



ANFÖRANDE

DATUM: 2004-01-26
TALARE: Lars Heikensten
PLATS: Handelsbanken i Karlstad

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

■ Penningpolitiken och det ekonomiska läget

Det är trevligt för mig att på det här viset få möta en grupp företrädare för näringsliv och samhälle i Värmland. Låt mig därför börja med att tacka arrangörerna av dagens lunchmöte.

I samband med att jag tillträdde som riksbankschef förra året bestämde jag mig för att lämna Stockholm och bege mig ut i landet en tid före varje penningpolitiskt sammanträde både för att lära mig mer om utvecklingen i olika delar av Sverige och för att förklara Riksbankens arbete och agerande. Besöket i Karlstad idag är det första av detta slag. Under morgonen har jag varit på universitetet och talat om hur Riksbanken arbetar. Senare i eftermiddag kommer jag att först besöka kaffetillverkaren Löfbergs Lila och därefter diskutera arbetsmarknadsläget på länsstyrelsen. Besök av det här slaget gör vi i Riksbanken för att möta medborgarna och förankra politiken, något som är extra viktigt idag med den lagstadgade självständighet som vi har.

Vi har i Sverige ett inflationsmål som Riksbanken preciserat till 2 procent med ett toleransintervall på plus/minus en procentenhet. Som jag ser det har inflationsmålspolitiken fungerat väl. Vi lyckades snabbare än många andra länder få respekt för det sätt på vilket penningpolitiken bedrevs. Inflationen har också under de tio år som gått sedan den nya regimen infördes i genomsnitt legat mycket nära målet. Till bilden hör att tillväxten samtidigt varit högre än under de föregående decennierna. Den väntade inflationen har också varit remarkabelt stabil sedan 6-7 år tillbaka trots periodvis ganska stora tillfälliga svängningar i den faktiska inflationen. De stabila inflationsförväntningarna har varit viktiga för löneförhandlingarna, som kunnat föras mot en helt annan och säkrare bakgrund än under 1970- och 80-talen.

När vi bedriver penningpolitiken gör vi det med utgångspunkt från bedömningar av inflationen under i första hand de närmaste 1-2 åren. Att vi arbetar med detta tidsperspektiv beror på att effekterna av våra åtgärder visar sig i huvudsak i detta perspektiv. När våra prognoser tyder på att inflationen i det relevanta tidsperspektivet kommer att bli högre än den målsatta finns det normalt sett skäl att höja styrräntan och tvärtom. Inte minst i debattlägen av det slag som vi befunnit

■ oss i på senare tid känns det tryggt att ta avstamp i den tydliga ram för vårt arbete som vi utvecklat de senaste tio åren. Även om vi inte mekaniskt sätter reporäntan i förhållande till våra inflationsprognoser vet alla som intresserat sig för vårt arbetssätt att prognoserna spelar en helt avgörande roll för vårt agerande.

Låt mig nu därför gå vidare och säga något om hur jag just nu ser på inflationsperspektiven innan jag kommenterar penningpolitiken.

Den internationella återhämtningen rullar på

Det är naturligt att börja en genomgång av inflationsperspektiven med att säga något om den internationella konjunkturen. Riksbanken och många andra bedömare förväntade sig i slutet av 2002 att världskonjunkturen var på väg uppåt. Successivt fick vi dock under våren 2003 revidera ner våra tillväxtprognoser. Fortfarande förväntades en återhämtning i världsekonomin, men den sköts framåt i tiden. Den svaga utvecklingen medförde emellertid att den ekonomiska politiken i många länder lades om i en mer expansiv riktning. Både Europeiska centralbanken (ECB) och amerikanska Federal Reserve, men även Riksbanken och andra centralbanker, fortsatte att sänka sina styrräntor till historiskt mycket låga nivåer.

Nu tyder dock det mesta på att både Riksbanken och andra bedömare var aningen för pessimistiska i samband med Irakkriget, framförallt när det gällde synen på konjunkturutvecklingen i USA. Under andra halvan av 2003 har vi fått anledning att åter revidera upp våra bedömningar av tillväxten i världsekonomin.

Vad har då hänt sedan i december, då Riksbanken publicerade sin senaste inflationsrapport och prognos? Den mest påtagliga och kanske enskilt viktigaste förändringen i världsekonomin är den kraftiga deprecieringen av dollarn framförallt mot euron.

Sannolikt är dollarns försvagning mot både euron och yenen en effekt av det amerikanska bytesbalansunderskottet, i kombination med ökande underskott i den amerikanska statsbudgeten. Oron för hur denna problematik ska kunna lösas upp har överskuggat faktorer som talat för en förstärkning av dollarn, främst den förhållandevis goda amerikanska tillväxten med de investeringsmöjligheter denna rimligen för med sig.

Dollarförsvagningen kan antas få konsekvenser för euroområdet och för Japan, vars tillväxt har stimulerats de senaste åren av en hög nettoexport. En kraftig växelkursappreciering av det slag som vi nu sett kommer att göra det svårare för dessa länder att öka exporten, vilket innebär att tillväxten i högre grad än idag måste komma från inhemsk efterfrågan. Samtidigt får vi inte glömma att deprecieringen av dollarn skett från nivåer som allmänt ansågs alldeles för höga och att en förändrad dollarkurs rimligen är en förutsättning för att problemet med de höga amerikanska bytesbalansunderskotten på sikt ska kunna lösas.

Det har också kommit in en del ny realekonomisk statistik. När det gäller USA tyder den på att den ekonomiska tillväxten under förra året - än en gång - kan behöva revideras upp. Exempelvis uppnådde bostadsbyggandet rekordhöga nivåer.

er under oktober och november. Dessutom blev konsumtionstillväxten starkare än förväntat under samma period. En anledning till det var att hushållen valde att spara en mindre del av sina inkomster än väntat. Här syns ett mönster, flera gånger tidigare har vi trots ganska optimistiska bedömningar underskattat de amerikanska konsumenternas köplust. Möjligen finns det därför anledning att revidera ned bedömningen av hushållens sparkvot de närmaste åren, vilket i så fall skulle ge en högre konsumtionstillväxt. Den allt svagare dollarn och starkare euron borde även stimulera amerikansk export framförallt till Europa. På kort sikt finns det egentligen bara ett riktigt betydande orosmoln i den amerikanska ekonomin, att sysselsättningen fortsätter att utvecklas svagt. Det kan skapa osäkerhet hos hushållen och bidra till att dämpa konsumtionen. Men att det skulle bryta den uppgång vi nu ser är svårt att tro.

Även när det gäller Europa började det i slutet av förra året finnas tecken på en något starkare utveckling och en ökad optimism. I vår bedömning i december räknade vi med att tillväxten under de kommande åren skulle tillta. Den nya statistik som har inkommit sedan i december stödjer i grova drag denna bild. Barometrar för industrin visar på en fortsatt ökad optimism samtidigt som industriproduktionen nu sakta börjat stiga, men för euroområdet som helhet är bilden ännu inte lika entydig som för USA. Den starka utvecklingen av euron kan också medföra att importen blir högre och exporten lägre än väntat, vilket förstås får effekter på efterfrågan i ekonomin och tillväxten.

Sammanfattningsvis finns det som jag ser det inte skäl att ändra huvuddragen i den bedömning vi gjorde i december av den internationella konjunkturen och prisutvecklingen. Möjligen skulle man kunna argumentera för att uppgången i Europa kan bli något svagare till följd av den starka euron, medan motsatsen kan komma att gälla USA. Det finns därmed inte heller några starka skäl att ändra synen på svensk exportmarknadstillväxt jämfört med i december. Framöver kan tillväxttakten fortfarande väntas tillta i världsekonomin och på de svenska exportmarknaderna.

Utvecklingen på aktiemarknaderna indikerar också förväntningar om en fortsatt förstärkning av konjunkturen framöver. Den uppgång i aktiekurserna världen över, som inleddes under våren förra året, har fortsatt. De internationella långrentorna har samtidigt fallit tillbaka något under senare tid. Det är svårt att avgöra i vilken utsträckning detta beror på minskad optimism om tillväxten de närmaste åren eller om det möjligen mer avspeglar sänkta inflationsförväntningar. Inför framtiden finns det skäl att hysa en viss oro för långränteutvecklingen bl.a. mot bakgrund av de svaga amerikanska statsfinanserna.

Uppgång också i Sverige, men bilden är inte helt entydig

Därmed skulle jag vara klar att gå över till den svenska ekonomin. Låt mig börja med att konstatera att den svenska konjunkturbilden under föregående år ändrades på ungefär samma sätt som den internationella. Under första halvåret blev synen på konjunkturen allt mer pessimistisk. I Sverige var det framförallt investeringarna som utvecklades sämre än väntat. Den svaga konjunkturen avspeglades

också i Riksbankens inflationsprognoser. Det bidrog i sin tur till att Riksbanken fick anledning att vid tre tillfällen sänka reporäntan med sammantaget en procentenhet. Under senare delen av året blev dock synen på konjunkturen något mindre pessimistisk. I Sverige motverkades den svaga investeringsutvecklingen av en god konsumtionstillväxt, både privat och offentlig, samt en ökad export. Bedömningen i slutet av året var att tillväxten ökat gradvis under 2003 och skulle komma att uppgå till 1,5 procent. Under 2004 och 2005 bedömdes tillväxten bli ca. 2 ½ procent båda åren, vilket sammantaget är något snabbare än vad Riksbanken tror är långsiktigt möjligt utan att inflationen tar fart.

Nyinkommen svensk statistik ger stöd åt detta scenario, men bilden är fortfarande inte helt entydig. Nationalräkenskaperna för tredje kvartalet visade på en ökad tillväxt jämfört med tidigare kvartal. Hushållens konsumtion ökade också liksom exporten. Barometerdata indikerar samtidigt en tilltagande optimism bland företagen under senare delen av hösten medan detaljhandelstillväxten fortsätter att ligga på en historiskt sett hög nivå. Men industriproduktionen utvecklades relativt svagt under oktober och november samtidigt som orderingången minskade. Dessutom tyder nya beräkningar av de offentliga finanserna på att den offentliga konsumtionen i år kan bli något svagare än vad som antogs i december. Detta har framförallt att göra med kommunernas ekonomiska situation. Kommunsektorn som helhet visar underskott som måste återställas de kommande åren.

En fråga som har debatterats under senare tid är effekterna på svensk ekonomi av dollarförsvagningen. Dollarn har förvisso utvecklats svagt, men det är inte hela bilden. I handelsvägda termer (TCW) har kronan inte stärkts under senare tid. I huvudsak beror detta på att kronan - tvärtemot vad många räknat med - snarast försvagats något mot euron. För utrikeshandeln som helhet borde alltså inte valutautvecklingen utgöra något avgörande problem. En annan fråga är förstås om dollarns försvagning relativt i första hand euron kan äventyra återhämtningen i världsekonomin. Inte heller detta verkar troligt så länge anpassningen är någorlunda ordnad. Som jag var inne på tidigare är det sannolikt att tillväxten i Europa bromsas något, men å andra sidan blir den rimligen starkare i USA. Till bilden hör också att de senaste nationalräkenskaperna och utrikeshandelsstatistiken tyder på att vi hittills snarast varit aningen för pessimistiska om svensk export.

Det tydligaste orosmomentet är arbetsmarknaden som har utvecklats svagare än förväntat framförallt mot slutet av 2003. Visserligen blev sysselsättningen under 2003 som helhet något högre än vi förväntade oss i början av året. Men detta berodde i första hand på att den oväntat starka utvecklingen i den offentliga sektorn motverkade en svag utveckling i den privata sektorn. Något sådant mönster har vi inte skäl att räkna med under 2004. Den pressade ekonomiska situationen i den offentliga sektorn talar för en svag offentlig sysselsättningsutveckling, samtidigt som konjunkturuppgången antagligen i ganska liten utsträckning kommer att avspeglas i en sysselsättningsuppgång under 2004 i den privata sektorn. Det finns förstås en risk för att den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden påverkar hushållens framtidsförväntningar och konsumtionsvilja, en risk som vi pekade på redan i december. Ju högre arbetslösheten är, desto försiktigare är hushållen antag-

■ ligen med att göra inköp och konsumera. Detta kan i sin tur medföra en risk för lägre tillväxt under 2004.

Inte heller när det gäller den inhemska konjunkturen finns det skäl att nu göra några stora revideringar jämfört med bedömningen i december. Det finns ett antal faktorer som pekar på att utvecklingen kan bli svagare, men samtidigt finns det faktorer som verkar i motsatt riktning. Jämfört med den bild vi hade i december utgör dock utvecklingen på arbetsmarknaden under slutet av året en något större risk för konjunkturen åtminstone det närmaste året. Tillväxtprognosen innebär att resursutnyttjandet fortfarande väntas öka endast svagt och därmed förbli relativt måttligt under 2004 och 2005.

Tecken på ett lägre inhemskt kostnadstryck

Under förra året utvecklades sysselsättningen i näringslivet svagare än väntat samtidigt som tillväxten blev ungefär som väntat. Spegelbilden av detta är att produktivitetens utvecklingen överträffat förväntningarna. Även de senaste nationalräkenskaperna tyder på en starkare produktivitetens utveckling under förra året än vad som låg i bedömningen i december. Det här har rimligen bidragit till ett lägre inflationstryck under 2003. Intressantare för penningpolitiken är dock vad det säger om framtiden; är det vi ser ett tecken på en varaktigt högre produktivitetstillsväxt? Det vet vi förstås inte ännu. Det är många problem med statistiken på detta område och även om så inte varit fallet skulle det vara svårt att avgöra vad som orsakat den utveckling vi sett på senare tid. Men osäkerheten är ingen anledning att helt bortse från den nya information vi fått. Precis som under senare delen av 1990-talet, när produktiviteten också överraskade positivt, finns det möjligen skäl att nu se något mer optimistiskt på utbudsförhållandena i den svenska ekonomin.

En viktig, kanske avgörande fråga är vilka konsekvenser den svaga arbetskraftsefterfrågan och den starka produktivitetens utvecklingen kommer att få för utfallen av löneförhandlingarna. Klart är att arbetsmarknadsläget talar för måttliga löneökningar. Till skillnad från vad som gällt under de två senaste avtalsrörelserna har arbetslösheten ökat på senare tid. Det råder inte heller brist på arbetskraft annat än inom mycket begränsade områden. Positivt är också att löneökningstakten under fjolåret varit på väg ner och att detsamma gällt den förväntade inflationen. Med den låga inflation som nu råder ger även begränsade nominella löneyft högre reallöner. De krav som framställts är också lägre än vad som varit fallet under senare år. Samtidigt finns alltid risken för störningar från själva förhandlingsprocessen. Inte heller är det otänkbart att en del av produktivitetstegringen tas som intäkt för en högre lönebetalningsförmåga.

Riksbanken reviderade i december ner prognosen för enhetsarbetskostnaderna något. Bakom detta låg både en marginellt mer positiv syn på produktivitetens utvecklingen och en mindre neddragning av löneökningstakten. Den information som inkommit sedan i december förstärker denna bild. Som jag ser det finns det antagligen skäl att nu ytterligare revidera ner prognosen för enhetsarbetskostnaderna något och därmed också synen på det inhemska inflationstrycket.

Inflationen och penningpolitiken

Därmed skulle jag var framme vid inflationsbedömningen. Under 2003 blev inflationen i genomsnitt något högre än målet. Under året skedde emellertid en påtaglig förändring av bilden. Inflationen steg från drygt 2 procent i slutet av 2002 till knappt 3,5 procent i februari, för att därefter åter falla tillbaka. En anledning till att prisökningstakten steg så mycket i början av året var att elpriserna ökade till följd av väderbetingade utbudsproblem i vattenkraftverken samtidigt som oljepriserna steg inför Irak-kriget. Under våren föll energipriserna sedan tillbaka och därmed även inflationen.

Det var emellertid inte bara energiprisernas utveckling som medförde att inflationstakten föll tillbaka under året. Prisnedgången var bredare och delvis antagligen sammanhängande med ett lägre resursutnyttjande och en högre produktivitetstillväxt. Än mer betydelsefulla var dock de sjunkande importpriserna, som var en följd både av den svaga internationella konjunkturutvecklingen och kronans förstärkning.

Bedömningen i slutet av förra året var att inflationen skulle fortsätta att falla tillbaka under de närmaste månaderna på grund av en återgång av energipriserna till mer normala nivåer. Under senvåren 2004 förväntades inflationen dock återigen öka, vilket till viss del berodde på att energiprisernas dämpande effekt på inflationen skulle avta. Uppgången följde även av att importpriserna väntades sluta att falla och i stället börjar stiga svagt. Det inhemska kostnadstrycket väntades däremot enbart bidra marginellt till uppgången. UND1X-inflationen exklusive energi, som då ansågs bäst fånga det mer konjunkturrelaterade inflationstrycket, bedömdes vara i linje med inflationsmålet på både ett och två års sikt. Riksbanken beslutade därför att lämna reporäntan oförändrad.

Det beslut vi tog i december var dock inte självklart. För oförändrad ränta talade - som jag ser det - främst att nya konjunkturdata visade att uppgången fortskred som väntat, inte minst internationellt, och att detta inom sinom tid skulle komma att påverka både tillväxt och inflation i Sverige. För en sänkning talade att prognoserna låg under målet i det kortare perspektivet. Dessutom var ett nytt inslag i riskbilden i december att det fanns tecken på att det inhemska inflationstrycket kunde bli lägre än väntat, bl.a. den överraskande starka produktivitetstillväxten, det faktum att den underliggande inflationen rensad för energipriserna ökat mindre än väntat under året samt den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden. Dessa tecken var dock ganska färska och jag såg för egen del skäl att avvakta ytterligare information innan jag var beredd att agera. Jag betonade därför vid mötet att det var viktigt att följa både om konjunkturen förstärktes som väntat och hur utbudsförhållandena utvecklades framöver för att bedöma om det skulle vara motiverat med en sänkning av reporäntan i februari.

Som jag nu ser det har den statistik som inkommit sedan i december i stort bekräftat den bild av den internationella och inhemska konjunkturen som tecknades i inflationsrapporten. Vi befinner oss en bit in i en försiktig uppgång både i världsekonomin och den svenska ekonomin. Möjligen finns det en risk för att arbetsmarknadsläget i Sverige kan leda till en något svagare konjunkturuppgång,

■ främst innevarande år, än vi räknat med. När det gäller synen på det inhemska kostnadstrycket finns argument för att vara något mer optimistisk. Löneökningstakten verkar kunna bli något lägre. Samtidigt överraskade produktiviteten under fjolåret positivt. Inflationen i november och december har också varit aningen lägre vi trodde i vår senaste bedömning. En av de risker vi lyfte fram för högre inflation, att elprisstegringarna skulle slå igenom i andra led av ekonomin, synes också nu vara något lägre. Det beror både på att elpriserna har fallit tillbaka påtagligt och att de hyresförhandlingar som avslutats inte resulterat i så höga utfall som man kunnat frukta. Det handlar alltså om små förändringar i bedömningen på ett par olika punkter som sammantaget medför en något lägre inflation. Men eftersom inflationsbilden redan i december bedömdes vara ganska gynnsam kan även en mindre revidering som jag nu ser det komma att var betydelsefull för det penningpolitiska beslut vi ska ta i början av februari.

Avslutningsvis finns det som alltid skäl att framhålla att ytterligare data kommer in hela tiden och att något beslut om vad vi ska göra med räntan vid nästa penningpolitiska möte inte låter sig fattas nu. Det måste tas i ljuset av all information som då finns. För egen del kommer jag också att med stort intresse vilja lyssna på vad mina kollegor har att anföra.

Tack.