Anförande

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten

MÅNDAGEN DEN 15 FEBRUARI 1999

Inflationen och räntan

Fastighetsforum 99

Låt mig börja med att tacka för att jag fått komma hit idag och tala om den ekonomiska utvecklingen, inflationen och räntan.

Innan jag ger mig in på det aktuella ekonomiska läget, och även säger något om hur vi har resonerat i Riksbanken, tycker jag att det kan finnas skäl att anlägga ett lite bredare perspektiv och slå an en mer optimistisk ton. Visst har vi ekonomiska problem i Sverige, inte minst krävs ytterligare åtgärder för att förbättra förutsättningarna för tillväxt. Men det kan ibland finnas skäl att också påminna sig det som har gått bra.

I början av 1990-talet lade vi om den ekonomiska politiken i Sverige. Ambitionen var att etablera en regim med låg inflation. På det här området hade vi tidigare en lång tradition. Men under 1970 och 80-talen övergavs den gamla sanningen att låg inflation lägger en god grund för tillväxt och sysselsättning. Stabiliseringspolitiken erbjöd efter Bretton Woods–systemets fall inte längre några fasta spelregler. Statsskulden och folkhushållets skuld till omvärlden tilläts öka dramatiskt samtidigt som priser och löner jagade varandra.

Sverige är nu inne på sjätte året i rad med god ekonomisk tillväxt. Sedan 1993 har ekonomin växt med närmare 3 procent i genomsnitt per år. Den djupa krisen och den goda investeringsutvecklingen har gjort att det funnits ledig kapacitet i ekonomin under denna period. Inflationen har därmed bibehållits på låg nivå trots att tillväxten möjligen är något högre än vad som kan anses som långsiktigt hållbart. Samtidigt har Sverige börjat amortera på utlandsskulden och de statliga finanserna vänts till det bättre efter krisen i kölvattnet av ”1980-talsbubblan”. Under

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

de senaste åren har också hushållens reallöner kunnat växa starkt bl.a. tack vare den låga inflationen.

Förändrad penningpolitisk process

Lagarna som reglerar Riksbanken ändrades från början av detta år. Målet för penningpolitiken är nu explicit att värna penningvärdet. Riksbanken har samtidigt fått en ny direktion med sex heltidsanställda ledamöter som självständigt fattar de penningpolitiska besluten.

Med den nya direktionen har det penningpolitiska arbetet förändrats något. I fokus för uppmärksamheten står de s.k. särskilda penningpolitiska mötena, som är tänkta att hållas 8-10 gånger per år. Där tas normalt beslut om bl.a. reporäntan. En kort redogörelse för de beslut som fattats av direktionen kommer att presenteras i en kommuniké redan dagen efter mötet. En mer utförlig redovisning av direktionens diskussioner kommer att ske i de protokoll som publiceras med 6-8 veckors eftersläpning. Precis som tidigare kommer Riksbanken att publicera en inflationsrapport fyra gånger per år, i vilken vi ger en mer utförlig bild av inflationstrycket i den svenska ekonomin de kommande två åren.

Det första penningpolitiska mötet hölls i torsdags, då direktionen diskuterade inflationsutsikterna. Då beslutade direktionen att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter samtidigt som den korridor som omger reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter. Direktionens beslut och argumenten för detta redovisades i en kommuniké på fredagen.

Den nya Riksbanksorganisationen innebär en viss nyordning också i den meningen att alla direktionens ledamöter är valda på individuella mandat och har var sin röst. Samtliga sex medlemmar förutsätts kunna hålla tal och ge intervjuer om penningpolitiken och då kunna ge sin egen bild av läget. Detta innebär att de enskilda direktionsmedlemmarna kan ha olika uppfattningar och också att de kan uttrycka sig lite olika om gemensamt tagna positioner.

Jag tänker idag basera mitt resonemang på den bild som låg till grund för vår diskussion i direktionen och som kommit till uttryck i den publicerade kommunikén. När jag är utförligare än kommunikén, är det mina egna uppfattningar jag för fram. Därmed inte sagt att andra direktionsmedlemmar inte skulle kunna ha i stort sett samma syn.

Sämre internationell utveckling

Under 1998 har de internationella konjunkturutsikterna förändrats en hel del i negativ riktning. I början av förra året antogs andra faktorer, däribland den goda inhemska efterfrågan, kunna motverka en svagare internationell utveckling. Reservationer gjordes emellertid på ett tidigt stadium – faktiskt redan när Riksbanken höjde räntan senhösten 1997 - för att den internationella utvecklingen skulle bli svagare än vad vi antagit i huvudscenariot och att krisen skulle leda till en avmattning även i den svenska konjunkturen.

Successivt blev signalerna allt tydligare om att den internationella konjunkturen skulle mattas av och att detta skulle påverka den svenska tillväxttakten. Riksbanken justerade därför ned prognoserna successivt och lättade på penningpolitiken i juni. Detta i enlighet med vår tankeram för politiken, som innebär att reporäntan sänks om inflationen förväntas understiga inflationsmålet under prognosperioden och vice versa. I november sänktes reporäntan ytterligare i två steg från 4,10 till 3,60 procent. I december justerades prognosen åter ned och räntan sänktes till 3,40 procent.

Trots de successiva nedjusteringarna av prognosen under hösten fanns fortfarande en nedåtrisk kvar i bedömningen i december för att den internationella konjunkturnedgången skulle bli ännu kraftigare och mer långvarig än förväntat.

Problemen i den brasilianska ekonomin och deprecieringen av realen efter årsskiftet har ökat osäkerheten något om de internationella konjunkturutsikterna. Genom spridningseffekter - antingen via reala mekanismer eller via ökad turbulens på de finansiella marknaderna - kan världsekonomin komma att påverkas. De realekonomiska effekterna för industrivärlden som helhet av en minskad handel med Brasilien borde normalt sett vara relativt begränsade. Men risken finns för en fördjupad kris också i grannländerna. Detta kan i sin tur i sinom tid betyda något större effekter också för industriländerna. På kort sikt skulle effekterna via de finansiella marknaderna kunna bli större. I detta avseende har dock utvecklingen hittills varit bättre än många fruktat.

Utvecklingen i övriga delar av världsekonomin under slutet av 1998 ger en splittrad bild. Den amerikanska ekonomin fortsätter att växa i god takt, samtidigt som avmattningen i euroområdet blivit aningen mer markerad än många bedömare räknat med och återhämtningen i den japanska ekonomin dröjer.

Den oavbrutna styrkan i den amerikanska ekonomin beror främst på den fortsatt starka privata konsumtionen. Den avmattning som Riksbanken förutsåg i inflationsrapporten i december har ännu inte synts till. Börsen har återhämtat sig från höstens fall och t.o.m. noterat nya all-time-high nivåer. Tillsammans med en positiv sysselsättningsutveckling har det bidragit till ett förbättrat förtroende bland de amerikanska konsumenterna.

En avmattning i den amerikanska ekonomin verkar dock fortfarande sannolik på lite sikt, men utvecklingen hittills talar för att den inträffar senare än vad Riksbanken tidigare trodde och att 1999 därmed kan bli starkare. En mer dramatisk avmattning skulle kunna ske om de amerikanska börskurserna skulle falla markant. Även om detta inte sker kan den amerikanska ekonomin mattas av såväl till följd av minskade investeringar, orsakade av efterfrågebortfall och lägre vinster, som av en lägre konsumtionsvilja hos redan mycket högt belånade hushåll.

I euroområdet visar den statistik som inkommit att den ekonomiska aktiviteten under senhösten och vintern mattats mer än väntat, främst till följd av den svagare exporten. Vi ser här en skillnad mellan industrin och hushållen i hur de bedömer den framtida utvecklingen. Medan industrin tror på en dystrare framtid, har konsumentförtroendet ökat ytterligare inom euroområdet. Hur förtroendet utvecklas för dessa skilda grupper framöver kommer att bli avgörande för utvecklingen i euroområdet. Den goda utvecklingen för konsumenternas

förtroende har hittills bidragit till att dämpa konsekvenserna av efterfrågefallet från omvärlden. Frågan är hur länge denna bild står sig om inte industrikonjunkturen vänder till det bättre.

Den japanska ekonomin har inte visat några entydiga tecken på återhämtning, även om ekonomin i vissa avseenden tycks ha stabiliserats. Osäkerheten är fortsatt stor om hur den japanska ekonomin ska utvecklas framöver.

Sammantaget förefaller den internationella statistiken tala för en svagare utveckling under de närmaste två åren än i Riksbankens huvudscenario från i höstas, även om inte förändringarna på något sätt bör dramatiseras. Den lägre internationella aktiviteten bör – tillsammans med lägre råvarupriser – tala för ett lägre pristryck från omvärlden.

Vad som sker 2000 och därefter är dock mycket svårbedömt. En fråga är hur uthållig tillväxten i den amerikanska ekonomin är. Kan den amerikanska ekonomin klara av balansgången och fortsätta med hög tillväxt och låg inflation trots högt uppdrivna börskurser och en låg sparkvot? En andra fråga gäller utvecklingen i Europa. Kan en eventuell nedgång i USA motverkas av en stabil återhämtning i Europa underbyggd av privat konsumtion? Till slut; kan Japan äntligen tänkas ta sig ur sin djupa kris? Om svaret på någon av dessa frågor visar sig bli ett tydligt ja finns det förutsättningar för en starkare utveckling än vad som ligger i huvudscenariot.

Den svenska kronan och räntan

Samtidigt som den internationella utvecklingen pekade mot ett lägre inflationstryck under hösten, innebar den svaga kronkursen att inflationen kunde komma att bli högre. En långvarigt svag krona kan leda till högre inflation via ett högre resursutnyttjande i ekonomin och via högre importpriser.

I Riksbankens prognos i december förutsåg vi en förstärkning av kronan under de kommande två åren. Kronan har emellertid hittills i år utvecklats starkare än vad Riksbanken trodde. Sedan årsskiftet har kronan stärkts med nära 5 procent gentemot det TCW-vägda indexet och drygt 6 procent gentemot euron.

Förstärkningen och stabiliseringen av kronkursen bör till betydande del ses som en återgång till en mer normal utveckling efter en mycket turbulent och volatil höst på de finansiella marknaderna. När marknadsoron var stor sålde placerare av vissa valutor för att söka sig till stora, mer säkra valutor. Särskilt drabbade var då valutor från länder med stora utlandsskulder som Sverige. Den australiska och kanadensiska dollarn - också de valutor i ekonomier med rörlig växelkurs och inflationsmål - försvagades också kraftigt under hösten. När oron avtagit efter årsskiftet har dessa valutor i likhet med kronan åter stärkts och valutakurserna har uppvisat större stabilitet.

För kronans del har även ökade förväntningar om ett svenskt närmande till EMU bidragit till att ge kronan en "knuff" mot ett värde mer i linje med de ekonomiska grundförutsättningarna. Inför starten av valutaunionen fanns det också en del oro kring hur kronan skulle kunna komma att påverkas. När väl startpunkten klarats av dämpades denna oro.

Trots att Riksbanken har haft en något försiktigare prognos så här långt motiverar inte utvecklingen, som jag ser det, en annan bedömning på sikt än den som gjordes i december, d.v.s. en långsiktig förstärkning av kronan till omkring 118 i slutet av nästa år mätt mot TCW.

De svenska räntorna har fallit sedan inflationsrapporten publicerades. Tremånadersräntan har fallit med nära 0,15 procentenheter, medan den tioåriga räntan fallit med 0,4 procentenheter.

Räntorna har också fallit i reala termer, genom att inflationsförväntningarna inte fallit i fullt ut samma utsträckning som de nominella räntorna. Realräntorna är nere på historiskt låga nivåer. Det kan inte uteslutas att det omfattande räntefallet beror på vissa överreaktioner på marknaden och att marknadsräntorna därmed kan komma att justeras upp. Tecken i denna riktning har noterats de allra senaste veckorna. Realränteläget bedöms ändå förbli lågt och bör kunna ge en stimulanseffekt på den svenska ekonomin, framförallt på lite längre sikt.

Den inhemska konjunkturen

I inflationsrapporten i december antog Riksbanken en tillväxt på mellan 2,5 och 3 procent 1998, mellan 2 och 2,5 procent 1999 och med omkring 2,5 procent 2000. Den statistik som inkommit visar att vår prognos för 1998 sannolikt infrias. Vår bedömning är emellertid att Riksbankens tillväxtprognoser för de kommande två åren är något för optimistiska.

En av de poster som vi tror kan komma att utvecklas svagare är utrikeshandeln. De svagare internationella konjunkturutsikterna skulle kunna resultera i svagare nettoexport de kommande åren. Industrikonjunkturen kan därmed komma att mattas ytterligare. Förväntningarna inför framtiden är låga hos de svenska företagen, främst inom industrin. Detta kan resultera i lägre investeringar framöver.

Samtidigt visar statistiken att den privata konsumtionen är fortsatt stark och konsumtionen under det tredje kvartalet förra året var starkare än förväntat. Nybilsregistreringarna och priserna på småhus fortsätter att stiga samtidigt som detaljhandelns omsättning ökar. Den ökade utlåningen till hushållen och tillväxten i penningmängden är några ytterligare tecken. Hushållens syn på den egna ekonomin är positiv. En anledning till hushållens optimism är de stigande disponibla reallönerna. Den låga inflationen och skattelättnaderna innebär markant ökade disponibla reallöner under 1999. De lägre räntekostnaderna har sannolikt också bidragit till hushållens positiva inställning. Stämningsläget bland hushållen kommer att vara avgörande för den framtida utvecklingen av privat konsumtion.

Det finns dock som jag ser det anledning att hysa viss oro för att även konsumtionen ska utvecklas något långsammare än vi räknade med i december. Då föreställde vi oss en förhållandevis stark konsumtionskonjunktur under de närmaste åren. Samtidigt som hushållen är optimistiska om sin egen ekonomi, är synen dystrare vad gäller Sveriges ekonomi och den framtida utvecklingen av sysselsättningen. Sämre internationella konjunkturutsikter och den mer

pessimistiska synen inom industrin riskerar att dämpa hushållens optimism och därmed även den privata konsumtionen.

Statistiken fortsätter att visa en splittrad bild vad gäller industrins kapacitetsutnyttjande. Enligt vår bedömning bör det dock sammantaget även fortsättningsvis finnas viss överkapacitet i den svenska ekonomin under de kommande två åren och denna bedöms nu vara något större än i december. Den avgörande frågan här är hur hushållens optimism utvecklas framgent. En fortsatt optimism kan innebära att den inhemska efterfrågan hålls uppe och att detta motverkar den mer dämpade internationella utvecklingen och den svagare industrikonjunkturen.

Bygg- och fastighetsmarknaden

I det här sällskapet kan det också vara rimligt att något kommentera utvecklingen inom byggsektorn. Byggkonjunkturen har svängt kraftigt historiskt och kostnadsökningarna har varit stora, då konjunkturen varit på väg uppåt. En uppgång i byggkonjunkturen kan därmed leda till inflationsrisker.

Byggnadsaktiviteten i Sverige har under de senaste åren legat på en historiskt mycket låg nivå. Detta har inneburit att mindre företag slagits ut samtidigt som byggnadsarbetskraft försvunnit ut ur landet eller till andra sektorer i den svenska ekonomin. Mycket tyder på att byggkonjunkturen nu är på väg upp igen, även om det svårt att bedöma i vilken takt byggandet kommer att öka. Efterfrågan på bostäder har emellertid ökat och ny- och ombyggnationsbehoven är stora. Riksbanken gör inga egna uppskattningar, men de uppskattningar som gjorts tyder på att omkring 20-45000 nya bostäder behöver byggas per år de närmaste tio åren. Under samma period behöver 30-40000 lägenheter byggas om varje år. I vissa regioner kan därmed konjunkturen snabbt skjuta fart.

När nu en återhämtning sker i byggandet riskerar den ökade koncentrationen bland byggföretagen och materialtillverkarna, liksom bristen på utbildad arbetskraft inom vissa yrkeskategorier, leda till att kostnader och löner ökar. Vi kan redan nu börja ana vissa flaskhalsproblem. Enligt Konjunkturinstitutets barometerundersökning uppger sig 7 procent ha brist på arbetskraft, vilket kan jämföras med 2 procent i mars 1998. Dessa brister finns samtidigt som den totala arbetslösheten är hög för byggnadsarbetare. Detta kan delvis förklaras av att arbetslösheten är hög i vissa regioner och att de arbetslösa ogärna flyttar långt från dessa delar av landet till län med större efterfrågan på arbetskraft.

Byggbranschgruppen har av regeringen fått i uppdrag att studera byggsektorns flaskhalsproblem. Gruppen har funnit att omkring en tredjedel av de arbetslösa byggnadsarbetarna saknar yrkeserfarenhet. Omkring 6 procent saknar även formell utbildning. Den stigande medelåldern bland byggnadsarbetare och det svaga intresset för byggnadsarbete bland ungdomar kan ytterligare spä på flaskhalsproblemen framöver. För att undvika att detta leder till omfattande problem på sikt föreslås bl.a. ökad rörlighet, kompetensutveckling och marknadsföring av byggutbildningar.

Kostnaderna för byggandet mäts med det s.k. faktorprisindexet, FPI, och största kostnaden utgörs av lönekostnader. Prisutvecklingen på den färdiga bostaden mäts

däremot med BPI, byggnadsprisindex, som också speglar produktivitet och vinstmarginal för byggföretagen. Dessa index visar på relativt kraftiga prisökningar, men ingenting tyder idag på några direkta risker för inflationsutvecklingen i Sverige under de närmaste åren, givet att alltför stora flaskhalsproblem inte uppstår.

Kostnadsstegringarna som noterats i varje konjunkturuppgång har berott såväl på det subventionssystem som funnits som på den höga koncentrationen på byggmarknaden. Det ena av dessa problem har nu reducerats väsentligt, genom att systemet för bostadsfinansiering förändrats. Produktionskostnaderna blir därmed mer direkt kännbara för både företagen och konsumenterna. Koncentrationsproblemet på byggmarknaden återstår dock, vilket kan vara ett bekymmer inför framtiden.

Penningpolitiken framöver

I det huvudscenario som publicerades i inflationsrapporten i december bedömdes tolvmånaderstalet för KPI uppgå till 1,2 procent i december 1999 och 1,4 procent i december 2000. Den underliggande inflationen förväntades vid samma tidpunkter uppgå till 1,7 respektive 1,8 procent. Riksbanken konstaterade samtidigt att nedåtrisken i bedömningen var större än uppåtrisken, då den internationella konjunkturnedgången kunde komma att bli kraftigare och mer långvarig. Den internationella bilden har förskjutits något i denna riktning under de senaste månaderna.

Det omedelbara inflationstrycket i Sverige har visat sig bli lägre än vad Riksbanken trodde i december. Inflationsutfallet i december 1998 var 0,3 procentenheter lägre än förväntat i inflationsrapportens huvudscenario. Omkring 0,1 procentenheter kan förklaras av lägre räntekostnader och ungefär 0,1 procentenheter beror på lägre världsmarknadspriser på olja. Den underliggande inflationen har också utvecklats något svagare än väntat.

Som jag tidigare varit inne på bedömde direktionen att de internationella konjunktur- och inflationsutsikterna har dämpats något sedan december, vilket sannolikt kommer att medföra att den ekonomiska aktiviteten och inflationen i Sverige under de kommande två åren blir en aning svagare än Riksbanken tidigare räknat med.

Inflationen mätt med KPI bedöms därmed underskrida inflationsmålet på 2 procent på ett till två års sikt. Till viss del beror det på tillfälliga faktorer, som inte bedöms ha någon varaktig inverkan på inflationen eller inflationsprocessen och som därför inte bör påverka penningpolitikens uppläggning. Dessa tillfälliga faktorer - förändrade indirekta skatter och subventioner samt lägre räntekostnader - bedöms dra ned KPI med mellan 0,5 till 1 procentenhet under de kommande två åren. Inflationen bedöms dock, även rensat för tillfälliga faktorer, fortfarande underskrida inflationsmålet under 1999 och 2000.

Mot denna bakgrund fattade direktionen i torsdags beslutet att lätta på penningpolitiken. Hur politiken ska utformas framöver är något vi får återkomma till i inflationsrapporten som publiceras den 25 mars.