



ANFÖRANDE

DATUM: 2008-08-21
TALARE: Vice riksbankschef Svante Öberg
PLATS: Malmö

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

■ Det ekonomiska läget

BNP-tillväxten dämpas i år och nästa år. Sysselsättningen stagnerar och arbetslösheten börjar öka. Inflationen är hög men sjunker ner mot målet 2 procent de närmaste åren. Det är bilden av den svenska ekonomiska utvecklingen som redovisas i den senaste penningpolitiska rapporten från början av juli.

I min presentation idag ska jag beskriva min syn på den ekonomiska utvecklingen internationellt och i Sverige, utveckla hur vi i direktionen såg på penningpolitiken i samband med det senaste penningpolitiska beslutet i början av juli och redovisa vad som har hänt i ekonomin under sommaren. I de första tre avsnitten kommer jag i huvudsak att redovisa prognoser från den penningpolitiska rapporten i början av juli, men jag nämner också en och annan siffra som har kommit sedan dess. I det fjärde och sista avsnittet tar jag upp den viktigaste informationen om utvecklingen i den svenska ekonomin som har kommit fram sedan början av juli.

1. Den internationella utvecklingen

Ännu inget slut på finanskrisen

Problemen på de internationella finansiella marknaderna fortsatte under första halvåret i år. Även om betydande förluster har tagits i de finansiella institutens bokslut och de har tillförts nytt kapital i stor omfattning så har vi ännu inte sett slutet på finanskrisen. Olika mått på riskpremier ligger fortfarande på en hög nivå jämfört med tiden före förra sommaren.

Man kan illustrera problemen på olika sätt, exempelvis med den så kallade basis-spreaden som visar skillnaden mellan räntor bankerna emellan och den förväntade styrräntan hos centralbanken. Måttet speglar prissättningen av risken för banker att låna ut till andra banker. Basis-spreadarna ökade påtagligt i augusti ifjol. Sverige har också påverkats av den globala finansiella krisen, men i mindre utsträckning än många andra länder. Basis-spreadarna har exempelvis ökat mer i USA och euroområdet än i Sverige. Men det är samtidigt viktigt att komma ihåg att krisen har ökat de svenska bankernas känslighet för störningar.

■ Även om basis-spreadarna har minskat något i euroområdet och Sverige sedan i våras, så har de inte kommit ner till tidigare nivåer än och det kan inte uteslutas att nya problem uppstår som driver upp riskpremierna till högre nivåer igen.

Svagare tillväxt i USA

Den ekonomiska utvecklingen i USA fortsatte att försämrans under första halvåret i år. Det hängde i stor utsträckning samman med problemen på de finansiella marknaderna. I den senaste penningpolitiska rapporten i början av juli räknade vi med att BNP-tillväxten i USA skulle dämpas till cirka 1,5 procent per år 2008 och 2009.

Jag instämde i stort sett i den bild av den internationella utvecklingen som redovisades i den penningpolitiska rapporten, men min bedömning var att utvecklingen i USA skulle kunna bli ännu svagare än vi räknade med. Risken är att vi får skriva ner prognosen ytterligare i kommande rapporter, särskilt för 2009. BNP-tillväxten andra kvartalet 2008 blev faktiskt något starkare än vi räknat med. BNP ökade med 0,5 procent jämfört med första kvartalet.

Tillväxten i USA hålls i stort sett bara upp av exporten, som ökar i god takt till följd av tillväxten i världen och deprecieringen av dollarn (jämfört med nivån för 2-3 år sedan). Inhemsk efterfrågan ökar i stort sett inte alls 2008 och 2009. Jag tror inte att återhämtningen av den inhemska efterfrågan kommer igång innan det finansiella systemet har blivit mer stabilt och innan fallet i de amerikanska huspriserna har stoppats upp. Huspriserna har fortsatt att falla under sommaren.

Även i Europa försvagas tillväxten

Europa klarade sig bättre än USA i början av året. Det beror bland annat på att ursprunget till den finansiella krisen finns i USA och att oron på de finansiella marknaderna inte har varit lika kraftig som i USA. En annan förklaring är att den finansiella balansen är bättre i Europa; de offentliga finanserna har förbättrats under senare år och bytesbalansen mot omvärlden är nära noll. I den penningpolitiska rapporten räknade vi med att BNP-tillväxten i euroområdet skulle dämpas till 1,7 procent 2008 och 1,2 procent 2009 för att komma upp till närmare 2 procent 2010.

Vi hade i början av juli inte sett så mycket av försvagning av tillväxten i statistik över produktion och nationalräkenskaper. Tvärtom hade de i flera fall överraskat på uppsidan. Däremot fanns det påtagliga tecken på en kommande avmattning i andra typer av data som till exempel företagens och hushållens framtidsförväntningar. Snabbstatistiken för andra kvartalet visar nu att BNP i euroområdet minskade med 0,2 procent jämfört med första kvartalet, vilket var svagare än vi räknat med.

Fortfarande stark tillväxt i världen

BNP-tillväxten i världen som helhet har varit mycket stark de senaste fyra åren, cirka 5 procent per år. Inte sedan början av 1970-talet, före den första oljeprischocken 1973, har vi haft en så stark tillväxt i världen under så lång tid. En viktig förklaring till den snabba tillväxten är att tidigare centralplanerade och slutna

ekonomier har övergått till marknadsekonomi och öppnats mot omvärlden. Prognoserna i den penningpolitiska rapporten innebär att BNP-tillväxten i världen dämpas till cirka 4 procent per år 2008 – 2009 för att sedan stiga igen till cirka 4,5 procent 2010.

Tillväxten i världen beräknades alltså fortsätta att vara relativt stark, trots att vi ser framför oss ett par år av dämpad tillväxt i USA och euroområdet. Det beror på den starka tillväxten i tillväxt- och utvecklingsländerna. OECD räknar exempelvis i sin senaste prognos med en genomsnittlig årlig BNP-tillväxt åren 2008 och 2009 i de så kallade BRIC-länderna på 4 – 5 procent för Brasilien, 7 procent för Ryssland, 8 procent för Indien och 10 procent för Kina. Tillväxt- och utvecklingsländerna svarar tillsammans för ungefär hälften av världens BNP och för $\frac{3}{4}$ av tillväxten i världen 2008 och 2009.

Stigande och fallande råvarupriser på världsmarknaden

Den starka tillväxten i världen har varit den viktigaste orsaken till att priserna på råvaror stigit kraftigt. Priserna på råvaror har stigit i sex år och särskilt snabbt de senaste två åren. Den snabba tillväxten har dragit med sig en stigande efterfrågan på energi. Att göra bra prognoser för oljepriset är nästan omöjligt. Riksbankens prognos bygger därför på priserna på terminskontrakt på olja, det vill säga priset för leverans av olja i framtiden. Det innebär att vi vid det penningpolitiska mötet i juli räknade med ett pris på råolja på 130-140 dollar per fat under prognosperioden. Sedan dess har oljepriset varierat kraftigt. Först steg det till 147 dollar per fat och sedan har det sjunkit. I början av veckan låg oljepriset på 113 dollar per fat.

Livsmedelspriserna har också stigit kraftigt på världsmarknaden, särskilt under det senaste året. Stigande inkomster, urbanisering och ändrade kostvanor drar med sig stigande efterfrågan på livsmedel. När oljan blir dyrare så lönar det sig att använda majs och andra spannmål för produktion av biodiesel och biobränslen. Dessutom stiger produktionskostnaderna för livsmedel. Även andra faktorer som störningar i utbudet och spekulation i framtida prisförändringar påverkar utvecklingen. Vårt antagande i juni var att priserna på livsmedel inte skulle fortsätta öka men stabiliseras på en hög nivå. Sedan början av juli har livsmedelspriserna fallit.

Hög internationell inflation och stigande inflationsförväntningar

Uppgången i priserna på råvaror under senare år har i sin tur medfört att inflationen i världen har ökat. I USA har den ökat till 5,6 procent och i euroområdet till 4,0 procent i juli 2008. I flera tillväxtekonomier har den ökat mycket mer. För världen som helhet beräknade IMF att inflationen stiger från cirka knappt 4 procent 2007 till närmare 5 procent 2008. Inflationsförväntningarna har också stigit i flera länder.

Det mest troliga är att inflationen kommer att dämpas under nästa år. Rensat för energi- och livsmedelspriser har inflationen varit relativt stabil. Normalt brukar inflationen avta när tillväxten avtar, även om det sker med en viss eftersläpning, och tillväxten i världen väntas enligt vår prognos i den penningpolitiska rapporten bli lägre i år och nästa år. I början av sommaren kunde vi också konstatera att till skillnad mot situationen under våren hade förväntningarna på penningpolitiken

■ svängt mot högre räntor i flera länder. En stramare penningpolitik bidrar till att dämpa inflationen.

Men det finns en risk att inflationsprocessen blir mer utdragen. Tillväxten i världen beräknades, trots en dämpning i USA och euroområdet, fortsätta att vara relativt stark. I ett lite längre tidsperspektiv, när avmattningen i USA och euroområdet vänds till en uppgång igen, finns det dessutom en risk att problemet med stigande råvarupriser kommer tillbaka. Flera tillväxtländer kommer att växa i snabb takt under lång tid framöver.

2. Den svenska utvecklingen

Svagare tillväxt och arbetsmarknad i Sverige

Även i Sverige mattas tillväxten av. I den penningpolitiska rapporten räknade vi med att BNP-tillväxten i Sverige blir 2,1 procent i år och 1,2 procent nästa år.

Flera faktorer talar för en dämpning av tillväxten. Bland annat kommer svensk export att påverkas negativt av den svagare utvecklingen i omvärlden, särskilt i USA. Dessutom kommer de svenska hushållens konsumtion att dämpas av flera skäl. De reala disponibla inkomsterna utvecklas svagare och de reala förmögenheterna dämpas. Hushållens framtidsförväntningar är mycket pessimistiska.

Samtidigt finns det faktorer som kan hålla emot avmattningen en del. Den finansiella balansen är god i Sverige; bytesbalansen uppvisar mycket stora överskott och de offentliga finanserna är starka. Det senare gör det också rimligt att räkna med ytterligare finanspolitiska stimulanser de närmaste åren. Den svenska finansiella sektorn har dessutom klarat sig relativt väl i den internationella finansiella turbulensen, vilket minskar risken för en allvarlig kreditåtstramning.

Men det blir ändå en avmattning av tillväxten. Det innebär att utvecklingen på arbetsmarknaden kommer att försämrats mot slutet av året. I den penningpolitiska rapporten räknade vi med att den snabba ökningen av sysselsättningen stannar av i år och att sysselsättningen minskar något de närmaste två åren. Vi räknade också med att minskningen av arbetslösheten stoppas upp och att arbetslösheten ökar något de närmaste två åren.

Inflationen är hög men väntas gå ner mot målet 2 procent

Inflationen var 4,4 procent i juli. Det är den högsta siffra som har mätts upp sedan mitten av 1990-talet. Inflationen ligger nu långt över inflationsmålet på 2 procent.

Uppgången i inflationstakten det senaste året kan i stor utsträckning förklaras av prishöjningar på energi och livsmedel, men högre löneökningar och svagare produktivitetstillväxt bidrar också till ett högre inflationstryck. Även högre räntor bidrar på kort sikt till den höga inflationen genom stigande boendekostnader. Prognosen i den penningpolitiska rapporten innebär att inflationen kommer att vara hög det närmaste året för att sedan gå ner mot 2 procent mot slutet av prognosperioden.

■ **Fortsatt höga inflationsförväntningar**

Under lång tid har inflationsförväntningarna varit fast förankrade kring inflationsmålet på 2 procent. Det har därför inte funnits några särskilda skäl för Riksbanken att lyfta fram dem i våra rapporter och tal. Men sedan början av 2006 har inflationsförväntningarna gradvis stigit.

Enligt Prosperas undersökning i juni var inflationsförväntningarna på ett års sikt 3,2 procent och på fem års sikt 2,6 procent. Förväntningarna på ett år stämmer ganska väl med vår egen prognos, men att förväntningarna på fem års sikt ligger betydligt över inflationsmålet är mer oroande.

Den stigande inflationen i Sverige och i omvärlden skulle inte vara ett problem om det bara handlade om en tillfällig uppgång och om inflationsförväntningarna låg kvar på en låg och stabil nivå. Men om det uppstår följd effekter eller om inflationsförväntningarna stiger så kan penningpolitiken behöva stramas åt. Det är viktigt för penningpolitiken att det som började som prisökningar på olja och livsmedel på världsmarknaden inte sprider sig till andra områden och att inflationsförväntningarna på lite längre sikt inte fastnar på en högre nivå utan går ner mot inflationsmålet igen.

Vi vet att inflationsförväntningar kan förklaras ganska väl av den faktiskt uppmätta inflationen. Däremot vet vi inte så mycket om hur penningpolitiken påverkar inflationsförväntningarna, utöver den effekt som går via inflationen, och hur inflationsförväntningarna i sin tur påverkar den långsiktiga inflationen.

I den akademiska litteraturen finns en intressant ansats som går ut på att allmänheten tittar på utfall och gradvis lär sig hur ekonomin fungerar och hur centralbanken reagerar. För att hushållen ska tro på att centralbanken är inriktad på låg och stabil inflation så måste de observera ett sådant beteende. Men en sådan process kan ta tid, vilket vi i Sverige också kunde konstatera i mitten av 1990-talet när vårt eget inflationsmål etablerades. Det här är ett område som vi skulle behöva studera mer.

Lönekostnaderna stiger mer än tidigare

I den penningpolitiska rapporten räknade vi med att timlönerna kommer att öka med i genomsnitt cirka 4 procent per år under den treåriga avtalsperioden. Det är cirka 1 procentenhet per år mer än under den föregående treåriga avtalsperioden. Vi räknade vidare med att enhetsarbetskostnaderna kommer att öka med i genomsnitt närmare 3 procent per år 2007 – 2010 att jämföra med i stort sett 0 procent per år 2002 – 2006.

Den höga inflationen skulle kunna påverka lönerna genom krav på kompensation för prisstegringar. Men det förefaller i dagsläget inte särskilt troligt. Avmattningen i tillväxten och den förutsedda försvagningen av arbetsmarknaden talar emot en sådan konsekvens. Dessutom har vi nu på större delen av arbetsmarknaden treårsavtal som reglerar de avtalade löneökningarna. Det finns heller inte, som på 1970- och 1980-talen och i en del andra länder, prisutvecklingsgarantier i avtalen som ger automatisk kompensation för prisstegringar. De togs bort i samband med de så kallade Rehnbergavtalen i början av 1990-talet.

■ Däremot är det viktigt att inflationen och inflationsförväntningarna har kommit ner till cirka 2 procent inför nästa omgång avtalsförhandlingar 2010. Med nuvarande inflationsprognoser kommer den genomsnittliga inflationen de senaste tre åren att då vara över 3 procent, vilket kan vara ett problem. Men det skulle ändå innebära att reallönerna före skatt ökar med cirka 1 procent per år under innevarande treåriga avtalsperiod. Efter skatt blir ökningen större, kanske 2 – 3 procent per år.

3. Penningpolitiken

Sammanfattningsvis hade vi vid det penningpolitiska mötet i juli ett läge med stigande inflation och inflationsförväntningar tillsammans med en avstannande tillväxt i Sverige och omvärlden. Ett sådant läge ställer centralbanker inför svåra beslut. Antingen stramar man åt penningpolitiken trots att konjunkturen mattas eller så accepterar man en högre inflation. Det var ett sådant val vi stod inför i juli.

Mot bakgrund av den utveckling som tecknades i den penningpolitiska rapporten beslutade direktionen att höja reporäntan från 4,25 procent till 4,5 procent och vi bedömde det som en väl avvägd penningpolitik att höja räntan ytterligare ett par gånger under året.

Det som hade hänt sedan förra mötet i april motiverade, enligt min mening, en höjning av styrräntan och räntebanan. Främst gällde det att inflationen hade ökat och ökat mer än vi tidigare räknat med, att inflationsförväntningarna hade ökat och låg över inflationsmålet samt att förväntningarna om räntorna i omvärlden hade förändrats från sjunkande till stigande styrräntor. Vi hade reviderat upp inflationsprognosen både i år och nästa år trots de högre räntorna.

Men det innebär inte att jag bortsåg från tillväxten och sysselsättningen. Riksbankens uppgift är att se till så att inflationen är låg och stabil. Om vi dessutom kan stödja tillväxt och sysselsättning utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet så ska vi göra det. I praktiken innebär det ofta att vi låter den tid det tar att komma upp eller ner till inflationsmålet få vara beroende av konjunkturutsikterna.

Penningpolitiken ska enligt vår penningpolitiska strategi normalt inriktas på att inflationsmålet ska uppnås inom två år. De beräkningar vi gjorde i juli tydde på att det förmodligen skulle ha krävts ytterligare något högre räntebana än den som redovisades i rapporten för att komma ner till 2 procents inflation på två år. Det skulle ha dragit ner tillväxten ytterligare något nästa år. Med hänsyn till att inflationens avvikelse från målet var så stor och med hänsyn till osäkerheten på finansmarknaderna så var det bättre, menade jag, att sikta på att ta ner inflationen till ungefär 2 procent på tre år.

Jag tycker inte att beslutet i juli kan betraktas som en kraftig åtstramning av penningpolitiken. Räntan är fortfarande relativt låg. Den nominella räntan låg före beslutet i början av juli på en långsiktigt genomsnittlig nivå, 4,25 procent. Men realräntan var fortfarande lägre än ett historiskt genomsnitt. I juli var realräntan cirka 1,5 procent, men den stiger under prognosperioden till som mest drygt 2,5 procent. Den räntebana vi redovisade i juli innebar en förändring från en relativt neutral till en svagt restriktiv penningpolitik.

Vi var eniga om det första beslutet att höja räntan med 0,25 procentenheter, men inte om det andra beslutet om räntebanan. Majoriteten i direktionen ansåg att det var rimligt med en räntebana som innebar en hög sannolikhet för ytterligare två höjningar under året, medan minoriteten ansåg att det var rimligt med

en räntebana som innebar en viss sannolikhet för ytterligare en höjning. Minoriteten menade att den uppbromsning som nu sker i ekonomin skulle dämpa inflationstrycket i större utsträckning än vad som förutsattes i huvudscenariot. Behovet av fortsatta räntehöjningar skulle därför vara mindre.

4. Utvecklingen under sommaren

Jag har tidigare berört vad som har hänt under sommaren i vår omvärld. I stora drag har tendensen med fallande tillväxt och stigande inflation fortsatt. En viktig förändring är att oljepriset och andra råvarupriser har börjat falla, vilket kan dämpa prisökningarna framöver. Dollarn har stigit i värde mot euron och kronan, vilket också innebär att kronan har försvagats gentemot ett vägt genomsnitt av andra valutor. Oron på de finansiella marknaderna har fortsatt.

Jag tänkte avsluta med att sammanfatta viktig ny information om utvecklingen i den svenska ekonomin sedan det penningpolitiska mötet i början av juli. Statistiken under sommaren bekräftar bilden att tillväxten i den svenska ekonomin mattas av och att inflationen är fortsatt hög.

BNP för andra kvartalet var säsongrensad i stort sett oförändrad jämfört med första kvartalet. Det var svagare än vi räknade med i den penningpolitiska rapporten i juli. Det finns en tydlig tendens till fallande BNP-tillväxt från cirka 1 procent per kvartal för två år sedan till nära noll det senaste halvåret. Samtidigt vet vi att BNP-tillväxten första och andra kvartalen brukar revideras upp i senare omgångar nationalräkenskaper, så vad som blir det slutliga utfallet vet vi inte förrän om ett par år. Dessutom bör man tänka på att penningpolitiken är inriktad på framtiden. Vad som har hänt andra kvartalet i år kan vi inte påverka. Det är bara i den utsträckning den nya informationen påverkar prognoserna för de närmaste åren som den har betydelse för penningpolitiken.

Av nationalräkenskaperna framgår också att produktiviteten fortsatte att utvecklas negativt första halvåret. Vi hade räknat med en ökning av produktiviteten. Timlönerna ökade med 4 procent januari till maj i år jämfört med samma period förra året enligt SCB:s och Medlingsinstitutets preliminära lönestatistik. Normalt brukar de revideras upp något i senare publicerad statistik, men statistiken tyder ändå på att några oväntade ökningarna av löneökningstakten inte har förekommit än. Snarare ser det något lägre ut än beräknat. Trots det talar den svagare produktiviteten för att lönekostnaderna per producerad enhet hittills i år ökat mer än vi räknat med.

Sysselsättningen fortsatte att öka andra kvartalet i år, men arbetslösheten var i stort sett oförändrad jämfört med för ett år sedan. Utfallen låg nära prognoserna. Antalet arbetade timmar per vecka fortsatte att öka under första halvåret, vilket bidrog till att produktiviteten minskade.

Konjunkturbarometern i juli var också svag. Barometerindikatorn föll och indikerar nu att läget i den svenska ekonomin är mycket svagare än normalt. Det är framförallt hushållen som bidrar till den låga nivån. Hushållen har inte varit så pessimistiska om den svenska ekonomin på 15 år. Konfidensindikatorn för det svenska näringslivet sjönk, men den ligger trots sänkningen på nivå som motsvarar genomsnittet sedan 1996.

Av Konjunkturbarometern framgår också att försäljningspriserna inom parti- och detaljhandeln fortsatte att öka i stor omfattning och att fortsatta ökningarna förutses för tredje kvartalet. Hushållens och företagens inflationsförväntningar fortsat-

te att stiga. De steg till och med mer än vad statistiska samband mellan inflation och inflationsförväntningar indikerar. Inflationsförväntningarna som de kan mätas på obligationsmarknaden, den så kallade breakeven-inflationen, har däremot minskat.

Inflationen steg från 4,0 procent i maj till 4,3 procent i juni och 4,4 procent i juli. Det är någon tiondel mer än vi räknade med i den penningpolitiska rapporten. Jämfört med prognosen i rapporten är det främst elpriserna som har blivit högre än beräknat. Priserna på livsmedel ökade med 8 procent, vilket är mer än i nästan alla länder i euroområdet och kan tyda på att det som startade som prisökningar på världsmarknaden har börjat sprida sig till andra varor. Å andra sidan har alltså priserna på olja och andra råvaror fallit, vilket kan dämpa inflationen framöver. Men samtidigt har kronan försvagats, vilket fördyrar importen.

Sammanfattningsvis: I stort sett står sig bilden från i juli, med lägre tillväxt och hög inflation. Men BNP-tillväxten har hittills i år utvecklats svagare än väntat. Inflationen är den högsta sedan mitten av 1990-talet. Men priserna på olja och andra råvaror har fallit. Samtidigt har produktiviteten blivit lägre med ökade lönekostnader som följd.

På Riksbanken arbetar vi nu som bäst med att ta fram nya prognoser för de kommande åren. I början av september fattar jag och mina kollegor ett nytt penningpolitiskt beslut. Då får vi på nytt ta ställning till den ekonomiska utvecklingen och hur räntan bör sättas för att nå vårt inflationsmål på 2 procent.