Ett decennium med inflationsmål

AV LARS HEIKENSTEN
Lars Heikensten är riksbankschef.

Den 14 oktober 2004 talade riksbankschefen Lars Heikensten i finansutskottet. Sådana framträdande sker minst två gånger om året i samband med att Riksbanken överlämnar sin skriftliga redogörelse för penningpolitiken till finansutskottet. Vid dessa tillfällen ger riksbankschefen som regel en bred presentation av penningpolitiken och av de penningpolitiska övervägandena i Riksbanken. Detta var andra gången i år och vid detta tillfälle ägnades frågor om sysselsättning särskilt intresse. Nedan presenteras talet.

Inledning

Jag tycker att det är trevligt att få komma hit och tala om hur vi ser på läget i ekonomin, om inflationsförutsättningarna och om hur jag ser på penningpolitiken.

I dag hade jag tänkt att jag skulle börja med att göra en tillbakablick. Vi noterade när vi förberedde det här anförandet att det faktiskt är tio år sedan en riksbankschef för första gången uppträdde på det här sättet i en öppen utskottsdiskussion. Jag tänkte att jag skulle titta tillbaka lite på de tio åren.

När man gör det ser man att väldigt mycket faktiskt har gått bra i svensk ekonomi. Men på ett område finns det ju tydliga bekymmer. Det är sysselsättningen. Därför tänkte jag att jag skulle fördjupa mig lite i frågor som har att göra med penningpolitikens möjligheter att påverka sysselsättningen. Jag fick också frågor om det när jag var här förra gången, i våras, och tycker att det känns angeläget att återkomma till de frågorna.

Slutligen ska jag, som sagt, gå igenom hur vi ser på läget i dag.

Tio år med låg inflation

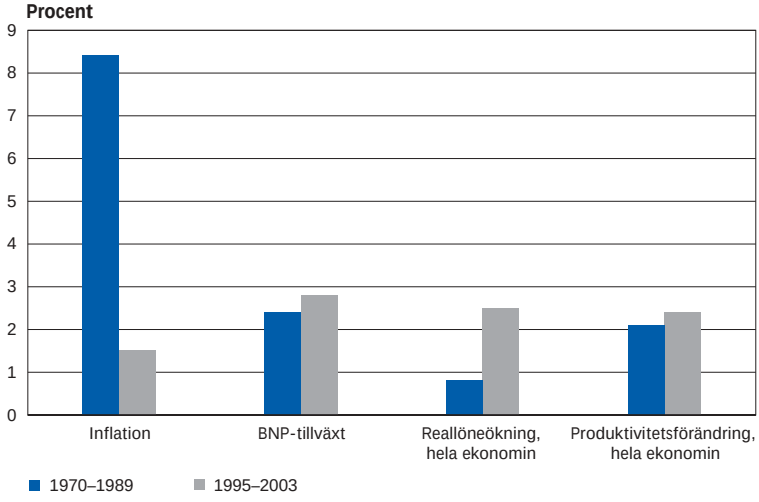
NY POLITIK

Penningpolitikens uppgift med rörlig växelkurs är att koncentrera sig på att uppnå ett inflationsmål.

Om jag börjar med tillbakablicken kan jag konstatera att vi i samband med krisen i början av 1990-talet fick vad man skulle kunna kalla för en omläggning av stabiliseringspolitiken, en ny regim för politiken i Sverige med en tydligare rollfördelning mellan finanspolitik och penningpolitik. Det gjordes klart att penningpolitikens uppgift, när vi nu har en rörlig växelkurs, är att koncentrera sig på att uppnå ett inflationsmål, medan finanspolitikens fokus mer sätts på att åstadkomma långsiktigt stabila statsfinanser.

Diagram 1 ger en känsla för resultatet av den här politiken.

Diagram 1. Genomsnitt för perioderna 1970–1989 och 1995–2003
Procent



Källa: SCB.

Det är naturligtvis, höll jag på att säga, väldigt stora avvikelser när det gäller inflationen, därför att vi nu har inriktat politiken på att den ska vara låg. Möjligen lite mer överraskande är att vi den här perioden – och här har jag börjat redovisningen 1995 för att ta bort de allra första åren efter krisen då det fortfarande var ganska turbulent – kan se att BNP-tillväxten också har blivit högre. Framför allt, och det kanske är ännu intressantare, har reallöneutvecklingen i Sverige blivit dramatiskt mycket bättre än den var under den gamla ordningen. Till slut har vi produktivitetstillväxten som även den har utvecklats betydligt bättre.

Jag ska naturligtvis göra klart att det inte är min uppfattning att det enbart är genom den stabiliseringspolitiska omläggningen som vi har nått de här resultaten, utan det finns självklart fler faktorer som har inverkat. Det har varit en i grunden bra internationell ekonomisk utveckling under den här tiden. Vi har haft IT- och kommunikationsrevolutionen som alldeles säkert har påverkat en del av de här siffrorna. Vi har haft en situation där den offentliga sektorn har krympt som andel av den totala ekonomin, vilket i sig tenderar att ge högre reallöneökningar, till exempel. Vi har också haft en del avregleringar, en ökad utrikeshandel och ökad konkurrens. En del av det sammanhänger med EU-medlemskapet. Man kan se många tänkbara förklaringar till den goda utvecklingen. Men jag tycker ändå att det är viktigt att notera att det har skett en rejäl förändring till det bättre.

Sedan den stabiliseringspolitiska omläggningen har det skett en rejäl förändring till det bättre.

Förändringen är även, vilket också är intressant att se, påtaglig om man jämför utvecklingen i Sverige med utvecklingen i andra länder. Vi hade två decennier tidigare då vi gjorde sämre ifrån oss än de europeiska länderna i allmänhet. Nu har vi haft nästan ett decennium då vi i många avseenden har gjort bättre ifrån oss än vad andra länder har gjort.

Men, som jag sade redan inledningsvis, när det gäller sysselsättningen har resultaten kanske inte helt levt upp till de förhoppningar som man skulle kunna ha. Den öppna arbetslösheten har bara enstaka år kommit under 4 procent och den är nu uppe i ca $5^1/_2$ procent. Antalet sysselsatta är faktiskt lägre än det var före krisen. Vi har ungefär 1,2 miljoner personer i arbetsför ålder som står utanför arbetskraften.

Men när det gäller sysselsättningen har resultaten kanske inte helt levt upp till de förhoppningar man skulle kunna ha.

REGIMSKIFTET OCH SYSSELSÄTTNINGEN

Mot den här bakgrunden kan man säga att det inte är så förvånande att vi har en livlig diskussion om arbetslösheten och vad man kan göra åt den. En sådan diskussion är oerhört väsentlig. Möjligen kan man vara lite mer överraskad över att det alltjämt i debatten förekommer antydningar om att det är just omläggningen av stabiliseringspolitiken som ligger bakom de bekymmer vi har. Man antyder att hade vi bara varit beredda att gå tillbaka till 1970- och 80-talens höginflationspolitik skulle det mesta ha kunnat bli bättre.

Det finns mycket man kan säga om den saken. Först och främst är det på ett allmänt plan ganska svårt att förstå att en mer stabil ekonomisk utveckling i sig skulle vara någonting negativt för sysselsättningen. Tvärtom är det på det sättet att en mer stabil ekonomisk utveckling med all säkerhet i det långa loppet leder till en bättre sysselsättningsutveckling också.

Men kan också konstatera att enkla jämförelser mellan arbetslöshetstalen perioden före omläggningen och perioden efter är missvisande. De är missvisande primärt därför att den politik som bedrevs dessförinnan inte var långsiktigt hållbar. Det var delvis därför en omläggning framtvingades.

I den politik som fördes tidigare löstes kostnadsproblemen med devalveringar.

Ett grundläggande inslag i den politik som fördes tidigare var att när inflationen hade accelererat till en viss punkt och industrin inte längre kunde bära sina kostnader devalverades kronan. Då löste man kostnadsproblemen. Men eftersom vi befann oss i en process där löner och priser jagade varandra vidare var det bara ett tillfälligt sätt att hantera problemen. Snart var man där igen, och då fick man devalvera igen. På så vis sjönk reallönerna undan för undan för svenska folket.

Ett annat inslag var att den offentliga sektorn växte kontinuerligt.

Ett annat inslag var att den offentliga sektorn växte kontinuerligt. Den växte kanske från 15–20 procent av antalet anställda under 1960-talet till drygt 30 procent i slutet av 1980-talet. Inte heller detta var naturligtvis en möjlig utveckling i längden, eftersom den här verksamheten måste betalas med skatter på dem som arbetade.

Man skulle kunna uttrycka det som att vi med devalveringarna och ökningen av antalet anställda i den offentliga sektorn sköt sysselsättningsproblemen framför oss under den här perioden.

En expansiv penningpolitik kan inte användas som ett medel för att varaktigt höja sysselsättningsnivån.

Den avgörande insikten när man diskuterar arbetslöshet och sysselsättning, som också har grundmurat stöd i senare decenniers ekonomiska forskning och praktiska erfarenheter i väldigt många länder, är att en expansiv penningpolitik inte kan användas som ett medel för att varaktigt höja sysselsättningsnivån i ett land. Vad man i bästa fall kan göra är att mildra svängningarna i den konjunkturellt betingade delen av arbetslösheten.

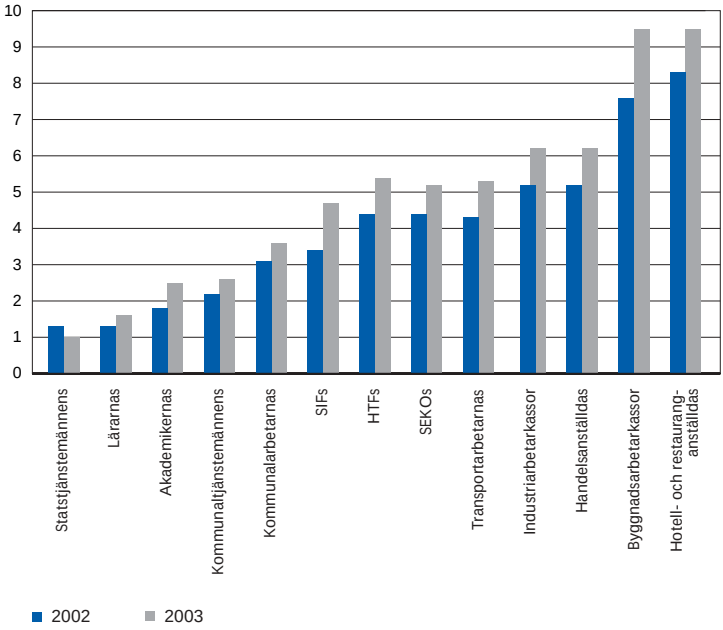
Det går alltså inte att skapa beständiga jobb genom att systematiskt hålla räntorna låga, försvaga växelkursen eller släppa upp inflationen. Därför finns det inte heller något motsatsförhållande mellan ett mål för inflationen på den nivå som de flesta centralbanker nu arbetar med och en politik för hög sysselsättning.

Om man varaktigt vill sänka arbetslösheten måste det till åtgärder som berör arbetsmarknadens funktionssätt.

Om man varaktigt vill sänka arbetslösheten måste man i stället försöka påverka den strukturella delen av arbetslösheten, det vill säga den del som inte beror på att efterfrågan på varor och tjänster i ekonomin fluktuerar upp och ned. Då är det helt andra saker än penningpolitik som måste till. Det handlar framför allt om åtgärder som berör arbetsmarknadens funktionssätt.

För att åskådliggöra detta tänkte jag ganska hastigt visa två diagram (diagram 2 och 3) som ger en känsla för detta. Jag tror att jag visade dem när jag var här förra gången. Den ena visar spridningen av antalet öppet arbetslösa i olika arbetslöshetskassor. Det andra diagrammet visar spridningen av arbetslöshet i olika län i landet. Ni behöver inte titta på detal-

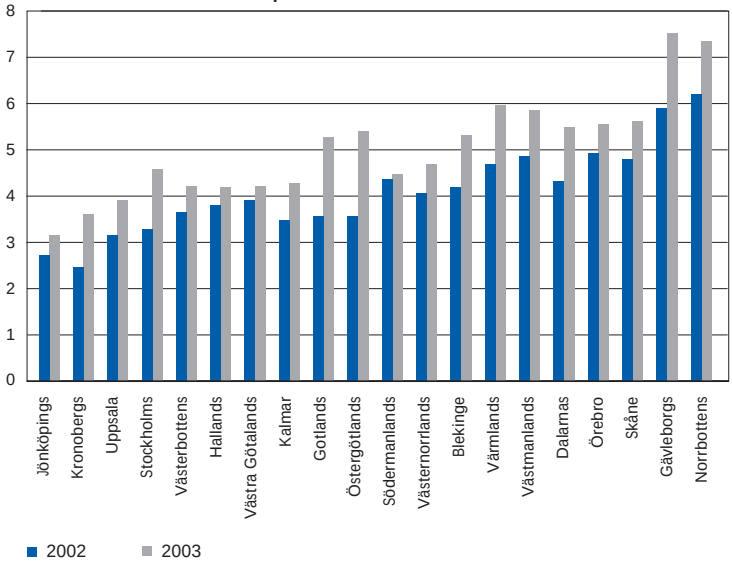
Diagram 2. Andel öppet arbetslösa medlemmar i olika arbetslöshetskassor
Procent av medlemsantalet



Anm. HTF = Tjänstemannaförbund inom handel, transport och service. SIF = Svenska industritjänstemannaförbundet. SEKO = Facket för service och kommunikation. Byggnadsarbetarkassorna består av Byggnadsarbetarnas och Målarnas arbetslöshetskassor. Industriarbetarkassorna består av Metallindustriarbetarnas, Skogs- och träfackets, Livsmedelsarbetarnas, Pappersindustriarbetarnas, Grafiska arbetarnas och Industrifackets arbetslöshetskassor. Antalet medlemmar i de arbetslöshetskassor som ingår i diagrammet utgjorde 2003 ca 88 procent av det totala antalet kassamedlemmar i Sverige.

Källa: AMS.

Diagram 3. Öppen arbetslöshet i olika län
Procent av arbetskraften i respektive län



Källa: SCB.

jerna, men båda diagrammen ger en klar bild av att det är väldigt stora skillnader mellan olika områden, och de här skillnaderna är permanenta. De synes inte påverkas av konjunkturen. Det går så att säga upp och ned på alla håll med konjunkturen, och det antyder vad man skulle kunna åstadkomma med en bättre fungerande arbetsmarknad.

Problemen på arbetsmarknaden understryks också av att den öppna arbetslösheten bara nätt och jämt kom ned till 4 procent under de år vi hade som allra högst resursutnyttjande i slutet av 1990-talet och början av 2000-talet.

MÅLAVVIKELSE OCH SYSSELSÄTTNINGEN

Även om penningpolitiken inte kan få några påtagliga effekter på längre sikt kan den ha effekter på sysselsättningen på kort sikt. Det handlar om att en politik som är inriktad på att nå inflationsmålet kan innebära förändringar i räntorna som tillfälligt får effekter på sysselsättningen, gör att den ökar eller minskar, beroende på hur man rör räntan. Gränsen för hur mycket penningpolitiken kan höja sysselsättningen sätts i praktiken av ekonomins långsikta tillväxtförmåga, som i sin tur i hög grad hänger ihop med hur arbetsmarknaden fungerar.

Penningpolitik med inflationsmål innebär att stabilisera den faktiska tillväxten kring den bana som ekonomin långsiktigt klarar av.

När vi bedriver penningpolitik med inflationsmål innebär det under normala omständigheter att vi kan bidra till att stabilisera den faktiska tillväxten kring den bana som ekonomin långsiktigt klarar av. Förutsättningen för det är dock att alla ekonomins aktörer, företag, hushåll, litar på att vi håller fast vid inflationsmålet. Det är en väldigt tydlig lärdom från 1970- och 80-talen, då man försökte stimulera ekonomin gång på gång men alla var övertygade om att det inte skulle hålla i det långa loppet.

Ibland händer det saker som påverkar inflationen ganska kraftigt med mycket kort varsel.

Vårt redskap när vi försöker uppnå inflationsmålet är som ni alla vet i huvudsak reporäntan. Det som komplicerar det här är att när vi sätter reporäntan måste vi göra det med ledning av prognoser ett par år fram i tiden. Självfallet hinner mycket ändra sig under de här två åren, så de prognoser vi gjort från början slår inte alltid in. I viss mån kan vi kompensera det genom att vi kan ändra räntan löpande i ljuset av ny information. Men helt går inte det. Ibland händer det saker som påverkar inflationen ganska kraftigt med mycket kort varsel. Vi har flera exempel på det under senare år. Kraftiga elprishöjningar är kanske det bästa exemplet. En aktiebubbla som spricker. Även om många hade väntat sig att den skulle spricka visste ingen när. Sedan spricker den, och då får det påtagliga effekter med en gång. Eller ett krig som ökar oron i världen och som man inte kunde förutsäga. Det dämpar efterfrågan.

I sådana situationer går det inte att förhindra att inflationen hamnar vid sidan om målet. Och även om det ibland kanske skulle kunna gå att minska målavvikelserna kan man göra bedömningen att man inte är beredd att betala priset för detta genom att dra upp räntorna eller dra ned räntorna radikalt. Det är bättre att acceptera en viss målavvikelse och i gengäld få en något stabilare ränteutveckling och en något stabilare utveckling i ekonomin som helhet.

I sådana situationer går det inte att förhindra att inflationen hamnar vid sidan om målet.

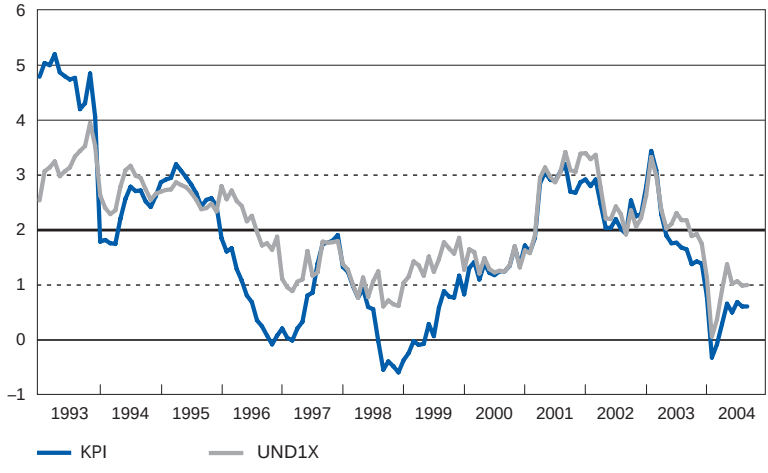
När vi i Sverige, som ett av de första länderna, valde att formulera målet för penningpolitiken i termer av en tydlig siffra gjorde vi det av skäl som har att göra med att politiken skulle kunna göras begriplig, att man skulle kunna förankra förväntningarna, att man skulle kunna ha meningsfulla diskussioner om huruvida vi hade lyckats uppnå vårt mål eller inte. Vi gjorde det här väl medvetna om att det naturligtvis inte skulle gå att uppnå målet exakt vid alla tidpunkter. Men det skulle ändå, trodde vi, kunna bidra till en bättre diskussion om penningpolitiken.

INFLATION OCH INFLATIONSFÖRVÄNTNINGAR

Frågan är hur vi har lyckats med att uppnå vårt mål under den här tiden. Man kan börja med att titta på de genomsnittliga siffrorna. Då ser man att sedan inflationsmålet infördes 1993 har inflationen enligt konsumentprisindex uppgått till 1,8 procent i genomsnitt, medan det mått på den underliggande inflationen som vi under en stor del av perioden i praktiken har jobbat med har uppgått till 2,1 procent. Gör vi i stället jämförelsen från 1995, som är det år då politiken började verka fullt ut, är motsvarande siffror 1,4 procent respektive 1,9 procent.

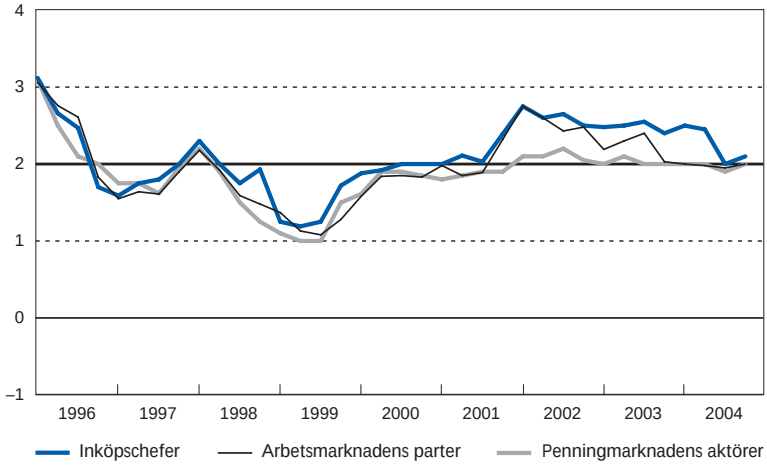
Sedan inflationsmålet infördes 1993 har KPI-inflationen uppgått till 1,8 procent i genomsnitt och den underliggande inflationen till 2,1 procent.

Diagram 4. Olika inflationsmått
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Diagram 5. Olika aktörers inflationsförväntningar på två års sikt
Procent



Källa: Prospera.

Sedan kan man notera att även med en politik som har lett till en inflation som ligger relativt nära målet, och det tycker jag ändå att man får säga att de här siffrorna gör, kan man naturligtvis tänka sig att man från tid till annan har rätt stora avvikelser från inflationsmålet. Det har det varit under den här tiden.

Bilden är tydlig; från 1996–97 har inflationsförväntningarna legat rätt väl i linje med vårt mål.

I det här sammanhanget är det kanske också en poäng att titta på inflationsförväntningarna. Har de påverkats mycket, kan man fråga sig, av att inflationen har gått upp och ned och att vi har missat målen vid en del tillfällen. I väldigt liten utsträckning är svaret. Även om inflationsförväntningar kan mätas på olika vis är den sammantagna bilden tydlig. Från 1996–97 har förväntningarna legat rätt väl i linje med vårt mål. Jag har ett diagram som visar förväntningar för olika grupper: inköpschefer, arbetsmarknadens parter och penningmarknadens aktörer. Vi gör sådana här undersökningar regelbundet för olika grupper. Det här är en mycket bättre utveckling än vad jag tror att nästan någon hade räknat med när politiken lades om.

En liten randanmärkning i det här sammanhanget. Ibland hör man i debatten att Riksbanken skulle agera asymmetriskt, att vi skulle föredra en lägre inflation framför en högre inflation. Det är intressant att se att den uppfattningen inte har något stöd i mätningarna. Det är inte så att folk i allmänhet har den uppfattningen. Folk i allmänhet har uppfattningen att vi strävar efter 2 procents inflation, det vill säga precis det vi gör.

Skäl till målavvikelse

Vad är det då som har orsakat de målavvikelser som jag var inne på för en stund sedan? Jag ska visa diagram 4 en gång till och ha den som utgångspunkt för ett resonemang om det, tänkte jag. Det är fyra faktorer, tycker jag att man kan säga, som har varit särskilt betydelsefulla.

Fyra faktorer har orsakat målavvikelser: (1) ordning på ekonomin,

I början av perioden hade vi en mycket påtaglig nedgång i inflationen. Den hängde i första hand när det gällde KPI-utvecklingen samman med att vi gick från en situation med ett mycket högt ränteläge i Sverige till en situation med ganska låga räntor. Det hade att göra med att vi efter krisen äntligen fick *ordning på ekonomin*. Det är det som gör att KPI avviker så mycket, för det är i mycket hög grad bostadskostnaderna som har fallit under den perioden.

(2) stigande energipriser,

Sedan har vi ett par episoder då vi hade snabbt *stigande energipriser*. Vid det senare tillfället var det framför allt elpriset. Vid de tidigare tillfällena var det också livsmedelspriser av olika slag som pressade upp inflationen. De här uppgångarna var i allt väsentligt relaterade till utbudsförhållanden. Det var den bedömning vi gjorde, och vi såg därför inte heller ett behov av att då motverka dem i någon större utsträckning med räntepolitiken. Vi bedömde att de skulle vara tillfälliga. Och det blev de också.

(3) låg internationell inflation och (4) bättre produktivitet än väntat.

Under vissa perioder, inte minst under den senaste tiden men också under senare delen av 1990-talet, påverkades inflationen mycket av en lägre *internationell inflation*, en lägre importerad inflation, än vi hade räknat med. Under samma period, slutet av 1990-talet och början av 2000-talet, har också *produktiviteten* utvecklats bättre än vi och andra hade räknat med.

Det har skett förändringar på ekonomins utbudssida – ett globalt fenomen.

När man funderar kring penningpolitiken och sysselsättningen tycker jag att det är intressant att notera att under de perioder 1996–2000 och i år när vi har kommit under målet har vi med alla mått mätt bedrivit en mycket expansiv penningpolitik. Vi hade också vid dessa tillfällen en mycket kraftig BNP-tillväxt. Trots det har alltså inflationen blivit låg. Det som inträffat är just att det skett förändringar på ekonomins utbudssida. De har inträffat inom landet, men vi har också påverkats av motsvarande eller liknande förändringar utomlands. I stor utsträckning är det här ett globalt fenomen. Det kan också vara intressant att notera.

Utvecklingen de senaste åren

Med facit i hand, när man tittar tillbaka på de här tio åren, kan man se att vi inte alltid har lyckats att på ett korrekt sätt förutsäga inflationen och att penningpolitiken därför hade kunnat läggas upp på ett lite annorlunda sätt. Det kan till exempel gälla 1995. Det kanske också skulle kunna gälla

1999–2000, även om det vid det senare tillfället aldrig blev något problem eftersom vi fick en annan utveckling än den vi hade räknat med i den meningen att uppgången bröts av aktieprisbubblan. I själva verket kom ekonomin att gå in i en svagare konjunktur, medan diskussionen dessförinnan egentligen gick ut på om vi skulle behöva höja räntorna ytterligare eller inte.

På senare tid har inflationen legat under målet.

Sedan andra halvan av 2003, det vill säga på senare tid, har också inflationen legat under målet. Det är troligt att så fortsätter att vara fallet något halvår till enligt de bedömningar vi gör, vilket talar för att räntenläget kunde ha varit lägre under i första hand 2002 och 2003 om vi hade vetat allt vi vet i dag.

Jag tycker att det är svårt att dra andra slutsatser av detta för vår del än att vi naturligtvis ska göra vad vi kan för att fördjupa vår förståelse av produktiviteten, av hur det internationella prisläget utvecklas. Sannolikt är drivande faktorer utvecklingen i Asien och liknande, men även t.ex. handelsavregleringar.

Alla har blivit överraskade av den låga globala inflationstakten och många också av en bättre produktivitetsutveckling.

I det här avseendet sitter vi i allt väsentligt i samma båt som andra bedömare. Det finns inga andra svenska bedömare som på ett påtagligt sätt har avvikit i sin syn på de här sakerna under de senaste åren. Jag har för övrigt vid samtal med kollegor utomlands under senare tid diskuterat det här. Då visar det sig att alla har blivit överraskade av den låga globala inflationstakten och många för övrigt också av en bättre produktivitetsutveckling. Även om det senare inte gällt i Centraleuropa.

En annan sak, för övrigt, som verkar vara gemensam är att många också har blivit överraskade av löneutvecklingen som har blivit lägre än vad historiska statistiska samband antyder. Det hänger antagligen något ihop med bl.a. integrationen av arbetsmarknaden över gränserna.

När den här typen av störningar inträffar, när det snabbt sker förändringar i prognosbilden, vare sig det handlar om en lägre eller en högre inflation, är det som jag var inne på tidigare också rimligt att, och det har gällt även under den här perioden, fundera över om man ska låta effekterna klinga av gradvis eller om man ska agera starkt med räntevapnet för att kompensera de avvikelser som finns.

Ett inslag i den debatt som vi har haft har ju varit mer eller mindre fantasifulla bedömningar av hur mycket högre sysselsättningen skulle ha kunnat vara om Riksbanken hade agerat klokare. De bud jag har sett har varierat, från 20 000 till 75 000 jobb. Det är svårt att göra den här typen av kontrafaktiska beräkningar, det ska medges. Det krävs en del ganska djärva antaganden för att göra dem. De förutsätter inte bara att vi skulle ha varit påtagligt mer framgångsrika än de flesta andra bedömare av vart ekonomin var på väg. Det förutsätter också att vi skulle ha kunnat övertyga omvärlden om att det var rimliga bedömningar. I början av den här

perioden var inflationen runt 3 procent, och det tror jag också är värt att påminna sig i sammanhanget.

För att få en känsla för vilka effekterna på sysselsättningen skulle ha kunnat vara av en annorlunda räntepolitik har vi själva gjort några experiment. De visar att det hade varit svårt att få sysselsättningseffekter som överstiger 10 000 personer, även om man hade sänkt reporäntan med en hel procentenhet mer under det senaste året. För att få perspektiv på den siffran kan man erinra om att det finns ungefär 200 000 personer som är öppet arbetslösa och nästan 400 000 personer som är sjukskrivna i Sverige. Jag kanske för säkerhets skull ska betona, för det förekommer missförstånd också på den punkten, att det då inte handlar om för all framtid förlorade jobb utan om en tidsförskjutning; det tar lite längre tid i den här uppgången innan jobben kommer i gång igen.

Det hade varit svårt att få sysselsättnings-effekter som överstiger 10 000 personer, även om man hade sänkt reporäntan med en hel procentenhet mer under det senaste året.

Låt mig runda av den här diskussionen. Min bild är att skiftet till låg inflation på det hela taget har fungerat bra, bättre än de flesta trodde. Det hindrar inte att politiken vid olika tidpunkter kan förtjäna kritik. Det är den typen av diskussion jag egentligen vill bjuda in till genom att nu ta upp de här sakerna. Vi har, och det har jag också varit inne på, skjutit under 2-procentsmålet. För vår del är detta någonting som sporrar oss att fördjupa analysen och vår förståelse ytterligare. En del av den kritik som har riktats mot oss tycker jag dock har saknat proportioner och inte varit särskilt väl underbyggd. Arbetslöshetsproblemet är så allvarligt att det förtjänar en bättre och mer seriös diskussion.

Skiftet till låg inflation har på det hela taget fungerat bra, bättre än de flesta trodde.

Den aktuella bedömningen

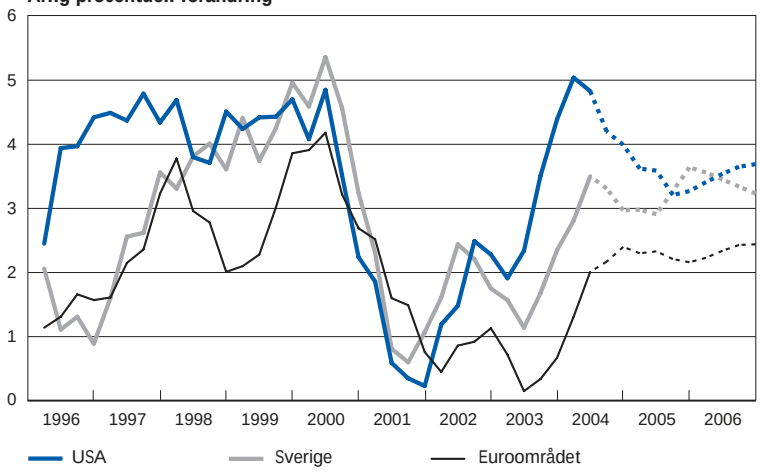
I och med detta tänkte jag gå över till den aktuella bedömningen, hur vi ser på läget i dag. Grunden för den presentationen är den inflationsrapport som jag utgår från att ni har fått.

Det är inte så, kanske jag ska börja med att säga, att vi har gjort några dramatiska förändringar jämfört med förra gången vi presenterade vår rapport. Det är det sällan. Men det är vissa förskjutningar i bilden som man kan notera. Jag tänkte att jag skulle börja med att säga ett par ord om den internationella utvecklingen.

Vi tror att den internationella konjunkturen kommer att fortsätta att förstärkas (se diagram 6). Tillväxten har nu kommit i gång ganska rejält i USA, Sverige och euroområdet. Vi räknar med att den fortsätter att vara hög, om än inte fullt lika hög som tidigare. Men det är det normala mönstret i konjunkturuppgångar. Det accelererar i början och sedan hamnar på fortsatt goda, men kanske inte fullt lika höga tillväxttal.

Vi tror att den internationella konjunkturen kommer att fortsätta att förstärkas och att det därför blir ett något högre internationellt pristryck.

Diagram 6. BNP-tillväxt i euroområdet, USA och Sverige
Årlig procentuell förändring



Anm. Dagkorrigerade värden för Sverige.

Källor: Eurostat, US Department of Commerce, NiESR, SCB och Riksbanken.

Uppgången har överraskat något, och det beror mycket på utvecklingen i Asien, Latinamerika och Östeuropa. Den har varit bättre än vi och de flesta andra räknat med. Det kompenserar det faktum att vi nu drar ned vår bedömning en aning för Förenta staterna, som det finns en viss oro för i den allmänna diskussionen, kan man väl säga. Det är också en risk som vi tar upp i vår diskussion framöver.

Den lite högre tillväxten i kombination med något högre oljepriser gör att vi tror att det blir ett något högre internationellt pristryck än vad vi tidigare hade räknat med.

Vi tror nu att den svenska tillväxten blir 3,6 procent 2004 och 3,2 procent 2005 och 2006.

När det gäller den svenska tillväxten har vi gjort en något större förändring av vår bedömning.

Vi tror nu att tillväxten kan bli 3,6 procent under 2004 och ungefär 3,2 procent under 2005 och 2006.

TABELL 1. FÖRSÖRJNINGSBALANS I HUVUDSCENARIOT
ÅRLIG PROCENTUELL FÖRÄNDRING

	2003	2004	2005	2006
Hushållens konsumtion	1,9	2,5 (2,6)	2,9 (2,4)	3,0 (2,6)
Offentlig konsumtion	0,6	1,0 (1,1)	1,3 (0,7)	1,4 (1,3)
Fasta bruttoinvesteringar	-2,0	3,5 (3,2)	8,0 (7,7)	6,3 (6,4)
Lagerförändringar	0,2	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	5,5	9,6 (7,0)	6,3 (6,1)	6,5 (6,5)
Import	5,0	6,8 (5,7)	7,2 (6,6)	6,9 (6,8)
BNP till marknadspris	1,6	3,6 (2,9)	3,2 (2,8)	3,2 (3,1)

Inom parentes ser ni siffrorna från den förra rapporten.

Att tillväxten beräknas bli högre beror delvis på att vi räknar med att den internationella efterfrågan blir lite större än vad vi trodde, men det beror också på att exporten har gått lite bättre än vad vi räknat med, även sedan man beaktat den internationella efterfrågan. Det har delvis med branschsammansättningen att göra. IT och telekom har till exempel återhämtat sig.

Det finns nu siffror, som inte fanns i maj, som visar att investeringarna har vänt upp. Vi trodde på en uppgång men var lite osäkra eftersom vi ännu inte hade sett den i statistiken.

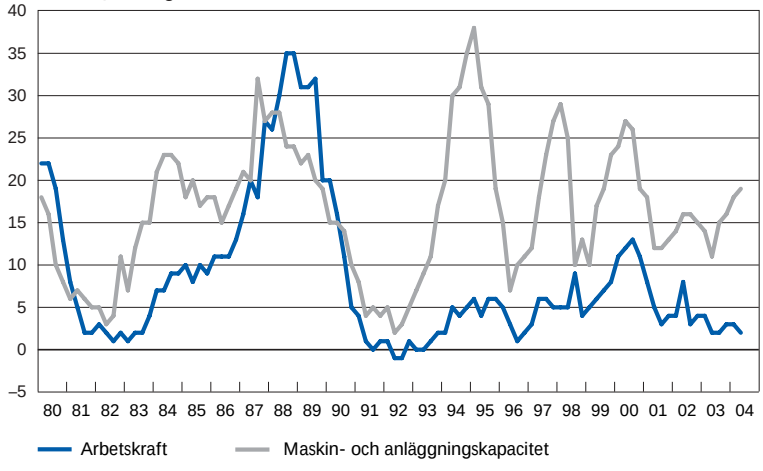
Vi räknar med en stabil tillväxt av den privata konsumtionen. Det är inga dramatiska förändringar. Den drivs ju på av en förhållandevis expansiv politik.

Den information som finns i septemberbudgeten är nog den viktigaste förklaringen till att tillväxten har reviderats upp.

När det gäller finanspolitiken har den information som finns i den budget som presenterades i september tillkommit. Det har påverkat tillväxten. Det är nog den viktigaste förklaringen till att tillväxten 2005 har reviderats upp en aning, men det har även påverkat 2006 en del. Det innebär ett något högre resursutnyttjande i ekonomin. Tillsammans med de något högre internationella priserna innebär det att inflationstrycket i den svenska ekonomin beräknas tillta en aning.

Bilden av resursutnyttjandet är dock inte alldeles entydig. Det är den sällan. Man kan säga att det fortfarande spretar ovanligt mycket. Tittar vi på arbetsmarknaden ser vi att siffrorna fortfarande är ganska svaga, men det finns andra indikationer på att resursnyttjandet ändå är på väg att stiga en del (se diagram 7).

Diagram 7. Andel företag i tillverkningsindustrin med maskin- och anläggningskapaciteten respektive tillgången på arbetskraft som primär begränsning
Procent, säsongrensad



Källa: Konjunkturinstitutet.

Vi har landat i bedömningen att inflationen, trots den här uppreviderings, i slutet av vår prognosperiod kommer att vara i linje med vårt mål.

Några frågor

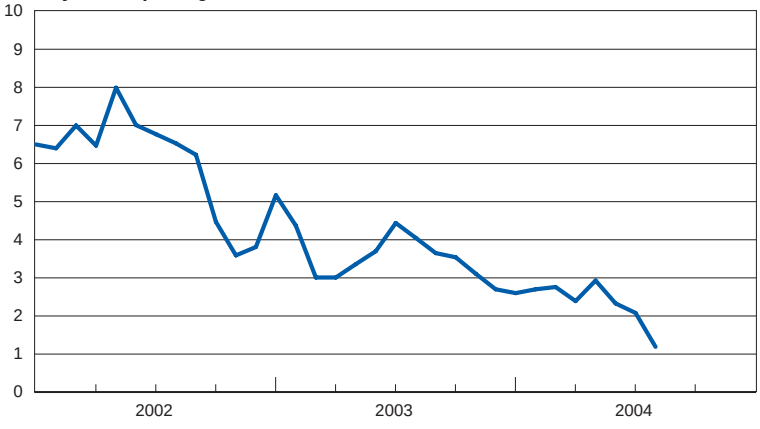
Jag ska nu ägna lite extra tid åt två frågor som jag tror är särskilt viktiga att ta upp i det här sammanhanget.

Den första frågan gäller oljepriserna.

Det ena gäller *oljepriserna*. Här har det varit en dramatisk utveckling under det senaste året, och inte minst under sommaren. Vi räknar med, och det gör de flesta bedömare och även terminsmarknaden på olja, att oljepriset kommer att sjunka tillbaka under de kommande åren. Vi har ändå reviderat upp vår bana. Vi räknar med ett högre oljepris i slutet av perioden. Det är också i linje med vad de som jobbar med detta på heltid vanligtvis anser.

Oljeprisuppgången förefaller den här gången i huvusak vara en följd av ökad efterfrågan på olja. En indikation på detta är att den lediga kapaciteten inom OPEC har gått ned under perioden (se diagram 8). Det beror naturligtvis på att tillväxten i världsekonomin har accelererat. Den var högre i år än vad den har varit i mannaminne. En stor del i tillväxten sker i de nya tillväxtekonomierna som använder en högre andel olja i sin produktion än vad våra äldre industriländer gör. Det påverkar också bilden.

Diagram 8. OPEC:s lediga kapacitet
Miljoner fat per dag



Källa: International Energy Agency.

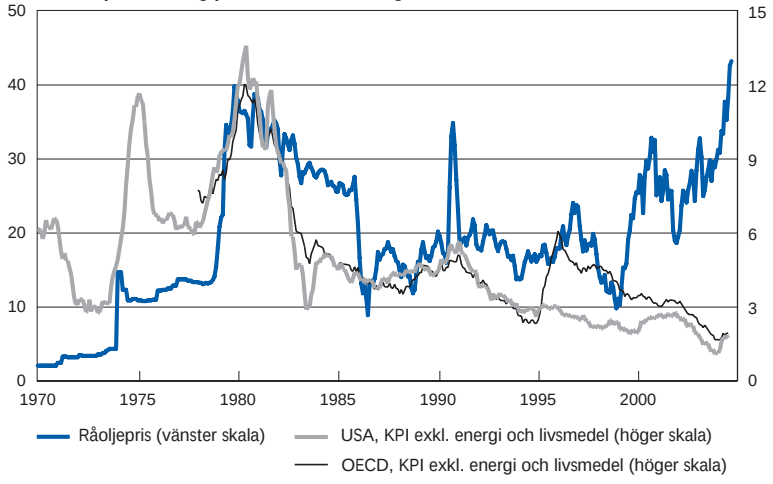
När oljepriserna stiger till följd av en stark konjunktur talar det i sig för att effekterna på konjunkturen skulle bli mindre än om de stiger till följd av störningar på utbudssidan.

Under senare år har också en stigande oro för terrordåd drivit upp priserna. Jag tror att många räknar med att de ska falla tillbaka om den oron lägger sig. Man räknar också med att de ska falla tillbaka helt enkelt av den anledningen att med de priser som nu råder finns det mycket olja i världen som det nu lönar sig att plocka upp, men som det inte tidigare lönade sig att plocka upp med de priser som rådde. Det senare är också en viktig bakgrund till att vi och andra räknar med att oljepriset faller tillbaka. Det tar ett par år innan man lyckas få igång produktionen.

Något som är glädjande för oss – och det är direkt relaterat till det jag talade om i början – är att med den inriktning som politiken i västvärlden har haft på låg inflation under det senaste decenniet har det varit möjligt att hittills begränsa genomslaget av oljeprisstegringar i den allmänna inflationen. Det får man en ganska tydlig bild av om man tittar på diagram 9. Här ser man hur oljeprisstegringar på 1970- och 1980-talen påtagligt drog upp den allmänna inflationsnivån.

Med den låginflationspolitik västvärlden haft det senaste decenniet har det varit möjligt att hittills begränsa genomslaget av oljeprisstegringar i inflationen.

Diagram 9. Oljepris och inflation i USA och OECD-området 1970–2004
USD respektive årlig procentuell förändring



Källor: International Petroleum Exchange och OECD.

Det är inte givet att detta kommer att gälla i all framtid. Om priserna ligger kvar och det uppstår något slags misstroende mot vår möjlighet att hantera inflationen kan situationen bli en annan. I grunden är vi ändå optimistiska på den här punkten.

Detta har, som ni förstår, varit ett ledande tema vid alla internationella möten jag har haft anledning att var med på under den senaste månaden, i Washington och Basel bland annat. Den bild vi har stämmer väl överens med den som mina kolleger i de större industriländerna har. Man ser mycket små tecken på att inflationsförväntningarna hittills har påverkats av utvecklingen.

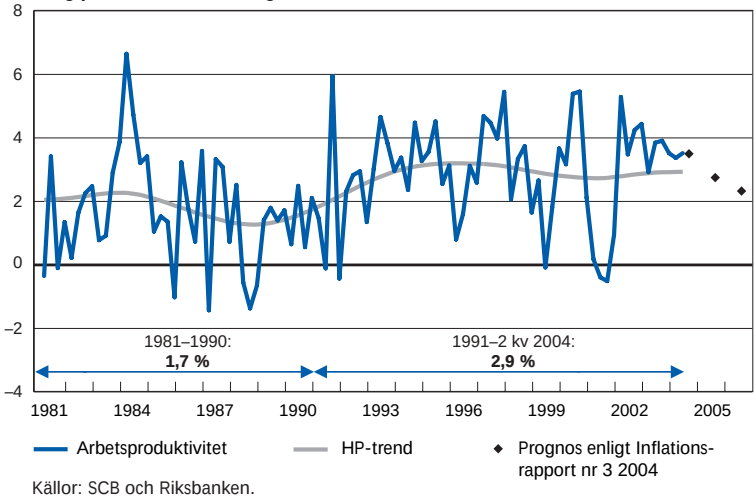
Hittills ser man mycket små tecken på att inflationsförväntningarna har påverkats av utvecklingen.

Den andra frågan är hur inflationen hittills har kunnat bli så låg trots att tillväxten har varit förhållandevis hög.

Den andra frågan jag tänkte ta upp är hur *inflationen hittills har kunnat bli så låg trots att tillväxten har varit förhållandevis hög*. Jag har redan vidrört detta när jag gick igenom historien kring målavvikelsen.

En av de viktiga aspekterna på detta är produktivitetsutvecklingen. Diagram 10 ger en känsla för den förändring som skett. Mellan 1981 och 1990 var den genomsnitt 1,7 procent. Mellan 1991 och andra kvartalet 2004 var den i genomsnitt 2,9 procent.

Diagram 10. Produktivitetstillväxt i näringslivet sedan 1980 och HP-trend
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Produktivitetsutvecklingen har förändrats under senare år.

Diagrammet påverkas naturligtvis till viss del av var man bryter perioderna. Men vi har brutit dem på alla möjliga olika sätt och man kommer inte ifrån slutsatsen att något har förändrats. Vi har haft en ganska annorlunda utveckling under senare år.

Trots att vi, med de erfarenheter vi gjorde i slutet av 1990-talet, blev en aning mer optimistiska om produktivitetsutvecklingen har det blivit ännu bättre i den nedåtgående konjunkturen än vi räknat med. Vi trodde att den bättre produktiviteten i hög grad hängde ihop med IT och liknande under senare delen av 1990-talet. Då växte IT- och telekombranschen med en hög produktivitetstillväxt snabbt. Men det kan ju inte vara förklaringen under 2002 och 2003 och in på 2004, när dessa sektorer har krympt så mycket i svensk ekonomi som de har gjort. Det måste finnas även andra förklaringar till detta.

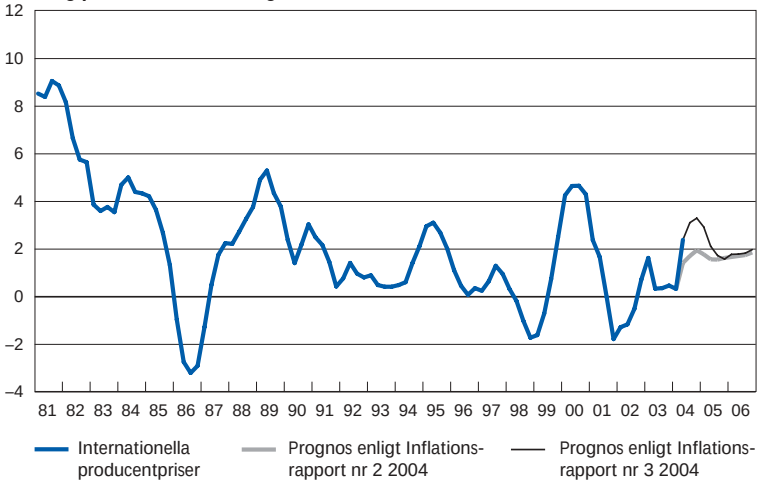
Vi har haft förhållandevis låga löneökningar.

Vi har haft förhållandevis låga löneökningar, ungefär i linje med vad vi hade räknat med. Det har också bidragit till att kostnadstrycket är lägre i den svenska ekonomin.

Jag talade tidigare om den importerade inflationen (se diagram 11). Här ska sägas att det finns stora svagheter i statistiken. Det bidrar till att det är svårt att göra prognoser på det här området. Det är ändå svårt att undgå intrycket av att vi har haft en nedgång i de internationella priserna, i vilken det kanske finns ett mer trendmässigt inslag.

Vi har haft en nedgång i de internationella priserna.

Diagram 11. Internationella producentpriser på beaktade varor, utfall och prognos
Årlig procentuell förändring



Källor: OECD och Riksbanken.

En annan sak är hur långsiktigt detta kan vara. Man kan ju tänkas sig perioder när handeln avregleras och när nya industriländer etableras. Då pressas priserna. Man kanske tar bort olika typer av stöd, avreglerar och så vidare. Men detta kan förstås inte ske permanent – så småningom är det ju gjort, så att säga. Under den period då man gör det – och den kan vara ganska lång – kan man få den här typen av nedpressande effekt.

De här frågorna hänger ihop med en annan fråga, nämligen hur det kan komma sig att vi räknar med att inflationen, nu när vi tittar framåt, kommer att förbli relativt låg trots att vi har reviderat upp vår prognos för tillväxten.

Den viktigaste förklaringen är att vi har låtit oss påverkas av de nya produktivitetssiffrorna och av de lägre löneutfallen och den fortsatt svaga situationen på arbetsmarknaden. I den bedömning vi nu gör skulle vi antagligen ha haft en aning högre inflation – en tiondel eller två – om vi inte hade låtit oss påverkas av den nya information som har inkommit.

I den bedömning vi nu gör skulle vi antagligen ha haft en aning högre inflation om vi inte låtit oss påverkas av de nya produktionssiffrorna.

Sammanfattningsvis är prognosen i huvudscenariot, som jag var inne på, att den ger en tillväxt runt 3 procent eller $3^1/_2$ procent under de närmaste åren. Inflationen väntas uppgå till 1,4 procent på ett års sikt, till 2 procent på två års sikt. Motsvarande siffror för KPI bedöms bli 1,6 procent respektive 2,5 procent.

Vi har bedömt riskbilden vara balanserad.

Vi redovisar också som vanligt en riskbild. Den här gången har vi bedömt den vara balanserad. Vi ser risker både hemma och internationellt som kan dra den här prognosen både upp och ned. Internationellt kanske uppåtrisken i första hand hänger ihop med oljeutvecklingen, det vill säga om oljepriserna skulle bita sig kvar och om de skulle sprida sig. Risken är alltid att den bild som fortfarande finns av att inflationen inte kommer stiga i större utsträckning skulle ruckas på något sätt.

För att det kan bli en svagare utveckling internationellt, med konsekvenser för inflationen, talar i första hand olika problem som har att göra med finansiella obalanser i världsekonomin. Det är främst underskottet i de offentliga finanserna i Förenta staterna, i kombination med det stora bytesbalansunderskottet där, som har sin spegelbild i stora överskott i Asien, som utgör en potentiell risk. Det finns också i många länder tendenser till starkt stigande priser på hus som möjligen skulle kunna påverka utvecklingen i kombination med sparandebrist i hushållssektorn.

När det gäller den inhemska utvecklingen handlar det om produktiviteten. Där är det bara att konstatera att vi och andra inte vet tillräckligt mycket om vad det är som pågår för att vi ska kunna göra prognoser med någon större säkerhet. Jag kan se möjligheter eller risker både med en högre och en lägre produktivitetsutveckling än vad vi har räknat med. Att vi lyfter fram den här beror på att produktiviteten är en så central variabel. Produktivitetsutvecklingen spelar en avgörande roll för hur man ska värdera inflationen.

Det huvudscenario för inflationen jag gav alldeles nyss står sig även när man har tittat på riskbilden.

Penningpolitiken

Vår bedömning är att inflationen blir ungefär i linje med målet.

Därmed återkommer jag till det som jag sade på ett tidigt stadium, nämligen att vår bedömning är att inflationen blir ungefär i linje med målet under senare delen av den här perioden. Mot den bakgrunden beslöt vi vid vårt sammanträde i går att lämna reporäntan oförändrad.

Det rimligt att räkna med att vi gradvis kommer behöva strama åt penningpolitiken.

I takt med att konjunkturuppgången fortgår och att resursutnyttjandet ökar ytterligare i ekonomin är det rimligt att räkna med att vi gradvis kommer att behöva strama åt penningpolitiken. Den behöver bli mindre expansiv.

Jag tror att det är viktigt att understryka att det inte ligger någon dramatik i detta. Det är i själva verket helt naturligt. Det är vad som behövs i en uppåtgående konjunktur för att säkra inflationsmålet. Det är

vad som behövs för att vi ska få en god och stabil ekonomisk utveckling i Sverige framöver.

Det är också vad flertalet bedömare som följer oss räknar med.

Det förtjänar dock att understrykas att det i dag inte går att exakt ange när det kan bli aktuellt att göra en första anpassning av ränteläget. Det beror som vanligt på hur vi bedömer inflationsbilden i stort, och det beror på vilken ny information vi får in framöver.