



ANFÖRANDE

DATUM: 2003-09-29

TALARE: Riksbankschef Lars Heikensten

PLATS: Seminarium arrangerat av Stockholms Handelskammare och Veckans Affärer

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

■ Svensk ekonomi och penningpolitiken

Låt mig börja med att tacka för inbjudan.

Som alla vet har svenska folket valt att stå utanför det europeiska valutasamarbetet. För penningpolitikens del innebär det att vi kommer att fortsätta arbeta som tidigare; prisstabiliteten i Sverige står fortsatt i fokus. Vi kommer som vanligt att göra prognoser över konjunkturs och inflationens utveckling som underlag för våra penningpolitiska beslut, publicera inflationsrapporter och protokoll som förklarar hur vi resonerat.

I någon mån måste utfallet av folkomröstningen tolkas som att det finns ett förtroende för den stabiliseringspolitiska regim vi har haft de senaste tio åren. Viktiga beståndsdelar har varit en budgetpolitik med utgiftstak och överskottsmål samt en penningpolitik med inflationsmål. Omläggningen av stabiliseringspolitiken kan inte annat än betecknas som lyckosam. Budgetsaldot vändes från ett underskott på 12 procent av BNP 1993 till rejäla överskott i början av 2000-talet. Inflationen har varit stabil och för det mesta legat nära 2 procent. Inflationförväntningarna ligger i dag fast förankrade runt 2 procent hos alla aktörer i samhällsekonomin. Bilden är likartad när vi blickar framåt. Tillväxten väntas bli högre än i många av länderna i vår omvärld. Samtidigt väntas inflationen vara i linje med vårt mål. Såväl de offentliga finanserna som affärerna med utlandet väntas gå med överskott.

Idag tänker jag börja med att säga något om hur de finansiella marknaderna utvecklats efter folkomröstningen. Därefter tänker jag ta upp hur konjunkturs och inflationen kan komma att utvecklas de närmaste åren. Efter jag givit min syn på huvuddragen i utvecklingen tänker jag diskutera några faktorer som är särskilt svårbedömda. Avslutningsvis tänker jag också säga något om den problembild som avtecknar sig på lite längre sikt.

De finansiella marknaderna

I våra inflationsbedömningar under sommaren räknade vi med att kronans växelkurs mot euron skulle stärkas oberoende av utfallet i folkomröstningen. Vi räknade också med en i huvudsak lugn utveckling, även om en viss oro i anslutning till själva omröstningen framstod som möjlig, särskilt vid ett överraskande utfall. Fram till folkomröstningen utvecklades kronan något svagare än prognostiserat. Därefter har kronan stärkts rejält mot såväl dollarn som euron. Utvecklingen på senare tid hänger sannolikt samman med marknadens bedömning av styrkan i den svenska ekonomin relativt euroområdet under den närmaste tiden, men också med en omvärdering av dollarn relativt euron efter uttalanden från G7:s möte i Dubai. Sammantaget har kronutvecklingen i stort varit i linje med vad vi räknade med i vår bedömning i inflationsrapporten från i juni.

Den kronförstärkning vi sett hittills är alltså i linje med tidigare prognoser. Skulle kronförstärkningen fortsätta – och det särskilt om det finns skäl att tro att den blir varaktig – får det förstås effekter på vår prognos. Idag är det dock för tidigt att dra några entydiga slutsatser för inflationen framöver i det perspektiv som är viktigt för penningpolitiken. Vad utvecklingen åskådliggör hittills är kanske främst hur mycket växelkurser kan svänga och hur överraskande snabba skiften i stämningsslägen ibland är.

På räntemarknaden har utvecklingen varit mindre dramatisk. Men en viss ökad differens mellan svenska och tyska långräntor kunde noteras i samband med folkomröstningen. Antagligen beror räntedifferensen delvis på att tillväxtutsikterna under senare tid varit bättre i Sverige än inom euroområdet. Det är också rimligt att räkna med att en viss premie i form av en ränteskillnad mellan svenska och tyska långräntor är ett pris vi får betala för att stå utanför det europeiska valutasamarbetet. En bild av detta kan vi få genom att jämföra ränteskillnaden i t.ex. Sverige, Finland och Italien (se diagram 1). Svenska långräntor är högre än de finska, trots att Finlands situation i termer av tillväxt och statsfinanser i grova drag är i linje med vår. Även jämfört med Italien betalar vi högre räntor trots deras påfallande sämre offentliga finanser.

Huvuddragen i konjunkturbilden

Konjunkturutvecklingen i världen har i huvudsak följt den som skisserades i inflationsrapporten i juni. Om något är tendenserna i dagsläget aningen bättre, en slutsats som vi i direktionen också drog vid det penningpolitiska sammanträdet i augusti. Tecknen på en återhämtning i amerikansk ekonomi har blivit allt mer tydliga, vilket förstås är glädjande. Annorlunda är dock bilden för euroområdet. Kanske finns det anledning att skjuta den europeiska återhämtningen framåt ytterligare något även om det på senare tid kommit en del positiva signaler av framåtblickande karaktär. Utvecklingen i Japan förefaller å andra sidan bli starkare än väntat. Sammantaget framstår det idag som troligt att den internationella utvecklingen blir ungefär i linje med de bedömningar vi gjorde i augusti.

■ Också när det gäller Sverige talar det mesta för att konjunkturen vänder upp i höst. I dagsläget finns enligt den bedömning vi gjorde under sommaren en del lediga resurser (diagram 2). Det beror framförallt på att efterfrågeutvecklingen försvagats de senaste två åren. Till det relativt goda kapacitetsläget bidrar också produktivitetstillväxten, som varit överraskande snabb med tanke på det rådande konjunkturläget. Framöver väntas efterfrågan tillta tack vare både en god konsumtionsutveckling och en viss investeringsuppgång. BNP-tillväxten i år väntas bli måttlig, runt 1,5 procent, men såväl 2004 som 2005 väntas tillväxten bli påtagligt högre, runt 2,5 procent. Tillväxten under de närmaste åren väntas alltså bli något högre än den potentiella tillväxt vi räknat med under senare år för Sveriges del.

För att den svenska konjunkturen ska förstärkas som prognostiserat krävs att investeringarna kommer i gång. I industrin började investeringarna falla redan 2001 och året därpå föll de i hela ekonomin. Precis som många andra prognosmakare såg vi investeringsnedgången som mer tillfällig än den senare visat sig vara. Våra prognoser för ett år sedan talade för att en vändning skulle komma i början av 2003 (se diagram 3). I förra inflationsrapporten i juni gjordes bedömningen att investeringarna skulle dröja och börja öka först vid ingången till 2004. Under andra kvartalet i år har bruttoinvesteringarna fallit med cirka 2 procent enligt nationalräkenskaperna. Och konjunkturinstitutet räknar i sin senaste prognos från augusti med en ytterligare fördröjning av investeringsuppgången. Situationen är uppenbarligen osäker även om förutsättningarna i grunden är goda för en uppgång i investeringarna, med ett gynnsamt ränteläge, en stabil börsutveckling och en väntad internationell konjunkturåterhämtning.

Ser vi till hushållens konsumtion har den ökat samtidigt som värdet på hushållens nettoförmögenhet i reala termer minskat förhållandevis mycket. De senaste åren har hushållens skuldsättningsgrad ökat märkbart och närmar sig nu nivåerna strax före bankkrisen i början av 1990-talet. Räntekvoten, dvs. räntekostnaderna efter skatt i relation till den disponibla inkomsten, ligger dock på en förhållandevis låg nivå i ett historiskt perspektiv. Bedömningen som Riksbanken hittills gjort är att den här utvecklingen inte utgör något problem med avseende på den finansiella stabiliteten, i varje fall inte så länge som en eventuell ränteuppgång framöver går hand i hand med ökad tillväxt och stigande inkomster. Men klart är att hushållens konsumtionsutrymme framöver begränsas av skulderna och att detta är en faktor som kan dämpa återhämtningen.

Eftersom ekonomins kapacitetsutnyttjande i dag är förhållandevis lågt väntas den snabbare tillväxten inte utgöra något mer akut problem från inflationssynpunkt. Men med en tillväxt som överskrider den potentiella ökar normalt sett inflationstrycket gradvis. Sedan vi senast värderade situationen har en del ny information inkommit, exempelvis var inflationen i augusti något högre än vi tidigare trodde, främst till följd av att elpriserna inte sjunkit som väntat. Ändå är det troligt att inflationen kommer att fortsätta falla ganska markant under det närmaste halvåret. Fokus i penningpolitiken är dock inställt på inflationen på ett par års sikt. I augusti bedömdes inflationen, mätt både med KPI och UND1X, i detta perspektiv stiga långsamt och hamna runt målet på 2 procent. Det finns idag inte skäl att påtagligt ändra denna bedömning.

Några svårbedömda faktorer

Naturligtvis finns det faktorer som kan kullkasta det huvudscenario jag presenterat. En sådan är att den *europiska konjunkturåterhämtningen*, kan fördröjas. Flera länder i valutaunionen brottas med tillväxtproblem. Tysklands BNP, som utgör en tredjedel av euroområdet, minskade under andra kvartalet. Investeringarna i Tyskland har fallit sedan 2000 samtidigt som konsumtionen utvecklats svagare än i valutaunionen i genomsnitt. Även i Frankrike, vars BNP är ungefär en femtedel av euroområdet, föll tillväxten under andra kvartalet. Detta efter att landet de senaste åren haft en relativt stark konsumtionsutveckling, som kunnat kompensera för en svag investeringstillväxt. Det finns också mer fundamentala problem i euroländerna som kan inverka ogynnsamt på konjunkturutvecklingen, bl.a. lider Tyskland fortfarande av sviterna efter återföreningen. Till detta kommer nu att euron förstärkts påtagligt. Tveklöst är världsekonomin mot denna bakgrund starkt beroende av att den amerikanska ekonomin återhämtar sig.

Utgången av den *avtalsrörelse* som närmar sig är också av stor betydelse, både för den ekonomiska utvecklingen och för inflationsutsikterna. Det är uppenbart att en reallöneutveckling de närmaste åren i linje med produktivitsutvecklingen underlättar Riksbankens arbete. Den bedömning Riksbanken gjort under sommaren vilar på antagandet att en svagare arbetsmarknad håller tillbaka löneökningstakten till drygt 3,5 procent. Men det finns exempel på avtalsrörelser då lönebildningen gått helt över styr trots att efterfrågetrycket varit svagt, t.ex. 1995. Konflikten på Kommunals avtalsområde vittnar också om att det finns spänningar på arbetsmarknaden. De två senaste avtalsrörelserna har dock kännetecknats av en högre grad av samverkan mellan arbetsmarknadens parter. Det talar, tillsammans med det rådande konjunkturläget, för att den kommande lönerörelsen ska kunna resultera i samhällsekonomiskt rimliga löneyft runt 3,5 procent. Det förtjänar dock att understrykas att ingen enskild faktor är så central för inflationsutvecklingen – och därmed för styrräntan – som lönerna. Riksbanken kommer därför att under hösten noga följa hur avtalsförhandlingarna utvecklas.

En faktor som varit svårbedömd under de senaste åren är *energipriserna* och särskilt elpriserna. Energipriserna har inte fallit tillbaka i den utsträckning som vi väntade oss under sommaren. I augusti ökade UND1X inflationen rensad bl.a. för räntekostnader, med 2,2 procent, varav 0,7 procentenheter berodde på att energipriserna ökat. Den aktuella prissättningen på terminsmarknaden tyder på att elpriserna kommer att bli cirka 10 procent högre under hösten och vintern än vad som indikerades före sommaren. Även världsmarknadspriset på olja har blivit högre än väntat.

Utformningen av penningpolitiken har hittills byggt på att energiprisuppgången är tillfällig. Vi har avstått från att höja räntan trots att inflationen periodvis varit betydligt högre än 2 procent. Ett annat sätt att formulera vad vi gjort är att säga att vi fokuserat på den underliggande, efterfrågebestämda inflationen. Om energipriserna ligger kvar på en hög nivå under en längre tid eller fortsätter att öka blir inflationstakten uppenbarligen högre än vad vi tidigare beräknat. För penningpolitiken skulle slutsatserna kunna bli annorlunda om denna utveckling på-

■ tagligt påverkar kostnadsutvecklingen och börjar sätta spår i inflationsförväntningarna.

Den extremt ryckiga utvecklingen av elpriserna är ett påtagligt problem för många beslutsfattare i ekonomin, inte bara för oss som gör inflationsbedömningar. En jämförelse mellan elprisutvecklingen i Sverige och euroområdet säger en hel del (diagram 4). Den här utvecklingen reser viktiga frågor om elmarknadens funktionssätt, som rör både konkurrenssituationen och villkoren för nyproduktion av el.

Sammanfattande bedömning

Även sedan hänsyn tagits till de svårbedömda faktorer jag diskuterat har inte konjunktur och inflationsperspektiven ändrats så mycket sedan i augusti. Uppgången i USA framstår som något tydligare, med en mindre risk för bakslag. I Europa är bilden snarast lite dystrare. För svensk del framstår en ganska normal återhämtning nästa år som det troliga. Därmed är det också troligt att inflationen på ett par års sikt kommer att vara i närheten av 2 procent, ungefär som Riksbanken räknade med i augusti, även om inflationen det närmaste året kan bli lägre.

Långsiktiga perspektiv

Låt mig innan jag rundar av också säga några ord om de mer långsiktiga perspektiven.

Den ekonomisk-politiska debatten i Sverige det senaste decenniet har i stor utsträckning handlat om stabiliseringspolitik. Att stabiliseringspolitiken stod i fokus under första halvan av 1990-talet är lätt att förstå. Efter en djup kris i hög grad orsakad av stabiliseringspolitiska misstag bytte vi valutakurssystem och lade i grunden om såväl penningpolitiken som finanspolitiken. I debatten kring EMU-frågan har det varit naturligt att fortsätta diskussionen om penningpolitik och växelkurssystem. Åtminstone jag tycker att den diskussionen gick väl långt. Man kunde lätt få intrycket att välförhållanden i Sverige stod och föll med Riksbankens agerande.

Så är det naturligtvis inte. Penningpolitikens uppgift har under de senaste tio åren varit att säkerställa ett fast penningvärde. Det har fungerat ganska bra – inflationen ligger i linje med målet – och det är viktigt därför att det lägger en god grund för tillväxt. Men när vi justerar styrräntan är det främst för att påverka efterfrågeläget runt en långsiktig produktionstrend. Den uppgiften är viktig men man ska komma ihåg att vi inte påverkar själva trenden. Och det är trenden som avgör välförhållanden!

Nu gäller det alltså att skifta fokus i debatten från penningpolitik och stabiliseringspolitik till frågor som avgör Sveriges förmåga att skapa tillväxt och välförhållanden. Det har i och för sig länge varit viktigt eftersom Sverige under särskilt 1970- och

80-talen tappade påtagligt i välstånd relativt nästan alla andra länder. Men det är särskilt viktigt nu i ljuset av de utmaningar som väntar framöver framförallt till följd av att befolkningen blir äldre.

I grunden avgörs tillväxten i ekonomin av hur mycket vi arbetar och hur produktiva vi är. Inget kan ändra detta. Antalet arbetade timmar påverkas av en mängd faktorer; t.ex. hur många som är i arbetsför ålder, hur många av dessa som är sysselsatta, frånvarande från jobbet etc. Arbetsproduktiviteten, mätt som BNP per arbetad timme, beror bl.a. på tekniska framsteg (t.ex. att maskinerna blir modernare) eller på att realkapital tillförs (en långsiktig utbyggnad av produktionsapparaten). Till detta kommer också produktivetsförändringar som är en följd av att arbetskraft rör sig från mindre till mer produktiva sektorer.

Antalet arbetade timmar utvecklades relativt gynnsamt under ett antal år efter krisen i början av 1990-talet. Men det har varit en i allt väsentligt efterfrågestyrd utveckling. Det handlar om att det fanns många människor i arbetsför ålder, som saknade arbete efter krisåren och som var redo att ta jobb när efterfrågan på arbetskraft ökade. Men också från utbudssidan var utvecklingen, i varje fall en tid, positiv bl.a. därför att befolkningen i arbetsför ålder ökade. Under senare år är det dock påtagligt att många människor hamnat vid sidan om arbetsmarknaden bl.a. till följd av en stigande sjukfrånvaro.

När det gäller produktivitetstillväxten är bilden från senare år mer positiv. På BNP-nivå har den uppgått till cirka 2 procent per år eller strax över under 1990-talet. Detta är en skillnad jämfört med utvecklingen under 1970- och 1980-talen. Sannolikt har faktorer som omläggningen av penning- och finanspolitiken och en skärpt konkurrens spelat en roll för utvecklingen.

Vad ska vi då tro om utvecklingen framöver? Det finns fog för en viss optimism när det gäller produktiviteten, även om de höga talen under 1990-talet delvis speglar både en snabb tillväxt i den privata sektorn relativt den offentliga och en kraftig tillväxt i IKT-sektorn. Vår ekonomi är öppnare med mer konkurrens och prispress i många sektorer. I samma riktning verkar den kostnadspress som offentlig verksamhet är utsatt för.

Bilden är betydligt mörkare när det gäller arbetskraftsutbudet. Här har utvecklingen som sagt vänt i negativ riktning. En orsak till detta är att den ekonomiska politiken i en del avseenden blivit mindre inriktad på att höja arbetskraftsdeltagandet. Både i transfererings- och skattesystemen har det genomförts förändringar som minskat motiven att arbeta. Dessutom diskuteras ytterligare förändringar i samma riktning inkl. en arbetstidsförkortning. Till detta kommer att befolkningens åldersstruktur blir allt mindre förmånlig ur ett arbetskraftsperspektiv (diagram 5).

I ett land av Sveriges karaktär, där kostnaderna med en åldrande befolkning i så hög grad drabbar den offentliga verksamheten är arbetskraftsutbudet extra väsentligt. Det är bara genom att fler arbetar och betalar skatt och färre utnyttjar transfereringssystemen som det går att åstadkomma någon påtaglig avlastning av de offentliga budgetarna. En sådan behövs om det ska gå att erbjuda vård, omsorg och pensioner i nivå med nuvarande åtaganden. Det är alltså hög tid att sät-

- ta inte minst arbetskraftsutbudet i centrum för debatten. Av krisen för drygt tio år sedan borde vi ha lärt oss att det är viktigt att ta itu med problemen i tid. Om så inte sker kan de bli sjufalt värre om några år, när befolkningsutvecklingen vänt mer påtagligt i negativ riktning. Då kan större och smärtsammare förändringar komma att framtvingas i mindre ordnade former.

Tack!