



ANFÖRANDE

DATUM: 2004-10-14
TALARE: Riksbankschef Lars Heikensten
PLATS: Finansutskottet, riksdagen, Stockholm

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

■ Inledning om penningpolitiken

Låt mig som vanligt börja med att tacka för att jag fått möjlighet att komma hit och redogöra för penningpolitiken. Det har i år gått tio år sedan min företrädare Urban Bäckström var här första gången för en utfrågning under dessa mer öppna och offentliga former. Inflationsmålet var då av ett ganska färskt datum. Med tanke på att utfrågningarna i sin nuvarande form firar tioårsjubileum kan det inledningsvis vara på sin plats med en tillbakablick. En slutsats är att mycket har gått bra; inflationstakten har varit låg och stabil och tillväxten i reallöner och svensk ekonomi mer allmänt har varit hög. Sysselsättningen har dock inte utvecklats fullt så bra. Mot den här bakgrunden ägnar jag idag särskilt utrymme åt frågan om penningpolitikens möjligheter att påverka sysselsättningen. Avslutningsvis tänkte jag säga något om hur vi ser på konjunkturutvecklingen och inflationen de närmaste åren och kommentera det beslut vi igår fattade om reporäntan.

Tio år med låg inflation

Ny politik

Krisen i början av 1990-talet blev en dramatisk och tragisk slutpunkt på nästan tjugo års stabiliseringspolitiska problem i den svenska ekonomin. Under 1970- och 80-talen hade kostnadskriserna avlöst varandra. Grundproblemet var att den ekonomiska politiken inte hade förmått hindra att en alltför snabb ökning av löner och priser gång på gång kommit på kollisionskurs med åtagandet om att hålla växelkursen fast. Resultatet blev att kronan devalverades sammanlagt fem gånger under perioden 1976-82. Efter att systemet med en fast växelkurs slutligen hade fått överges i november 1992, efter extremt höga räntor och kostsamma försök att försvara kronan, var det uppenbart att någonting ganska drastiskt behövde göras för att få den svenska ekonomin att utvecklas på ett gynnsammare sätt än under den föregående tjugoårsperioden.

■ Lösningen blev vad man skulle kunna kalla ett stabiliseringspolitiskt regimskifte, där utformningen av och reglerna för såväl penning- som finanspolitiken gjordes om i grunden. Regimskiftet innebar att en tydlig rollfördelning infördes i den ekonomiska politiken. Växelkursen fick förbli rörlig och penningpolitikens huvudsakliga uppgift blev att försöka hålla inflationen på en låg och stabil nivå. Finanspolitiken, som under den tidigare fasta växelkursregimen ofta lett till stora underskott, skulle nu istället underställas krav på långsiktig stabilitet och hållbarhet i de offentliga finanserna.

Goda resultat

När man blickar tillbaka på de drygt tio år som gått sedan regimskiftet tror jag att de flesta håller med mig om att politikomläggningen fallit väl ut och att den nya stabiliseringspolitiska regimen har motsvarat förhoppningarna. Sverige har gått från att ha varit en höginflationsekonomi, med återkommande kostnadskriser, höga räntor och en instabil ekonomisk utveckling, till att bli en ekonomi med låga och förhållandevis stabila prisökningar och löneökningar som ger riktiga pengar i plånboken, där dessutom risken för överhettning och efterföljande recession har minskat avsevärt. Även i ett internationellt perspektiv framstår utvecklingen i den svenska ekonomin under det senaste decenniet som god, vilket tydligt kontrasterar mot 1970- och 80-talen.

Den gynnsamma utvecklingen framgår om man för några centrala variabler jämför utvecklingen under 1970- och 80-talen med den under den nya stabiliseringspolitiska regimen. (Diagram 1.)

Under 1970- och 80-talen uppgick prisökningstakten till drygt 8 procent per år medan den sedan 1995 varit knappt 2 procent per år. Den lägre inflationstakten har inte inneburit att produktionen utvecklats svagare. Tvärtom har BNP-tillväxten i genomsnitt varit ungefär en halv procentenhet högre per år i den nya regimen. Även produktivitetstillväxten har utvecklats gynnsammare. Den högre tillväxten och produktiviteten har bidragit till en god reallöneutveckling. Detta är en påtaglig skillnad mot utvecklingen under 1970- och 80-talen. Medan reallönerna sedan 1995 har ökat med ca 2,5 procent per år var den årliga ökningen inte mer än knappt 1 procent 1970-89. Trots att de nominella löneökningarna under 1970 och 80-talet uppgick till över 9 procent per år blev det alltså bara någon procent över i förbättrad köpkraft; den höga inflationen och devalveringarna åt upp resten.

Det bör i rättvisans namn tilläggas att det förutom det stabiliseringspolitiska regimskiftet skedde en rad betydelsefulla förändringar även inom andra områden som kan ha bidragit till den gynnsamma utvecklingen. Exempelvis har sannolikt den snabba utvecklingen inom informationsteknologin bidragit till den förbättrade produktiviteten. En annan viktig faktor bakom den bättre uppmätta produktivitetens utvecklingen i ekonomin som helhet är den offentliga sektorns relativt sett mindre roll idag jämfört med för tio år sedan. Ytterligare ett inslag i utvecklingen under de senaste tio åren är avregleringar och ökad internationell konkurrens, det

senare stimulerat av medlemskapet i EU och den fortgående sammanflätningen av världsekonomin.

Den ekonomiska utvecklingen efter krisen i början av 1990-talet har alltså i många avseenden varit god. Det hindrar inte att det finns problemområden. Ett av dessa är sysselsättningen. Visserligen vände den uppåt förhållandevis snabbt efter krisåren. Det har också visat sig möjligt att förena en jämfört med många andra länder i Europa låg arbetslöshet med låg inflation, på tvärs med vad många experter räknade med. Men den öppna arbetslösheten har bara enstaka år kommit ned mot 4 procent och är idag 5,5 procent. Antalet sysselsatta nu är lägre än före krisen och ca 1,2 miljoner personer i arbetsför ålder (16-64 år) står utanför arbetskraften.

Regimskiftet och sysselsättningen

Mot den här bakgrunden är det inte förvånande att det från tid till annan förs en livlig diskussion om arbetslösheten och om vad man kan göra åt den. Möjligen är det mer överraskande att det alltså händer att olika debattörer hävdar att den omläggning som skedde av stabiliseringspolitiken i början av 1990-talet är själva grundorsaken till att arbetslösheten idag är högre än den var under 1970- och 80-talen. Ibland framställs argumentet som att Sverige har givit upp det tidigare målet om full sysselsättning för att istället, av någon mer eller mindre dunkel anledning, införa ett mål för inflationen. Hade vi bara varit beredda att återgå till 1970- och 80-talens höginflationspolitik skulle allt varit bättre.

Det finns en hel del att säga om detta. Till att börja med är det på ett mer allmänt plan svårt att se att den betydligt bättre stabiliteten i den ekonomiska politiken som regimskiftet innebar i längden kan vara någonting negativt för sysselsättningen. Tvärtom finns det många skäl att tro att en mer stabil ekonomisk utvecklingen över tiden också leder till goda förutsättningar för hög tillväxt och sysselsättning.

Man kan också konstatera att en enkel jämförelse av arbetslöshetstalen perioden före och efter regimskiftet blir ganska missvisande. Skälet är att man under 1970- och 80-talen försökte uppfylla målet om full sysselsättning med en politik som i längden var ohållbar – det var ju just därför som regimskiftet genomfördes. Som jag redan varit inne på bestod denna politik dels i att Sverige, så snart vi hamnade i en kostnadskris som medförde att exporten och sysselsättningen i den privata sektorn började utvecklas sämre, skrev ned kronans värde. Nedjusteringen av kronan återställde konkurrenskraften genom att sänka reallönerna under några år till dess att alltför höga pris- och löneökningar relativt omvärlden åter åtit upp det utrymme som skapats. Det andra sättet på vilket arbetslösheten kunde hållas nere var att den offentliga sysselsättningen ökade kraftigt. Från att ha utgjort 15 procent av arbetskraften 1960 steg andelen sysselsatta i den offentliga sektorn till drygt 30 procent i slutet av 1980-talet. Trots att jobb gick förlorade i den privata sektorn kunde därför sysselsättningen hållas uppe genom ökade anställningar i den offentliga sektorn.

■ Varken reallönesänkningar genom devalveringar eller ökad offentlig sysselsättning kunde dock i längden lösa problemen. Devalveringspolitiken gjorde att det blev allt svårare att hålla inflationen under kontroll. Löntagarna försökte kompensera sig för reallönesänkningarna och företagens motiv att hålla emot var små; alla räknade med att kronan skulle komma att skrivas ner om pris- och löneökningstakten blev alltför hög och konkurrenskraften hotades. Expansionen av den offentliga sektorn bidrog i sin tur till att skattebördan ökade på ett sätt som i längden inte var hållbart. Man skulle kunna uttrycka det som att vi genom devalveringarna och ökningen av anställningarna i den offentliga sektorn sköt sysselsättningsproblemen framför oss.

Penningpolitiken och sysselsättningen på lång sikt

Den avgörande insikten när man diskuterar arbetslöshet och sysselsättning, som också har grundmurat stöd i decennier av ekonomisk forskning och praktiska erfarenheter, är att expansiv penningpolitik inte kan användas som ett medel för att varaktigt höja sysselsättningen. Vad penningpolitiken i bästa fall kan göra är att mildra svängningarna i den konjunkturellt betingade delen av arbetslösheten. Det går således inte skapa jobb som blir beständiga genom att systematiskt hålla räntorna låga, försvaga växelkursen och släppa upp inflationen.

Det finns med andra ord inte något motsatsförhållande mellan ett mål för inflationen på de nivåer som de flesta centralbanker idag arbetar med och en politik för hög sysselsättning. Om man varaktigt vill sänka arbetslösheten måste man försöka påverka den strukturella delen av arbetslösheten, dvs. den del som inte beror på att efterfrågan på varor och tjänster i ekonomin fluktuerar upp och ned. Det är då helt andra åtgärder än penningpolitik som måste till. Det handlar framförallt om åtgärder som påverkar arbetsmarknadens sätt att fungera.

Ett tecken på att de sysselsättningsproblem som vi ser idag till stor del är strukturella är de stora skillnaderna i arbetslöshet som råder mellan olika regioner och olika yrkeskategorier. (Diagram 2.) Arbetslöshetstalen är dubbelt så höga i vissa regioner som i andra och andelen som uppstår i a-kassa är dubbelt så hög i vissa yrkesgrupper som i andra. Att dessa skillnader består över långa tidsperioder, även när brist på yrkeskunniga personer uppstår, tyder på att arbetsmarknaden inte fungerar så bra som man kunde önska. Problemen på den svenska arbetsmarknaden understryks också av att den öppna arbetslösheten bara nått och jämnt sjönk ned till 4 procent när konjunkturen var som starkast för ett par år sedan.

■ Målavvikelserna och sysselsättningen

Riksbankens arbetsätt

Även om penningpolitiken alltså inte kan förväntas ha några påtagliga effekter på sysselsättningen på längre sikt kan effekter på kort sikt uppstå. Det handlar då om att en politik inriktad på att uppnå inflationsmålet kan innebära förändringar i räntor, som tillfälligt påverkar efterfrågan så att sysselsättningen ökar eller minskar. Gränsen för hur länge och hur mycket penningpolitiken kan höja sysselsättningen sätts i praktiken av ekonomins långsiktiga tillväxtförmåga, som i sin tur hänger samman med bl.a. just hur väl arbetsmarknaden fungerar. När vi bedriver penningpolitik med inflationsmål innebär detta under normala omständigheter att vi kan bidra till att stabilisera den faktiska produktionen runt den långsiktigt möjliga. Förutsättningen för att Riksbanken ska kunna ta någon hänsyn till sysselsättningen på kort sikt är dock framförallt att ekonomins aktörer litar på penningpolitiken och inflationsmålet; detta är en tydlig lärdom från utvecklingen på 1970- och 80-talen.

Vårt redskap när vi försöker uppnå inflationsmålet är som ni vet i första hand reporäntan. Den sätter vi med ledning av prognoser för inflationen ett par år fram i tiden. Självfallet hinner mycket ändra sig under två år så att våra prognoser inte slår in. I viss mån kan vi kompensera detta genom att vi kan ändra räntan löpande i ljuset av ny information. Men helt går det förstås inte. Ibland händer saker som påverkar inflationen med mycket kort varsel; en kraftig elprishöjning, en aktiebubbla som spricker, ett krig som ökar oron i världen och dämpar efterfrågan osv. Då går det inte att förhindra att inflationen hamnar vid sidan om målet och även om det skulle gå att minska målavvikelserna kan det förutsätta så stora ränterörelser och så kraftiga effekter på ekonomin att det inte framstår som önskvärt eller rimligt. När det uppstår en avvikelse från inflationsmålet försöker vi normalt sett återföra inflationen till målet gradvis, för att på så vis undvika onödiga fluktuationer i den reala ekonomin och i ränteläget.

När Sverige som ett av de första länderna valde att formulera målet för penningpolitiken i termer av en viss tydlig siffra – trots att vi var väl medvetna om att det skulle bli svårt att uppnå ett sådant mål exakt – var det av flera skäl. Ett var just att hitta ett ankare för politiken, ett riktmärke kring vilket inflationsförväntningarna skulle kunna stabiliseras. Men det var också för att underlätta utvärdering av vår verksamhet och göra det lättare att utkräva ansvar. Ytterligare steg i samma riktning togs när vi, åter bland de första i världen, valde att publicera våra underlag för besluten, främst inflationsprognoserna. Därmed gavs ett mer utförligt underlag för att analysera bakgrunden till den politik vi bedriver. Beror eventuella avvikelser från målet på felaktiga bedömningar? I så fall, i vilka avseenden? Skiljer vi oss från andra bedömare eller inte, osv? Förutsättningarna för att förstå och utvärdera vårt agerande förbättrades rimligen ytterligare i och med att Riksbanken 1999 började publicera protokoll från sina möten. Nu går det också att pröva de argument som användes. Var det rätt argument eller inte i ljuset av vad som

skett? Sammantaget har vi som jag ser det under de här åren lagt en god grund för en kvalificerad utvärdering av våra beslut.

Inflationen och inflationsförväntningarna

Hur har Riksbanken då lyckats med att uppnå sitt mål under de gångna tio åren? (Diagram 3.) Ser vi på genomsnittet sedan inflationsmålet infördes 1993 har inflationen enligt KPI uppgått till 1,8 procent medan den enligt det mått på den underliggande inflationen som vi under en stor del av perioden i praktiken använt för att förklara vår politik, UND1X, varit 2,1 procent. Gör vi istället jämförelsen från 1995, som var det år då politiken skulle börja verka fullt ut är motsvarande siffror 1,4 respektive 1,9 procent. Även med en inflation som i genomsnitt legat ganska nära målet kan det förstås periodvis förekomma stora avvikelser. Så är också fallet; under kortare eller längre sammanhängande perioder har inflationen legat över eller under målet. Samtidigt framgår också att storleken på avvikelserna beror en del på vilket inflationsmått man utgår ifrån. UND1X har fluktuerat mindre eftersom det inte påverkas i lika stor utsträckning av ränte- och skatteförändringar.

I detta sammanhang är det också intressant att titta på inflationsförväntningarna; har de påverkats mycket av att vi då och då missat målet eller av att vi i genomsnitt legat aningen under det? (Diagram 4.) Även om inflationsförväntningar kan mätas på olika vis är den sammantagna bilden tydlig. Från ungefär 1996-97 har förväntningarna varit ganska väl i linje med målet på ett par års sikt. Ibland har de förstås på kortare sikt rört sig med den faktiska inflationen men de har inte under någon längre tid legat vare sig särskilt mycket under eller över målet. Detta är en mycket bättre utveckling än de flesta väntade sig när penningpolitiken lades om i början av 1990-talet och många tvivlade på att vi skulle uppnå så låg och stabil inflation som vi faktiskt gjort.

Låt mig göra en randanmärkning i detta sammanhang. Ibland görs gällande att vi i Riksbanken skulle agera asymmetriskt och vara mer inställda på att undvika överskridanden av målet än tvärtom. Denna uppfattning får dock inget stöd i mätningar av inflationsförväntningarna; ekonomins aktörer tror inte att vi har någon "hemlig dagordning". De tror tvärtom att vi försöker göra precis det vi gör; arbeta så gott det går för en inflation på 2 procent och en stabil utveckling av svensk ekonomi.

Skäl till målavvikelser

Vad är det då som orsakat målavvikelserna under de gångna tio åren? Fyra typer av faktorer förefaller ha varit särskilt betydelsefulla:

- I början av perioden med inflationsmål, framförallt under 1996, påverkades KPI kraftigt av den dramatiska räntenedgång som följde när trovärdigheten för den nya regimen etablerades.

- Vid ett par tillfällen de senaste åren har främst snabbt stigande energipriser, men också livsmedelspriser, pressat upp inflationen. Uppgångarna var i allt väsentligt relaterade till utbudsfaktorer, såsom vattenbrist i elkraftverkens magasin. Effekterna bedömdes bli tillfälliga, vilket också visade sig bli fallet.
- Under vissa perioder, inte minst under den senaste tiden men också under senare delen av 1990-talet, har den importerade inflationen blivit oväntat låg.
- Under slutet av 1990-talet och början av 2000-talet har produktiviteten utvecklats oväntat gynnsamt.

Det är intressant att notera att det under flera perioder när målet underskridits förts en tydligt expansiv penningpolitik samtidigt som BNP-tillväxten varit hög. Men trots detta har alltså inflationen blivit för låg. Det som inträffat är framförallt att överraskande utbudsförändringar dämpat inflationen. I stor utsträckning har detta varit ett globalt fenomen, en utveckling vi alltså delat med andra.

Utvecklingen de senaste åren

Med facit i hand kan man förvisso se att Riksbanken inte alltid lyckats med att på ett korrekt sätt förutsäga inflationen och att penningpolitiken därför hade kunnat läggas upp på ett litet annorlunda sätt vid flera tillfällen under de senaste tio åren. Det gäller t.ex. 1995 och kanske också 1999-2000, även om de vid det senare tillfället antagligen väl låga räntorna inte fick några konsekvenser eftersom uppgången i ekonomin och inflationen bröts när aktieprisbubblan brast. Det gäller också de senaste åren. Sedan andra halvan av 2003 har inflationen legat under målet och det är troligt att så fortsätter att vara fallet under ytterligare i varje fall något halvår. Det talar för att ränteläget kunde varit lägre under i första hand 2002 och 2003. En slutsats vi kan dra av detta är att vi måste fördjupa vår förståelse ytterligare av bl.a. produktiviteten och av effekten på de internationella priserna av den hårda globala konkurrensen. I dessa avseenden sitter vi i allt väsentligt i samma båt som andra bedömare. Inga svenska bedömare har vad vi kunnat se gjort påtagligt annorlunda bedömningar än vi. Vid samtal med kollegor utomlands har jag för övrigt noterat att alla blivit överraskade av den låga internationella prisökningstakten det senaste året. När den här typen av störningar inträffar, vare sig det handlar om lägre eller högre inflation, är det rimligt att låta effekterna klinga av gradvis och inte agera alltför starkt med räntevapnet.

Ett inslag i debatten om penningpolitiken det senaste året har varit mer eller mindre fantasifulla bedömningar av hur mycket högre sysselsättningen kunde ha varit om bara Riksbanken agerat klokare. Buden har varierat från 20 000 till uppåt 75 000 flera jobb. Det är verkligen inte lätt att göra den typen av kontrafaktiska beräkningar, det ska medges. De kräver en del ganska djärva antaganden. De förutsätter inte bara att Riksbanken skulle ha varit väsentligt mer framgångsrik än alla andra i att bedöma vart ekonomin är på väg. De förutsätter också att vi skulle ha lyckats övertyga omvärlden om detta i förväg, och detta i varje fall delvis under en period när inflationen i Sverige låg klart över 2-procentsmålet.

■ För att få en känsla för vilka effekterna på sysselsättningen av en annorlunda räntepolitik skulle kunna ha varit har vi själva gjort ett par experiment. De visar att det hade varit svårt att få sysselsättningseffekter som överstiger 10 000 personer även om reporäntan under det senaste året hade varit en hel procentenhet lägre. För att få perspektiv på denna siffra kan det vara värt att erinra om att det i Sverige idag finns ca 200 000 personer som är öppet arbetslösa och nästan 400 000 personer i den arbetsföra befolkningen som är sjukskrivna. Kanske ska jag också för säkerhets skull betona att det dessutom handlar om en tidsförskjutning av en sysselsättningsuppgång, inte om att jobb är förlorade för all framtid.

Låt mig runda av den här diskussionen. Min bild är att skiftet till låg inflation på det hela taget har fungerat bra, betydligt bättre än de flesta trott. Det hindrar naturligtvis inte att politiken vid olika tidpunkter kan förtjäna kritik och under senare tid har Riksbanken onekligen skjutit under 2-procentsmålet. Det sporrar oss att fördjupa vår förståelse av inflationsprocessen ytterligare. En del av den kritik som riktats mot Riksbanken har dock saknat proportioner och varit illa underbyggd. Arbetslöshetsproblemet är så allvarligt att det förtjänar en bättre diskussion.

Den aktuella bedömningen

Avslutningsvis ska jag nu kommentera den inflationsrapport vi idag publicerat och det beslut vi igår tog om reporäntan.

Huvudscenariot

I korthet kan huvudscenariot i inflationsrapporten sammanfattas på följande sätt. Den internationella konjunkturen bedöms fortsätta att förstärkas i år. Under de kommande två åren väntas tillväxten vara god även om den antagligen dämpas något. Den underliggande kraften i uppgången har hittills snarast överraskat uppåt mycket tack vare utvecklingen i ett antal tillväxtekonomier i Asien, Latinamerika och Östeuropa. Det finns därför anledning att vara aningen mer optimistisk än vad vi var i rapporten i maj om tillväxten i världsekonomin i det kortare perspektivet trots de tecken på en svagare utveckling som finns i USA. I kombination med de oväntat stora prisstegringarna på olja och andra råvaror medför detta att det internationella pristrycket bedöms bli något högre än vad som tidigare prognostiserades, i synnerhet i år och nästa år.

Även den svenska tillväxten bedöms bli god under hela prognosperioden och har reviderats upp i förhållande till förra prognostillfället i maj. Den oväntat höga internationella efterfrågan har medverkat till att exporten ökat överraskande snabbt under sommaren. Till den gynnsamma exportutvecklingen har också den alltmer tydliga återhämtningen inom IT- och telekomsektorn bidragit. I budgetpropositionen kom signaler om en mer expansiv finanspolitik framöver, som ytterligare kan förväntas öka efterfrågan i ekonomin via effekter på den privata och offentliga konsumtionen. Nya data från Nationalräkenskaperna tyder dessutom på att den uppgång i investeringarna som Riksbanken och andra bedömare länge har väntat på nu tycks ha inletts. Det gradvis högre resursutnyttjandet och stigande

internationella priser väntas liksom i maj-rapporten innebära att inflationstrycket successivt tilltar. Även om inflationen alltså väntas bli något högre än vi tidigare räknade med gör vi bedömningen att den mot slutet av prognosperioden kommer att vara i linje med målet.

Några frågor

Inflationsrapporten kan sägas kretsa kring några frågeställningar som jag kort tänkte beröra:

- En fråga är i vilken mån det höga oljepriset kommer att påtagligt dämpa den internationella konjunkturen. Även om vi liksom de flesta andra prognosmakare alltså räknar med att oljepriset kommer att sjunka tillbaka de kommande åren gör vi bedömningen att priset under prognosperioden kommer att bli högre än vad vi trodde i maj. Det finns dock en del som talar för att effekterna på tillväxten av det höga oljepriset kommer att bli tämligen begränsade. Exempelvis förefaller oljeprisuppgången till stor del vara ett resultat av just det faktum att världsekonomin expanderar, även om oro för terrordåd och annat sannolikt också har spelat en roll. Ekonomierna i västvärlden är idag dessutom betydligt mindre beroende av olja än under 1970-talet samtidigt som penningpolitiken numera bedrivs på ett sätt som gör att inflationsimpulser från oljeprisökningar inte så lätt får fotfäste. Vår bedömning idag är därför att det höga oljepriset kommer att dämpa men inte bryta den internationella konjunkturuppgången och att effekterna på den globala prisökningstakten kommer att bli ganska måttliga.

- En annan fråga är hur inflationen hittills i år kunnat bli så låg trots att tillväxten varit förhållandevis hög. En viktig förklaring till att den inhemskt genererade inflationen varit relativt låg är som jag tidigare var inne på den höga produktivitetstillväxten. I kombination med låga löneökningar har den gynnsamma produktivitetstillväxten resulterat i att kostnadstrycket i den svenska ekonomin fortsatt att vara måttligt. Så är fallet trots att elpriset inte gått tillbaka lika mycket som vi förutsatte i maj. Även den importerade inflationen har som jag också var inne på tidigare utvecklats svagt. Det höga oljepriset har motverkats av prisfall på övriga importerade varor bl.a. kläder och skor. Denna fråga hänger i sin tur samman med en annan; hur det kan komma sig att vi räknar med att inflationen under prognosperioden kommer att förbli relativt låg trots att vi reviderat upp prognosen för tillväxten. En förklaring är att vi i någon mån låtit oss påverkas av de nya produktivitetssiffrorna, de lägre löneutfallen och den fortsatt svaga situationen på arbetsmarknaden. I den bedömning vi nu gör skulle inflationen antagligen ökat någon tiondel mer om vi inte alls låtit oss påverkas av den nya information som inkommit.

Riskbilden

Sammanfattningsvis är prognosen i huvudscenariot att BNP-tillväxten i Sverige blir 3,6 procent i år och 3,2 procent per år 2005 och 2006. Den privata konsum-

tion och investeringarna väntas ta över efter exporten och bli de huvudsakliga drivkrafterna bakom uppgången i efterfrågan 2005 och 2006. UND1X-inflationen väntas uppgå till 1,4 procent på ett års sikt och 2,0 procent på två års sikt medan motsvarande siffror för KPI-inflationen väntas bli 1,6 respektive 2,5 procent.

Såväl de internationella som inhemska inflationsriskerna bedöms denna gång vara balanserade. På den internationella sidan är den främsta uppåtriskan att oljepriset utvecklas mer ogynnsamt och får större spridningseffekter till andra priser än vad som nu förutses. Nedåtriskerna består framförallt i ett antal s.k. finansiella obalanser, som skulle kunna bidra både till lägre inflation och svagare konjunktur. Det handlar dels om höga huspriser och en stegring av hushållens skuldsättning i många länder, dels om de stora underskotten i den federala budgeten och bytesbalansen i USA. På den inhemska sidan hänger risken främst samman med produktivitetstillväxten; mer specifikt i vilken mån den gynnsamma produktiviteten avspeglar ett mer varaktigt strukturellt fenomen respektive är konjunkturellt betingad. Osäkerheten är stor och det finns en risk både för att den framtida produktivitetstillväxten överskattas och att den underskattas.

Den balanserade riskbilden innebär att sannolikheten för ett inflationsutfall över prognosen i huvudscenariot bedöms vara lika stor som sannolikheten för utfall under prognosen. Den riskjusterade inflationsprognosen är med andra ord densamma som inflationsprognosen i huvudscenariot.

Räntebeslutet

Mot bakgrund av den bild av konjunkturutvecklingen och inflationen som jag skisserat här beslutade vi igår att lämna reporäntan oförändrad.

I takt med att konjunkturuppgången fortgår och resursutnyttjandet ökar ytterligare är det rimligt att räkna med att penningpolitiken framöver gradvis kommer att behöva bli mindre expansiv. I detta ligger ingen dramatik utan är i själva verket vad som normalt behövs i en uppåtgående konjunktur för att säkra att inflationsmålet uppnås och att den ekonomiska utvecklingen framöver blir stabil. Det är också vad de flesta bedömare verkar räkna med. Det förtjänar dock att understrykas att det idag inte går att avgöra exakt när det kan bli aktuellt att göra en första anpassning av ränteläget. Det beror som vanligt på hur Riksbanken värderar inflationsbilden framöver och den nya information om den ekonomiska utvecklingen som inkommer.

Tack.