



ANFÖRANDE

DATUM: 2009-08-18
TALARE: Förste vice riksbankschef Svante Öberg
PLATS: Kulturens hus, Luleå

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 ekonomiska läget

Det är särskilt roligt för mig att få komma just till Luleå och tala om det ekonomiska läget. Min pappa Folke Öberg var nämligen född och uppvuxen i Luleå och han började arbeta just på Riksbanken här år 1930. Han träffade också min mamma Margareta här. På 1930-talet flyttade de till Stockholm när pappa började arbeta på Riksbankens huvudkontor där han arbetade till dess han pensionerades 1972. De lokalkontor vi på Riksbanken tidigare hade i varje län, även här i Luleå, är sedan länge nedlagda och verksamheten är nu koncentrerad till Stockholm.

Det jag har att säga idag kan sammanfattas i tre punkter:

- Botten i den djupa konjunkturedgången är nådd, men återhämtningen blir svag.
- Ny information under sommaren tyder snarast på en något starkare BNP-utveckling än vi har räknat med, men arbetsmarknaden fortsätter att försvagas och inflationen är låg.
- Penningpolitiken är inriktad på att dämpa djupet i konjunkturedgången. Reporäntan sänktes till rekordlåga 0,25 procent i juli och förväntas ligga kvar på den låga nivån ett år framåt.

I mitt tal idag kommer jag att presentera Riksbankens bedömning av den ekonomiska utvecklingen både i omvärlden och i Sverige. Det är den bedömning som redovisades i den penningpolitiska rapporten den 2 juli i år. Jag kommer också att kommentera den nya information som har kommit fram under sommaren. Slutligen kommer jag att redovisa hur majoriteten i direktionen och jag själv såg på penningpolitiken i juli. Men jag börjar med att beskriva utvecklingen på de finansiella marknaderna, som är både orsaken till att vi har fått en så kraftig konjunkturedgång och en förutsättning för att tillväxten ska komma igång igen.

Finansiella marknader

Bättre läge på de finansiella marknaderna

Läget på de finansiella marknaderna har förbättrats under det senaste halvåret både i Sverige och i omvärlden. Riskpremierna på interbankmarknaden, till exempel TED- och basis-spreadar, har kommit ner och är nu inte långt från de

■ nivåer som rådde innan krisen startade för två år sedan (se bild 1). Det är ett tecken på att interbankmarknaden fungerar bättre. Andra positiva tecken på att situationen inom den finansiella sektorn har stabiliserats är att svenska företag åter kan ta upp lån på den internationella kapitalmarknaden, att aktiekurserna har stigit och att kronan har stärkts.

Men problemen inom den finansiella sektorn är inte över ännu. Flera andra typer av riskpremier ligger fortfarande på högre nivåer än före krisen, exempelvis kreditspreadar för företag och CDS-premier (Credit Default Swaps). Dessutom kommer bankernas kreditförluster troligen att öka (se bild 2).¹

Den finansiella krisen har hittills varit mindre allvarlig i Sverige än i flera andra länder. De svenska bankerna är väl kapitaliserade. Men de är också i hög grad beroende av värdepappersmarknaderna för sin finansiering och de har expanderat kraftigt i de baltiska länderna. För Sveriges del ligger därför den största risken i bankernas kreditexponering mot Baltikum.

Internationell utveckling

Långsam återhämtning i världen

Världsekonomin har det senaste året drabbats av den snabbaste konjunktunedgången sedan andra världskriget. Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden är mycket svag i år och mycket svagare än vi tidigare har trott. Riksbanken har sedan i september i följ successivt reviderat ner sina prognoser för BNP-tillväxten i världen under 2009 från cirka 4 procent till cirka -1 procent (se bild 3). Prognosen i senaste penningpolitiska rapporten är inget undantag, men för första gången är det bara fråga om en mindre nedrevidering.

Mycket tyder nu på att vi har nått botten i den kraftiga konjunktunedgången. Under våren har det kommit allt fler indikatorer som pekar på att det kraftiga BNP-fallet i världen har bromsats upp. Samtidigt har finansmarknaderna börjat fungera bättre, vilket är en viktig förutsättning för att den ekonomiska återhämtningen ska komma igång. Världshandeln har även börjat visa tecken på stabilisering under våren efter det tidigare kraftiga fallet i exporten. Men vår bedömning är att återhämtningen blir långsam (se bild 4).

Bilden av att en återhämtning i världsekonomin har börjat bekräftas också av IMF:s senaste prognos för den globala ekonomiska utvecklingen. Men IMF:s rapport ger också bilden av att återhämtningen blir utdragen.²

Inflationen i omvärlden har fortsatt att falla och varit negativ under de senaste månaderna, men den underliggande inflationen har varit mer stabil. Jag återkommer till detta.

Råvarupriserna har dock börjat stiga. Oljepriset föll kraftigt i föl, men har nu stigit igen till cirka 75 dollar per fat och enligt terminspriserna väntas oljepriset stiga något under prognosperioden (se bild 5). Prisuppgången kan vara en konsekvens av att efterfrågan förväntas öka, men oljelagren är stora och OPEC-länderna har stora möjligheter att öka produktionen, vilket torde verka återhållande på oljepriset. Även priset på andra råvaror – metaller, livsmedel och övriga jordbruksvaror – har stigit under de senaste månaderna (se bild 6).

¹ Se rapporten Finansiell stabilitet 2009:1, Sveriges riksbank, juni 2009.

² IMF, World Economic Outlook Update, July 8 2009.

USA

USA genomlider nu sin mest utdragna recession sedan 1940-talet. Den startade redan i december 2007. Enligt vår senaste prognos kommer USA:s ekonomi krympa med i genomsnitt cirka 3 procent 2009. Tillväxten väntas bli positiv igen från och med nästa år. Sedan det penningpolitiska mötet i juli har nationalräkenskaper för andra kvartalet i år publicerats. De visade att BNP minskade med bara 0,3 procent mellan första och andra kvartalen i år, vilket var något bättre än vi räknade med. Sysselsättningen fortsatte att falla i juli, men mindre än väntat och arbetslösheten minskade med en tiondels procent, vilket var bättre än marknadens förväntningar.

Inflationen i USA mätt med KPI minskade till -2,1 procent i juli, men rensad för livsmedel och energi minskade den till 1,5 procent (se bild 7). Den underliggande inflationen mätt på detta sätt har de senaste åren varit relativt stabil och har bara minskat något det senaste året.

En viktig förutsättning för en vändning och stabilisering av den amerikanska ekonomin är att bostadspriserna bottenar och börjar stiga igen. Utvecklingen för reala huspriser i USA sedan 1950 utgör ett bra exempel på en prisbubbla (se bild 8). Frågan är nu hur långt ner bostadspriserna kommer att falla innan det vänder. I sin senaste penningpolitiska rapport konstaterar Federal Reserve att utvecklingen på bostadsmarknaden är fortsatt svag även om det finns vissa tecken på att den förbättras.³

Euroområdet

BNP-tillväxten i euroområdet fortsätter att utvecklas svagt. Enligt prognosen i den penningpolitiska rapporten kommer BNP i euroområdet att minska med i genomsnitt närmare 5 procent under 2009. Under nästa år förväntar vi oss i stort sett nolltillväxt och därefter en ganska svag ökning. Framförallt väntas den inhemska efterfrågan i euroområdet vara svag en lång tid framöver. Den svaga inhemska efterfrågan innebär att euroområdet är beroende av draghjälp från omvärlden - framförallt USA och andra viktiga handelspartner – för att kunna återhämta sig.

Sedan den penningpolitiska rapporten publicerades förstärker statistik från Eurostat bilden av att produktionen i euroområdet efter det kraftiga fallet i början av året håller på att stabiliseras på en lägre nivå. BNP minskade med bara 0,1 procent mellan första och andra kvartalen i år, vilket var betydligt bättre än vi räknade med. Vidare kan noteras att inköpschefsindex för euroområdet steg i juli för femte månaden i rad (se bild 9). Både industrin och tjänstesektorn uppvisar en förbättring under juli. Men indexet ligger fortfarande under 50, som är den nivå som indikerar tillväxt. Sysselsättningen fortsätter att utvecklas svagt och arbetslösheten steg till 9,4 procent i juni.

Inflationen mätt med det EU-harmoniserade måttet HIKP var -0,7 procent i juli. HIKP påverkas inte av räntesänkningar på det sätt som det svenska KPI, men väl av energipriser. Inflationen mätt med HIKP exklusive energi, vilket är ett mått på den underliggande inflationen, var 1,0 procent i juli. Även i euroområdet har den underliggande inflationen mätt på detta sätt varit relativt stabil de senaste åren och minskat betydligt mindre än HIKP-inflationen det senaste året (se bild 10).

³ Monetary Policy Report to the Congress, July 21, 2009, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Resten av världen

För tillväxt- och utvecklingsländerna utanför OECD räknar vi med en bättre tillväxt än för OECD-länderna. Den bilden stöds av IMF:s senaste uppdatering av World Economic Outlook. IMF skriver att den globala ekonomin börjar komma ut ur recessionen, men att stabiliseringen är ojämn mellan olika regioner och att återhämtningen kommer att gå långsamt. IMF räknar exempelvis med en stark tillväxt i Kina och Indien både i år och nästa år (se bild 11). Ekonomierna i Ryssland och Brasilien däremot väntas krympa i år för att sedan växa igen nästa år.⁴

OECD:s ledande konjunkturindikatorer för juni ger en något ljusare bild och indikerar att den ekonomiska utvecklingen har vänt uppåt under första halvåret i år i alla de så kallade BRIC-länderna: Brasilien, Ryssland, Indien och Kina.⁵

Det aktuella ekonomiska läget i Sverige

I min genomgång av det ekonomiska läget i Sverige kommer jag att fokusera på fem områden: *BNP-utvecklingen, arbetsmarknaden, inflationen, bytesbalansen och de offentliga finanserna*. Min erfarenhet är att dessa variabler brukar ge en bra bild av ett lands ekonomiska läge.

Botten är nådd, men återhämtningen blir svag

Även den svenska ekonomin har drabbats hårt av den internationella lågkonjunkturen. I den penningpolitiska rapporten räknade vi med att BNP i Sverige kommer att falla med över 5 procent i år (se bild 12). Under våren har det dock kommit flera tecken som pekar på att botten i den djupa konjunkturedgången är nådd. Finansmarknaderna har börjat fungera bättre, vilket skapar förutsättningar för en ekonomisk återhämtning. Den för svensk ekonomi så viktiga världshandeln har också visat tecken på stabilisering under våren.

Samtidigt tror vi att återhämtningen blir svag. Det brukar bli så efter allvarliga finansiella kriser. Vi räknar med att det dröjer ända till 2012 innan BNP har nått samma nivå som innan konjunkturedgången inleddes andra kvartalet 2008.

Efter senaste penningpolitiska mötet har det kommit ytterligare tecken som stöder bilden av att det värsta är passerat. De preliminära nationalräkenskaper som publicerades den 31 juli tyder på att BNP var oförändrad mellan första och andra kvartalet i år efter fyra kvartal med fallande BNP (kalenderkorrigerat). Det är ett något bättre utfall än i vår juliprognos där vi räknade med att BNP skulle falla 0,3 procent andra kvartalet och att fallet skulle upphöra först tredje kvartalet. Men osäkerheten i de preliminära nationalräkenskaperna var ovanligt stor denna gång.

De senaste månaderna har också olika konfidensindikatorer förbättrats. Konjunkturinstitutets barometerindikator, som sammanfattar företagets och hushållens syn på det ekonomiska läget, ökade med nästan sju enheter i juli till 87,1. Men nivån är fortfarande under 100 och indikerar att stämningläget bland företag och hushåll fortfarande är betydligt svagare än normalt (se bild 13).⁶ Även inköpschefsindex för juli var mer positivt än enligt marknadens

⁴ Se World Economic Outlook update, IMF 8 juli, 2009.

⁵ Se OECD:s Composite Leading Indicators, OECD 7 augusti, 2009

⁶ Konjunkturbarometern juli 2009, Konjunkturinstitutet 30 juli 2009.

■ förväntningar. Det steg med nästan fyra enheter till 54,3 och var därmed över 50 för andra månaden i rad (se bild 14). Inköpschefsindex brukar vara en något snabbare indikator på utvecklingen än konjunkturbarometern och index över 50-stecket indikerar tillväxt.⁷

Arbetsmarknaden fortsätter att försvagas

I den senaste penningpolitiska rapporten gjorde vi bedömningen att den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden skulle fortsätta framöver. Vanligtvis kommer försämringen av arbetsmarknaden med en viss eftersläpning vid konjunkturedgångar, och så även denna gång. Vi väntar oss att sysselsättningen faller med cirka 300 000 personer från toppen 2008 till botten 2011 och att arbetslösheten fortsätter att stiga till drygt 11 procent (se bild 15 och 16).

Efter senaste penningpolitiska mötet har ny information från Arbetskraftsundersökningarna legat ungefär i linje med vår bedömning. Sysselsättningen minskade i juni med 1,7 procent jämfört med samma månad året innan och arbetslösheten ökade till 9,8 procent. Det var två respektive en tiondels procent bättre än vår bedömning.⁸

Den underliggande inflationen är i linje med inflationsmålet på 2 procent

Inflationen har fallit snabbt de senaste månaderna och förväntas bli negativ under en stor del av året. Men inflationen som den mäts med KPI påverkas kraftigt av ränteförändringar och ändrade energipriser. Det är därför bättre att studera den underliggande inflationen. Den underliggande inflationen mäts med KPIF, där bostadsräntorna hålls konstanta, beräknas ligga nära 2 procent under hela prognosperioden (se bild 17).

Nya inflationssiffror publicerade efter det senaste penningpolitiska mötet har också legat ungefär i linje med våra bedömningar. Inflationen mäts med KPI var -0,9 procent i juli, vilket var 3 tiondels procent lägre än enligt vår bedömning, men den underliggande inflationen mäts med KPIF uppgick till 1,8 procent, vilket var helt i enlighet med vår bedömning.⁹

Inflationen mäts med det EU-harmoniserade måttet HIKP var också 1,8 procent i juli och mäts med HIKP exklusive energi 2,8 procent. Inflationen var alltså betydligt högre i Sverige än i EU. En orsak till det är troligen att kronan har försvagats sedan i höstas. Vi räknar med att försvagningen främst beror på den finansiella krisen och att kronan kommer att förstärkas igen. Sedan det penningpolitiska mötet i juli har kronan dock förstärkts mer än vi räknade med (se bild 18). En annan orsak är troligen att arbetskostnaderna per producerad enhet har stigit snabbt tre år i rad till följd främst av fallande produktivitet men också högre löneökningar än tidigare (se bild 19).

Inflationsförväntningarna på fem års sikt enligt Prosperas senaste undersökning från juni uppgick till 2,2 procent och är väl förankrade kring inflationsmålet. Men inflationsförväntningarnas på två års sikt ligger något under inflationsmålet (se bild 20).

Bytesbalans och offentliga finanser är styrkefaktorer

Bytesbalansen och de offentliga finanserna är två styrkefaktorer för Sverige. De ser förhållandevis bra ut jämfört med andra länder. Sverige hade byggt upp stora

⁷ Institute for Supply Management (SILF) och Swedbank, 2009-08-03.

⁸ Arbetskraftsundersökningen (AKU), juni 2009, SCB 2009-07-23.

⁹ Konsumentprisindex (KPI) juli 2009, SCB, 2009-08-11.

■ överskott i både offentliga finanser och bytesbalansen innan krisen startade (se bild 21) och den offentliga sektorns skuldsättning är låg. Det har gett större frihetsgrader när det gäller att hantera krisen.

De offentliga finanserna försämras kraftigt i år och nästa år till följd av en expansiv finanspolitik i kombination med att offentliga inkomsterna minskar och utgifterna för arbetslöshet med mera ökar på grund av konjunkturedgången. Vår bedömning är att det offentliga finansiella sparandet sjunker från +4 procent av BNP toppåret 2007 till som lägst -4 procent av BNP 2010. Men det är en betydligt bättre situation än i många andra länder, till exempel Storbritannien, där de offentliga finanserna också försämras kraftigt, men där man startar med ett underskott i de offentliga finanserna. Inriktningen i Sverige på att de offentliga finanserna ska uppvisa överskott sett över en konjunkturcykel har gjort det möjligt att dämpa konjunkturedgången med en aktiv finanspolitik utan att underskotten blir ohanterligt stora.

Bytesbalansen uppvisar också stora överskott. Vår bedömning är att överskottet kommer att motsvara cirka 7 procent av BNP i år, trots att exporten beräknas falla med cirka 16 procent. En orsak till att överskotten i bytesbalansen är så stora är att exporten har utvecklats starkt sedan början av 1990-talet. Då motsvarade exporten cirka 30 procent av BNP och nu cirka 50 procent av BNP. Det medför samtidigt att exporten är mycket viktig för den svenska ekonomin och att den svaga ekonomiska tillväxten i omvärlden drabbar därför Sverige extra hårt.

Ny information under sommaren tyder på en något bättre utveckling

Sammanfattningsvis tyder den nya informationen under sommaren snarast på en något starkare utveckling av konjunkturen än vi räknade med i början av juli. BNP blev tre tiondelar bättre och sysselsättningen föll två tiondelar mindre än vi räknade med. Ett antal indikatorer har också visat sig vara bättre än marknadens förväntningar. Sammantaget stöder detta den bild vi hade att botten i den djupa konjunkturedgången är nådd. Det mesta pekar dock fortsatt på att återhämtningen blir svag. Inflationen minskade något mer än vi räknat med i juli, men den underliggande inflationen låg i linje med våra bedömningar.

Men en samlad bedömning av den ekonomiska utvecklingen gör vi först i samband med nästa penningpolitiska beslut den 2 september. Det hinner komma fram mer information innan dess och vi måste uppdatera våra prognoser.

Penningpolitik

Penningpolitiken är expansiv

Sedan finanskrisen förvärrades förra hösten har penningpolitiken varit inriktad på att dämpa djupet i den konjunkturedgång som följer i krisens spår. Reporäntan har sänkts från 4,75 i september 2008 till rekordlåga 0,25 procent i juli 2009. Riksbanken har också försett bankerna med likviditet för att motverka de negativa effekterna av finanskrisen. Jag ska i detta sista avsnitt gå in lite närmare på hur vi resonerade vid det senaste penningpolitiska beslutet och på de risker jag ser för en sämre respektive bättre utveckling.

I juli sänkte vi reporäntan från 0,50 till 0,25 procent. Konjunkturedgången såg ut att bli något djupare än Riksbankens tidigare bedömningar och vi räknade med att BNP-tillväxten skulle bli långsam de närmaste åren. Resursutnyttjandet skulle därmed vara lågt under hela prognosperioden. Samtidigt låg prognoserna för den

■ underliggande inflationen nära inflationsmålet på 2 procent. Vi ansåg därför att reporäntan sannolikt behöver ligga kvar på den låga nivån fram till hösten 2010 (se bild 22).

Vi beslutade också att låna ut 100 miljarder kronor till bankerna på tolv månader med fast ränta. Vi har sedan krisen förvärrades i september 2008 lånat ut pengar till bankerna för att de ska kunna klara sin likviditet. Bland annat har vi lånat ut pengar med ett års löptid till rörlig ränta. Syftet med att låna ut på ett år till låg och fast ränta var att få ner räntorna på interbankmarknaden och därigenom bidra till lägre räntor på lån till företag och hushåll. Det var ett sätt att öka möjligheterna att penningpolitiken skulle få avsedd effekt.

Anledning till optimism

Även om läget fortfarande är allvarligt och kräver extraordinära åtgärder börjar det nu finnas anledning till viss optimism. Det är nu första gången sedan i september i fjol som våra och andras prognoser inte längre revideras ner kraftigt mellan prognosomgångarna. Efter att ha reviderat ner prognoserna kraftigt i fyra rapporter i rad sedan september gjorde vi bara en liten nedrevidering i juli och den senaste informationen tyder snarast på en något starkare realekonomisk bild än vi då redovisade. IMF reviderade till och med upp prognoserna för världsekonomin i sin rapport i juli.

Min bedömning i juli var att riskbilden för den ekonomiska utvecklingen i Sverige nu är balanserad för första gången sedan våren 2008. Riskerna för att utvecklingen blir bättre än väntat är i stort sett lika stora som riskerna för att den blir sämre än väntat. Tidigare har jag främst sett risken för en sämre utveckling än den i vårt huvudscenario.

På nedsidan finns det framförallt två faktorer som skulle kunna tala för en sämre realekonomisk utveckling. Den ena är att den ekonomiska återhämtningen i omvärlden kan dra ut på tiden, vilket skulle ha negativa effekter för svensk export. Den andra är att situationen i de baltiska länderna kan förvärras och orsaka större kreditförluster än vi räknar med i svenska banker. Det kan indirekt komma att dämpa återhämtningen i den svenska ekonomin.

På uppsidan finns de expansiva finans- och penningpolitiska åtgärder som vidtagits i de flesta länderna och som kan leda till att den internationella återhämtningen sker snabbare än väntat. Då kan även den svenska återhämtningen påskyndas genom ökad export. Den nya informationen under sommaren tyder också på en något starkare utveckling av konjunkturen än vi har räknat med.

Man skulle kunna tolka den senaste tidens tecken på ökad optimism som att behovet av höjningar av reporäntan rycker närmare. Men man bör ta hänsyn till att resursutnyttjandet är mycket lågt och kommer att vara det under prognosperioden (se bild 23) och att vårt penningpolitiska uppdrag i första hand handlar om att se till att inflationen håller sig vid målet. I dagens läge är det svårt att se att det skulle finnas något som talar för att inflationstrycket skulle vara på väg upp. Snarare tvärtom: den svaga arbetsmarknaden och det ovanligt låga resursutnyttjandet talar för låga löneökningar. Detta i kombination med att produktiviteten brukar förbättras när konjunkturen vänder tyder på att arbetskostnaderna per producerad enhet kommer att utvecklas svagt framöver. Vi räknar också med att kronan kommer att stärkas, vilket kommer att hålla nere importprisutvecklingen. Det är också svårt att tro att efterfrågan skulle utvecklas så starkt att det driver upp inflationen.

■ Det är överväganden av detta slag som ligger bakom den bedömning jag gjorde i juli att reporäntan troligen behöver ligga kvar på en låg nivå under en lång tid framöver. Resursutnyttjandet kommer att vara lågt under överskådlig tid och det är svårt att se något inflationstryck. Samtidigt bör man som låntagare vara medveten om att läget är extremt och att vi någon gång framöver kommer att behöva höja räntan igen till en mer normal nivå.

Avslutning

Jag har nu redogjort för Riksbankens och min syn på utvecklingen i Sverige och omvärlden. Trots att BNP faller kraftigt i år, sysselsättningen faller och arbetslösheten stiger finns det nu tecken på att en förbättring är på väg. Läget på de finansiella marknaderna har förbättrats och den nya information som har kommit fram under sommaren stärker bilden av att botten i den djupa konjunkturen är nådd. Men förbättringen sker från ovanligt låga nivåer och återhämtningen blir troligen svag. Inflationen är negativ i år, men den underliggande inflationen ligger nära inflationsmålet på 2 procent. Penningpolitiken är inriktad på att dämpa djupet i konjunkturedgången. Reporäntan sänktes till rekordlåga 0,25 procent i juli och förväntas ligga kvar på den låga nivån ett år framåt.

Tack för uppmärksamheten!