ANFÖRANDE

DATUM: 2009-10-07
TALARE: Svante Öberg
PLATS: Grand Hotel, Saltsjöbaden

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

Potentiell BNP, resursutnyttjande och penningpolitik

Det är alltid lika trevligt att delta i Statistiska centralbyråns (SCB) konferenser i Saltsjöbaden. Det här är den tionde konferensen där ekonomisk analys och ekonomisk statistik möts i en konstruktiv dialog. Ända sedan den första konferensen 2001 har frågor om produktiviteten stått i fokus. Jag var då chef för SCB och hade inspirerats av de analyser av produktiviteten som gjordes vid *Statistics Canada.* Jag tyckte att det borde finnas utrymme för mer av det även i Sverige. Det är därför roligt att se att detta arbete fortsätter.

Mitt huvudbudskap idag kan sammanfattas i två punkter. För det första vill jag visa att det är svårt att uppskatta potentiell BNP och resursutnyttjande. Olika metoder ger olika resultat. I dagsläget är det dessutom särskilt svårt på grund av den finansiella krisen och den djupa lågkonjunktur som vi nu håller på att ta oss ur. För det andra vill jag hävda – trots svårigheterna att göra sådana uppskattningar – att potentiell BNP troligen har minskat till följd av krisen, vilket har betydelse för penningpolitiken.

Min egen bedömning är att BNP-gapet var cirka + 2 procent 2007 innan krisen inleddes och att potentiell BNP har minskat med cirka 4 procent till följd av krisen. BNP-gapet föll därför med bara cirka 6 procent mellan 2007 och 2009, trots att faktisk BNP minskade med cirka 10 procent i förhållande till trenden. BNP-gapet var därmed cirka – 4 procent 2009 när lågkonjunkturen var som djupast. Med nuvarande prognoser kommer BNP-gapet att slutas vid prognosperiodens slut om tre år.

Jag tänker först tala om vad den reala ekonomin – med andra ord produktion och sysselsättning – betyder för penningpolitiken. Därefter kommer jag att gå in på hur man kan mäta potentiell produktion och resursutnyttjande - två centrala begrepp i sammanhanget. Sedan tar jag upp vad som har hänt med BNP i samband med den finansiella krisen. Därefter går jag igenom vad olika metoder har att berätta om potentiell BNP och resursutnyttjande. Till sist tänker jag tala om resursutnyttjandets betydelse för inflationen och den aktuella penningpolitiken.

Vad betyder den reala ekonomin för penningpolitiken?

De övergripande principerna för penningpolitiken finns beskrivna i skriften Penningpolitiken i Sverige.[1] Av den framgår följande:

- "Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent."

- "Samtidigt som penningpolitiken inriktas på att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken även strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor."

Produktion och sysselsättning kommer alltså in på två sätt i den penningpolitiska analysen. För det första är stabil produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara nivåer viktiga mål för den ekonomiska politiken. För det andra är nivån på produktion och sysselsättning i förhållande till potentiell produktion och sysselsättning – eller annorlunda uttryckt resursutnyttjandet – en bestämningsfaktor för det framtida inflationstrycket.

Hur mäts potentiell BNP och resursutnyttjande?

Resursutnyttjande kan mätas på många sätt. Jag vill lägga fokus på BNP-gapet. BNP-gapet har fördelen att det ger en samlad bild av i vilken omfattning ekonomins resurser används och BNP är den centrala prognosvariabeln. BNP-gapet är skillnaden mellan faktisk BNP och potentiell BNP. Med potentiell BNP menar jag den nivå på BNP som är förenlig med ett utnyttjande av tillgängliga resurser som är långsiktigt hållbart och som inte driver upp inflationen. Resursutnyttjandet kan vara antingen positivt eller negativt.

Potentiell BNP mäts ofta med en så kallad HP-trend. Det är en statistisk metod som används för att få fram den underliggande trenden i utvecklingen av BNP. Genom att samtidigt försöka minimera avvikelserna från faktisk BNP och visa en så jämn kurva som möjligt, så ger HP-trenden ett mellanting mellan den ofta hackiga kurva som visar de verkliga BNP-utfallen och en linjär trend. En HP-trend är ett ganska bra mått på den underliggande långsiktiga utvecklingen av BNP vid normala konjunktursvängningar.

Ett problem med en HP-trend som mått på potentiell BNP är att dess slutpunkt normalt hamnar nära slutpunkten i den faktiska tidsserien. Det gör den till ett dåligt mått på potentiell BNP vid slutet av serien. Ofta är det just slutpunkten som man är intresserad av. Ett annat problem med en HP-trend är att den inte heller är ett bra mått om det sker strukturella skift i potentiell BNP. Och det är naturligt att tro att sådana skift äger rum i samband med en djup lågkonjunktur.

De här problemen syns tydligt om man jämför den senaste beräkningen av BNP-gapet i den penningpolitiska uppföljningen i september med de uppskattningar som gjordes i realtid. Resursutnyttjandet var troligen högre åren före krisen än

[1] Sveriges riksbank (2010), *Penningpolitiken i Sverige*, 3 juni 2010.

vad HP-gapen då indikerade. Det är en bild som också stöds av att BNP-tillväxten var hög, sysselsättningen ökade snabbt, den underliggande inflationen steg och var över 2 procent, liksom att hushållens upplåning och huspriserna steg snabbt. (Diagram 1. BNP-gap i september 2010 och i realtid)

Det här är ett allmänt känt problem som förekommer inte bara hos oss utan även internationellt. Orphanides menar att man inte bör använda BNP-gap som mått på resursutnyttjande på grund av osäkerheten i uppskattningen av gapet. Han visar bland annat att Internationella valutafondens (IMF) beräkningar av BNP-gap för USA vid olika tidpunkter har gett motstridiga resultat när det gäller resursutnyttjandet och att de därför har lett till felaktiga ekonomisk-politiska rekommendationer. Han drar slutsatsen att man bör fokusera på BNP-tillväxten istället för på BNP-gapet, vilket han menar kan ge mer robusta beslutsunderlag. [2]

Det finns också andra sätt att mäta resursutnyttjande på. Ett vanligt sätt är att utgå från en produktionsfunktion där potentiell BNP bestäms av potentiell arbetsproduktivitet och potentiellt antal arbetade timmar. Andra möjligheter är att använda sig av så kallade UC-modeller,[3] principalkomponentmetoder[4] eller modeller där man skattar så kallade flexprisgap.[5] Resursutnyttjande kan också mätas med sysselsättningsgrad, arbetslöshet och andra mått. Jag återkommer till ett antal sådana mått.

Vad har hänt med BNP i samband med krisen?

Under åren före den finansiella krisen var produktivitetstillväxten i Sverige snabb. Jag har vid tidigare konferenser här i Saltsjöbaden pekat på troliga orsaker till den snabba produktivitetsökningen.[6] Exempel på strukturella orsaker är avregleringar av produktmarknader, ökad konkurrens genom globaliseringen, ökad användning av informationsteknik eller – det som är temat för årets konferens – stigande utbildningsnivå och förändrad arbetsorganisation.

Men produktiviteten varierar också över konjunkturen. I juni 2007 – innan den finansiella krisen inleddes – bedömde vi att produktivitetstillväxten skulle bli lägre de närmaste åren. Men att produktiviteten skulle falla så kraftigt som den gjorde förutsåg vi inte. I juni 2007 räknade vi med att produktiviteten skulle öka med sammanlagt ca 5 procent under åren 2008 och 2009. Istället minskade den med ca 5 procent. Huvudskälet till minskningen var ett exceptionellt kraftigt fall i efterfrågan. BNP föll med sammanlagt 5 ½ procent under åren 2008 och 2009 istället för att som förutsett öka med nästan lika mycket.

---

[2] Se till exempel Orphanides, A. (2010), "Monetary Policy Lessons from the Crisis", Central Bank of Cyprus.
[3] I UC-modeller (UC = Unobserved Components) används ekonomisk teori för att identifiera vilken utveckling av icke observerade potentiella variabler som är förenlig med utvecklingen av observerade variabler som till exempel BNP, sysselsättning, arbetslöshet och inflation.
[4] Principalkomponentanalys är en statistisk teknik för att komprimera information, reducera antalet variabler och undersöka systematisk variation i mätdata. Metoden går ut på att beräkna nya latenta variabler, principalkomponenter, som kan förklara huvuddelen av variationen i processen.
[5] Flexprisgapet förekommer i modern forskning om penningpolitik där man ofta talar om flexprisproduktion istället för potentiell BNP. Med flexprisproduktion avses den produktion som skulle uppstå om såväl priser som löner var helt flexibla. Bestämningen av den är dock känslig för hur man modellerar ekonomin och tolkningen kan vara svår utan ingående kännedom om modellens egenskaper. För en diskussion om flexprisgap och penningpolitiken, se Jonsson, M., Nilsson, C. och Palmqvist, S. (2008), "Ska penningpolitiken stabilisera resursutnyttjandet?", *Ekonomiska Kommentarer* 1, Sveriges riksbank.
[6] Öberg, S. (2007), "Produktivitet och penningpolitik", 7 juni 2007 och Öberg, S. (2008), "Penningpolitik och produktivitet", 29 januari 2008.

Erfarenheterna av tidigare djupa lågkonjunkturer i Sverige de senaste decennierna tyder på att sådana kraftiga fall i BNP får långvariga konsekvenser. Vid lågkonjunkturerna under andra hälften av 1970-talet och början av 1990-talet återhämtade sig inte BNP-nivån till den tidigare trenden under en tioårsperiod efter BNP-fallet. (Diagram 2. Historiska BNP-trender)

Det är normalt i samband med finansiella kriser att BNP-tillväxten är betydligt lägre och arbetslösheten högre under en längre period efter krisen än under en period av motsvarande längd före krisen. Reinhart och Reinhart har redogjort för detta i en uppsats som nyligen presenterades vid en konferens i Jackson Hole.[7] Det hänger delvis samman med att en kreditexpansion och stigande reala priser på bostäder före krisen följs av en motsvarande åtstramning och fallande priser efter krisen. De noterar också att den dämpade tillväxten och högre arbetslösheten efter en finanskris kan resultera i lägre investeringar och depreciering av humankapital som i sin tur kan sänka både nivån och utvecklingstakten på potentiell produktion.

Även i samband med nuvarande kris räknar vi på Riksbanken med en lägre BNP på längre sikt än vi gjorde före krisen. Vi räknar nu med att BNP i slutet av prognosperioden kommer att vara ca 4 procent lägre än enligt de beräkningar vi gjorde för två år sedan. En lägre produktivitet svarar för i stort sett hela fallet, medan antalet arbetade timmar beräknas vara i stort sett desamma. Men det är inte givet att man kan hänföra detta fall enbart till krisen. Mycket annat har också inträffat som har påverkat framtidsbedömningarna. (Diagram 3. BNP, arbetade timmar och produktivitet)

Hur stor är potentiell BNP och hur högt är resursutnyttjandet?

Jag tänker nu diskutera vad olika metoder säger om storleken på potentiell BNP, BNP-gap och resursutnyttjande och jag börjar med att jämföra de BNP-gap baserade på HP-trender (HP-gap) som Riksbanken brukar redovisa med de BNP-gap som Konjunkturinstitutet och Finansdepartementet använder. De senare redovisar mindre positiva BNP-gap före krisen än det BNP-gap som vi publicerar, nämligen cirka 2 respektive cirka 3 procent istället för cirka 4 procent. Fallet till 2009 är ungefär lika stort enligt alla tre och det negativa gapet 2009 är följaktligen större för dem än enligt vårt HP-gap. (Diagram 4. BNP-gap enligt Riksbanken, Konjunkturinstitutet och Finansdepartementet)

OECD, IMF och EU-kommissionen redovisar också BNP-gap för Sverige. Enligt OECD och EU-kommissionen ligger BNP-gapen 2007 på ungefär samma nivå som Riksbankens HP-gap, cirka + 4 procent. Det negativa gapet vid botten av lågkonjunkturen 2009 är beräknat till – 4 procent av EU-kommissionen och – 7 procent av OECD. Man kan bortse från BNP-gapen 2010 och 2011 enligt dessa båda eftersom deras rapporter är gjorda före sommaren och sedan dess har BNP-utfallen blivit överraskande höga. IMF räknar i sin nya rapport med att BNP-gapet är cirka 2 ½ procent 2007, att det faller till närmare – 5 procent 2009 och sedan

[7] Reinhart, C. M. och Reinhart, V. R. (2010), "After the Fall", National Bureau of Economic Research Working Paper 16334. Se också Reinhart, C. M. och Rogoff, K. S. (2008), "The Aftermath of Financial Crises", National Bureau of Economic Research Working Paper 14656.

minskar till – 1 ½ procent 2011.[8] (Diagram 5. BNP-gap enligt Riksbanken, OECD, IMF och EU-kommissionen)

Alla tre organisationerna räknar med att potentiell BNP har fallit i samband med krisen. OECD räknar exempelvis med att potentiell BNP har minskat med omkring 3 procent i genomsnitt för länderna i OECD-området till följd av krisen. Ungefär två tredjedelar av fallet beror på högre kapitalkostnader på grund av en återgång till normala risk- och räntenivåer från de onormalt låga nivåerna före krisen, vilket dämpar kapitalintensiteten. Den resterande tredjedelen beror på stigande strukturell arbetslöshet och fallande arbetskraftsutbud. För svensk del bedöms de dämpande effekterna av strukturell arbetslöshet och fallande arbetskraftsutbud dock vara mindre än för genomsnittet.[9]

En annan fråga är om den långsiktiga BNP-tillväxten har fallit på grund av krisen. Erfarenheterna från tidigare finansiella kriser tyder på att det ofta har funnits ett samband. Men OECD skriver däremot i nämnda rapport att de inte räknar med något fall i den långsiktiga BNP-tillväxten (efter 2015) på grund av krisen. OECD menar att den ändå faller, men då på grund av den demografiska utvecklingen. På Riksbanken har krisen inte föranlett oss att göra någon ny bedömning av den långsiktiga BNP-tillväxt som vi använder i våra modeller. Vi räknar med att den långsiktiga BNP-tillväxten ligger på drygt två procent per år.

Resursutnyttjandet kan också mätas på arbetsmarknaden med exempelvis sysselsättningsandel[10], arbetslöshet, sysselsättningsgap och timgap. Sysselsättningsgapet och timgapet är uppskattade med hjälp av HP-trender och är därmed behäftade med de problem som sådana skattningar innebär. Sysselsättningsandelen och arbetslösheten är däremot inte behäftade med samma typ av tekniska problem, men där är det istället svårt att veta vad som kan betraktas som en normal nivå på respektive variabel. I diagrammet har de lagts in som avvikelser från genomsnittet 2000 – 2007, utan att för den skull ta ställning till vad som är en normal nivå. De kan ha påverkats av både genomförda reformer och den djupa lågkonjunkturen. Det är i sig viktiga frågor att ta ställning till, men jag går inte in på dem idag. (Diagram 6. Arbetsmarknadsgap)

De olika arbetsmarknadsgapen samvarierar av naturliga skäl. Men sysselsättningsandelen, sysselsättningsgapet och timgapet når nollstrecket redan i början av 2011 och är svagt positiva under resten av prognosperioden medan arbetslösheten ligger över genomsnittet under hela prognosperioden. Det är vanligt att arbetslösheten ökar snabbt vid en djup lågkonjunktur och sjunker långsamt i återhämtningen. Men det är också möjligt att vi, som vi har gjort under senare tid, underskattar styrkan i återhämtningen på arbetsmarknaden. Man kan också notera att de positiva avvikelserna från genomsnitten är av samma storleksordning 2007 som vid den föregående toppnivån 2001.

Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer kan också utnyttjas för att beskriva resursutnyttjandet. Det finns ett tydligt samband mellan olika variabler i barometern. Exempelvis samvarierar företagens planer på att höja priserna med de övriga variablerna, exempelvis bristen på arbetskraft. (Diagram 7. Indikatorer för näringslivet)

---

[8] IMF (2010), *World Economic Outlook October 2010*.
[9] Se OECD (2010), *OECD Economic Outlook*, no. 87, maj 2010.
[10] Sysselsättningsandelen är definierad som andelen sysselsatta av befolkningen 15 – 74 år i procent.

De flesta av de redovisade variablerna är emellertid sådana som visar förändringar. Det gäller till exempel efterfrågeläget. Frågan som ställs är om det väntas bli bättre eller sämre. De variablerna är därmed inte bra mått på nivån på resursutnyttjandet utan snarare på om det ökar eller minskar. Men det finns också variabler i konjunkturbarometern som mäter just nivån. Det gäller till exempel brist på arbetskraft i näringslivet och kapacitetsutnyttjande i industrin. Dessa båda har ökat under senare tid och det kan inte uteslutas att de når en normal nivå i slutet av detta år. (Diagram 8. Brist på arbetskraft i näringslivet och kapacitetsutnyttjande i industrin)

Det är också intressant att jämföra bristen på arbetskraft med arbetslösheten. De samvarierade påtagligt före krisen. Men bristen på arbetskraft stiger nu snabbare än vad arbetslösheten faller. Det tyder på att matchningsproblemen på arbetsmarknaden kan bli påtagliga långt innan arbetslösheten har kommit ner på en normal nivå. (Diagram 9. Brist på arbetskraft i näringslivet och arbetslöshet)

På Riksbanken har vi också utvecklat en särskild indikator för att mäta resursutnyttjandet, den så kallade RU-indikatorn.[11] Den använder en principalkomponentmetod för att utvinna gemensam information ur ett stort antal konjunkturvariabler av nivåkaraktär. Även RU-indikatorn tyder på att resursutnyttjandet i Sverige var ungefär lika högt 2007 som vid den tidigare konjunkturtoppen 2000. Detta till skillnad från BNP-gapet baserat på HP-trender, som är betydligt högre 2007 än 2000. (Diagram 10. BNP-gap och RU-indikator)

En indikation på vad krisen har betytt för potentiell industriproduktion i Sverige kan man också få genom att kombinera statistik om industriproduktion och kapacitetsutnyttjande.[12] Industriproduktionen föll som mest med 24 procent från toppnivån första kvartalet 2008 till bottennivån andra kvartalet 2009. Potentiell industriproduktion föll, med en fördröjning på två till tre kvartal, med 14 procent och i förhållande till den tidigare trenden med cirka 20 procent. Ett sådant fall i potentiell industriproduktion skulle kunna förklara ett fall i potentiell BNP på cirka 4 procent eftersom industrins förädlingsvärde motsvarade cirka 20 procent av BNP före krisen. (Diagram 11. Industriproduktion, kapacitetsutnyttjande och potentiell industriproduktion)

Sammanfattningsvis kan jag konstatera att potentiell BNP och resursutnyttjande är svåra att uppskatta. Olika metoder ger olika resultat. Särskilt svårt är det just nu på grund av den finansiella krisen och den djupa lågkonjunktur vi håller på att ta oss ur. På Riksbanken arbetar vi vidare med frågorna och räknar med att ta upp resursutnyttjande mer utförligt i nästa penningpolitiska rapport i oktober. Osäkerheten kring resursutnyttjandet gör det också svårt att bedöma om penningpolitiken är väl avvägd eller ej.

Min egen bedömning är att resursutnyttjandet var i stort sett lika högt före krisen som vid den senaste högkonjunkturen 2000 och att BNP-gapet därmed var i storleksordningen + 2 procent 2007. Jag utgår då från att BNP-gapet baserat på HP-trender är ett bra mått på BNP-gapet 2000 och att andra serier, exempelvis RU-indikatorn, tyder på att resursutnyttjandet var ungefär lika högt 2007 som 2000.

[11] En närmare beskrivning av RU-indikatorn och dess egenskaper kommer att publiceras inom kort.
[12] Den potentiella industriproduktionen har beräknats som [Industriproduktion]x[Genomsnittligt kapacitetsutnyttjande 1996-2007]/[Kapacitetsutnyttjande].

Min bedömning är också att potentiell BNP minskade med cirka 4 procent i samband med krisen. Det är något mer än enligt OECD:s beräkningar, men OECD har bara beräknat effekten av vissa identifierade förändringar inom ramen för en produktionsfunktion. De har inte tagit hänsyn till eventuella andra effekter av krisen på potentiell BNP, till exempel en onormalt hög kapitalförslitning. Både svenska erfarenheter av tidigare djupa lågkonjunkturer och internationella erfarenheter av finansiella kriser tyder på att effekterna kan bli större. Skillnaden i de prognoser av BNP vi gjorde före och efter BNP-fallet 2009 samt uppskattningarna av industrins potentiella produktion pekar också på en effekt på cirka 4 procent. Jag menar också att denna minskning i potentiell BNP bör förläggas till lågkonjunkturen 2009 och inte spridas ut över en längre period före och efter den lågkonjunkturen.

Det innebär att BNP-gapet när krisen var som djupast 2009 var cirka – 4 procent. Istället för att öka trendmässigt med drygt 4 procent mellan 2007 och 2009 så föll BNP med 5 ½ procent. Det resulterar i ett fall i faktisk BNP i förhållande till trenden med cirka 10 procent. Men till följd av krisen så föll potentiell BNP med cirka 4 procent. Det innebär att BNP-gapet bara föll med cirka 6 procent. Nivån på BNP-gapet har betydelse för penningpolitiken. Ett stort negativt gap betyder både att inflationstrycket kan förväntas bli lågt och att det finns starkare skäl att understödja produktion och sysselsättning med en expansiv penningpolitik.

Mina bedömningar innebär att BNP-gapet var lägre före krisen än vad som framgår av ett BNP-gap baserat på HP-trender. HP-gap fungerar inte bra som mått på resursutnyttjande vid djupa lågkonjunkturer. Men min bedömning stämmer trots det ganska väl med den nivå som HP-gapet anger för 2009. Den är också förenlig med att BNP-gapet med nuvarande prognoser skulle vara i stort sett normalt vid prognosperiodens slut. BNP-tillväxten de tre åren 2010 – 2012 är sammantaget drygt 10 procent, vilket är 4 procentenheter mer än en trendmässig tillväxt på drygt 6 procent.

Vad betyder resursutnyttjandet för inflationen och den aktuella penningpolitiken?

Tidigare sa jag att Riksbanken även strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor och att jag med potentiell BNP menar den nivå på BNP som är förenlig med ett utnyttjande av tillgängliga resurser som är långsiktigt hållbart och som inte driver upp eller ned inflationen. Målet för penningpolitiken är som bekant att hålla inflationen på en låg och stabil nivå. Men ett problem vid den praktiska utformningen av penningpolitiken är att sambandet mellan resursutnyttjande och inflation inte är så tydligt. Jag ska nu gå in på vad resursutnyttjandet betyder för inflationen.

Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation har i Sverige varit svagare sedan mitten av 1990-talet än det var tidigare. Det hänger samman med att penningpolitiken har fått en hög trovärdighet. Genom att de långsiktiga inflationsförväntningarna hos hushåll och företag numera är stabilt förankrade kring inflationsmålet på 2 procent finns det helt enkelt inte mycket utrymme för andra variabler att påverka inflationen. Men det hänger också samman med att

inflationen påverkas av mycket annat än resursutnyttjandet, som variationer i energipriser, växelkursförändringar och ändrade räntor.[13]

Men även om det är svårt att med ekonometriska metoder skatta stabila samband mellan resursutnyttjande och inflation så är sambandet inte obefintligt. Internationella erfarenheter tyder på att mindre variationer i resursutnyttjandet i normala tider inte påverkar inflationen nämnvärt, men att ett mycket lågt resursutnyttjande märkbart dämpar inflationen. I den nuvarande krisen med mycket lågt resursutnyttjande i USA och i euroområdet har den underliggande inflationen fallit från normala nivåer på cirka 2 procent till cirka 1 procent. För svensk del tycks det som om den underliggande inflationen trots allt har ett relativt starkt samband med resursutnyttjandet mätt med RU-indikatorn med en eftersläpning på 1 till 2 år. (Diagram 12. RU-indikator och inflation mätt med HIKP exklusive energi[14])

I Sverige har den underliggande inflationen mätt med KPIF (KPI med fast bostadsränta) hållits uppe till och med över 2 procent de senaste två åren trots att resursutnyttjandet har fallit. Det hänger troligen samman med att kronan försvagades kraftigt i krisens mest akuta skede. Detta bidrog till stigande importpriser mätta i svenska kronor som höll uppe inflationen. Kronan har nu förstärkts igen och är i stort sett tillbaka på den nivå den hade gentemot euron före krisen och inflationen mätt med KPIF har fallit tillbaka under 2 procent. (Diagram 13. Inflation mätt med KPI och KPIF)

Under prognosperioden räknar vi med att inflationen mätt med KPIF först faller ner till cirka 1 procent, men att den sedan stiger igen till cirka 2 procent vid prognosperiodens slut. Inflationen mätt med KPI föll kraftigt under krisen till följd av våra räntesänkningar, men den kommer att vara högre än inflationen mätt med KPIF i takt med att vi höjer reporäntan till en mer normal nivå.

När vi jämför olika mått på resursutnyttjande med de prognoser vi gör för inflationen i den senaste penningpolitiska uppföljningen blir bilden följande. Den underliggande inflationen mätt med KPIF börjar stiga under 2011. Vid det laget har troligen resursutnyttjandet mätt med variabler som RU-indikatorn, brist på arbetskraft i näringslivet, kapacitetsutnyttjande i industrin, sysselsättningsandel och de HP-trendbaserade måtten sysselsättningsgap och timgap redan stigit till nivåer över det normala.

Den underliggande inflationen mätt med KPIF stiger sedan upp till 2 procent vid slutet av prognosperioden. Resursutnyttjandet mätt med BNP-gap baserat på HP-trender har då kommit upp till en normal nivå. HP-gapet är då i stort sett noll. Även min egen bedömning av BNP-gapet har då nått nollstrecket. Arbetslösheten har däremot inte nått en nivå som motsvarar genomsnittet för åren före krisen ens i slutet av prognosperioden.

Det är alltså en ganska sammansatt bild som framkommer i våra prognoser. Det finns inte ett enkelt samband mellan ett mått på resursutnyttjande och ett mått på inflation. Istället kan resursutnyttjandet mätas på flera sätt, vart och ett med sina förtjänster och brister. Inflationen kan också mätas på flera sätt och vi

[13] För en närmare diskussion, se Adolfson, M. och Söderström, U. (2003), "Hur påverkas ekonomin av inflationsmålet?", *Penning- och Valutapolitik* 1/2003.
[14] HIKP är det EU-harmoniserade konsumentprisindexet och motsvarar i stort sett KPIF, men påverkas inte som KPIF av viktförändringar vid årsskiftena.

använder regelbundet ett stort antal mått på underliggande inflation. I denna mångfacetterade värld gör vi så goda bedömningar som vi kan av inriktningen på penningpolitiken.

Vid det senaste penningpolitiska mötet den 1 september beslutade vi att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 0,75 procent och gjorde bedömningen att reporäntan gradvis kommer att höjas upp till mer normala nivåer i takt med att resursutnyttjandet stiger. Räntan kommer ändå att vara onormalt låg en tid framöver för att understödja återhämtningen i ekonomin. Jag ställde mig bakom den prognos för reporäntan som vi gör i den senaste penningpolitiska uppföljningen - en prognos som jag tror ligger väl i linje med bilden av en stabil konjunkturuppgång i Sverige. (Diagram 14. Reporänta)

För egen del har jag känt mig rätt övertygad om två saker, vilket jag tydligt redogjort för i de senaste protokollen. För det första att vi bör höja reporäntan de närmaste månaderna eftersom den svenska ekonomin utvecklas så starkt. Resursutnyttjandet stiger, vilket på sikt höjer inflationstrycket. Vi bör därför lätta på gasen för att undvika en för hög inflation längre fram. För det andra att reporäntan på lång sikt i genomsnitt bör vara cirka 4 procent, vilket motsvarar en inflation på 2 procent och en realränta på 2 procent. Det senare är vad den korta realräntan på statspapper har varit i genomsnitt i både USA och euroområdet under längre perioder.

Däremot är det svårt att ha en bestämd uppfattning om vad reporäntan bör vara om två eller tre år. Varken vår egen eller marknadens prognosförmåga räcker till för att göra bra prognoser på den sikten. Reporäntan kommer bland annat att bero på utvecklingen i euroområdet och i USA och hur de påverkar den svenska ekonomin. En svagare internationell utveckling skulle kunna medföra en svagare utveckling i Sverige och en lägre räntebana på längre sikt. Men en starkare utveckling av den svenska arbetsmarknaden skulle kunna innebära ett högre inflationstryck och en högre räntebana.

Trots osäkerheten menar jag att vi bör redovisa vilka antaganden vi gör om reporäntan i samband med våra prognoser. Det vore märkligt om vi redovisade alla andra förutsättningar för prognoserna utom just reporäntan som är det enda vi beslutar om. Dessutom vore det inte bra att basera våra prognoser på marknadens terminsräntekurva i de fall vår bedömning av reporäntan – som för närvarande – avviker från terminsräntekurvan. Vi är också noga med att tala om att räntebanan är en prognos och inte ett löfte. Men våra möjligheter att styra räntorna längre ut på räntekurvan är mycket begränsade. Det vi kan göra är att kommunicera vår egen bedömning, och även den är behäftad med stor osäkerhet.

Den statistik som har redovisats efter den senaste penningpolitiska uppföljningen tyder på en starkare utveckling i Sverige än vad vi då räknade med. Enligt nationalräkenskaperna i september var BNP-tillväxten snabbare andra kvartalet 2010 än vad som redovisades i augusti i snabbstatistiken. Konjunkturbarometern och inköpschefsindex för industrin i september var positiva och överträffade marknadens förväntningar. Enligt arbetskraftsundersökningarna minskade arbetslösheten i augusti något mer än vi räknade med. När det gäller den internationella utvecklingen är det däremot fortsatt osäkert. Statistik och annan information kommer ibland in bättre och ibland sämre än förväntningarna.

- Någon ny samlad bild av den ekonomiska utvecklingen kommer vi inte att redovisa förrän efter nästa penningpolitiska möte den 25 oktober.