

ANFÖRANDE

DATUM: 2024-11-22
TALARE: Riksbankschef Erik Thedéen
PLATS: Danske Bank, Stockholm

Penningpolitiken de senaste åren och viktiga frågor framöver

Tack för inbjudan!

Idag vill jag börja med att blicka tillbaka på de senaste åren, som man väl med en underdrift får kalla händelserika ur ett penningpolitiskt perspektiv. Därefter kommer jag in på Riksbankens senaste räntebeslut. Slutligen vill jag lyfta blicken och diskutera miljön som penningpolitiken kommer att verka i på sikt.

Flera faktorer bakom den snabba uppgången av inflationen

Startpunkten för inflationsuppgången var pandemin 2020 och den chock för ekonomin som smittspridningen och åtgärderna för att begränsa den innebar. BNP föll kraftigt och varslen steg till rekordnivåer när företagens distributionskedjor bröts och produktionen och konsumtionen stannade av. Det var också stora kast när viss konsumtion först i princip upphörde och sedan snabbt ökade igen när ekonomin började återhämta sig.

För svensk del visade sig den här återhämtningen gå snabbare än de som följt andra kriser. Efterfrågan var stark inte bara i svensk ekonomi utan även globalt. Det bidrog till att priser på råvaror steg snabbt under 2021 och att priser på frakter ökade mycket när den globala handeln skulle ställa om efter pandemin. Till detta kom olika utbudsstörningar som också bidrog till den snabba inflationsuppgången. Under 2021 började energipriserna, särskilt elpriserna, att öka i snabb takt. När Ryssland invaderade Ukraina i början av 2022 fick inflationen en extra skjuts av att energi- och livsmedelspriserna steg ännu mer. Med eftersläpning ökade tjänstepriserna och i början på 2023 var det fler än 8 av 10 priser i KPIF-korgen som ökade mer än 4 procent.

Det var alltså en bred och kraftig prisuppgång. Att företagen började föra vidare sina ökade kostnader till konsumentpriserna i så stor utsträckning berodde sannolikt på att flera stora kostnadsökningar inträffade på varandra och att

hushållen hade ett stort uppdämt behov av att konsumera. Möjligen spreds det också en acceptans för höjda priser – både hos företagen, som såg att andra kunde höja sina priser mer, och hos hushållen, som insåg att företagen var i ett utsatt läge efter pandemin.

Oväntat stor motståndskraft trots stor påverkan på räntekänsliga delar av ekonomin

KPIF-inflationen steg från 4 procent i början av 2022 och nådde en topp på strax över 10 procent i december samma år. I februari 2023 var den cirka 9,5 procent, och samma månad nådde inflationen exklusive energipriser sin topp och var även den cirka 9,5 procent. Riksbanken hade då höjt räntan från 0 till 3 procent i snabb takt för att få stopp på den oväntat kraftiga uppgången i inflationen, som innebar ett stort fall i reallönerna. Tillsammans med högre räntor innebar nedgången i reallönerna att hushållens köpkraft minskade påtagligt. Under perioden var det intensiva diskussioner om hur stora effekterna skulle bli på svensk ekonomi av detta.

Med facit i hand vet vi att BNP minskade något 2023 och att arbetsmarknaden försvagades, men nedgången i konjunktturen blev inte alls så djup som många hade varnat för. Räntekänsliga delar som hushållens konsumtion och bostadsbyggande påverkades rejält, men övriga investeringar och exporten höll emot. Sysselsättningen ökade faktiskt fram till mitten av 2023. Den har sjunkit sedan dess men är fortfarande på en historiskt hög nivå. Sysselsättningsgraden är till och med högre än före pandemin.

Sedan maj har Riksbanken sänkt räntan med 1,25 procentenheter

Under 2023 började inflationen att sjunka från de mycket höga nivåerna, delvis på grund av att energiprisernas bidrag minskade. Men inflationen var fortfarande hög under året, och räntan höjdes ytterligare något. Mot slutet av 2023 bedömde Riksbanken att inflationstrycket hade dämpats mer tydligt och avvaktade därför med att höja räntan ytterligare. I det läget var det fortfarande relativt osäkert i vilken utsträckning företagen förde vidare sina ökade kostnader till konsumentpriserna. Kostnaderna hade bland annat ökat som ett resultat av högre importpriser på grund av en svag krona och det fanns tecken på att genomslaget av den svaga kronan på konsumentpriserna hade varit högre än normalt. Det fanns därför en risk att inflationen skulle sjunka tillbaka i en långsammare takt om kronan skulle bli svagare än väntat.

Under några möten i början av 2024 höll vi sedan styrräntan oförändrad. Men vi ändrade kommunikationen om hur den skulle utvecklas framöver, i takt med att inflationen utvecklades i linje med våra prognoser och vi gradvis blev tryggare med att inflationen skulle förbli låg. I februari sa vi att styrräntan troligen skulle

kunna sänkas under första halvåret. Och i mars sa vi att räntan troligen skulle komma att sänkas i maj eller juni. I maj sänkte vi räntan, före ECB och centralbankerna i många andra länder där inflationen inte hade sjunkit i lika snabb takt. Förutom en paus i juni har Riksbanken därefter sänkt räntan vid varje penningpolitiskt möte i år, sammantaget 1,25 procentenheter. Jag har liknat utvecklingen vid att dimmorna har lättat allt mer under året, och vi har känt oss allt mer säkra på att den utstakade kursen är rätt. Frågan som då har blivit aktuell är hur mycket vi ska öka farten.

Att konjunkturen stärks är viktigt i sig, men också en förutsättning för att inflationen ska vara på målet framöver

Under året har Riksbanken konstaterat att inflationstrycket har sjunkit och att konjunkturläget i den svenska ekonomin har varit svagt. Men förutsättningarna för en återhämtning har funnits på plats. Hushållen har ett högt sparande, och de disponibla inkomsterna och lönerna har ökat igen i reala termer i takt med att inflationen har sjunkit. Räntorna har blivit lägre för både hushåll och företag, hushållens förväntningar om framtiden har stärkts under året och förtroendet hos företagen har förbättrats. Men trots goda förutsättningar har det alltså funnits få tydliga tecken på att återhämtningen har kommit igång.

Att konjunkturen stärks är viktigt i sig, men också en förutsättning för att inflationen ska kunna stabiliseras nära målet framöver. För tillfället pressar sjunkande energipriser ned inflationen under målet. Vi bedömer att det är en tillfällig effekt och att inflationen framöver kommer att stabiliseras kring 2 procent. En förutsättning för det är att återhämtningen snart tar fart. Riskerna har dock ökat för att både den svenska och globala ekonomin ska återhämta sig långsammare än väntat. Vid det senaste mötet i början på november bedömde vi att räntan behövde sänkas lite snabbare än vad vi såg framför oss i september. Vi sänkte därför räntan med 0,5 procentenheter. Det ger ytterligare stöd till återhämtningen i ett läge där vi ser att risken för en alltför hög inflation har minskat.

Men det är viktigt att betona att det nu också finns en större osäkerhet om konjunkturen framöver. Om inflations- och konjunkturutsikterna står sig kan vi fortsätta att sänka räntan i december och under första halvåret 2025, i linje med vad vi kommunicerade i september. Men ändras förutsättningarna kan det motivera en högre eller lägre ränta framöver. Man kan tycka att det är självklart, men just nu finns det skäl att verkligen betona detta. Det finns frågetecken kring om och när vändningen i svensk ekonomi kommer och hur stark återhämtningen blir när den väl tar fart. Till det kommer den stora osäkerheten om den globala utvecklingen, inte minst vad bytet av president i USA kommer att få för konsekvenser för den amerikanska ekonomin, för den internationella konjunkturen och för det geopolitiska läget. Riksbanken kommer att följa

utvecklingen noga, och vi är beredda att korrigera penningpolitiken om det behövs för att säkerställa en inflation kring 2 procent på sikt.

Utvecklingen på längre sikt – produktiviteten en nyckelfaktor

En fråga som ofta lyfts i debatten är vart penningpolitiken och ekonomin i stort är på väg på sikt. Det handlar delvis om osäkerheten som jag nämnde tidigare, men det finns också ett antal utmaningar som kommer att prägla miljön som penningpolitiken ska verka i. Just nu är det stort fokus på Europas framtida konkurrenskraft, och det pågår bland annat diskussioner om den så kallade Draghi-rapporten och dess slutsatser om EU:s bristande innovationskraft, låga produktivitet samt strategiska beroende av USA och Kina på flera områden.¹

Produktiviteten avgör hur effektivt resurser i ekonomin omvandlas till varor och tjänster och den är en av de viktigaste faktorerna för det materiella välståndet på lång sikt – hur mycket BNP per capita ökar avgörs till största delen av hur mycket produktiviteten ökar. Många länder i EU har höga offentliga skulder, och med en stagnerande BNP-tillväxt finns det en risk att skulderna på sikt blir ohållbara. Det kan i sin tur leda till att de prioriteringar som då måste göras går ut över till exempel den gröna omställningen. För att möta utmaningarna bedömer rapporten att det behövs ytterligare investeringar motsvarande 5 procent av BNP varje år under en femårsperiod. Man gör ingen uppdelning i privata och offentliga investeringar men noterar att historiskt har ungefär 80 procent varit privata och 20 procent offentliga.

Ett stort antal konkreta åtgärder för att öka produktiviteten och konkurrenskraften föreslås i rapporten, bland annat att regelbördan för små och medelstora företag ska minskas, och att EU ska genomföra den kapitalmarknadsunion som länge diskuterats. Det är för övrigt intressant att notera att en faktaruta lyfter fram Sverige som ett föredöme på just finansmarknadsområdet. Rutan beskriver hur Sverige skapat en djup kapitalmarknad med ett högt deltagande av privatpersoner, och hur modellen har resulterat i ett stort antal börsintroduktioner och en bättre marknadsprestanda än i andra europeiska länder.

Draghi-rapporten kommer att vara ett underlag för samtalen inom EU framöver, och det finns mycket att diskutera, både när det gäller problemställningarna som rapporten utgår från och de konkreta åtgärder som föreslås. Som flera har påpekat är det till exempel problematiskt med ännu större offentliga skulder –

¹ Rapporten, med titeln "The future of European competitiveness", har tagits fram på uppdrag av Europeiska kommissionen och publicerades i september i år. Rapporten består av två delar: [Part A. A competitiveness strategy for Europe](#) samt [Part B. In-depth analysis and recommendations](#).

även om de skulle tas upp i gemensam EU-regi – med tanke på att flera europeiska länder redan brottas med hög offentlig skuldsättning. En ökad offentlig upplåning kan vara motiverad om den kanaliseras rätt och faktiskt bidrar till högre tillväxt på sikt. Men det finns ingen automatik i detta, och sambandet mellan offentlig skuldsättning och offentliga investeringar har varit relativt svag.

Starkare produktivetsutveckling i Sverige än i Europa i genomsnitt

Om man jämför Sverige med genomsnittet för EU respektive för länderna i euroområdet är den offentliga skuldsättningen betydligt lägre. Sett över de senaste 30 åren har produktiviteten dessutom utvecklats starkare. Från mitten av 1990-talet och ungefär tio år framåt förbättrades Sveriges produktivitet snabbare än vad den gjorde i flertalet stora europeiska länder. Uppväxlingen av produktivetsutvecklingen i Sverige, liksom i USA under den här perioden, hade till stor del med utvecklingen i IKT-branschen (informations- och kommunikationsteknik) och i tjänstesektorn att göra. Draghi-rapporten gör en poäng av skillnaderna mellan tekniksektorer för att förklara varför USA har haft en starkare produktivetsutveckling än i Europa. Men det har också funnits skillnader mellan de europeiska länderna.

Den svenska produktivetsstillväxten växlade ned i samband med den globala finanskrisen 2008–2009. Men det var inte unikt för Sverige. Samma nedväxling inträffade i princip i samtliga avancerade ekonomier, vilket talar för att förklaringarna kanske främst är globala till naturen. Men som Produktivetskommissionen har påpekat tyder det mesta på att landsspecifika faktorer är fortsatt viktiga för utvecklingen av produktiviteten framöver. I ett delbetänkande i våras lyfte kommissionen vissa områden och lämnade förslag på åtgärder om till exempel regelförenklingar som kan höja produktiviteten i olika sektorer, bland annat bostäder och byggande. Kommissionen efterlyser också en övergripande översyn av bostadspolitiken för att förbättra marknadsförutsättningarna för bostadsbyggandet.

Det finns flera skäl till att utvecklingen av produktiviteten kan påverka penningpolitiken. Med en stark utveckling av produktiviteten är företagets kostnader för att öka produktionen lägre, givet en viss arbetsinsats. I ett kortare perspektiv finns det därför en koppling mellan produktivitetens utveckling och inflationstrycket i ekonomin. I ett längre perspektiv är produktiviteten också viktig, eftersom den är viktig för ekonomins långsiktiga tillväxttakt som i sin tur kan påverka den normala nivån på den reala räntan. Här finns det alltså en intressant koppling mellan diskussionen om den svaga utvecklingen av produktiviteten och diskussionen om räntans nivå på sikt, och om vi är på väg tillbaka mot en miljö med låga räntor. I det här sammanhanget kan jag passa på att göra reklam för ett frukostseminarium på Riksbanken nästa vecka då min

kollega vice riksbankschef Anna Seim kommer att diskutera begreppet neutral ränta och hur Riksbanken ser på den.

Utmaningar för penningpolitiken i en miljö med låga räntor

Vilken räntemiljö som ekonomin kommer att befinna sig i på sikt vet vi inte. Men det är inte omöjligt att vi även i framtiden kommer att hamna i ett läge där ekonomin behöver stimuleras, men där styrräntan är nära 0 procent. Ett alternativ för Riksbanken är då att sänka räntan en bit under noll, men det finns osäkerhet och risker med en negativ ränta. En annan tänkbar åtgärd är att köpa värdepapper. Tröskeln för sådana köp, särskilt köp av privata värdepapper, kommer att vara hög.

Men det går inte att på förhand utesluta att det kan uppstå situationer där köp av värdepapper kan vara ett lämpligt penningpolitiskt verktyg. För att ha en god operativ förmåga att genomföra sådana köp i skarpa lägen har vi därför beslutat att ha en portfölj av statsobligationer. Hela innehavet av svenska obligationer som byggdes upp via Riksbankens tidigare köp av värdepapper kommer därför inte att avvecklas, utan vi behåller en portfölj av statsobligationer på 20 miljarder kronor. Med den nuvarande takten av förfall och försäljningar av statsobligationer kommer vi i princip att nå den nivån i slutet av nästa år. Innehavet av övriga svenska obligationer fortsätter att minska i takt med att de förfaller och om några år kommer i stort sett allt att vara borta.

I ett läge där styrräntan är vid sin nedre gräns är ytterligare ett alternativ att finanspolitiken tar en mer aktiv roll för att stimulera ekonomin. Förslag på det temat har förts fram på olika håll i den svenska debatten den senaste tiden. Det är då i första hand finanspolitikens bidrag till att stabilisera ekonomin i lågkonjunkturer som lyfts fram. Övervägandena och koordineringen mellan finanspolitiken och penningpolitiken blir knepigare om till exempel inflationstrycket är lågt i ett läge där efterfrågan i ekonomin ändå är relativt hög.

Jag tror inte att det är en lösning att formalisera koordineringen mellan politikområdena. För det första är det svårt att få ihop med en penningpolitik som enligt lag ska bedrivas på ett oberoende sätt. För det andra är jag också skeptisk till inställningen att man bör, eller ens kan, finkalibrera den samlade stabiliseringspolitiken. Däremot är det en god idé att förbättra förutsättningarna för en bra mix av finans- och penningpolitik, till exempel genom att utveckla sätt att utbyta information om det ekonomiska läget mellan finansdepartementet och Riksbanken.