förståelse för drivkrafterna bakom produktivitetstillväxten är en svår uppgift. Det är också en viktig uppgift som vi ägnar mycket kraft.

Jag har också redogjort för bakgrunden till vårt beslut att höja räntan med 0,25 procentenheter och till vår bedömning att det behövs ytterligare en höjning det närmsta halvåret innan vi sannolikt kan avvakta med nästa höjning: En fortsatt god konjunktur och stigande sysselsättning leder till att inflationen ökar kom-

- mande år. Men vi räknar samtidigt med att inflationsuppgången blir måttlig. Det beror på fortsatt gynnsamma utbudsförhållanden i ekonomin.

Slutligen har jag tryckt på att vår prognos som alltid är omgärdad av osäkerhet. Det gäller inte minst vår ränteprognos.

Tack för Er uppmärksamhet.