



SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

# ANFÖRANDE

DATUM: 2011-03-18  
TALARE: Förste vice riksbankschef Svante Öberg  
PLATS: Handelsbanken, Stockholm

## ■ Min syn på penningpolitiken 2006-2011

Jag har nu varit på Riksbanken i drygt fem år och mitt förordnande som vice riksbankschef går ut vid årsskiftet. Jag har då fyllt 65 år och har meddelat riksbanksfullmäktige att jag inte önskar komma ifråga för ett nytt förordnande. Det gör det naturligt för mig att se tillbaka på penningpolitiken under dessa år och att i ljuset av dessa erfarenheter diskutera penningpolitiken för de närmaste åren. De tre teser som jag ska argumentera för i detta tal är:

- Penningpolitiken var för expansiv före finanskrisen
- Penningpolitiken fungerade väl under krisen
- Reporäntan behöver höjas vid varje möte i år (och kanske även nästa år)

### **Alltför expansiv penningpolitik under åren före finanskrisen**

Min första tes är alltså att penningpolitiken var för expansiv under åren före den finanskris som med full kraft drabbade världen i september 2008. Det gäller både internationellt och i Sverige. Jag ska i detta avsnitt bygga under denna tes.

#### ***Internationellt***

Penningpolitiken var expansiv under åren före finanskrisen i både USA och euroområdet. Den korta realräntan, alltså den korta nominella räntan med avdrag för inflationen, är ett vanligt sätt att beskriva hur expansiv penningpolitiken är. Den kan antas vara cirka 2 procent i genomsnitt på längre sikt. I USA var realräntan negativ under åren 2003-2005 och i euroområdet var den under samma tid cirka 0 procent (se diagram 1).

Samtidigt hade Kina och andra länder sina valutor knutna till dollarn, vilket resulterade i expansiva monetära förhållanden även i dessa länder. Stora bytesbalansöverskott i Kina och oljeproducerande länder resulterade i

■ kapitalflöden till USA och euroområdet och detta höll ner även de långa räntorna.

Konsekvenserna av den expansiva penningpolitiken syntes i den ekonomiska utvecklingen. Inflationen i USA var över 2 procent mätt med olika mått på kärninflation, resursutnyttjandet var högre än normalt och kreditexpansionen snabb. De reala bostadspriserna steg ovanligt snabbt från mitten av 1990-talet till 2006, med cirka 80 procent, efter att ha varit relativt stabila från början av 1950-talet till mitten av 1990-talet (se diagram 2).

Även i Europa steg bostadspriserna kraftigt i bland annat Irland och Spanien, medan de var i stort sett stabila i andra länder, såsom exempelvis Tyskland. För euroområdet som helhet blev prisuppgången inte lika stor som i USA.

Den expansiva penningpolitiken bidrog till att tillväxten i världen blev mycket hög åren 2004-2007. BNP-tillväxten var mellan 4,5 och 5 procent per år. En så lång period med så snabb tillväxt i världen hade inte förekommit sedan början av 1970-talet (se diagram 3).

Den höga tillväxten i världen medförde i sin tur att oljepriset steg kraftigt åren 2004-2008 och att inflationen i många länder gick upp mot slutet av perioden. Likheter med åren innan oljepriscockerna under 1970-talet är här slående. Även då var penningpolitiken expansiv, BNP-tillväxten hög och oljepriserna stigande. Priset på råolja steg snabbt 1973 och 1979, vilket ledde till en ökad inflation (se diagram 4).

Det var emellertid inte bara en expansiv penningpolitik som orsakade kreditexpansionen och bostadsprisbubblan i USA. Det fanns ett antal andra orsaker, bland annat de nya finansiella produkterna, som spred riskerna från bankerna till investerare som inte förstod sig på riskerna. Man hade också en bostadspolitik som sedan länge hade varit inriktad på att öka ägandet av bostäder via stöd från de halvstatliga bolåneföretagen Fannie Mae och Freddie Mac. Dessutom hade man flera andra problem, bland annat en för svag reglering och tillsyn av den finansiella marknaden.

I Europa införde man den gemensamma valutan 1999. Detta medförde att räntenivån i flera länder, som tidigare hade haft en högre ränta än Tyskland, sänktes till en gemensam euronivå. Det bidrog i dessa länder till en kraftig kreditexpansion, en snabb tillväxt och en hög inflation. Dessutom var regleringen och tillsynen av finansmarknaderna nationell trots att verksamheten där var gränsöverskridande. Men det ohållbara i denna utveckling visade sig först våren 2010 i samband med den statsfinansiella krisen i Europa.

Varje land ansåg sig förvisso ha goda skäl för den penningpolitik som fördes. Men för världen som helhet, som i sig är en sluten ekonomi där den samlade penningpolitiken påverkar tillväxt och inflation, blev penningpolitiken för expansiv. Resultatet blev en stark BNP-tillväxt och snabbt stigande priser på råolja och andra råvaror, liksom en snabb kreditexpansion och stigande tillgångspriser, framför allt på bostäder i vissa regioner. Det ledde till slut till finanskrisen när bostadsprisbubblan sprack.

Nu kan man hävda att det är ganska poänglöst att kritisera något med facit i handen. Det är då lätt att säga vad som borde ha gjorts. Men min poäng är inte att kritisera vad som har gjorts utan att dra lärdom av historien. Även idag ser vi samma mönster. En expansiv penningpolitik för världen som helhet, en stark tillväxt och stigande energi- och råvarupriser.

## ■ Sverige

Min uppfattning är, med facit i handen, att även penningpolitiken i Sverige var för expansiv under åren före finanskrisen. Reporäntan sänktes successivt till 1,5 procent i juli 2005. Jag tycker att den sänktes för mycket och var för låg för länge. Både den nominella och den reala korta räntan var lägre än normalt under större delen av perioden fram till krisen. En normal nivå på den nominella korta räntan är enligt min bedömning cirka 4 procent och en normal nivå på den reala korta räntan är cirka 2 procent<sup>1</sup> (se diagram 5).

Tillväxten i den svenska ekonomin var hög under åren före krisen. Resursutnyttjandet var också högre än normalt. BNP-gapet var positivt och arbetslösheten var samtidigt lägre än genomsnittet för de senaste åren. Men inflationen var ändå låg under åren 2004 - 2006. Mätt med KPIF<sup>2</sup> och med det mått som användes vid den tiden KPIX<sup>3</sup> var den klart lägre än 2 procent. I sin utvärdering av svensk penningpolitik 1995 – 2005 menar Giavazzi och Mishkin att det var ett tecken på att penningpolitiken hade varit för åtstramande från och med 2002.<sup>4</sup>

Jag delar inte den uppfattningen. Kanske kunde, med facit i handen, ett par räntehöjningar under 2001 och 2002 ha undvikits. Det medgav också den tidigare riksbankschefen Lars Heikensten vid en utfrågning i riksdagens finansutskott den 1 april 2004. Men jag menar att reporäntan sedan sänktes för mycket och var för låg under för lång tid. Jag kan se fyra skäl som talar för det.

För det första var resursutnyttjandet förmodligen högre än vad Riksbanken då räknade med. BNP-gap är svåra att beräkna, särskilt i slutet av en tidsserie och i samband med djupa lågkonjunkturer. Enligt de två BNP-gap som redovisas i den penningpolitiska rapporten i februari var BNP-gapet före krisen cirka +4 procent. Min egen bedömning är att BNP-gapet snarare var cirka +2 procent.<sup>5</sup> Men att resursutnyttjandet var så högt var inte lika uppenbart före krisen. Det framgår bland annat av en jämförelse mellan beräkningar av BNP-gapet i realtid, alltså vid den aktuella tidpunkten, och enligt den senaste beräkningen. Beräkningar i realtid visar att BNP-gapet snarast bedömdes som relativt normalt före krisen (se diagram 6).

För det andra ökade inflationen successivt under 2007 och 2008 till över 4 procent. Även bortsett från inverkan av stigande bostadsräntor steg inflationen snabbt. Det berodde till stor del på stigande energi- och livsmedelspriser. De hade i sin tur, som jag tidigare har berört, sin bakgrund i den expansiva penningpolitiken och starka tillväxten i världen som helhet. Penningpolitiken verkar med en betydande eftersläpning och den inflationstakt som vi ser dessa år är påverkad av penningpolitiken tidigare år (se diagram 7).

För det tredje ökade även inflationsförväntningarna. Att inflationsförväntningarna på ett års sikt steg är naturligt eftersom den uppmätta inflationen steg. Men inflationsförväntningarna på fem års sikt kan

<sup>1</sup> Sveriges Riksbank, fördjupning "Vad är en normal reporänta", Penningpolitisk rapport, februari 2010.

<sup>2</sup> KPIF beräknas som KPI med fast bostadsränta och påverkas därmed inte direkt av förändringar i bostadsräntor.

<sup>3</sup> KPIX exkluderar hushållens räntekostnader för egnahem och de direkta effekterna av förändrade indirekta skatter och subventioner från KPI.

<sup>4</sup> Giavazzi, Francesco och Mishkin, Frederic: En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995 – 2005, Finansutskottet, november 2006.

<sup>5</sup> Se t.ex. Svante Öberg: Potentiell BNP, resursutnyttjande och penningpolitik, Sveriges Riksbank 2010-10-07

■ tolkas som en indikation på om penningpolitiken är trovärdig eller ej. Så länge de ligger nära inflationsmålet är det ett tecken på att de tillfrågade räknar med att Riksbanken på sikt uppnår sitt mål. Att de långsiktiga inflationsförväntningarna ökade till över 2,5 procent var därför mer bekymmersamt (se diagram 8).

För det fjärde var kreditexpansionen snabb och priserna på bostäder ökade snabbt. Utlåningen till icke-finansiella företag och hushåll ökade med 10-15 procent per år under åren före krisen och priserna på småhus steg med cirka 10 procent per år. Priserna på bostadsrätter steg ännu snabbare. Det var en utveckling som började redan i mitten av 1990-talet, men som accelererade under åren före krisen<sup>6</sup> (se diagram 9).

En jämförelse med en enkel Taylorregel<sup>7</sup> tyder också på att reporäntan borde ha varit betydligt högre. En Taylorregel kan ge en indikation på om nivån på reporäntan är rimlig. Baserat på inflationen mätt med KPIF eller HIKP<sup>8</sup> och de BNP-gap jag redovisade tidigare borde räntan enligt Taylorregeln ha varit runt 7 procent tredje kvartalet 2008. Nu tror jag som jag sa tidigare att de redovisade positiva BNP-gapen är överdrivna. Med min bedömning av BNP-gapet skulle reporäntan enligt Taylorregeln istället ha varit cirka 6 procent tredje kvartalet 2008, men fortfarande betydligt högre än de 4,75 procent som den kom upp till innan krisen (se diagram 10).

När jag ser tillbaka på penningpolitiken sedan jag började på Riksbanken den 1 januari 2006 och fram till det att finanskrisen drabbade Sverige i september 2008 så menar jag alltså att penningpolitiken var för expansiv under åren före krisen. Inflationen steg och kom upp till en nivå som var påtagligt högre än inflationsmålet, resursutnyttjandet var högre än normalt och kreditexpansionen var snabb. Trots det var reporäntan lägre än normalt under huvuddelen av perioden fram till krisen. En snabbare höjning av räntan hade alltså varit bättre.

Det finns också två andra förhållanden som jag för egen del anser var olyckliga. Det första är att jag inte reserverade mig i april 2006 när direktionen beslutade att inte höja räntan, vilket jag ångrade efteråt. Det hade inte gjort någon skillnad för den faktiska ränteutvecklingen, men det hade varit bra att markera min uppfattning redan då. Jag reserverade mig därefter för en höjning av reporäntan flera gånger under 2007 när direktionens majoritet beslutade att inte höja den.<sup>9</sup>

Det andra är att jag gick med på en så låg räntebana första gången vi presenterade en egen räntebana i februari 2007. Det var alldeles innan löneförhandlingarna på stora delar av arbetsmarknaden skulle slutföras och sände fel signal till parterna; att lönerna kunde höjas påtagligt utan konsekvenser i form av för hög inflation. Löneförväntningarna hade då stigit till

<sup>6</sup> Giavazzi och Mishkin (op. cit.) menade att ett skäl till att inflationen hade varit låg 2002 – 2004 var att Riksbanken sedan 2002 hade börjat ta hänsyn till huspriser. Men i senare papper har Mishkin skrivit att en lärdom av krisen är att det finns starkare skäl för penningpolitiken att motverka kreditdrivna tillgångsprisbubblor, se exempelvis Mishkin, Frederic: Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, October 2010.

<sup>7</sup> Taylor, J.B., (1993). Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39 (1993) 195-214. Amsterdam: North-Holland. Taylorregeln har följande enkla form och beskriver väl den penningpolitik som fördes i USA under perioden 1987 – 1992:  $r = p + 0,5y + 0,5(p-2) + 2$  där  $r$  = styrräntan,  $p$  = inflationen över de senaste 12 månaderna i procent och  $y$  = BNP-gapet i procent. I formeln antas att inflationsmålet är 2 procent och att den reala styrräntan på lång sikt är 2 procent.

<sup>8</sup> HIKP är ett harmoniserat index för konsumentpriser som bland annat används inom EU för jämförelser mellan medlemsländerna. Vid beräkningen av HIKP exkluderas bostadsräntor.

<sup>9</sup> Protokoll från penningpolitiska möten 29 mars 2007, 3 maj 2007 och 18 december 2007.

den högsta nivån sedan mitten av 1990-talet. Men vi var för upptagna med det omfattande arbete som krävdes för att för första gången ta fram och besluta om räntebanan för att jag tillräckligt skulle inse konsekvenserna av beslutet.

Jag har många gånger när jag har varit ute och talat om penningpolitik fått frågan varför vi höjde räntan från 4,50 till 4,75 procent i september 2008 alldeles innan finanskrisen drabbade Sverige med full kraft. Vi var oeniga i direktionen med tre för (inklusive jag själv) och tre emot och Stefan Ingves fick använda sin utslagsröst för att få igenom beslutet. Jag brukar säga att jag med den information vi hade vid det tillfället skulle ha fattat samma beslut igen. Jag befarade då att vi stod inför en period med stagflation, hög inflation och låg tillväxt, på liknande sätt som efter oljeprisuppgångarna under 1970-talet. I ett sådant läge måste vi i enlighet med vårt uppdrag prioritera att hålla nere inflationen nära inflationsmålet. Men finanskrisen ändrade förutsättningarna för penningpolitiken radikalt.

## **Penningpolitiken fungerade väl under finanskrisen**

Min andra tes är att penningpolitiken fungerade väl under finanskrisen. Jag ska förklara varför. Men först ska jag mycket kort beskriva vad som kännetecknade krisen.

### ***Finanskrisens kännetecken***

Jag har varit med om två kriser tidigare, dels i slutet av 1970- och början av 1980-talet, dels i början av 1990-talet och sett dem främst från Finansdepartementets horisont. När jag kom till Riksbanken trodde jag att vi hade de värsta kriserna bakom oss. Men så var det inte. I stället fick vi en tredje kris och internationellt sett den djupaste sedan andra världskriget.

Finanskrisen drabbade Europa och Sverige med full kraft i september 2008, när den stora amerikanska investmentbanken Lehman Brothers ansökte om konkurs. Det blev betydligt svårare för bankerna att finansiera sig eftersom de finansiella marknaderna inte fungerade normalt. En del marknader fungerade inte alls. Centralbankerna trädde in som "lender of last resort" och flera regeringar gick in med garantier och stödprogram för banksektorn. Penningpolitiken blev också snabbt mer expansiv i USA, euroområdet och andra länder. Dessutom vidtog ett antal centralbanker andra åtgärder för att pressa ner även de längre räntorna. Även finanspolitiken lades om i expansiv riktning.

Trots omfattande ekonomiskpolitiska stimulanser medförde den finansiella krisen en djup lågkonjunktur i USA, Europa och andra utvecklade länder. Erfarenheterna av tidigare finanskriser visar att de brukar följas av längre perioder med lägre tillväxt, högre arbetslöshet och kraftigt försämrade offentliga finanser.<sup>10</sup> BNP föll i både USA och euroområdet 2009 och arbetslösheten steg. Inflationen föll snabbt främst till följd av att de tidigare prisökningarna på energi och livsmedel förbyttes i prisnedgångar. Men det fanns andra delar av världen som inte berördes i någon större utsträckning av krisen. Länder som Kina och Indien hade fortsatt höga tillväxttakter.

<sup>10</sup> Reinhart, Carmen and Rogoff, Kenneth: This Time is Different: A Panoramic View of Eight Countries of Financial Crises", 2008.

Finanskrisen drabbade Sverige främst genom att efterfrågan från omvärlden på svensk export föll. BNP minskade med 5,9 procent mellan 2007 och 2009, men steg sedan med 5,5 procent 2010. Redan ett år efter botten på konjunkturen hade produktionen kommit upp till i stort sett samma nivå som före krisen. Men BNP låg fortfarande långt under den nivå som en tänkt trendmässig ökning utan kris skulle ha uppvisat (se diagram 11).

Arbetslösheten steg till som mest knappt 9 procent vid årsskiftet 2009/2010. Ökningen av arbetslösheten blev betydligt mindre än enligt Riksbankens tidigare prognoser och betydligt mindre än vad normala så kallade Okun-samband mellan BNP-tillväxt och arbetslöshet skulle innebära.<sup>11</sup> Troligen beror det på att krisen främst drabbade industrin med stora effekter på BNP men mindre på sysselsättning, medan andra delar av ekonomin hölls uppe av en expansiv finans- och penningpolitik (se diagram 12).

Inflationen mätt med KPI har varierat kraftigt de senaste åren främst till följd av att reporäntan sänktes snabbt i samband med krisen. Inflationen mätt med KPIF, som exkluderar dessa effekter på inflationen, har varierat betydligt mindre och renser man bort även energi och livsmedel har inflationen legat nära det långsiktiga målet för KPI på 2 procent (se diagram 13).

### ***Riksbankens åtgärder under krisen***

Min tes är alltså att penningpolitiken fungerade väl under krisen. Men det handlade inte bara om penningpolitiken utan i än högre grad om åtgärderna för att bevara den finansiella stabiliteten. En erfarenhet av finanskrisen är att penningpolitiken och åtgärderna för att bevara den finansiella stabiliteten måste samverka för att motverka de negativa konsekvenserna av krisen och att det inte alltid är så lätt att hänföra den ena typen av åtgärder till ett visst problem och den andra typen till ett annat. Skälen till att jag tycker att Riksbanken har kunnat hantera krisen väl är att åtgärderna har vidtagits snabbt och varit kraftfulla samt att de har bidragit till att bevara den finansiella stabiliteten och hålla uppe den inhemska efterfrågan. De har också genomförts under en begränsad period och därmed inte blivit en del av ett mer permanent stödsystem.

Riksbanken reagerade alltså snabbt på de problem som uppstod. Svenska banker var visserligen inte exponerade mot den amerikanska bostadsmarknaden i någon större utsträckning. Men de var beroende av att marknaderna fungerade för sin finansiering. För att täcka bortfallet av normala finansieringsmöjligheter lånade Riksbanken ut cirka 500 miljarder kronor under hösten 2008.<sup>12</sup> Riksbankens balansomslutning steg därmed från cirka 7 till cirka 22 procent av BNP, det vill säga mer än både den amerikanska centralbanken Federal Reserves (Fed:s) och Europeiska centralbankens (ECB:s) balansräkningar i förhållande till BNP. Ungefär hälften av utlåningen var i kronor och hälften i dollar. För att kunna låna ut så mycket dollar lånade Riksbanken dollar av Fed genom ett snabbt slutet swapavtal. Riksbankens egna tillgångar i dollar var alltför små. Valutareserven uppgick hösten 2008 till motsvarande 200 miljarder kronor och var placerad i ett antal olika valutor.

<sup>11</sup> Sveriges Riksbank, fördjupning "Finanskrisens effekter på arbetsmarknaden – en jämförelse av Sverige, euroområdet och USA", Penningpolitisk rapport, februari 2011.

<sup>12</sup> Riksbanken utökade också de typer av säkerheter som kunde godkännas för lånen och gav likviditetsstöd till två mindre banker, Kaupthing och Carnegie.

■ Under 2009 förstärktes valutareserven med cirka 100 miljarder genom upplåning via Riksgälden (se diagram 14).

Även penningpolitiken reagerade snabbt och kraftigt. Reporäntan sänktes snabbt från 4,75 procent i september 2008 till 0,25 procent i juli 2009. Den största sänkningen kom redan i december 2008. Reporäntan hade aldrig tidigare varit så låg. I juli 2009 gjorde Riksbanken dessutom bedömningen att räntan skulle komma att ligga på denna exceptionellt låga nivå under ungefär ett år framåt. Det var vad som då låg i räntebanan. För att understryka bedömningen att reporäntan skulle ligga på denna låga nivå ett år framåt och för att hålla nere även längre räntor lånade Riksbanken vid tre tillfällen ut sammanlagt närmare 300 miljarder kronor till en fast ränta på 0,25 procent under ett år (se diagram 15).

I juli 2010 började Riksbanken normalisera penningpolitiken. Reporäntan höjdes från 0,25 procent till 0,50 procent och har sedan höjts ytterligare fyra gånger till 1,50 procent i februari 2011. De stora lånen betalades tillbaka av bankerna utan att de ersattes av nya liknande lån. Riksbankens balansomslutning minskade därmed till cirka 10 procent av BNP. Detta till skillnad från flera andra centralbankers balansomslutningar som har fortsatt att öka. Minskningen av Riksbankens balansräkning har gått att genomföra utan att större problem har uppstått på de finansiella marknaderna. Det beror på att Riksbanken bara lånat ut pengar till bankerna och inte som Fed, ECB och Bank of England köpt obligationer och andra tillgångar under krisen.<sup>13</sup> Om så hade varit fallet skulle det ha kunnat medföra större problem när det var dags att avveckla stödåtgärderna.

Det är naturligtvis svårt att uppskatta effekterna av Riksbankens åtgärder i samband med krisen eftersom så mycket annat har påverkat utvecklingen, inte minst finanspolitiken och andra myndigheters åtgärder för att bevara den finansiella stabiliteten. Men det man ändå kan konstatera är att de svenska bankerna har klarat krisen väl. Den sammantagna utlåningen till hushåll och icke finansiella företag fortsatte att öka under hela krisen. Man kan också konstatera att fallet i produktion och sysselsättning blev mindre än befarat. Den inhemska efterfrågan har hållits uppe av den expansiva finans- och penningpolitiken.

### ***Slutsatser***

I efterhand tycker jag att man kan dra två slutsatser om Riksbankens agerande i samband med finanskrisen. För det första såg vi inte i förväg vad som skulle komma. Visserligen var det inte många andra som såg problemen i förväg heller och visserligen uppmärksammade vi problemen på bostads- och bolånemarknaden i USA och det fanns skrivningar i våra rapporter Finansiell stabilitet om problem med de svenska bankernas utlåningsexpansion i de baltiska länderna. Men det nya i denna finansiella kris var att bankerna inte kunde finansiera sig på marknaden och det var något som vi inte var förberedda på.<sup>14</sup>

<sup>13</sup> Riksbanken har också genom att bara låna ut pengar undvikit att utsätta sig för en betydande ränterisk.

<sup>14</sup> Riksrevisionens rapport 2011, "Myndigheternas insatser för finansiell stabilitet: Lärdomar i ljuset av utvecklingen i Baltikum 2005 – 2007".

För det andra reagerade Riksbanken snabbt och kraftfullt när krisen väl drabbade Sverige. Den omfattande utlåningen till bankerna och den snabba sänkningen av reporäntan till en exceptionellt låg nivå har lindrat krisens genomslag på den svenska ekonomin. Tillsammans med en expansiv finanspolitik har det medfört att inhemsk efterfrågan har hållits uppe, att sysselsättningen föll mindre och att arbetslösheten steg mindre än vad man kunde förvänta sig och att inflationen har hållits på en rimlig nivå. Den underliggande inflationen hölls nära 2 procent och inflationsförväntningarna på fem års sikt, som hade stigit före krisen, sjönk tillbaka igen och stabiliserades på cirka 2 procent.

## **Penningpolitiken behöver bli mindre expansiv den närmaste tiden**

Min tredje tes är att reporäntan behöver höjas vid varje möte i år och kanske även nästa år. Jag kommer nu att redogöra för varför jag gör dessa bedömningar. Jag börjar med en kort beskrivning av den internationella utvecklingen de närmaste åren och går sedan igenom hur jag ser på den svenska penningpolitiken framöver.

### ***Internationellt***

Det finns många likheter mellan situationen hösten 2008 och våren 2011. För världen som helhet räknar vi åter med en BNP-tillväxt på drygt 4 procent per år. Skillnaderna mellan olika områden är i och för sig stora. Tillväxten i USA och Europa fortsätter, om än till följd av finanskrisen i långsammare takt än efter en normal lågkonjunktur. Vi räknar med en BNP-tillväxt på cirka 3 procent per år i USA och knappt 2 procent per år i euroområdet och en inflation på knappt 2 procent per år i båda områdena. Men i tillväxtländerna är utvecklingen snabb (se diagram 16).

Den starka efterfrågeutvecklingen i tillväxtländerna driver upp efterfrågan på energi och råvaror. Priserna på råolja och andra råvaror har därför stigit kraftigt under senare tid. Det finns en risk för att de kommer att fortsätta stiga och att inflationen därmed stiger både i tillväxtländerna och i de utvecklade länderna. Inflationsförväntningarna har också stigit de senaste månaderna och de penningpolitiska förväntningarna har skiftat uppåt (se diagram 4).

Den senaste tidens utveckling i Nordafrika och Mellanöstern har drivit upp priset på råolja ännu mer. Osäkerheten om det framtida utbudet av olja har bidragit till att oljepriset nu ligger på en högre nivå än när den penningpolitiska rapporten publicerades i februari. Det illustrerar att prisutvecklingen blir än mer känslig för utbudsstörningar än tidigare när efterfrågan är hög i förhållande till utbudet.

Jordbävningen i Japan är den största katastrof som har drabbat landet sedan andra världskriget. Konsekvenserna för det japanska folket är förödande och den materiella förstörelsen stor. Vilka samhällsekonomiska effekter jordbävningen kan få är ännu för tidigt att avgöra. På kort sikt har den redan lett till ett produktionsbortfall, men senare i år kan produktionen stiga i samband med återuppbyggnaden efter katastrofen. Att delar av kärnkraften har slagits ut har redan lett till störningar i eltillförseln och produktionen, men på längre sikt kan en minskad kapacitet att producera el med kärnkraft både i



Japan och i andra länder leda till stigande priser på andra energislag inklusive olja. Vi följer som alltid utvecklingen noga och i samband med den penningpolitiska uppföljningen i april kommer vi att återkomma med en förnyad bedömning av den internationella utvecklingen i vilken vi också tar hänsyn till hur utvecklingen i Japan kan komma att påverka utvecklingen i världsekonomin på lite längre sikt.

## **Sverige**

Vid det senaste penningpolitiska mötet i februari beslutade vi att höja reporäntan från 1,25 till 1,50 procent och gjorde bedömningen att reporäntan skulle komma att behöva höjas till 3,6 procent om tre år vid slutet av prognosperioden. Min bedömning var att vi kommer att behöva höja reporäntan med 0,25 procentenheter vid varje möte under 2011 till 2,75 procent vid årets slut. Det innebär en något brantare bana uppåt under andra halvåret 2011 än den redovisade räntebanan i den penningpolitiska rapportens huvudscenario. Men med hänsyn till osäkerheten om ränteutvecklingen reserverade jag mig inte mot räntebanan utan nöjde mig med att göra en markering på mötet (se diagram 17).

Jag ska nu gå igenom lite mer i detalj hur jag ser på penningpolitiken de närmaste åren med utgångspunkt från den bild av den ekonomiska utvecklingen som redovisades i den senaste penningpolitiska rapporten. Som utgångspunkt för diskussionen ska jag ta den analysram och den så kallade förlustfunktion som används vid Norges Bank.<sup>15</sup> I den ingår inflationens avvikelse från inflationsmålet, resursutnyttjandet, räntenivån enligt enkla ränteregler och förändringen i räntan. Dessutom kan man ta hänsyn till tillgångspriser, växelkurs och marknadsräntor.

## **Inflation**

Prognoserna för inflationen är tillräckligt nära inflationsmålet för att motivera en räntehöjning och den redovisade räntebanan. Prognoserna för KPI-inflationen är 2,4 procent per år i genomsnitt under prognosperioden och 1,8 procent per år för KPIF-inflationen. I slutet av prognosperioden beräknas KPIF-inflationen vara 2 procent. Osäkerheten när det gäller prognoser för inflationen är emellertid betydande och i förhållande till den får avvikelserna från inflationsmålet anses vara små (se diagram 18).

Min bedömning är dock att inflationsriskerna övervägande är på uppsidan, det vill säga risken för en högre inflation än den förväntade är större än risken för en lägre inflation. Om inflationen blir högre än vad som förväntas i den penningpolitiska rapporten är det enligt min mening troligt att reporäntan kommer att behöva höjas snabbare än enligt räntebanan. Det är då fullt möjligt att den kommer att behöva höjas med mer än 0,25 procentenheter vid ett eller flera tillfällen och att den kommer att behöva höjas till 4 procent redan under nästa år.

<sup>15</sup> Pengepolitisk rapport 1, 2011, sid 17-19, Norges Bank.

## ■ **Resursutnyttjande**

Resursutnyttjandet är enligt min samlade bedömning i stort sett normalt för närvarande och med nuvarande prognoser högre än normalt och stigande mot slutet av prognosperioden. Det talar också snarast för en högre räntebana än den redovisade.

Riksbanken använder flera olika mått på resursutnyttjande. BNP-gapet är exempelvis med de två mått som används av Riksbanken cirka -1 procent första kvartalet 2011. Min egen bedömning är att det är lite högre än så, i stort sett noll. Att resursutnyttjandet är i stort sett normalt stämmer också väl överens med den nivå som den så kallade RU-indikatorn uppvisar. RU-indikatorn, som har utvecklats av Riksbanken och väger ihop ett stort antal indikatorer till ett samlat mått på resursutnyttjandet, var uppe på en normal nivå redan fjärde kvartalet 2010. Flera andra mått tyder också på att resursutnyttjandet är normalt (se diagram 19).

Arbetslösheten är däremot fortfarande högre än normalt. Arbetslösheten har varierat mellan 6 och 8 procent runt ett genomsnitt på 7 procent under de tio åren före finanskrisen.<sup>16</sup> Med nuvarande takt i minskningen av arbetslösheten kommer den att vara nere på en normal nivå hösten 2011. Bedömningen i den penningpolitiska rapporten är visserligen att det inte kommer att ske så snabbt, men då ska man komma ihåg att både Riksbanken och andra har underskattat kraften i förstärkningen på arbetsmarknaden de senaste åren (se diagram 20).

Penningpolitiken måste också ta hänsyn till hur den ekonomiska utvecklingen påverkar lönebildningen. Penningpolitiken måste motstå frestelsen att stimulera produktion och sysselsättning på kort sikt utöver den nivå som är förenlig med en stabil löneutveckling och inflation. En mycket snabb förbättring av arbetsmarknaden kan innebära problem för de löneförhandlingar som startar i höst. Lönebildningen har fungerat väl de senaste 15 åren och har bidragit till att inflationen har kunnat hållas på en låg och stabil nivå. Det vore olyckligt om löneförhandlingarna måste genomföras i en situation med överhettning på arbetsmarknaden.

Bristen på arbetskraft mäter förmodligen i nuvarande situation på ett bättre sätt än arbetslösheten hur ansträngd arbetsmarknaden är. Bristen på arbetskraft i näringslivet var fjärde kvartalet 2010 nästan uppe på en normal nivå. I flera delar av näringslivet var bristen högre än normalt, bland annat inom tillverkningsindustrin och byggindustrin, och för vissa typer av personal, bland annat tekniska tjänstemän i industrin och datakonsulter (se diagram 21).

Att bristen på arbetskraft redan är så hög trots att arbetslösheten fortfarande är högre än normalt tyder på att matchningen på arbetsmarknaden har försämrats. Det gör även den så kallade Beveridgekurvan, som visar sambandet mellan arbetslöshet och vakanser. Den har skiftat utåt, det vill säga en viss vakansnivå är förenlig med en högre nivå på arbetslösheten. Delvis kan det vara ett cykliskt fenomen, men förändringen är så stor att det också kan vara frågan om en strukturell försämring (se diagram 22).

<sup>16</sup> En svårighet i dagsläget är att bedöma om den normala nivån för arbetslösheten har förändrats på grund av finanskrisen och ekonomisk politik. I samband med en djup lågkonjunktur brukar den långsiktigt hållbara nivån på arbetslösheten (NAIRU) stiga åtminstone initialt. Men NAIRU kommer troligen även att påverkas av de reformer på arbetsmarknaden som har genomförts de senaste åren. En del av dessa kommer troligen att sänka NAIRU medan andra kan komma att höja NAIRU. Vad nettoresultatet av dessa faktorer kommer att bli återstår att se.

## ■ **Räntenivå**

Jag menar också att man bör ta hänsyn till nivån på reporäntan vid de penningpolitiska besluten. Det krävs särskilt starka skäl för att under en längre period sätta en ränta som är betydligt lägre än vad som kan anses vara ett långsiktigt genomsnitt. Penningpolitiken kan användas för att ibland stimulera och ibland strama åt ekonomin, men inte för att genom en låg räntenivå permanent stimulera ekonomin.

Långa perioder med mycket låg ränta kan nämligen leda till finansiella obalanser. De kan exempelvis leda till en snabb kreditexpansion som på sikt kan leda till att en del hushåll inte kommer att ha råd att betala räntor och amorteringar på sina bostadslån. Hushållens ränteförväntningar är tillbakablickande och de långsiktiga förväntningarna dras ner av de låga räntor som varit fallet ett antal år. När räntorna sedan stiger kommer problemen. Men det handlar inte bara om hushållen och bostadslånen. Som jag redovisade i den första delen av talet kan en för expansiv penningpolitik också bidra till finansiella obalanser av annat slag.

Jag brukar därför också se på vad den tidigare nämnda Taylorregeln skulle innebära för räntenivå. Taylorregeln tyder som jag tidigare redovisade på att reporäntan borde ha varit högre än den faktiskt var före krisen, vilket jag tycker är rimligt. Taylorregeln tyder också på att reporäntan borde ha sänkts i stort sett lika snabbt och mycket som vi faktiskt sänkte den när krisen väl var ett faktum. Om vi i direktionen istället hade följt de resultat vi fick av simuleringarna med Riksbankens modell Ramses när krisen väl var ett faktum, så skulle reporäntan sänkts mycket långsamt. Tillämpat på nuvarande situation i Sverige skulle Taylorregeln ge en reporänta på 3-4 procent. Det talar snarast för en högre räntebana.

## **Förändring av reporäntan**

Även om det således finns faktorer som med nuvarande prognoser skulle tala för en snabbare höjning av reporäntan, så menar jag att det finns ett värde i att ändra reporäntan i jämn takt med små steg. Övriga och stora förändringar kan innebära kostnader för hushåll och företag och kan orsaka instabilitet på de finansiella marknaderna. Det var också så jag resonerade under 2006 och 2007 när Riksbanken var inne i en period med räntehöjningar. Jag reserverade mig vid varje tillfälle under 2007 när majoriteten inte ville höja räntan med 0,25 procentenheter.

Det viktigaste för mig är därför att reporäntan fortsätter att höjas med små steg möte för möte. Min bedömning vid det senaste penningpolitiska mötet var att den kommer att behöva höjas med 0,25 procentenheter vid varje möte i år så att den når upp till 2,75 procent vid årets slut.

När det gäller tiden efter årsskiftet är det svårare att ha en uppfattning. Det beror dels på att osäkerheten är större på längre sikt, dels på att jag själv inte kommer att vara kvar i direktionen och för den delen inte Lars Nyberg heller. Andra direktionsledamöter kan komma att göra andra bedömningar av penningpolitikens inriktning.

Men om inflationen blir högre än vi räknade med i den penningpolitiska rapporten kan Riksbanken behöva höja räntan snabbare än enligt räntebanan. Det är då fullt möjligt att den kommer att höjas till 4 procent redan under nästa år.

## Avslutning

Min helhetsbedömning är att penningpolitiken har fungerat väl under de dryga fem år jag har deltagit i Riksbankens direktion. Genomsnittet för KPI-inflationen under åren 2006-2011 är 1,8 procent med nuvarande prognos för inflationen i år. Reporäntan beräknas i genomsnitt vara något lägre 2011 än 2006, vilket bidrar till att dra ned den genomsnittliga KPI-inflationen något under denna tidsperiod. Genomsnittet för KPIF-inflationen under de sex åren är 2,0 procent, det vill säga lika med inflationsmålet. Dessutom har Riksbanken bidragit till att hålla uppe produktion och sysselsättning under dessa år.

Däremot anser jag med facit i handen att penningpolitiken var för expansiv under åren före finanskrisen. Inflationen steg till en nivå som var påtagligt högre än inflationsmålet, resursutnyttjandet var högre än normalt och kreditexpansionen var snabb. Trots det var reporäntan lägre än normalt under huvuddelen av perioden fram till krisen. En snabbare höjning av räntan hade varit bättre.

Vi förutsåg i och för sig inte den finansiella krisen, men när den väl drabbade svensk ekonomi med full kraft i september 2008 så reagerade Riksbanken snabbt och kraftfullt. Det handlade då främst om åtgärderna för att bevara den finansiella stabiliteten. Men den expansiva penningpolitiken spelade också en viktig roll för att dämpa djupet i den lågkonjunktur som följde i finanskrisens spår.

När jag blickar framåt anser jag att reporäntan bör höjas vid varje möte i år med den ekonomiska utveckling vi såg framför oss vid det senaste penningpolitiska mötet. Om inflationen blir högre än vi räknade med kan reporäntan behöva höjas till en normal reporänta på runt 4 procent redan nästa år. Genomsnittet för de senaste tio årens reporänta kan inte tas som utgångspunkt för vad reporäntan kommer att vara i genomsnitt på längre sikt. Men samtidigt är jag naturligtvis beredd att ompröva min syn på inriktningen av penningpolitiken om de yttre förutsättningarna ändras väsentligt, som de gjorde i september 2008.

Det finns de som tycker att penningpolitiken är för stram. Men med över 5 procents tillväxt och 1,50 procents reporänta kan man inte tala om en stram penningpolitik. Den blir bara successivt något mindre expansiv. Det finns inte 4 hökar och 2 duvor i direktionen för närvarande, bara 6 duvor.