



ANFÖRANDE

DATUM: 2005-10-13
TALARE: Riksbankschef Lars Heikensten
PLATS: Stora Ekonomidagen, Malmö

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

■ Det ekonomiska läget och inflationen

Låt mig börja med att tacka för inbjudan hit till Malmö.

Min avsikt idag är att ge en bred bild av hur jag ser på det ekonomiska läget utomlands och i Sverige. Avslutningsvis ska jag också säga något om de framtida inflationsperspektiven och penningpolitiken.

Fortsatt stark tillväxt i omvärlden

Under våren kom det en del tecken på att den internationella konjunkturen hade mattats. Den bedömning vi gjorde i samband med inflationsrapporten i juni var att det sannolikt rörde sig om en tillfällig svacka i konjunkturen. Informationsflödet under sommaren och början av hösten pekar i allt väsentlig på att det var en riktig bedömning. Både makrostatistik och mätningar av företagets förväntningar i ett flertal länder tyder på att den internationella konjunkturen tagit ny fart.

En fortsatt stark konjunkturutveckling i USA samt en fortsatt kraftig ekonomisk expansion i Kina och övriga Asien utgör för närvarande motorn i den globala tillväxten. Den japanska ekonomin ser också starkare ut än på länge.

Utvecklingen inom euroområdet är däremot fortsatt bekymmersam, framför allt i de stora länderna. Den senaste tiden har det dock kommit vissa tecken på att tillväxten är på väg att öka också där. Bland annat kan en återhämtning av industrikonjunkturen skönjas.

Sammantaget ser det ut som att BNP-tillväxten i omvärlden blir fortsatt hög i år, om än något lägre än i fjol. Även kommande år är förutsättningarna för en fortsatt hög global tillväxt gynnsamma. Den snabba produktionstillväxten i Asien ser ut att kunna fortsätta och därmed ge ytterligare bränsle åt världshandeln. Ett flertal länder bedriver en expansiv ekonomisk politik som bidrar till ett stigande resursutnyttjande.

Det här är i allt väsentligt samma bedömning av den internationella konjunkturen som vi gjorde i juni. Möjligen behöver vi ta hänsyn till att effekterna av orkanerna i Mexikanska golfen dämpar tillväxten i USA något på kort sikt. När återuppbyggnaden kommer igång bör dock det å andra sidan bidra till en något högre tillväxt. Att beräkna de ekonomiska effekterna av en sådan här katastrof är för-

stås vanskligt, men det mesta tyder ändå på att effekterna på den amerikanska ekonomin inte kommer att bli särskilt varaktiga.

Osäkerhet kring oljepriset och dess effekter

En faktor som inte utvecklats i linje med vår bedömning i juni är oljepriset. Vi räknade då med att oljepriset skulle ha sjunkit tillbaka till knappt 50 dollar per fat i augusti. Istället har det stigit till nya rekordnivåer under sommaren. Den senaste tiden har det visserligen fallit tillbaka en del men ligger fortfarande över vår tidigare bedömning. Även de förväntade framtida oljepriserna, terminspriserna, har stigit.

Hur det höga oljepriset kommer att inverka på världsekonomin och på prisnivåerna i olika produktionsled är svårbedömt. Vilka effekter som kan väntas uppstå beror bland annat på om det höga priset i första hand avspeglar stigande efterfrågan eller om det rör sig om störningar på utbudssidan. Uppgången i oljepriset under senare år har åtföljts av en stigande oljeproduktion, vilket talar för att prisuppgången huvudsakligen drivits av hög efterfrågan. Stigande efterfrågan från länder med snabbt stigande industriproduktion såsom Kina och Indien har sannolikt spelat roll. Samtidigt är det uppenbart att det förekommit utbudsstörningar. Konflikten i Irak och stormarna i Mexikanska golfen och södra USA på senare tid är bara ett par exempel.

Vad som är värt att observera är att ökningen i oljepriset, med närmare 40 dollar per fat, sedan 2002 inte verkar ha dämpat den globala tillväxten nämnvärt. Till viss del kan det sannolikt förklaras av att uppgången alltså delvis verkar vara en följd av den kraftiga expansionen i Asien och av att den ekonomiska politiken blivit mer expansiv. Att oljeberoendet i framför allt de industrialiserade länderna inte är lika stort som tidigare bör också ha bidragit till att effekterna såhär långt blivit mindre än vid tidigare oljekriser. Det är emellertid också tänkbart att de fulla effekterna av utbudsstörningarna på tillväxt och inflation ännu inte uppnåtts. Sammanfattningsvis är oljepriset och dess effekter på tillväxt och inflation en viktig osäkerhetsfaktor som vi brottas med i vår bedömning av tillväxt- och inflationsutsikterna.

Låga långa räntor

På de finansiella marknaderna har utvecklingen den senaste tiden präglats av fortsatt låga långräntor och en stabil krona. De låga obligationsräntorna är till viss del förbryllande. Trots att vinsterna i företagssektorn har fortsatt att öka i takt med den fortsatta internationella konjunkturförstärkningen har investeringarna i många länder inte ökat i samma utsträckning. Samtidigt som investeringsviljan i de industrialiserade länderna varit förhållandevis låg sett ur ett cykliskt perspektiv har också sparandet varit högt i vissa oljeproducerande länder och i flera asiatiska ekonomier. Kombinationen av en återhållsam investeringsvilja och ett högt sparande kan med andra ord ha bidragit till de låga obligationsräntorna.

Till detta kommer dock att ränteläget i världen under senare år kan ha pressats av faktorer av mer temporär karaktär som tillfälligt låga riskpremier, effekter av ändrade regler för pensionssparande och asiatiska länders uppbyggnad av sina valutareserver. En snabb uppgång i obligationsräntorna kan inte uteslutas när dessa förhållanden normaliseras. Detta kan i sin tur få följeffekter på den reala eko-

■ nomin bland annat genom påverkan på bostadspriser, hushållens förmögenhet och konsumtion.

De stora underskotten i USA:s bytesbalans och statsbudget är en annan faktor som länge har tillhört de viktigaste riskfaktorerna i den internationella bilden. Frågan gäller inte så mycket huruvida denna situation är hållbar eller inte. Det finns många skäl att vänta sig att underskotten kommer att minska framöver. En svagare dollar och högre amerikanska räntor kan sannolikt utgöra naturliga inslag i ett sådant förlopp. Oron handlar främst om hur stora förändringar i räntor och växelkurser som kan behövas och hur snabbt de kan komma att ske.

Den inhemska efterfrågan tar över i Sverige

Liksom i omvärlden visade den svenska ekonomin tecken på en avmattning runt årsskiftet efter en hög tillväxttakt i fjol. Även när det gäller den svenska ekonomin ser vår bedömning i juni – om att det rörde sig om en temporär uppbromsning – ut att ha varit riktig. Tillväxten i ekonomin förefaller ha ökat under loppet av året. Reviderad statistik har också visat att utvecklingen i början av året inte var fullt så svag som först indikerades. Under andra kvartalet tilltog BNP-tillväxten såsom vi räknade med i juni. En fråga som man ställer sig är naturligtvis om vi med detta facit i hand tog i för mycket när vi sänkte räntan i juni. Jag tror inte det. Trots att inledningen av året inte blev fullt så svag som det såg ut i juni när vi sänkte räntan ser tillväxten och resursutnyttjandet fortfarande ut att bli betydligt lägre i år än vad vi räknade med i början av året.

Framöver räknar vi med att konjunkturuppgången i växande grad kommer att vara förknippad med en ökande inhemska efterfrågan. Man kan idag se en del tecken på att ett sådant omslag är på väg. Under andra kvartalet i år förefaller tillväxten i hushållens konsumtion ha tagit fart och det verkar som att konsumtionen fortsatte att utvecklas starkt även under tredje kvartalet i år. Den investeringsuppgång som inleddes under förra året har vidare fortsatt under första halvan av 2005.

Däremot utvecklades exporten något svagare än väntat under första halvan av året till följd av svackan i den internationella konjunkturen. Månadsstatistik för varuexporten och barometerdata för exportorderingången tyder dock på att en viss ökning skett den senaste tiden.

De senaste årens höga produktivitetstillväxt talar för en fortsatt god tillväxt i svensk ekonomi de närmaste åren framöver. Den har gjort att företagen har kunnat öka sin produktion med befintlig arbetsstyrka. Detta har i sin tur förbättrat kostnadsläget i företagen och hållit tillbaka prisökningarna i ekonomin. Den låga inflationen har gjort att penningpolitiken kunnat vara expansiv under en förhållandevis lång tidsperiod. Samtidigt kan den höga produktiviteten och den relativt goda lönsamheten i företagen förväntas avspeglas i en förmånlig löneutveckling framöver. Tillsammans gör detta att förutsättningarna är gynnsamma för en god tillväxt i den inhemska efterfrågan och sysselsättningen de närmaste åren.

Jämfört med bedömningen i juni har vi idag en något mer expansiv penningpolitik. Budgetpropositionen som presenterades i september talar dessutom för att finanspolitiken under framförallt 2006 kommer att bli något mer expansiv än vad vi tidigare räknat med då. Det talar för att vi kan komma att behöva revidera upp våra tillväxtprognoser för den svenska ekonomin något de närmaste åren.

Sammantaget innebär det här att tillväxten ser ut att kunna bli fortsatt god kommande år. Efterhand bör dock tillväxten mattas något, vilket är i linje med ett normalt konjunkturmönster med en normalisering av investerings- och produktivitetstillväxten. En mindre expansiv ekonomisk politik väntas också bidra till en något lägre tillväxt 2007 och 2008.

Resursutnyttjandet stiger gradvis

När det gäller utvecklingen på arbetsmarknaden har bedömningen av de aktuella tendenserna försvårats av metodbytet i arbetskraftsundersökningen. Med denna brasklapp kan man ändå konstatera att det finns tecken på att situationen på arbetsmarknaden håller på att förbättras. Enligt nationalräkenskaperna började antalet arbetade timmar att öka under andra kvartalet i år. Vi har dock ännu inte kunnat se någon påtaglig ökning av sysselsättningen eftersom medelarbetstiden ökat. När konjunkturen vänder upp utnyttjas inledningsvis befintlig personal och först i ett senare skede utökas personalstyrkan.

Indikatorerna över arbetsmarknaden pekar dock mot en gradvis stigande sysselsättning. Det handlar bland annat om att antalet varsel sjunker och att antalet nyanmälda lediga platser ökar. En relativt stark utveckling av den inhemska efterfrågan framöver, i kombination med det faktum att det bör bli allt svårare för företagen att fortsätta att öka produktionen utan att också öka arbetsstyrkan, gör att vi räknar med att efterfrågan på arbetskraft ökar kommande år. De av regeringen nyligen aviserade arbetsmarknadspolitiska programmen för nästkommande år kan väntas leda till att den totala sysselsättningen ökar betydligt mer än den reguljära. Men även de reguljära jobben bör alltså bli fler, bland annat inom byggsektorn, den offentliga sektorn och den privata tjänstesektorn.

Hur det samlade resursutnyttjandet i ekonomin utvecklas kommande år, och därmed vilka inflationsimpulser vi bör räkna med från lönebildningen och företagens prissättningsbeteende är som alltid svårbedömt. Kostnadstrycket har under senare tid varit lågt, vilket delvis beror på att produktivitetstillväxten har varit påfallande hög. Orsakerna till detta är dock inte helt klarlagda vilket försvårar bedömningen av den framtida produktivitetstillväxten. Det förefaller troligt att den höga produktiviteten till viss del varit cyklisk och bland annat en följd av tillväxtens sammansättning. Det är rimligt att tro att produktiviteten växer långsammare framöver då tillväxten i större utsträckning bedöms drivas av en starkt inhemska efterfrågan och en ökad produktion i den privata tjänstesektorn.

Sammantaget bör en avtagande produktivitetstillväxt och högre löneökningar i takt med att arbetsmarknaden förbättras leda till att företagens produktionskostnader gradvis ökar framöver. Kostnadsökningarna ser dock ut att bli måttliga och vi räknar med att kostnadstrycket förblir förhållandevis lågt de närmaste åren.

Det bör betonas att det är svårt att avgöra exakt hur mycket produktivitetstillväxten kommer att bromsa in och därmed hur mycket företagens kostnader kan väntas stiga framöver. Det är troligt att produktivitetens ökningstakt har höjts till följd bl.a. av de stora investeringar i informationsteknologi som företagen gjorde under slutet av 1990-talet och av globaliseringens effekter på konkurrens och produktion. Det är dock fullt möjligt att vi får anledning att än mer revidera upp vår prognos för produktivitetstillväxten under kommande år. Lika tänkbart är att produktivitetstillväxten visar sig bli svagare än beräknat.

Långsamt stigande inflation

Inflationen har alltsedan slutet av 2003 varit låg. Såväl prisökningarna på de konsumtionsvaror som i huvudsak importeras – den importerade inflationen – som prisökningarna på inhemskt producerade varor – den inhemska inflationen – har varit låga en längre tid.

Flera olika faktorer har troligen bidragit till den låga inflationen under senare år, bland annat den snabba produktivitetstillväxten, det relativt låga resursutnyttjandet och förstärkningen av kronan. Den importerade inflationen har av allt att döma också hållits nere av att det skett en substitution av import från länder med relativt höga priser till länder där priserna är relativt låga. Priserna på kläder har exempelvis utvecklats ovanligt svagt och har under de senaste två åren till och med fallit. EU:s nya regler för import av kläder och textilier har bidragit till att hålla nere ökningstakten av kläddpriserna. Hårdnande konkurrens inom livsmedelsbranschen har dessutom bidragit till att livsmedelspriserna fallit.

Den senaste tiden har inflationen blivit något högre än vad vi räknade med i vår senaste inflationsrapport. Det beror främst på det oväntat höga oljepriset. Den inhemska inflationstakten har däremot varit något lägre under sommaren jämfört med vår tidigare bedömning.

I likhet med tidigare bedömer vi att inflationen kommer att stiga framöver. Ett ökat kostnadstryck och ett stigande resursutnyttjande bör bidra till att den inhemska inflationen stiger. Samtidigt kommer sannolikt de faktorer som har verkat dämpande under det senaste året – snabb ökning av produktiviteten och ökad konkurrens – fortsätta att hålla tillbaka prisökningarna. Vi räknar därför med att den inhemska inflationen stiger endast långsamt under prognosperioden.

När det gäller prognosen för den importerade inflationen bedömer vi att effekten av de prisdämpande faktorerna avtar något. Även om substitutionen i importen mot billigare varor visserligen kan antas fortsätta, bör ett stigande globala resursutnyttjandet leda till ett högre internationellt pristryck. Vi räknar inte heller med att utvecklingen av kronan kommer att fortsätta att verka lika prisdämpande som den varit under de senaste åren.

Det faktum att kostnadstrycket och resursutnyttjandet stiger i Sverige bör även påverka konsumentpriserna på de importerade produkterna eftersom dessa bearbetas och distribueras innan de säljs vidare på den svenska marknaden. Sammantaget finns det därför enligt min mening fog för att tro att den importerade inflationen exklusive olja stiger gradvis det närmaste året. Jag tror dock att den kan förbli relativt låg även framöver.

Penningpolitiken framöver

Inflationen bedöms alltså stiga under de kommande åren men i ganska måttlig takt. Jämfört med den bedömning vi gjorde i juni ser inflationen ut att kunna bli något högre. På kort sikt beror det främst på det högre oljepriset. På längre sikt är det den högre tillväxten som talar för att inflationen nu kan komma att bli något högre än vår prognos i juni. Detta motverkas dock delvis av att den underliggande produktivitetstillväxten i ekonomin kan behöva revideras upp något.

■ I den bedömning av inflationen som vi kommer att redovisa i den inflationsrapport som vi publicerar i nästa vecka utgår vi inte längre från antagandet om en oförändrad reporänta. Utgångspunkten är istället den styrränta som marknaden väntar sig framöver som den kommer till uttryck i de s.k. implicita terminsräntorna. Med denna utgångspunkt - och med hänsyn till de olika risker som vi ser framför oss - är det rimligt att tro att inflationen om ett till två år närmar sig vårt inflationsmål på två procent.

När direktionen samlas för att diskutera penningpolitik på onsdag i nästa vecka är de framtida inflationsutsikterna givetvis av helt avgörande betydelse för vårt beslut. Sannolikt kommer vi också att ha en diskussion om hur vi ska se på de fortsatt stigande huspriserna. För egen del anser jag inte att det är någon direkt brådska med att höja reporäntan, något direktionen också kommunicerade i augusti. Men klart är ändå att detta är nästa naturliga steg om den nuvarande bilden står sig. När det kan bli aktuellt att modifiera den idag mycket expansiva penningpolitiken beror naturligtvis som vanligt i första hand på utvecklingen framöver i ekonomin och på bedömningen av den framtida inflationen.