



ANFÖRANDE

DATUM: 2004-01-29
TALARE: Irma Rosenberg
PLATS: Handelsbanken

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registrator@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Det aktuella penningpolitiska läget

Tack för inbjudan att komma hit och tala om penningpolitiken!

Under de senaste månaderna är det många som har uttalat sig om vad Riksbanken bör göra med reporäntan vid nästa penningpolitiska möte den 5 februari. Att det blir diskussion om penningpolitiken har vi i Riksbanken ingenting emot. Tvärtom, det är nyttigt eftersom det gör att vi måste vässa våra argument, skärpa pedagogiken och arbeta vidare med att förbättra våra analysmetoder. Men för att undvika missförstånd är det angeläget för oss att informera om hur vi arbetar. Därför skall jag inledningsvis säga något mer principiellt om Riksbankens inflationsmål och penningpolitiska strategi innan jag går in på det aktuella läget.

Riksbankens mål och arbetsätt

Målet för penningpolitiken är att upprätthålla ett stabilt penningvärde, vilket Riksbanken definierat som att ökningen i konsumentprisindex ska vara 2 procent per år med ett toleransintervall på +/- 1 procentenhet. När inflationsmålet infördes var det kontroversiellt och många betraktade det också som orealistiskt. Numera råder det bred uppslutning kring inflationsmålet och måluppfyllelsen har varit god. Trovärdigheten för inflationsmålet är också hög att döma av hushållens och företagens förväntningar om inflationen framöver. Det hindrar förstås inte att det från tid till annan finns olika uppfattningar, både inom Riksbanken och mellan banken och andra bedömare, om vad som bör göras med reporäntan i ett visst givet läge för att upprätthålla penningvärdet.

Penningpolitiken baseras på hur inflationen förväntas utvecklas framöver, i första hand under de närmaste 1-2 åren. Det finns två skäl till det. Det första är att det är i detta tidsperspektiv som en penningpolitisk åtgärd får fullt genomslag på inflationen. Riksbanken har därför små möjligheter att motverka alla de störningar som påverkar inflationen på kort sikt, men kan genom en väl avvägd penningpolitik se till att inflationen hålls kring 2 procent i genomsnitt, på några års sikt. Det andra argumentet för en framåtblickande penningpolitik är att detta ger utrymme för viss hänsyn till den realekonomiska utvecklingen. Om reporäntan hela tiden

ändrades för att vid störningar så snabbt som möjligt föra tillbaka inflationen till målet skulle detta kunna leda till stora oönskade svängningar i räntor, produktion och sysselsättning. Under de år som penningpolitiken bedrivits med inflationsmål har det utvecklats en tydlig analytisk ram för vårt arbete. För att göra penningpolitiken begriplig men också för att skapa en stabilitet i sättet att fatta penningpolitiska beslut, har Riksbanken formulerat en enkel handlingsregel. Den innebär att om inflationen i tidsperspektivet 1 à 2 år förväntas understiga målet 2 procent bör reporäntan normalt sänkas och vice versa. Samtidigt är det viktigt att poängtera att denna regel inte kan tillämpas mekaniskt och att det inte heller har varit fallet. Det är också viktigt att påpeka att öppenheten om våra prognoser utgör en viktig del av den penningpolitiska tankeramén eftersom det bl.a. möjliggör diskussion och utvärdering av våra beslut. Jag återkommer till denna fråga senare.

Det är alltså den förväntade framtida inflationen som står i fokus för penningpolitiken, inte det senaste KPI-utfallet. Dock är det givetvis så att nya utfallsiffror kan påverka bedömningen av framtiden. Det aktuella ekonomiska läget har stor betydelse på så sätt att det utgör utgångspunkten för prognosarbetet och därför påverkar vilka slutsatser vi kommer till beträffande den framtida inflationen. Men vi kan inte med penningpolitiska åtgärder påverka de ekonomiska förhållandena på mycket kort sikt annat än om vi är beredda att vidta drastiska åtgärder med räntan.

Riksbankens syn på inflationsutsikterna redovisas i detalj fyra gånger om året i våra inflationsrapporter. I samband med publiceringen av två av dessa sker också en öppen utfrågning av riksbankschefen i finansutskottet. Initiativet till dessa möten togs från början av Riksbanken, som ett sätt att skapa ytterligare tydlighet och öppenhet om penningpolitiken. Efter varje räntebeslut publiceras ett pressmeddelande som kort beskriver beslutet och dess bakgrund. Hur vi mer i detalj har resonerat och motiverat våra räntebeslut framgår slutligen av de penningpolitiska protokollen som normalt publiceras ungefär två veckor efter de penningpolitiska mötena.

Förväntningarna om tillväxten ser ut att infrias

Våra penningpolitiska beslut baseras alltså på en prognos för inflationen på normalt 1 till 2 års sikt. En sådan bedömning av inflationsutsikterna måste starta med en analys av den realekonomiska utvecklingen. Detta har inte varit någon lätt uppgift under de senaste åren och Riksbanken har, precis som andra bedömare, tvingats att ompröva prognoserna för den ekonomiska tillväxten ett antal gånger.

Sverige drabbades liksom flertalet andra länder i vår omvärld av konjunkturedgången år 2001. Den förstärktes av osäkerheten efter terrorattackerna den 11 september. Tillväxten i Sverige liksom i OECD stannade då på ca 1 procent. Den ekonomiska politiken lades om i expansiv riktning i många länder och i början av år 2002 syntes det tecken på att osäkerheten minskat och att konjunkturen var på väg att vända upp. Tillväxten förbättrades något och framtidsbedömningarna ställdes in på att konjunkturen skulle fortsätta att stärkas.

Men förväntningarna infriades inte. Under andra halvåret 2002 blev de ekonomiska utsikterna åter dystrare, tillväxtprognoserna började gradvis justeras ned och tidpunkten för när konjunkturen förväntades ta fart uppåt fick skjutas allt längre framåt i tiden. Det gällde såväl i omvärlden som i Sverige. Det hade delvis att göra med den förtroendekris för näringslivet som följde företagskandalerna i USA och ett antal stora företagskonkurser. Detta bidrog till att aktiebörserna tog ny fart nedåt. Hotet om och sedan utbrottet av Irakkriget skapade under en tid större osäkerhet om världsekonomin än vi normalt upplever. Avsaknaden av tydligt positiva konjunktursignaler när det akuta krigsskedet var över bidrog till att synen på konjunkturförloppet blev alltmer pessimistisk under första halvåret 2003. Den svaga konjunkturen avspeglades också i Riksbankens prognoser för inflation och tillväxt, och reporäntan sänktes med sammanlagt 1 procentenhet under våren och sommaren 2003.

Under andra halvåret 2003 blev synen på konjunkturen återigen något ljusare. Det ser nu ut som om den ekonomiska tillväxten i Sverige och USA under 2003 i grova drag blev som vi förväntade oss i början av förra året. I Sverige utvecklades framförallt investeringarna betydligt sämre än väntat under 2003 men den svaga investeringsutvecklingen motverkades av en god konsumtionsutveckling, både privat och offentligt, och av en gynnsam utveckling av utrikeshandeln. Man skulle alltså kunna säga att Riksbanken, i likhet med andra prognosmakare, blev alltför pessimistisk i samband med Irakkriget, åtminstone vad gäller synen på den ekonomiska tillväxten i USA och Sverige. När det gäller utvecklingen i euroområdet är situationen något annorlunda. Där har tillväxtprognosen för 2003 reviderats ned ytterligare under andra halvåret och det är först på den allra senaste tiden som det kommit vissa positiva konjunktursignaler. Men det står helt klart att tillväxten i euroländerna blev betydligt sämre 2003 än vi trodde i början av året.

Sammantaget reviderade vi under andra halvåret upp vår tillväxtprognos för omvärlden något inte bara för 2003 utan också för 2004 och 2005. Bedömningen i inflationsrapporten i december var att tillväxten i OECD-området skulle stanna vid 2 procent 2003 och sedan stiga till 2,9 procent 2004 och 2,7 procent 2005. Mot bakgrund av den nya information som blivit tillgänglig sedan december ser den internationella konjunkturbilden ut att stå sig väl inför vårt nästa penningpolitiska sammanträde.

Det penningpolitiska beslutet i december byggde på bedömningen att tillväxten i den svenska ekonomin kommer att stärkas långsamt från 1,5 procent 2003 till ca 2,5 procent 2004 och 2005. Så här långt är den nya information som blivit tillgänglig väl förenlig med ett sådant förlopp.

Arbetsmarknadsläget betydelse för inflationsprognosen

Utvecklingen på arbetsmarknaden är av stor betydelse för våra inflationsprognoser och där har vi fått revidera vår syn flera gånger under det senaste året. Sysselsättningen i antal personer blev i genomsnitt ungefär som väntat 2003. Utvecklingen i den offentliga sektorn blev under början av året oväntat stark, vilket motverkade att utvecklingen i den privata sektorn blev svagare än vi hade räknat

med. Den pressade ekonomiska situationen i den offentliga sektorn talar för att sysselsättningen där kommer att utvecklas svagt under 2004, samtidigt väntas konjunkturuppgången fortfarande inte avspeglas i någon ökning av antalet sysselsatta i den privata sektorn. Att arbetsmarknaden i viss mån släpar efter produktionsutvecklingen i näringslivet tillhör ett normalt konjunkturmönster, men utvecklingen av sysselsättningen i den privata sektorn har hittills varit något svagare än vi förväntat oss.

Med penningpolitiken kan vi inte mer än marginellt påverka det svaga arbetsmarknadsläget de närmaste månaderna. Läget på arbetsmarknaden är emellertid en central faktor i bedömningen av efterfrågeläget och därmed för inflationsbedömningen på sikt. Arbetsmarknadsutvecklingen kan påverka inflationen framöver på flera olika sätt. Om efterfrågan på arbetskraft förblir svag under en längre tid och arbetslösheten skjuter i höjden ökar risken för att det får negativa återverkningar på hushållens konsumtionsvilja och därmed på efterfrågan. Hushållen har blivit mer pessimistiska under hösten både om arbetslösheten och om utvecklingen av den egna ekonomin. Hittills har vi inte sett några tecken på att hushållens efterfrågan är på väg att mattas av, men detta var en faktor som vi förde in i riskbedömningen i inflationsrapporten i december. Fler lediga resurser kan dämpa inflationstrycket och i slutänden resultera i en lägre inflation.

Arbetsmarknadsläget kan också vara en indikator på utbudsförhållandena i näringslivet och därmed på hur inflationstrycket utvecklas. Den svaga efterfrågan på arbetskraft i näringslivet under 2003 har inte berott på att produktionen har utvecklats svagt utan på att företagen har kunnat öka produktionen utan att öka antalet anställda. Det är inte heller så att de redan anställda har arbetat mer. Istället har medelarbetstiden minskat mer än vi räknat med. Produktionen per arbetad timme dvs. produktiviteten har alltså utvecklats starkare än väntat. Det är ännu för tidigt att avgöra vad som är orsaken bakom den här utvecklingen. Därför är det också osäkert om det handlar om en varaktig ökning av produktiviteten. Det kan vara ett utslag av samma fenomen, "jobless growth" som nu diskuteras intensivt i USA även om produktivetsutvecklingen inte varit lika stark i Sverige som där. Statistiken är visserligen osäker, men det är ändå spännande att se att produktivetsökningen hittills, enligt de svenska nationalräkenskaperna, nu också blivit snabbare inom tjänstenäringarna. En tänkbar förklaring till att produktiviteten har utvecklats så starkt som förts fram bl.a. av Federal Reserve, den amerikanska centralbanken, är att den ökade IT-användningen nu börjat sätta sina spår även utanför IT-sektorerna. Förklaringen till att detta sker med eftersläpning och syns först nu skulle kunna vara att det tar tid att lära sig den nya tekniken och att organisera om företagen så att man kan ta ut fördelarna i form av ökad produktivitet av tidigare gjorda investeringar. Om den starka produktivetsutvecklingen skulle visa sig varaktig innebär det att ekonomin kan växa snabbare utan att inflationen tar fart.

En fråga gäller också vilka konsekvenser det svaga sysselsättningsläget och den starka produktivetsutvecklingen kommer att ha på utfallet av löneförhandlingarna och på löneutvecklingen totalt. Om arbetsmarknaden fungerade väl borde det svaga arbetsmarknadsläget resultera i måttliga löneökningar. Tyvärr vet vi att

■ så inte alltid blivit fallet, historiskt sett. Den goda produktivitsutvecklingen kan också göra det svårt för företagen att stå emot högre lönekrav. Särskilt bekymmersamt skulle det kunna bli om löneförhandlingarna utgår från en mer varaktig förbättring av produktiviteten och det sedan visar sig att produktivitsökningen åter avtar.

Nu ser det ändå ut som om löneutvecklingen den senaste tiden kan ha blivit något lugnare än beräknat. I decemberrapporten justerade vi ned prognosen för enhetsarbetskostnaderna i näringslivet något för alla tre prognosåren beroende på en något lägre löneökningstakt och en något gynnsammare utveckling av produktiviteten. Om det är motiverat att göra ytterligare någon justering i den riktningen får vi ta ställning till i samband med vårt penningpolitiska möte i februari.

Inflationsutsikterna

Inflationen 2003 blev i genomsnitt ungefär som vi räknade med i början av året, men sammansättningen blev annorlunda. I början av 2003 hade priserna på el och olja skjutit i höjden och inflationen låg över 3 procent. Vi räknade med att detta var tillfälligt och att energipriserna skulle falla tillbaka igen. Det har de också gjort, men sammantaget har energipriserna i konsumentledet ökat mer än vi räknade med. Inflationen har ändå gått ner ungefär som väntat, eftersom pristrycket i ekonomin i övrigt blivit svagare än förutsett. En viktig orsak till det är att priserna på importerade varor har fallit mer än väntat. Det i sin tur sammanhänger dels med kronans förstärkning, dels med den svaga utvecklingen av konjunkturen i Europa. En del av förklaringen är säkert också den starka produktivitetstillväxten i näringslivet. När vi nu blickar framåt, gäller det att skilja konjunkturons mer varaktiga effekter på inflationen från prisfluktuationer orsakade av störningar på energimarknaderna och andra mer tillfälliga faktorer.

Penningpolitiken

Synen på inflationsutvecklingen, i sin tur baserad på konjunkturläget, sysselsättningen, produktiviteten och löneutvecklingen, har inte skiljt sig anmärkningsvärt mellan Riksbanken och andra bedömare. Men även små skillnader mellan prognoserna kan leda till olika slutsatser beträffande penningpolitiken. Av detta följer också att det inte alls är konstigt att Riksbanken och andra bedömare ibland drar olika slutsatser om vad som är en lämplig förändring av reporäntan. Men det är enligt lagen till Riksbanken som det har delegerats att självständigt ansvara för penningpolitiken. Vi lyssnar naturligtvis på alla insiktsfulla analyser men måste i varje läge till syvende och sist lita till vår egen bedömning av vad som är rätt penningpolitisk åtgärd för att uppnå inflationsmålet. Det är emellertid viktigt, och naturligtvis en högst rimlig begäran, att vi kan förklara och motivera våra bedömningar och beslut. Och det gör vi i våra inflationsrapporter, pressmeddelanden, tal och i de penningpolitiska protokollen mm.

Genom att vi är öppna och tydliga om våra prognoser och bedömningar underlättas utvärderingen av penningpolitiken. Detta är särskilt viktigt eftersom effekterna av räntebeslut kommer med en viss fördröjning. En offentlig inflationsprognos gör det möjligt att tidigt bedöma och värdera den penningpolitiska inriktningen. En öppen diskussion bidrar också till att öka förståelsen för inflationsmålet. Det är en del av styrkan i det penningpolitiska regelverket att diskussionen ibland har varit ganska livlig utan att förtroendet för vårt huvudmål har påverkats. En annan fördel med öppenheten är att den ger prognosmakarna, i och utanför Riksbanken, möjligheter till jämförelser som bidrar till att vässa prognoserna. Vi får inte glömma att inflationsprognoser görs under stor osäkerhet och att inflationen påverkas av oförutsägbara faktorer. Ändå har inflationen under 10 år med inflationsmål i genomsnitt legat mycket nära målet.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att tillväxten 2003 blev svagare än de förväntningar vi hade under 2002. Inflationen däremot blev ungefär som förväntat. Möjligen blev vi under 2003 något *för* pessimistiska om konjunkturutvecklingen. När vi fattade vårt penningpolitiska beslut i december såg den internationella uppgången ut att vara befast samtidigt som det fanns tecken på att den svenska ekonomin var på väg att stärkas. Inflationen hade utvecklats ungefär som vi hade räknat med i tidigare prognoser. Energipriserna föll visserligen inte tillbaka fullt enligt beräkningarna. Men det inhemska inflationstrycket exklusive energipriser visade sig bli lägre än väntat, antagligen beroende på den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden och den goda produktivetsutvecklingen. Ännu mer betydelsefulla för inflationsutvecklingen var de sjunkande importpriserna. I vår inflationsprognos för de kommande åren räknade vi med att importpriserna skulle sluta falla och istället vända svagt uppåt i takt med den internationella konjunkturåterhämtningen. Prognosen för det inhemska kostnadstrycket justerades ned något och väntades stiga endast svagt under prognosperioden. Slutsatsen blev att den underliggande inflationen exklusive energi, som bäst bedömdes spegla det mer konjunkturrelaterade inflationstrycket, på 1 till 2 års sikt förväntades vara i linje med målet och det var skälet till att reporäntan lämnades oförändrad.

Informationsflödet sedan december ser så här långt inte ut att väsentligt rubba bilden av en återhämtning i tillväxten. Men det kan finnas en risk att det svaga arbetsmarknadsläget består längre än väntat och ger återverkningar på tillväxt och inflation via en svagare privat konsumtion. När vi nu är mitt i processen att ta fram beslutsunderlag för mötet i februari ser det, med den nya information som blivit tillgänglig sedan december, ut att kunna finnas fog för att justera ned det inhemska kostnadstrycket ytterligare något. Det sammanhänger med att utvecklingen på arbetsmarknaden ser ut att bli något svagare än väntat, och därmed även löneökningstakten, och att produktivitetstillväxten t.o.m. tredje kvartalet tycks ha blivit något gynnsammare än väntat. Risker för spridningseffekter via energipriserna ser också ut att ha minskat. Men vi är som sagt mitt i prognosarbetet och har ännu inte allt bedömningsunderlag på plats. Det är först den 5 februari som vi håller vårt penningpolitiska möte och det är då det slutliga beslutet om räntan skall tas.

Tack för ordet!