



ANFÖRANDE

DATUM: 2008-05-30
TALARE: Förste vice riksbankschef Irma Rosenberg
PLATS: Stockholms Handelskammare, 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

■ Det aktuella läget och penningpolitiken

Riksbanken har en ganska svår uppgift i dessa dagar. Det gäller för övrigt inte bara oss, utan andra centralbanker också. Riksbankens uppdrag är att hålla inflationen låg och stabil och att bidra till att produktion och sysselsättning inte varierar alltför mycket. Men nu är inflationen hög samtidigt som konjunkturen mattas av. En höjning av styrräntan för att dämpa inflationen innebär att konjunkturen skulle mattas av ytterligare. Det är ett dilemma vi och andra centralbanker ställs inför.

När vi i direktionen möttes den 22 april för att fatta beslut om penningpolitiken beaktade vi som vanligt alla de faktorer som kan påverka hur den svenska ekonomin utvecklas. Vårt beslut blev då att lämna reporäntan oförändrad. Jag tänkte idag berätta lite om hur vi tänkte då och resonera kring de avvägningsproblem vi står inför i nuläget. Särskilt kommer jag, lite mer i detalj, att gå in på energi- och livsmedelsprisernas dramatiska utveckling under de senaste åren och hur de påverkar den svenska inflationen. Som avslutning diskuterar jag den nya information vi fått efter vårt senaste möte.

Men låt mig säga direkt att även om utvecklingen av energi- och livsmedelspriserna påverkar den allmänna prisutvecklingen under en övergångsperiod, så är det penningpolitiken som bestämmer inflationen på lång sikt. Riksbanken behöver inte, och ska inte, acceptera en långsiktigt högre inflationstakt bara för att priset på vissa varor stiger. Men det kan ta olika lång tid att få inflationen tillbaka till målet, beroende på hur kraftiga och utdragna störningarna är och hur stor hänsyn centralbanken vill ta till den reala ekonomin. Hur jag ser på frågan återkommer jag strax till.

Svagare konjunktur mot stigande inflation

Låt mig börja med att summera hur läget var vid vårt senaste räntebeslut i april. Oron på de finansiella marknaderna hade fortsatt sedan vårt föregående möte i februari och interbankräntorna hade stigit igen. De höga räntorna på lånen mellan bankerna visade att många banker i vår omvärld fortfarande hade problem att få tillräckligt med likviditet. Osäkerheten var stor om hur lång tid det skulle ta innan förhållandena blev mer normala igen. Det ökade också osäkerheten om hur stora effekter den finansiella oron skulle få på den reala ekonomin både internationellt och i Sverige.

Den amerikanska konjunkturen hade försvagats mer än väntat och vår prognos för tillväxten i USA reviderades ned kraftigt i april. Även i euroområdet såg det lite svagare ut. Vi räknade därför med lite svagare tillväxt i världsekonomin 2008 och 2009.

I Sverige hade konjunkturen snarare utvecklats något starkare än vi räknat med. Men de svagare konjunkturutsikterna i omvärlden väntades leda till att tillväxten även i Sverige skulle dämpas senare i år och i början av nästa år. Det började också synas tecken på att konjunkturen mattades av, till exempel i konjunkturbarometerdata, i detaljhandelsförsäljningen och i nyanmälda lediga platser.

Men vi bedömde att inbromsningen i Sverige skulle bli relativt mjuk. BNP-tillväxten var fortfarande god och förutsättningarna för tillväxten framöver relativt gynnsamma. Sparandet både hos hushållen och i den offentliga sektorn var högt. Fastighetspriserna utvecklades ganska stabilt och de direkta effekterna av den finansiella turbulensen bedömdes bli förhållandevis små.

Samtidigt var inflationen hög både i omvärlden och i Sverige. Det hängde framför allt ihop med högre energi- och livsmedelspriser på världsmarknaden. Inflationförväntningarna här hemma var också fortsatt höga och låg väl över inflationsmålet även på längre sikt. Vi hade alltså att ta hänsyn till olika motverkande faktorer. Å ena sidan var tillväxten i den svenska ekonomin fortsatt god och inflationen och inflationsförväntningarna höga. Å andra sidan väntades oron på finansiella marknaderna och svagare tillväxt i världsekonomin bidra till att dämpa den svenska tillväxten och inflationen. Det ledde fram till beslutet att hålla reporäntan oförändrad på 4,25 procent, vilket jag också röstade för. Vi höll samtidigt fast vid prognosen att reporäntan skulle vara kvar på den nivån under det närmaste året för att inflationen skulle föras tillbaka till målet på ett par års sikt och produktion och sysselsättning skulle utvecklas balanserat.

Vi betonade också att osäkerheten om den fortsatta utvecklingen fortfarande var stor. Jag för min del såg en uppenbar risk för att avmattningen i USA skulle kunna bli mer utdragen än vad som låg i prognosen. Jag såg också en risk för att de snabba prisstegringarna på världsmarknaden på energi och livsmedel skulle kunna dämpa efterfrågan och därmed tillväxten även i resten av världen, vilket i så fall också skulle hålla tillbaka den svenska tillväxten och inflationen ytterligare. Det fanns också tydliga tecken på att den svenska arbetsmarknaden var på väg att kylas av och min syn var att den svaga produktivitetsutvecklingen talade för att företagets efterfrågan på arbetskraft kunde komma att dämpas. Det talade för att risken inte var så stor att takten i lönestegringarna skulle komma att dra iväg snabbare än väntat. Detta sammantaget var skälet till att jag inte ville utesluta att en sänkning av styrräntan skulle kunna bli aktuell senare under prognosperioden.

För min del vägde det tungt vid räntebeslutet att se till så att inte de starka prisimpulserna från världsmarknaden driver upp inflationsförväntningarna varaktigt och via andrahandseffekter leder till en högre permanent inflation. Men osäkerheten är stor om prisutvecklingen på energi och livsmedelsråvaror på världsmarknaden och vilka konsekvenserna blir för inflationen och penningpolitiken. Låt mig utveckla detta resonemang.

■ Relativpriser viktiga för penningpolitiken endast om de påverkar inflationen...

Sedan i höstas har de svenska livsmedelpriserna i KPI och priserna på oljeprodukter i KPI ökat snabbt. I april i år hade livsmedelspriserna stigit med cirka 6 procent jämfört med samma månad året före. De bidrog därmed i april med cirka 1 procentenhet till KPI-inflationen, som totalt uppgick till 3,4 procent. Priserna på oljeprodukter bidrog med ytterligare 0,3 procentenheter.

Uppgången i de svenska livsmedelspriserna speglar i huvudsak den snabba prisutvecklingen på världsmarknaden för livsmedelsråvaror under det senaste året. Trots turbulensen på de finansiella marknaderna och en svagare tillväxt i världen har livsmedelpriserna på världsmarknaden ökat med 60 procent (uttryckt i USD) sedan slutet av 2006.¹ Priserna på många varor har nått rekordhöga nivåer, bland annat priserna på sojaböner, majs och vete. Oljepriset har också slagit ständigt nya rekord de senaste åren.

På världsmarknaden har vi ändå den senaste tiden kunnat se en något lugnare utveckling av priset på vissa livsmedelsråvaror. Priset på vete har fallit. Enligt Chicagobörsen backade terminspriset i dollar med drygt 30 procent mellan mitten av mars och slutet av april. Men priset ligger fortfarande en bit över genomsnittet för förra året. En bidragande orsak till nedgången i priset på vete är att Ukraina har lättat på sina restriktioner på veteexporten. Även priset på ris har backat den allra senaste tiden medan majspriset har fortsatt uppåt.² Totalt sett, har livsmedelspriserna fallit något de senaste månaderna men väntas stanna på höga nivåer även framöver.³

Vad betyder det för penningpolitiken att priserna stiger snabbt på världsmarknaden? Man måste ha klart för sig att detta är exempel på förändringar i relativa priser. Det vill säga priserna på råvaror som livsmedel och energi stiger i förhållande till priserna på till exempel tillverkade varor. För penningpolitiken är det viktigt att konstatera att förändringar i relativa priser inte i sig är inflation. Inflation handlar istället om att den allmänna prisnivån, eller genomsnittet av alla priser, stiger.

Förändringar i relativpriser kan och ska centralbanker inte motverka. Men vad centralbanker med penningpolitiken kan styra på lång sikt är just hur inflationen utvecklas. En viss förändring i relativa priser kan uppkomma vid låg inflation om prishöjningarna på de varor som blir relativt dyrare kompenseras av en svagare prisutveckling på andra varor. Samma relativprisändring kan åstadkommas vid hög inflation när priserna på alla varor stiger men i olika snabb takt.

Om priserna på livsmedelsråvaror och olja skjuter i höjden innebär det att företagens kostnader stiger och inflationen tenderar att pressas upp. Sådana starka inflationsimpulser kan inte motverkas omedelbart med penningpolitik, eftersom penningpolitiken verkar först med fördröjning. Men det en centralbank med inflationsmål då ställs inför är att se till så att de stigande priserna på livsmedel och energi inte resulterar i varaktigt högre inflationsförväntningar och andrahandseffekter i form av krav på högre löner och priser på andra varor. Oavsett vad som händer med relativpriserna är vår uppgift - och det är viktigt - att se till att inflationen är i genomsnitt 2 procent på ett par års sikt.

¹ Mätt enligt The Economist's råvaruprisindex.

² Internationella perspektiv, nr 15 2008, LRF

³ Enligt Food Outlook från Food and Agricultural Organization of the United Nations (FAO), 22 maj 2008

■ ...och det är bara varaktiga effekter vi bryr oss om

Hur ska då penningpolitiken svara på de snabba prisökningarna på livsmedel? Det beror på om effekterna på inflationen bedöms vara tillfälliga eller varaktiga. Tillfälliga uppgångar i inflationen som snabbt kan väntas klinga av ska penningpolitiken inte svara på, eftersom det tar tid för penningpolitiken att verka. Att höja räntan för att motverka tillfälliga inflationsimpulser kan orsaka onödiga kostnader. Och då menar jag kostnader i form av att produktion och sysselsättning kan falla för mycket. Däremot ska penningpolitiken reagera på prisimpulser som annars skulle riskera att få varaktiga effekter på inflationen.

Som jag tidigare varit inne på står penningpolitiken både i Sverige och i omvärlden inför en svår utmaning. Å ena sidan innebär det faktum att olje- och livsmedelspriserna stigit snabbt under den senaste tiden, såväl på världsmarknaden som i Sverige, att inflationstrycket ökat kraftigt. Detta talar för att höja räntan.

Å andra sidan tyder våra senaste prognoser för tillväxten på att tillväxten blir svagare i omvärlden, åtminstone i USA och euroområdet. Riskerna finns att det dämpar tillväxten också i resten av världen.

Dessutom riskerar uppgången i olje- och livsmedelspriserna att ytterligare dämpa tillväxten i världen. Den inhemska efterfrågan är en stark drivkraft för tillväxten i många utvecklingsländer och den kan komma att försvagas av de kraftiga prisstegringarna på livsmedel. Men även USA:s tillväxt är mycket beroende av den inhemska konsumtionen som kan påverkas negativt av det höga oljepriset. Alla dessa faktorer talar istället för att sänka räntan.

När vi bestämmer vägen för penningpolitiken är det viktigt att veta om de stigande olje- och livsmedelspriserna kommer att ha varaktiga eller tillfälliga effekter på inflationen.⁴ Det är inte lätt att veta på förhand. Vi måste följa utvecklingen noga. Men vi kan få viss vägledning genom att titta på vilka faktorer som ligger bakom prisökningarna.

Ökad efterfrågan, utbudseffekter och portföljinvesteringar bakom stigande råvarupriser

En orsak till de höga råvarupriserna är den ökade efterfrågan på världsmarknaden från tillväxtekonomier. Högre inkomster per capita i Kina, Indien och andra snabbt växande ekonomier har lett till ökad efterfrågan på livsmedel och även förändringar i sammansättningen av livsmedelskonsumtionen. Särskilt har efterfrågan på kött ökat, vilket i sin tur drivit upp efterfrågan och priserna på foder spannmål. Detta sprider sig också vidare till övriga livsmedelsgrödor. Det är rimligt att tro att efterfrågan på livsmedel i världen kommer att förbli hög.

En viktig drivkraft för efterfrågan i världen på livsmedelsråvaror är också senare års satsningar på etanol och biodiesel. Den ökande användningen av vissa livsmedelsråvaror i produktionen av biobränslen begränsar utbudet av livsmedel och ökar priset på ätbara grödor. När oljepriset når rekordhöga nivåer skapar det ytterligare incitament att öka produktionen av biobränslen på bekostnad av livsmedel. I sin senaste rapport konstaterar IMF att biobränslen svarar för endast 1,5 procent av utbudet av flytande energi. Men användningen av dessa bränslen led-

⁴ Se Irma Rosenberg, "Stigande priser på råvaror och livsmedel", tal den 9 maj 2008.

de till att efterfrågan på grödor som användes i produktionen fördubblades mellan 2006 och 2007.⁵

På lite sikt bör de höga livsmedelspriserna medföra att utbudet av livsmedel ökar och att det dämpar prisutvecklingen. Men det finns också faktorer som kan hålla tillbaka utbudet och som leder till att det inte ökar så mycket som det skulle behöva för att möta den ökade världsefterfrågan. Några utbudsstörningar är av tillfällig karaktär, till exempel torkan i Australien förra året och dåliga skördar i vissa regioner. Här kan det inte uteslutas att klimateffekter har spelat in, och då kan sådana störningar bli ett återkommande problem.⁶

Något som också verkat återhållande på utbudet och som därmed bidragit till att blåsa under ökningen av livsmedelspriserna i världen är de exportrestriktioner som har införts av en del länder, som är stora producenter av livsmedel, i ett försök att skydda den inhemska konsumtionen från prishöjningar. Effekten på vetepriset när exportrestriktionerna minskade i Ukraina, som jag nämnde tidigare, är ett tydligt exempel på att detta kan ha påtagliga effekter på prisutvecklingen.

En faktor som säkert också haft betydelse är försvagningen av dollarn. Råvaror är prissatta i dollar och det kan göra att råvaruexportörerna försöker kompensera sig med högre priser om dollarn faller.

Under senare år har portföljinvesteringar i råvaror blivit ett allt vanligare sätt för investerare att diversifiera sig och sprida risker. Att intresset ökat beror på att avkastningen på andra placeringar försämrats och det har troligen bidragit till att förstärka uppgången i priserna på råvaror. Om förväntningarna på den relativa avkastningen på denna typ av placeringar försämrats skulle detta kunna leda till att prisutvecklingen dämpas istället.

Hur väger man samman alla de faktorer jag har tagit upp? Osäkerheten är förstås stor. Den bedömning vi gjorde vid vårt senaste penningpolitiska möte var att priserna på världsmarknaden inte skulle fortsätta stiga i samma snabba takt. Det betydde att de höga inflationsimpulserna från prisuppgången på livsmedelsråvaror bedömdes vara delvis tillfällig. Detta är något som så här långt också stöds av de tendenser till uppbromsning av prisutvecklingen på livsmedelsråvaror på världsmarknaden, som vi kunnat se den senaste tiden.

Information som har kommit efter senaste mötet

Jag tänkte nu gå över till att tala lite om den information som kommit sedan det senaste räntebeslutet.

Det finns nu tecken som kan tala för att oron på de finansiella marknaderna har minskat något. Federal Reserves agerande för att rädda den amerikanska investmentsbanken Bear Stearns tycks ha bidragit till att återställa förtroendet bland investerarna. Några tecken på det är att såväl tillgängligheten på kapital som investerarnas riskbenägenhet har ökat. De så kallade CDS-premierna, som speglar marknadens värdering av kreditrisk, har sjunkit sedan slutet av mars. Den så kallade TED-spreaden (skillnaden mellan tre månaders interbankränta och motsvarande statsskuldsväxel) har sjunkit i USA och ligger på ungefär samma nivå som euroområdet. Däremot har de svenska TED-spreadarna inte sjunkit tillbaka under senare tid, och de är något högre än till exempel motsvarande spreadar i euroom-

⁵ IMF (2008) World Economic Outlook

⁶ Se FN:s klimatpanel 2007: klimateffekter, anpassning och hållbarhet.

■ rådet. Detta hänger delvis samman med att korta svenska statsräntor inte stigit på samma sätt som till exempel de amerikanska, vilket troligen beror på ett minskat utbud av statsskuldsväxlar. Med andra ord kan denna spread inte ses som ett tecken på att marknaden har ändrat sin uppfattning om riskerna i den svenska banksektorn. Riksbanken följer som alltid denna utveckling noga och har inte sett några skäl till extraordinära åtgärder. Svenska banker har inga problem med sin finansiering.

Men osäkerheten är fortfarande stor på de finansiella marknaderna och risken för bakslag är betydande. Även om interbankräntorna, de räntor som banker betalar när de lånar av varandra, har sjunkit är de fortfarande väsentligt högre än genomsnittet de senaste åren. TED-spreaden i USA och euroområdet, är till exempel tre gånger så hög som genomsnittet. Bostadsmarknaden har ännu inte bottnat i USA. Om nya stora kreditförluster dyker upp igen i det finansiella systemet kan marknadens förtroende åter rubbas.

Under de senaste dagarna har det kommit en del ny information om läget i den amerikanska ekonomin. Inflationen i USA är fortsatt hög. Till stor del beror det på de allt högre livsmedelspriserna men också på höga energipriser. Däremot har lönestegringstakten dämpats. Även i euroområdet påverkas inflationen av de högre energi- och livsmedelspriserna. Däremot ser tillväxten ut att vara starkare än vad vi trott det senaste kvartalet för USA, men också för euroområdet, framförallt Tyskland. Det finns samtidigt indikatorer för både USA och Euroområdet som talar för att det blir en inbromsning andra kvartalet.

Den internationella utvecklingen påverkar ju oss alla, både er som företagare och Sverige som helhet. Vi har räknat med att utrikeshandeln ska dämpas framöver, eftersom tillväxten i världen väntas fortsätta att försvagas. Orderingången från exportmarknaden har minskat hittills under 2008. Nyinkommen statistik gällande utrikeshandel visar tecken på att en dämpning är att vänta under det andra kvartalet, ungefär i linje med bedömningen som gjordes i den penningpolitiska uppföljningen från april. Men det är svårt att jämföra utrikeshandeln under de senaste månaderna med motsvarande period förra året eftersom vi i år haft skottår och påsken låg ovanligt tidigt. Det får effekt på antalet affärs- och arbetsdagar.

Sysselsättningen har fortsatt att öka jämförelsevis starkt de senaste månaderna och arbetslösheten faller fortfarande något. Men det finns också indikationer på att arbetsmarknaden kommer att försvagas framöver. Antalet varsel om uppsägningar i april i år har fördubblats jämfört med samma månad i fjol. Samtidigt är det fortfarande svårt i vissa branscher att hitta rätt kompetens till lediga tjänster. Efterfrågan på arbetskraft har avtagit de senaste månaderna, bland annat har antalet nyanmälda lediga platser blivit färre. Denna bild bekräftas av konjunkturinstitutets senaste barometer enligt vilken det finns allt mindre behov av nyanställningar i näringslivet. Barometern visar också att företagets syn på svensk ekonomi har försämrats. Sammantaget har konfidensindikatorn för näringslivet gått från att ha varit starkare än normalt till något svagare mellan april och maj.

Konjunkturbarometern för hushållen visar också att de blivit alltmer pessimistiska. Synen på svensk ekonomi har fortsatt att försämrats och de har också blivit mer dystra när det gäller den egna ekonomin. Samtidigt har hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt stigit betydligt. Men det kan också noteras att hushållen uppfattar den aktuella inflationen som betydligt högre än den faktiskt är. Innan vårt nästa penningpolitiska möte får vi också mätningar av inflationsförväntningar bland andra grupper, som vi också måste analysera (Prospera).

■ De nya nationalräkenskaperna för första kvartalet som publicerades tidigare idag visar att tillväxten första kvartalet var svagare än vi räknat med. De visar också att arbetsproduktiviteten ökade svagt första kvartalet i år efter att ha fallit under större delen av 2007. Vad den nya BNP-statistiken i övrigt innebär för våra bedömningar kommer vi att analysera noga inför vårt nästa möte i juli.

Preliminär statistik tyder på en lägre löneökningstakt än vi räknat med - både för arbetare och för tjänstemän - de första månaderna i år. En möjlig orsak till detta är sammansättningseffekter i lönestatistiken. Om till exempel nya grupper i större utsträckning än tidigare anställs till låga ingångslöner kommer den genomsnittliga löneökningstakten bli lägre. Men så här långt har det inte kommit några tecken på att löneökningstakten skulle ha dragit iväg. Givetvis är detta något vi följer noga.

Fortfarande är inflationen hög, precis som jag sa tidigare. I april blev den 3,4 procent mätt med KPI. Det var helt i linje med vad vi bedömde vid det senaste rän-
tebeslutet. Sedan april har oljepriset stigit kraftigt. Spot- och terminspriserna på olja ligger nu cirka 30 procent högre än i april. Det är sannolikt att de högre oljepriserna kan komma att påverka inflationen via högre bensinpriser.

I juli får vi återigen ta ställning till de motverkande krafterna

Det var något av den nya information som kommit de senaste veckorna. Ytterligare information kommer att presenteras under de kommande veckorna som vi också måste ta ställning till vid nästa penningpolitiska möte.

Vid det senaste mötet i april var vår syn i direktionen på räntebanan densamma som i februari. Som jag såg det då, hade risken stigit för att de internationella prisimpulserna skulle driva upp inflationen genom högre inflationsförväntningar. Det var en orsak till att jag röstade för att lämna reporäntan oförändrad. Samtidigt såg jag också att den finansiella oron och dämpningen av tillväxten i omvärlden kunde skapa risker för en svagare utveckling av både tillväxt och inflation på sikt.

De motverkande krafter som vi hade att ta ställning till i april är fortfarande aktuella. Det diskuteras nu vad som ska hända med penningpolitiken när oljepriset har stigit ungefär i linje med vårt alternativscenario i februarirapporten. Det skulle kunna tala för en högre räntebana. Men fullt så enkelt är det inte. Den analys som görs i det scenariot beaktar bara en alternativ utveckling av *oljepriset*. Den analys som görs vid ett penningpolitiskt beslut tar hänsyn till *allt* som hänt i ekonomin. Hur alla dessa aspekter bör vägas mot varandra är något jag och mina kollegor i Riksbankens direktion får ta ställning till när vi samlas för ett nytt penningpolitiskt beslut första veckan i juli.