ANFÖRANDE

DATUM: 2004-03-15
TALARE: Riksbankschef Lars Heikensten
PLATS: Residenset Härnösand

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

Återhämtning med lågt inflationstryck

Låt mig börja med att få tacka för inbjudan till dagens möte.

För att bilda mig en uppfattning om den ekonomiska utvecklingen regionalt och för att berätta hur Riksbanken arbetar besöker jag regelbundet olika delar av landet. Programpunkterna under dagens besök är bl.a. en föreläsning vid Mitthögskolan om hur Riksbanken arbetar, ett besök på SCA och samtal med länsföreträdare om näringslivs- och arbetsmarknadsutvecklingen i Västernorrlands län. Vid den här lunchen tänkte jag tala om hur jag ser på det ekonomiska läget och penningpolitiken.

Innan jag kastar mig in på själva bedömningen skulle jag dock vilja säga ett par ord om vårt arbetssätt. Riksbanken har som ett av sina mål att verka för ett fast penningvärde. Det har vi valt att precisera till 2 procents inflation enligt konsumentprisindex med ett toleransintervall på plus/minus en procentenhet. Penningpolitiken bedrivs på så sätt att vi gör en bedömning av inflationen under i första hand de kommande två åren. Om prognosen i detta perspektiv tyder på att inflationen kommer att bli lägre än 2 procent bör det normalt innebära att räntan sänks och vice versa. Att vi inriktar oss på inflationen 1-2 år fram i tiden beror på att penningpolitiken påverkar ekonomin och inflation med viss fördröjning.

Detta arbetssätt har tjänat oss bra under det decennium vi bedrivit penningpolitik med inflationsmål. Sedan målet lades fast har inflationen varit i stort sett 2 procent i genomsnitt. Samtidigt har vi haft en bättre allmänekonomisk utveckling än under de två närmast föregående decennierna. Det tydliga målet i kombination med vårt handlingssätt har också bidragit till att göra politiken begriplig både för allmänhet och aktörer på finansiella marknader. Inflationsförväntningarna har varit ganska stabila runt målet och det har gått ganska väl att förutse vårt agerande.

Det finns dock skäl att understryka att vi inte sätter på autopiloten och mekaniskt ändrar reporäntan i förhållande till våra inflationsprognoser. Det kan finnas skäl till att vi vill avvakta med beslut för att fördjupa analysen eller ta del av mer information. Det kan också finnas skäl att väga in fler aspekter i beslutet än enbart inflationen 1-2 år fram i tiden. Det kan handla bl.a. om hur ekonomin i övrigt på-

verkas, om inflationen i ett både kortare och längre perspektiv och om hur den finansiella stabiliteten berörs. Men det är viktigt att ha ett så tydligt ramverk som möjligt med klart preciserade och uttalade målsättningar. På detta sätt kan var och en följa hur vi tänker, ifrågasätta och kommentera. En väl förankrad penningpolitik gör mest verkan.

Uppgången fortsätter i omvärlden

Både den realekonomiska utvecklingen och inflationen i Sverige är starkt beroende av vad som händer i omvärlden. I stora drag har efterfrågeutvecklingen och den ekonomiska tillväxten sedan slutet av förra sommaren följt de banor Riksbanken då och senare räknat med. Sett över hela den här perioden har dock tillväxten i USA varit något snabbare än beräknat. Detsamma gäller utvecklingen i Asien och i Öst- och Centraleuropa. Annorlunda är det med Västeuropa, särskilt kärnländerna i euroområdet – Tyskland, Frankrike och Italien. Där har efterfrågan inte stigit som förväntat och uppgången fördröjts.

Det som hänt sedan Riksbanken senast fattade ett beslut om reporäntan i februari har följt samma mönster. Också på senare tid har den amerikanska ekonomin överraskat i positiv riktning. Detsamma gäller stora delar av Asien med Kina och Japan i spetsen. Även några andra för Sverige viktiga exportländer som t.ex. Storbritannien och Norge förefaller ha utvecklats något bättre än väntat. När det gäller euroområdet tyder den senaste statistiken visserligen på att återhämtningen i industrin fått fäste men samtidigt är den inhemska efterfrågan fortsatt svag.

Utvecklingen i Kina förtjänar att nämnas särskilt. Sedan 1990 har den kinesiska produktionen vuxit med en genomsnittlig takt på 9 procent per år. De tre senaste åren rör det sig om 8 procent. Det här innebär att Kinas andel av den globala produktionen har mer än fördubblats från 6 procent till 13 procent. Det här är en utveckling som idag har stor betydelse för världsekonomin. Kina har seglat upp som en av de stora råvaruimportörerna, i synnerhet gäller det råolja, koppar och jordbruksprodukter. Exempelvis uppgick Kinas import av koppar till hela 15 procent av världshandeln med koppar 2002 jämfört med bara ett par procent 1990. Samtidigt ökar exporten av bearbetade varor från Kina snabbt och är idag 6 procent av världens export jämfört med 2 procent 1990. När vi idag ser ett ovanligt stort gap mellan den internationella prisutvecklingen på bearbetade varor, som nu är ovanligt långsam, och på råvaror, som istället är mycket snabb, beror det antagligen i viss utsträckning på det som sker i Kina.

Min sammantagna bedömning är att konjunkturen i omvärlden kommer att fortsätta att förstärkas de närmaste åren ungefär som vi tidigare räknat med. Tillväxten i OECD-området kan komma att bli ungefär 3 procent i år och i genomsnitt lika mycket 2005 och 2006. Det är marginellt högre än vi tidigare räknat med och leder till lite bättre exportförutsättningar. Det är troligt att de internationella priserna på bearbetade varor stiger parallellt med att konjunkturen återhämtar sig. Med hur mycket är dock osäkert. Det finns goda argument för att prisuppgången kan bli långsammare än vanligt mot bakgrund av globaliseringsprocessen och den svaga prisutvecklingen på bearbetade varor. I motsatt riktning talar råvaruprisut-

vecklingen, som skulle kunna tänkas få ett större genomslag om efterfrågan accelererar ytterligare. Terminspriserna för råvaror indikerar dock snarast framtida prisfall.

Efterfrågan i Sverige i linje med tidigare prognoser

Den svenska ekonomin har klarat sig förhållandevis bra i den senaste konjunktursvackan. Tillväxten har under de senaste tre åren varit i genomsnitt ca 1, 5 procent per år. Det är viktigt att påminna sig om detta för att få perspektiv på resultatet av den förda ekonomiska politiken när sysselsättningen nu minskat något. En viktig orsak till att inte konjunkturen försvagats mer är att hushållens konsumtion varit förhållandevis hög. Till detta har en expansiv finanspolitik och låga räntor bidragit. Den relativt svaga kronan har också gynnat den svenska exporten och resulterat i betydande handelsöverskott.

Den svenska konjunkturen har i stort följt de banor Riksbanken tecknade under sensommaren och hösten 2003. Tillväxten har gradvis förstärkts i takt med den internationella efterfrågan. Samtidigt har den privata konsumtionen varit fortsatt relativt hög. Investeringsutvecklingen är dock fortfarande svag. Denna bild bekräftas i de senaste nationalräkenskaperna. Tillväxten under helåret 2003 bedöms nu ha uppgått till 1, 6 procent. Under loppet av 2003 har det dock skett en påtaglig förändring; tillväxten mellan första och andra halvåret har stigit från 1,4 till 1,8 procent.

Bilden just nu är att konjunkturuppgången inom industrin har kommit en bit på väg. Exportefterfrågan har tagit fart och företagen ser ganska ljust på framtiden. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin tycks också fortsätta att öka. Exporten ökade oväntat mycket under fjolårets två sista kvartal och barometerdata tyder på optimism även framöver. Hushållens förväntningar om både den egna ekonomin och svensk ekonomi har också börjat öka på nytt efter att ha minskat något i slutet av förra året. Detaljhandelns försäljning tyder på fortsatt god konsumtion. Låga räntor, stigande aktiekurser och låg inflation gynnar konsumtionen även framöver.

Låt mig när jag är inne på hushållens konsumtion passa på att säga något om den diskussion som förts om deras skuldsättning. Skulderna som andel av hushållens disponibla inkomster fortsatte att växa i fjol och skuldkvoten närmar sig nu de nivåer som rådde under den kraftiga låneexpansionen i slutet av 1980-talet. Samtidigt innebär de låga räntorna att hushållens räntekostnader som andel av inkomsten är på en historiskt låg nivå. Det senare innebär att det idag inte är något större problem för hushållssektorn att hantera sina skulder även om skuldsättningen naturligtvis begränsar hushållens konsumtionsutrymme framöver.

Den här utvecklingen utgör alltså knappast något makroekonomiskt problem i dagsläget. I själva verket har ett av syftena med de låga räntorna ju varit just att skapa förutsättningar för hushållen att dra ner sitt sparande och upprätthålla sin konsumtion i det svagare konjunkturläge som rått. Det finns trots detta skäl för Riksbanken att noga följa utvecklingen. För enskilda hushåll finns det också goda

skäl att fundera över sin skuldsituation. Det rådande ränteläget är ovanligt lågt och kommer med all sannolikhet att förändras på lite sikt.

Sammantaget finns det inte skäl att göra någon mer påtaglig förändring av den samlade efterfrågebilden i den svenska ekonomin de närmaste åren jämfört med i december och februari. Det mesta talar fortfarande för att hushållens konsumtion fortsätter växa stabilt med ungefär 2,5 procent de närmaste åren. Bidraget från exporten till tillväxten blir antagligen något högre än vi tidigare trott, men en stor del av effekten på efterfrågan förtas av att detta nog också kan komma att gälla importen. Den kommunala konsumtionen verkar utvecklas något svagare än vi trodde i december. Investeringarna utgör ett osäkerhetsmoment och kan antagligen komma att vända upp något senare än beräknat. Sammantaget kan då BNP-tillväxten bli ungefär vad vi räknade med i decemberrapporten och när vi tog beslut i februari, omkring 2 1/2 procent per år de närmaste åren.

Lågt inhemskt kostnadstryck

Så långt ligger alltså bilden från i höstas i stora drag fast, konjunkturen förstärks som väntat. Annorlunda är det med det inhemska kostnadstrycket. Här har det gradvis sedan mitten av hösten 2003 kommit in ny information som motiverat förändringar i vår syn på inflationsutvecklingen. Det handlar om arbetsmarknaden, som blivit svagare än väntat med konsekvenser för våra lönebedömningar, om produktiviteten som stigit mer än väntat, med ett lägre kostnadstryck som följd, och till slut om de faktiska prisökningarna, som blivit något lägre än väntat, med effekter också på inflationsförväntningarna som gått ner något.

Sysselsättningen har alltså utvecklats svagare än väntat, i synnerhet under slutet av förra året. Detsamma gäller antalet arbetade timmar. Den svaga sysselsättningsutvecklingen har tillsammans med ett mindre antal arbetsmarknadspolitiska åtgärder lett till en högre arbetslöshet. Denna steg från 4,5 procent i februari i fjol till 6,0 procent i februari i år. Barometerdata och andra indikatorer tyder idag på att sysselsättningsuppgången i den privata sektorn blir relativt svag under 2004. Vissa tecken finns på att arbetsmarknaden kan var på väg att vända men de är svaga. Den allra senaste tiden har t.ex. antalet nyanmälda lediga platser ökat något och varslen om uppsägningar fallit tillbaka. Samtidigt talar den pressade ekonomiska situationen i den offentliga sektorn för en svag sysselsättningsuppgång i kommuner och landsting även framöver. Därmed kommer troligen sysselsättningsutvecklingen att bli något svagare under året jämfört med prognosen i december.

Redan i februari ändrade vi något vår syn på löneökningstakten till följd av situationen på arbetsmarknaden. Det finns skäl att tro på samlade genomsnittliga lönekostnadsökningar på drygt 3,5 procent 2004 och 2005, vilket i termer av genomsnittliga avtalade nivåer knappast lämnar utrymme för mer än ungefär 2 procent i genomsnitt för de närmaste åren. Avtalsrörelsen förefaller hittills ha gått relativt bra men de historiska erfarenheterna från svensk lönebildning talar för att man bör vara försiktig med att redan nu blåsa faran över. Parterna förefaller stå ganska långt ifrån varandra i en del frågor och risker för konflikter finns. Så länge

avtalens sluts på från inflationssynpunkt rimliga nivåer är längre avtalsperioder att föredra. Det skingrar en del framtida osäkerhet och bör på så vis bidra till en bättre ekonomisk utveckling.

Samtidigt som sysselsättningen, mätt i antalet arbetade timmar, i näringslivet utvecklades svagare än väntat i fjol blev tillväxten alltså ungefär som Riksbanken räknat med. Det betyder att *produktiviteten* blev högre än väntat. Denna bild bekräftas av de senaste nationalräkenskaperna. Redan i decemberbedömningen lyftes den nya bilden fram. Sedan dess har den blivit tydligare och den något bättre produktiviteten var ett viktigt argument för räntesänkningen i februari.

Troligen beror den starkare produktiviteten delvis på konjunkturutvecklingen; i början av en återhämtning utnyttjas de befintliga produktionsresurserna effektivare och först när återhämtningen är säkerställd kommer investeringar och nyanställningar igång på allvar. Men denna förklaring räcker inte eftersom produktiviteten verkar ha stigit mer än normalt för konjunkturläget. Det här mönstret är mycket tydligt i USA men syns alltså också i viss utsträckning i Sverige. En möjlig tolkning är att utvecklingen hänger samman med ovanligt stora investeringar i t.ex. IT i slutet av 1990-talet. Tänkbart är också att det avspeglar mer varaktiga förändringar som kan ha att göra t.ex. med tekniska framsteg inom IT- och telekommunikation. I dagsläget går det inte att avgöra exakt vad som orsakat den bättre produktivitetsutvecklingen. När vi blickar framåt de närmaste åren ser vi dock skäl att räkna med en bättre produktivitetsbild än den vi hade i december.

De nya *inflationssiffror* som kommit in tyder också på ett något mer dämpat inflationstryck. Till stora delar är den inflationsnedgång som skett det senaste halvåret i linje med de bedömningar Riksbanken tidigare gjort. Vad det handlar om här är att elpriserna anpassat sig nedåt som väntat. Att den väntade nedgången bekräftats är positivt för inflationsbilden eftersom risken för spridningseffekter i andra delar av ekonomin blir lägre. Dessa risker har också minskat genom att hyresavtalen i varje fall hittills slutits på rimliga nivåer. Till detta kommer att inflationsutfallen under de senaste månaderna blivit lägre än väntat också av andra skäl. Delvis är det här fråga om lägre importpriser, men också den inhemska underliggande inflationen är något lägre jämfört med tidigare bedömningar.

Inflationen och penningpolitiken

Låt mig nu sammanfatta min syn på efterfrågeutvecklingen och inflationen framöver. Det förefaller som om den internationella konjunkturen utvecklas ungefär som väntat. Möjligen finns det jämfört med i december skäl att räkna med en marginellt starkare utveckling till följd främst av den snabba tillväxten i Asien och USA. Också konjunkturen i Sverige följer i allt väsentligt de banor vi räknat med, även om det skett en viss förskjutning mellan olika efterfrågekomponenter på så vis att den privata konsumtionen och framförallt exporten växer lite starkare medan den kommunala konsumtionen troligen kommer att utvecklas aningen svagare. Sammantaget finns det fortfarande skäl att tro på en BNP-tillväxt de närmaste åren som är något högre än vad Riksbanken ansett vara långsiktigt håll-

bart. För inflationsutvecklingen de närmaste åren spelar det förstås en roll att det i utgångsläget finns en del lediga resurser.

Hur kan då inflationen tänkas utvecklas? Här har det gradvis sedan slutet av hösten skett en del mer påtagliga förändringar i bilden. Det rör sig främst om att lägre förväntade lönekostnads ökningar och en bättre produktivitetsutveckling leder till att enhetsarbetskostnaderna idag jämfört med i december väntas växa ett antal tiondelar långsammare de närmaste åren. Få faktorer spelar normalt sett större roll för inflationen på några års sikt än just enhetsarbetskostnaderna. Till detta kommer ett svagt internationellt pristryck. Mot den här bakgrunden talar det mesta för att inflationen de närmaste två åren kommer att ligga under Riksbankens mål.

Även när det gäller olika risker för den ekonomiska utvecklingen och inflationen tycker jag att det finns skäl att resonera på ett lite annorlunda sätt än i december. I takt med att *konjunkturuppgången* bekräftas minskar risken för bakslag de närmaste två åren. Parallellt ökar rimligen sannolikheten för att konjunkturen kan överraska positivt och uppgången bli snabbare än väntat. Detta innebär dock inte att det helt saknas nedåtrisker också i det kortare perspektivet. En sådan är att den svaga arbetsmarknaden i USA eller i Sverige – bekräftad av de allra senaste siffrorna - oroar hushållen och dämpar deras konsumtion. Det framstår dock som osannolikt att uppgången helt skulle kunna brytas av detta skäl.

När det gäller *inflationstrycket* finns som jag varit inne på flera frågetecken. Vi vet inte hur varaktig den produktivitetsuppgång som vi sett kommer att bli. I den bedömning av den framtida inflationen som jag redovisat har viss hänsyn tagits till den nya statistiken. Samtidigt finns det goda argument både för en högre och lägre produktivitetstillväxt. Detsamma gäller vår syn på den internationella inflationen. När det gäller lönerna finns det också risker på uppsidan, som i grunden hänger samman med det sätt på vilket lönebildningen i Sverige bedrivs. Fortfarande kan man inte helt utesluta att avtalsrörelsen spårar ur. Skulle utfallen bli högre än beräknat får det troligen effekter för ränteläget framöver.

Hittills har jag överhuvudtaget inte berört *växelkursutvecklingen*. Det kan finnas skäl att göra det något. Vi har under en längre tid räknat med en kronförstärkning som över prognosperioden skulle föra oss till nivåer i linje ungefär med vad vi tror är rimligt på lång sikt med hänsyn främst till konkurrenskraften i den svenska ekonomin. Under perioden 2002-2003 som helhet stärktes kronan ungefär som väntat. Under senare tid har dock kronförstärkningen bromsats upp. En orsak till detta förefaller vara det förväntade relativa ränteläget, där det skett en viss förskjutning sedan i höstas. Möjligen finns det anledning att beakta detta och räkna med en något mindre sannolikhet än tidigare för att kronan förstärks.

Sammantaget leder inte den här diskussionen om olika osäkerhetsfaktorer eller risker fram till att jag ser skäl att göra några större ändringar i den bedömning jag nyss redovisade. Möjligen drar de risker jag resonerat om upp inflationen något. Med den kunskap vi har idag kvarstår ändå slutsatsen att inflationen kommer att ligga under Riksbankens mål ett till två år fram i tiden.

Låt mig avslutningsvis understryka att mycket arbete återstår innan nästa inflationsrapport är klar och det är den som ligger till grund för det beslut vi kommer att ta om styrräntan den sista mars. Det är alltså inte bara så att dagens bedömning kan komma att påverkas av nya siffror som kommer in. Direktionen kan också i ljuset av de analyser som nu görs komma att värdera en del av de faktorer som är viktiga för inflationen på ett annat sätt än jag gjort idag.

Tack.