

Anförande

Vice riksbankschef Lars Nyberg

MÅNDAGEN DEN 22 APRIL 2002

Räntan våren 2002

Skattebetalarnas förening i Malmö och Kristianstad

Jag vill börja med att tacka för inbjudan till denna diskussion och möjligheten att utveckla några tankar kring den svenska ekonomin såsom den ser ut våren 2002. Låt mig ta som utgångspunkt Riksbankens senaste direktionmöte den 18 mars där vi beslutade att höja räntan med 0,25 procentenheter till 4,0 procent. Det kan tyckas att räntehöjningen inte kom i ett självklart läge eftersom konjunkturen fortfarande är svag. Varför höjde vi räntan så snabbt och före de flesta andra centralbanker? Dessutom är det ju så att vi, i likhet med de flesta analytiker på marknaden, räknar med att inflationen faller under våren. Varför höjde vi räntan när inflationen är på väg ner? Det är frågor som jag tänkte försöka besvara idag. Några bedömare anser också att Riksbanken har gjort stora lappkast i sin inflationsbedömning och jag tänkte berätta lite om hur vi förändrat vår syn och varför. Det är dock inte fråga om någon genomgripande förändring. Som lappkast betraktad skulle den knappast duga.

Varför höjdes räntan när inflationen är på väg ner?

Riksbanken har i lag tilldelats uppgiften att upprätthålla ett fast penningvärde och att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Målet för penningpolitiken har av Riksbanken preciserats som en ökningstakt av konsumentpriserna, mätt med KPI, på 2 procent med ett toleransintervall på plus minus 1 procentenhet. Den viktigaste styrräntan, reporäntan, är det instrument som Riksbanken normalt använder för att upprätthålla ett fast penningvärde.

Den penningpolitiska strategin kan, något förenklat, beskrivas med handlingsregeln att när inflationen på 1-2 års sikt bedöms avvika från inflationsmålet så kommer styrräntan att justeras. Riksbankens bedömning av

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

inflationsutsikterna kommuniceras bl.a. i de inflationsrapporter som presenteras fyra gånger per år.

Riksbanken har valt att upprätthålla inflationsmålet i ett medellångt perspektiv. Det sammanhänger bl.a. med att penningpolitiken påverkar inflationen med betydande fördröjning. En ambition att försöka tillse att inflationen också på kort sikt utvecklas i linje med målet skulle antagligen förutsätta väsentligt större förändringar av styrräntan och skulle därmed kunna bidra till onödigt stora kast i efterfrågeutvecklingen och sysselsättningen. Att inflationsmålet är formulerat i termer av ett medellångt perspektiv betyder också att betydelsen av tillfälliga prisförändringar tonas ned.

Den oväntat höga inflationen under fjolåret kan till viss del förklaras av olika tillfälliga faktorer. Sådana är t.ex. att tillgången på vatten i kraftmagasinen var låg under föregående vinter, att olika sjukdomar drabbade nötkreatur och att Sverige och Sydeuropa fick dåliga skördar. Vi är ense med andra prognosmakare och bedömare att inflationen kommer att falla tillbaka i takt med att effekterna av tillfälliga prisökningarna klingar av och inflationen närmar sig 2 procent under försommaren. I ett längre perspektiv är dock bilden annorlunda och utvecklingen pekar mot en inflation som överstiger målet på 2 procent.

I den senaste inflationsrapportens huvudscenario bedömdes KPI-inflationen hamna på 2,2 procent på ett års sikt och på 2,4 procent på två års sikt. Motsvarande prognos för den underliggande inflationen, UNDEX, är en ökning med 2,2 procent både på ett och två års sikt. Det är det senare måttet som främst står i fokus för penningpolitiken. Men varje inflationsbedömning tar även hänsyn till riskbilden. När det gäller riskbilden handlar den främst om det inhemska inflationstrycket. Om resursutnyttjandet blir mer ansträngt än vad Riksbanken räknar med i huvudscenariot eller om den potentiella tillväxttakten har överskattats, finns risken att inflationen hamnar högre framöver än beräknat. När riskbilden har beaktats hamnar den underliggande inflationen på 2,3 procent både på ett och två års sikt.

Även om inflationen beräknas falla de närmaste månaderna så pekar alltså prognoserna mot att den kommer att överstiga inflationsmålet på ett till två års sikt. Eftersom det tar så lång tid för en förändring av reporäntan att få genomslag i ekonomin blir det naturligt och rimligt att räntan måste höjas redan i detta läge.

Nu har ju den tillfälliga uppgången i inflationen drabbat inte bara Sverige utan också ett antal andra länder. Beslutet att höja räntan innebar ändå att Riksbanken blev den första centralbanken i OECD-området som valde att lätta på gasen något och göra penningpolitiken mindre expansiv. Det hänger samman med att resursutnyttjandet förefaller ha varit högre i Sverige än i andra länder under konjunktursvackan och framför allt att det tagit sig uttryck i stigande kostnader, i första hand lönekostnader. För att ge en mer nyanserad bild av detta vill jag övergå till att diskutera vad som ligger bakom vår inflationsprognos och varför den underliggande inflationen är hög idag. För att bilden ska bli tydlig är det viktigt att börja med hur vi ser på världsekonomin och den svenska ekonomin i dagsläget.

En ljusare världsekonomi

Terroristattacker den 11 september ökade osäkerheten om hur den redan svaga världskonjunkturen skulle komma att utvecklas. Investeringar sköts på framtiden inför möjligheten av en upptrappad terroristbekämpning, vars omfattning och konsekvenser var svåra att bedöma. Risk fanns också för en betydande avmattning av konsumtionen. För att motverka ett befarat kraftigt fall i efterfrågan sänkte många centralbanker världen över sina styrräntor. Riksbanken sänkte reporäntan med 0,5 procentenheter till 3.75 %.

Nu, när det har gått drygt ett halvår, kan vi konstatera att attentatens inverkan på världsekonomin blev mindre än befarat, även om vissa sektorer drabbades hårt. Dessutom kommer allt fler tecken på att konjunkturen håller på att förbättras såväl i USA som i Europa. De lager som byggdes upp under konjunktursvackan förefaller att ha avvecklats i betydande utsträckning och enligt flera indikatorer har produktionen börjat öka. En försiktig optimism har börjat sprida sig. Till detta kommer att den samlade ekonomiska politiken är expansiv i många länder, vilket ger ökad tilltro till ett ekonomiskt uppsving inom en snar framtid.

För att återhämtningen i världsekonomin ska komma igång ordentligt och förstärkas krävs dock att den åtföljs av en bred och uthållig efterfrågeökning. Om produktionen ökar p.g.a. att lagren är alltför små och behöver fyllas, så riskerar det att ge endast en kortvarig uppgång.

Det kommer både positiva och negativa signaler om läget i den amerikanska ekonomin. Positiva signaler kommer från en ovanligt stark produktivtetsutveckling under konjunktur nedgången, som tyder på att den amerikanska industrin på ett imponerande sätt lyckats anpassa sin produktionsstruktur. Den privata konsumtionen, som är viktig i alla länder, men kanske särskilt för USA, har också varit stark under hela 2001 och början av 2002.

Negativa signaler kommer bl.a. från industrin, där företagens vinstutsikter är dämpade i såväl USA som Europa. De första rapporterna som just presenterats för första kvartalet ser dock bättre ut än marknaden väntat. Men eftersom den privata konsumtionen har varit relativt stark i USA finns inte ett lika stort uppdämt behov av att köpa kapitalvaror som det vanligtvis gör efter en konjunktur nedgång. Hushållens konsumtion kan också komma att påverkas negativt om deras förmögenheter i bostäder och inte bara i aktier urholkas. Fortsätter de amerikanska långa räntorna att stiga som de gjort den senaste tiden kan just detta bli en av effekterna.

En stor del av Sveriges export går till euroområdet och därför är dess konjunkturutveckling extra viktig. I Europa är tecknen på en återhämtning färre och konjunkturuppgången kan komma att bli mindre kraftig. Om man granskar de ledande indikatorerna tycks dock företagen blivit mer optimistiska.

Sammantaget kan man konstatera att tillväxtutsikterna i omvärlden har förbättrats. Effekterna av den expansiva penning- och finanspolitiken på båda sidor om Atlanten blir alltmer märkbara. Konjunkturavmattningen ser därför ut att bli relativt begränsad. Samtidigt finns det risker. De strukturella obalanserna i den amerikanska ekonomin, som byggdes upp under slutet av 1990-talet till följd av en alltför kraftig optimism, hotar att göra återhämtningen långsammare än normalt.

Men bilden av världsekonomin är ändå väsentligt ljusare jämfört med i höstas, och konturerna av en vändning blir allt tydligare.

Utvecklingen i Sverige

Även i Sverige har signalerna om en allmän återhämtning blivit påtagligare. Enligt SCB:s säljindex steg detaljhandelns försäljningsvolym under januari jämfört med december 2001. Under den senaste tremånadersperioden (november-januari) har industriproduktionen och orderingen ökat jämfört med närmast föregående tremånadersperiod. Industrin är enligt Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer optimistisk inför de närmaste månaderna och detaljhandeln räknar med fortsatt god försäljningsstatistik.

Den expansiva finanspolitiken bidrar till en stark utveckling av hushållens disponibla inkomster och lägger grunden för både en högre privat konsumtion och ett ökat sparande. Exporten ökar gradvis under perioden, men relativt försiktigt, både därför att den internationella konjunkturuppgången är avvaktande till att börja med och därför att kronan väntas stärkas. BNP bedömdes i inflationsrapporten öka med 1,6 procent i år men accelererar sedan till mellan 2,5 och 3 procent under de kommande åren.

Trots den svagare efterfrågan under fjolåret fortsatte sysselsättningen att utvecklas starkt och arbetslösheten minskade något. Både antalet arbetade timmar och antalet sysselsatta ökade under 2001. En del av den gynnsamma sysselsättningsutvecklingen kan dock sammanhånga med den stigande sjukfrånvaron. Bilden av sysselsättningen är emellertid splittrad. Inom tillverkningsindustrin har antalet arbetstillfällen minskat markant medan de har ökat i den offentliga sektorn och inom tjänstenäringarna.

Läget på arbetsmarknaden är mot denna bakgrund värt ett särskilt intresse. Det förefaller vara relativt stramt för att vara i slutet av en konjunktursvacka och löneökningarna har också blivit något högre än väntat, speciellt inom byggsektorn och tjänstenäringarna. Eftersom sysselsättningen har bibehållits trots att efterfrågan har gått ner, har produktiviteten utvecklats svagt, särskilt i tjänstesektorn. Till en del har effekten av de högre kostnaderna i företagen inte slagit igenom på priserna, utan istället lett till fallande vinstandelar. Det verkar dock nu som om efterfrågeläget gjort det möjligt att övervältra en större del av kostnadsökningarna på konsumenterna.

Hur kommer det sig att lönekostnaderna stiger mer än väntat? En möjlig förklaring kan vara att resursutnyttjandet i ekonomin har varit högre under de senaste åren än vad vi tidigare har trott. Ett ansträngt resursutnyttjande innebär helt enkelt att den samlade efterfrågan är hög i förhållande till ekonomins produktionskapacitet. Det brukar visa sig i bland annat stigande löneökningar och högre underliggande inflation. I den inflationsrapport som vi presenterade den 19 mars 2002 har vi reviderat upp resursutnyttjandet något. Det betyder att vi i dagsläget och framöver under prognosperioden bedömer att det finns mindre lediga resurser som kan tas i anspråk utan att pris- och lönestegringstakten tilltar.

Inflationen överstiger målet

Ser man till inflationsutvecklingen är det framför allt den underliggande inflationen som har överraskat uppåt. Det är främst tjänstepriserna som har stigit. Här har det förhållandevis höga resursutnyttjandet inom tjänstesektorn bidragit till stigande arbetskraftskostnader. Dessutom har priserna på insatsvaror såsom el och livsmedel stigit.

Riksbanken har i ljuset av det som hänt med priser och löner under det senaste året gradvis ändrat sin syn på den svenska ekonomins inflationsbenägenhet i vid mening. Ett högre resursutnyttjande tillsammans med snabba löneökningar och en svag växelkurs har medfört ett något högre inflationstryck än i tidigare bedömningar. Det är denna gradvisa förskjutning som ibland kommit att betecknas som ett lappkast.

Den senaste tidens händelser

Sedan det senaste direktionsmötet har ny statistik kommit in som i stort bekräftar den bild Riksbanken målade av läget i den svenska ekonomin.

Det finns sammantaget enligt min mening inte skäl att väsentligt ändra den bedömning av konjunkturutsikterna som gjordes i den senaste inflationsrapporten, vare sig det gäller den internationella eller den svenska bilden. I pressmeddelandet från det senaste direktionsmötet den 18 mars skrev vi: "Om konjunkturen fortsätter att förstärkas som väntat - och om det inte finns skäl att ändra synen på inflationsbenägenheten - är det dock rimligt att anta att ränteläget i Sverige successivt kommer att anpassas uppåt." Vi ser alltså framför oss en väg som leder mot en mindre expansiv penningpolitik än den vi har för närvarande. Jag tycker att den bedömningen står sig.