



# ANFÖRANDE

DATUM: 2004-04-01  
TALARE: Riksbankschef Lars Heikensten  
PLATS: Riksdagens finansutskott

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

## ■ Inledning om penningpolitiken

Låt mig som vanligt börja med att tacka för möjligheten att komma till riksdagens finansutskott och redogöra för penningpolitiken. Utfrågningen av riksbankschefen i utskottet är en viktig del i den öppenhet som Riksbanken värnar om. Dessa sammanträden visar den koppling som finns mellan Riksbanken och de demokratiskt valda organen i Sverige. Numera är utskottssammanträdena också en del av vår lagstiftning.

Som brukligt är vid dessa framträdanden tänkte jag inledningsvis kommentera vår aktuella bedömning av inflationen och vår syn på penningpolitiken. Därefter tänkte jag kort gå in på fjolåret och då säga något om vad som hände i den svenska ekonomin och om resultatet av den penningpolitik vi fört.

### Den aktuella bedömningen

#### *Världsekonomin återhämtar sig*

Eftersom Sverige är ett litet land med stort beroende av vad som händer i omvärlden är det naturligt att inleda en diskussion av det aktuella ekonomiska läget med en beskrivning av utvecklingen i världsekonomin. I stora drag har den ekonomiska tillväxten i världen under hösten och vintern följt de banor Riksbanken och flertalet andra bedömare räknat med. Jämfört med den bild vi hade i december räknar vi nu med att tillväxten i vår omvärld blir en aning starkare. Detta beror i huvudsak på en något mer positiv bedömning av utvecklingen i USA och Asien, men också på en mer gynnsam utveckling i bl.a. Latinamerika och Central- och Östeuropa. Däremot har utvecklingen i euroområdet, framförallt i de större länderna – Tyskland, Frankrike och Italien – varit mer dämpad än väntat och en något svagare utveckling förutses även framöver i jämförelse med tidigare bedömningar.

Även om den internationella efterfrågebilden i stora drag följt de banor vi räknat med gäller detsamma inte för prisutvecklingen. Till stor del hänger den dämpade internationella prisutvecklingen de senaste åren samman med den tidigare kon-

■ junkturavmattningen. Men det finns också andra förklaringsfaktorer. En möjlig orsak till det svaga pristrycket är den globalisering av handel och produktionsmönster som följt i spåren av avregleringar och informationsteknologins utbredning. Många nya marknader integreras alltmer i världsekonomin, det gäller bl.a. länder i Central- och Östeuropa och Asien.

Vi ser idag en svag internationell prisutveckling på bearbetade varor men samtidigt en kraftig prisuppgång på råvaror. Även detta kan vara en följd i varje fall delvis av ändrade internationella produktions- och handelsmönster. Kina är med sin storlek och sin snabba industrialisering det bästa exemplet. Landet är numera en av världens största råvaruimportörer, i synnerhet gäller det råolja, koppar och vissa jordbruksprodukter. Den snabba industriella expansionen i Kina med en tillväxt på i genomsnitt 8 procent per år har bidragit till att bl.a. stål- och cementpriserna stigit kraftigt. Samtidigt formligen sprutar Kina ur sig billiga enklare bearbetade varor, producerade med i huvudsak låg kvalificerad och mycket lågt betald arbetskraft.

Sammanfattningsvis utgår vi i inflationsrapporten från en fortsatt god tillväxt i omvärlden. Tillväxten i OECD-området bedöms uppgå till omkring 3 procent per år de kommande två åren. Det internationella pristrycket på bearbetade varor väntas stiga framöver i takt med att konjunkturen förstärks, men inte riktigt så snabbt som historiska mönster visar. Däremot har oljepriserna reviderats upp för hela prognosperioden i första hand till följd av ökad efterfrågan. Det internationella pristrycket bedöms ändå bli något lägre under hela prognosperioden jämfört med tidigare bedömningar.

#### *Den svenska konjunkturbilden står sig*

Även den svenska konjunkturbilden har under hösten och vintern i stort följt den utveckling vi räknat med. Den konjunktursvacka vi nu av allt att döma har bakom oss har varit förhållandevis mild med en genomsnittlig tillväxt under de senaste tre åren på 1,5 procent. Viktiga orsaker till att konjunkturen inte försvagats mer är en expansiv finanspolitik och låga räntor, som bidragit till att hålla uppe hushållens konsumtion. Den relativt svaga kronan har samtidigt bidragit till en gynnsam exportutveckling.

Vi ser nu framför oss att konjunkturuppgången fortsätter att förstärkas gradvis. Industrikonjunkturen har kommit en bit på väg; exportefterfrågan har tagit fart och företagen ser förhållandevis ljus på framtiden. Kapacitetsutnyttjandet fortsätter också att öka. Hushållens förväntningar om både den egna ekonomin och svensk ekonomi är åter mer optimistiska efter en svacka i slutet av förra året. Detaljhandels försäljning tyder på fortsatt god konsumtion. En något starkare utveckling av de reala disponibla inkomsterna bl.a. till följd av en lägre inflation, fortsatt låga räntor och stigande tillgångspriser bedöms gynna konsumtionen även framöver.

Vi har mot den här bakgrunden inte funnit skäl att mer än marginellt ändra den samlade bild av tillväxten vi haft sedan i höstas. Vi tror nu att den ekonomiska tillväxten kommer att uppgå till drygt 2 ½ procent i genomsnitt de närmaste två åren, vilket är någon tiondel mer än vi tidigare talat om. De årliga utfallen skiljer

■ sig dock lite mer beroende på att siffrorna för innevarande och kommande år påverkas av förändringar mellan åren i antalet arbetsdagar. Det här har dock inte någon större betydelse för vår syn på resursutnyttjandet, eftersom både produktion och efterfrågan påverkas. Slutsatsen av vår konjunkturbedömning är att ekonomin i slutet av prognosperioden kommer att närma sig fullt resursutnyttjande.

#### *Lägre pris – och kostnadstryck*

Även om vi inte ändrat vår syn på konjunkturutvecklingen har vi gradvis under hösten och i början av detta år förändrat vår syn när det gäller inflationstrycket i svensk ekonomi. Detta hänger bl.a. samman med att arbetsmarknaden har utvecklats svagare jämfört med prognosen i december. En annan faktor är att produktiviteten ökat snabbare än väntat, med ett lägre kostnadstryck som följd. Ytterligare en faktor är att den senaste tidens inflationsnedgång tycks ha fått en viss effekt på inflationsförväntningarna som gått ned något. Vissa av dessa faktorer pekade vi på redan i december. Vid vårt ställningstagande i början av februari kunde vi luta oss mot ytterligare ett par månaders statistik som förstärkte bilden i samma riktning. Inflationen förväntades hamna under målet varför vi sänkte reporäntan med 0,25 procentenheter. Låt mig gå igenom dessa faktorer lite närmare och också kommentera dem i ljuset av vad som hänt sedan i februari. Det gör jag därför att det i allt väsentligt var dessa faktorer som också låg bakom det beslut vi fattade i går.

Under senare delen av 2003 steg *arbetslösheten* relativt kraftigt. Flera faktorer bidrog till detta. Efterfrågan på arbetskraft minskade både inom näringslivet och i den offentliga sektorn och det skedde en neddragning av arbetsmarknadspolitiska åtgärder. Ännu syns bara få tecken på en vändning på arbetsmarknaden och barometerdata tyder på att sysselsättningsuppgången i den privata sektorn blir relativt svag även i år. En viss ljusning kan dock vara på väg även om det är svårt att exakt avgöra när trenden vänder. Den senaste tiden har t.ex. antalet nyanmälda lediga platser ökat något och varslen om uppsägningar har fallit tillbaka. Samtidigt talar de ansträngda finanserna i den offentliga sektorn för en svag sysselsättningsuppgång i kommuner och landsting även framöver.

Situationen på arbetsmarknaden har inneburit att vi reviderat ned våra bedömningar av lönekostnadsökningarna framöver. Detta ingick i bilden redan i februari. De avtal som slutits på industrins och handelns område har bekräftat utvecklingen. Våra nya prognoser tyder på lönekostnadsökningar på ca 3,5 procent de kommande två åren, vilket är något lägre än i december.

Under fjolåret kom alltfler tecken på en snabbare *produktivitetsutveckling*. Samtidigt som sysselsättningen, mätt som antalet arbetade timmar i näringslivet, utvecklades svagare än beräknat blev tillväxten ungefär som väntat. Spegelbilden av detta är en snabbare produktivitetstillväxt. Redan i december lyfte vi fram den här bilden. Sedan dess har utvecklingen blivit tydligare och förstärkts.

Den starkare produktivitetsutvecklingen sammanhänger troligen delvis med konjunkturutvecklingen; i början av en återhämtning utnyttjas de befintliga produktionsresurserna i högre grad och först när återhämtningen är säkerställd kommer

■ investeringar och nyanställningar igång på allvar. Mycket tyder dock på att produktiviteten stigit mer än normalt för konjunkturläget, ett mönster som varit ännu tydligare i USA. Det är tänkbart att den här utvecklingen sammanhänger med det som jag tidigare varit inne på, globalisering, avreglering och ökad konkurrens. Mer varaktiga förändringar i produktiviteten kan också ha att göra med de stora investeringar i IT- och telekommunikation som gjordes i slutet av 1990-talet. Det är möjligt att de fulla effekterna av gjorda investeringar och den teknologiska utvecklingen kommer först i samband med kostnadsneddragningar och rationaliseringar. Det har vi en särskild fördjupningsruta om i rapporten som jag kan rekommendera. Det går inte att med säkerhet avgöra vad som orsakat den bättre produktivitetens utvecklingen. Men vi har ändå mot bakgrund av den här mer förmånliga bilden räknat med en något högre produktivitetstillväxt även framöver.

De nya *inflationssiffrorna* som kommit in visar också ett något mer dämpat inflationstryck än vad vi hade räknat med. Utfallen visar inte bara att elpriserna fallit tillbaka som väntat utan också att priserna ökat långsammare generellt sett. Det är alltså inte bara importpriser utan även det inhemska pristrycket som ökat långsammare. Det kan hänga samman med det jag just varit inne på, en högre produktivitet. Detta skulle i så fall innebära att ekonomin skulle kunna växa lite snabbare utan att inflationen tar fart. Särskilt som också inflationsförväntningarna krupit ner något.

#### *Inflationsbilden och penningpolitiken*

När vi blickar framåt en bit kan vi konstatera att de tillfälliga svängningarna i energipriserna, som inverkat starkt på inflationsutvecklingen sedan slutet av 2002 och drivit ner inflationen påtagligt på senare tid, beräknas ha klingat av vid mitten av 2005. I takt med att både den internationella och svenska konjunkturen förstärks bedöms också pristrycket tillta. Till följd framst av lägre lönekostnadsökningar och en bättre produktivitetens utveckling bedöms dock inflationen i huvudscenariot hamna under Riksbankens mål på både ett och två års sikt. Under 2004 bedöms UND1X-inflationen uppgå till i genomsnitt endast 0,6 procent, vilket är 0,5 procentenheter lägre än bedömningen i december. Motsvarande tal för 2005 är 1,2 procent vilket innebär en revidering med 0,4 procentenheter för det året. I slutet av den tvåårsperiod vi i första hand fokuserar på beräknades inflationen enligt UND1X i huvudscenariot uppgå till 1,6 procent, när vi antog att reporäntan skulle hållas oförändrad.

Vad finns det då för risker som skulle kunna kullkasta den bild jag just presenterat? I inflationsrapporten gör vi klart att vi tycker att riskerna för en sämre internationell och svensk konjunktur har minskat i takt med att återhämtningen fortgått. Erfarenheten visar också att det är lätt att underskatta kraften i en uppgång när den väl fått fäste. I den andra vågskålen ligger utvecklingen på arbetsmarknaden i både Sverige och USA. Utvecklingen i euroområdet är också fortsatt trög och i USA finns problem med obalanser inte minst i utrikeshandeln. Men vår uppfattning är ändå att det jämfört med den bild vi presenterar i huvudscenariot finns en risk uppåt för inflationen från den internationella och svenska konjunkturutvecklingen, med kopplingar till prisutvecklingen.

■ Det finns argument för att vi i huvudscenariot kan ha både över- och underskattat det inhemska kostnadstrycket. Jämfört med i december har vi reviderat upp vår grundsyn när det gäller produktiviteten, men osäkerheten är stor mot bakgrund av den överraskande utvecklingen det senaste halvåret. Osäkerheten har däremot minskat något när det gäller lönerna, eftersom avtal nu slutits för en stor del av arbetsmarknaden. Sammantaget bedömer vi att riskerna på det här området är balanserade.

Slutsatsen av den riskdiskussion som förs i inflationsrapporten, och som jag i detta sammanhang berört endast kortfattat, är att vi såg anledning att justera upp den inflationsprognos som redovisas i huvudscenariot med någon tiondel. Detta förtar ändå inte slutsatsen att inflationen enligt såväl KPI som UND1X kommer att underskrida målet under de närmaste två åren. Under det första året tror vi att inflationen kommer att bli påtagligt lägre än två procent. Men också i slutet av tvåårsperioden räknar vi med att målet underskrids med marginal. Det är bakgrunden till det beslut vi tog igår att sänka reporäntan med 0,5 procentenheter.

### **Inflationen i linje med målet 2003**

Så långt den diskussion som förs i inflationsrapporten och vårt beslut. Låt mig nu gå över till att diskutera penningpolitiken i ett bakåtblickande perspektiv. Vi har som brukligt i samband med publiceringen av årets första inflationsrapport tagit fram ett underlag som ska underlätta utvärderingen av penningpolitiken de gångna tre åren. Detta underlag redovisas i en särskild fördjupningsruta i rapporten.

Mätt som genomsnitt över året var inflationen under 2003 mycket nära målet på 2 procent. KPI ökade med just precis 2 procent medan måttet UND1X, som rensar för direkta effekter av skatte- och ränteförändringar, uppgick till 2,3 procent. Bakom de genomsnittliga siffrorna döljer sig dock förhållandevis kraftiga fluktuationer under året.

Under början av 2003 steg inflationen snabbt och översteg under ett par månader den övre toleransgränsen på 3 procent. Redan i maj hade den dock fallit tillbaka och var åter i linje med 2-procentsmålet. Nedgången fortsatte under resten av året, framförallt för inflationen mätt med KPI. Att KPI-inflationen föll mer än inflationen mätt med UND1X beror på de räntesänkningar vi gjorde tidigare under året. I december uppgick KPI-inflationen till 1,4 procent medan UND1X-inflationen hamnade på 1,7 procent.

Uppgången i början av året var i första hand en följd av stigande elpriser betingade av både utbudsproblem i elkraftverkens vattenmagasin och av ovanligt hög efterfrågan p.g.a. en kall vinter. Även oljepriset steg och bidrog en del till den högre inflationen. De höga energipriserna slog igenom i flera undergrupper i KPI. Exempelvis steg boendekostnader och olika priser relaterade till transportverksamhet ovanligt snabbt under våren. Rensad för energipriserna var inflationsutvecklingen 2003 betydligt stabilare och låg i intervallet 1,2-1,9 procent.

### ■ *Små avvikelser från målet*

Trots att inflationen svängde en hel del under året kan vi konstatera att KPI-inflationens genomsnittliga avvikelse från målet var förhållandevis liten i ett historiskt perspektiv, omkring en halv procentenhet jämfört med ca 1 procentenhet under perioden 1995-2002. Vid en jämförelse med ett antal andra inflationsmålsländer visar det sig att den svenska inflationen låg närmast målet i fjol mätt med årsgenomsnittet och ungefär som genomsnittet för samtliga länder när det gäller avvikelser från målet.

Eftersom penningpolitiken påverkar inflationen med viss fördröjning är inflationen 2003 ett resultat av den penningpolitik som bedrevs under 2001 och 2002. Låt mig därför återge en del av våra överväganden i ljuset av den utveckling och de prognoser som då förelåg. I början av 2001 var reporäntan 4 procent. Under våren fick vi en kraftig försvagning av kronan. Trots att konjunkturen såväl globalt som i Sverige var inne i en avmattningsfas var det inhemska resursutnyttjandet högt samtidigt som inflationen hade ökat kraftigt under våren och översteg den övre toleransgränsen. Inflationsförväntningarna hade också börja stiga. Mot bakgrund av detta höjde vi räntan under sommaren 2001. Den ekonomiska utvecklingen och de penningpolitiska övervägandena i Sverige skilde sig från dem i många andra länder, där penningpolitiken i flera fall hade börjat läggas om i en mer expansiv riktning. Beslutet att höja räntan i juli 2001 var inte självklart. Tre av ledamöterna reserverade sig med hänvisning till den allt svagare konjunktur bilden.

Terrordåden i september 2001 föranledde oss att sänka räntan med en halv procentenhet. Vi bedömde att framtidstron hos både hushåll och företag skulle försämrats. Det fanns också en risk för stabiliteten i det finansiella systemet. Den konjunkturavmattning som hade inletts kunde därmed bli djupare och mer långvarig än vad vi tidigare hade räknat med. Lättnaderna i den ekonomiska politiken efter terrordåden bidrog till en viss återhämtning av den internationella och inhemska konjunkturen. Under våren 2002 gjorde vi bedömningen att inflationen på ett till två års sikt skulle komma att överstiga målet. En gradvis uppgång i den underliggande inflationen i kombination med oväntat höga löneökningar i främst tjänstesektorerna tydde på att resursutnyttjandet kunde vara högre än vad vi hade räknat med. Räntan höjdes i två steg.

Även i flera andra mindre länder höjdes under denna tid styrräntorna. Under sommaren och hösten fick vi dock fler och fler tecken på att återhämtningen kommit av sig. Industrikonjunkturen försvagades och den säkerhetspolitiska oron tilltog. Detsamma gällde oron för att det kraftiga börsfallet som inletts redan 2000 skulle påverka hushåll och företag mer än väntat. Riksbanken i likhet med ECB och Federal Reserve började omvärdera konjunktur- och inflationsutsikterna. Mot slutet av året justerade vi ner våra inflationsprognoser och reporäntan sänktes med lika mycket som den hade höjts under våren.

Med facit i hand skulle man kanske kunna hävda att räntehöjningarna våren 2001 och 2002 hade kunnat utebli. Den diskussionen blir dock inte så fruktbar. Det är alltid lätt att veta hur man borde ha gjort i efterhand när man har utfall. Väl så intressant är därför huruvida våra beslut är förståeliga i ljuset av den bild

■ som fanns vid beslutstillfället. När vi analyserat den frågan kan vi konstatera att vi agerat konsekvent utifrån de inflationsprognoser vi gjort, ungefär som vi brukar.

En ytterligare frågeställning är ju hur bra vi egentligen är på att göra prognoser. Precisionen i de prognoser för prisutvecklingen i sin helhet under 2003 som gjordes under de två föregående åren framstår som relativt bra. Bakom detta döljer sig dock en del större prognosfel i enskilda komponenter. Så t.ex. har den inhemska inflationen underskattats medan de internationella priserna och den importerade inflationen överskattats. Vi har alltså en del arbete kvar att göra för att uppnå en bättre precision i enskilda komponenter som är viktiga för den samlade bedömningen. Trots detta kan jag konstatera att våra inflationsprognoser för 2003 varit aningen bättre än snittet av andra prognosmakare.

### **Några avslutande reflektioner**

Låt mig nu avslutningsvis understryka ett par saker som har med dagens beslutsituation att göra.

I allt väsentligt har, som jag tidigare nämnt, konjunkturen följt de banor vi varit inne på sedan tidigt i höstas. Däremot har det gradvis kommit in ny information som tyder på ett lägre pris- och kostnadstryck. Det handlar om internationella priser, om produktiviteten i Sverige, om arbetsmarknadsläget och lönekostnaderna samt om inflationsutfallen och den förväntade inflationen. Det är inte alldeles lätt att tolka all denna information. Sammantaget har det ändå medfört att vi sedan i oktober har gjort en påtaglig förändring i våra prognoser. Det har i sin tur fått oss att sänka räntan med totalt 0,75 procentenheter. På samma vis gjorde vi förra våren ett par sänkningar i följd när konjunkturutsikterna försvagades mer än väntat och inflationsprognoserna därför justerades ned. Det är så vi arbetar. Ny information påverkar vår bedömning och leder ibland till att vi omvärderar vår inflationsbild. Gör vi det så slår det också igenom i politiken.

Det som skiljer dagsläget från situationen förra våren är att osäkerheten då i betydligt högre grad gällde också den realekonomiska utvecklingen. Risken framstod då som stor att konjunkturen skulle fortsätta att försvagas. I så måtto är dagens läge, trots den på sina håll lite uppjagade diskussionen, rimligen inte mer utan snarare mindre bekymmersam. Tillväxten har ökat det senaste halvåret – året och det mesta talar för en fortsatt förstärkt konjunktur. I denna mening är behovet av räntesänkningar mindre akut. Samtidigt ser vi nu ett minskat inflationstryck. Det är viktigt att ta inflationsmålet på lika stort allvar när det öppnar för sänkningar som när det ställer krav på höjningar. Det finns normalt sett inte skäl att ha en högre ränta än situationen kräver, i detta ligger en del av trovärdigheten i politiken. Resultatet av att vi efter förmåga försökt agera konsekvent och symmetriskt är också hyfsat; inflationen har under åren med inflationsmål varit i linje med målet.

Ändå vill jag understryka att vi inte följer våra handlingsregler på ett mekaniskt vis. Fokus är visserligen på inflationen 1-2 år framåt och i det perspektivet är vi

■ alltså klart under målet och dagens beslut alltså motiverat. Till bilden hör att inflationen troligen kommer att vara rejält under målet en stor del av det närmaste året samtidigt som det nu är svårt att se några starka skäl för att den skulle accelerera snabbt bortom 1-2-årsperioden. Det hänger samman med att det i dagsläget finns en hel del lediga resurser i ekonomin och att resursutnyttjandet väntas öka långsamt. Det bör mot denna bakgrund alltså finnas gott om tid att agera och höja räntan framöver när/om det finns skäl att tro att inflationstrycket är på väg att tillta.

Vi försöker också i vårt agerande att ta hänsyn till risker för finansiell stabilitet. Framst gör vi detta på basis av information om hur utlåning etc. påverkar bankerna och via dem betalningssystemet. Men det finns också en svårare problematik, som har att göra med hur kreditexpansion och tillgångspriser påverkar förutsättningarna inte bara för stabiliteten i betalningsväsendet utan också för den realekonomiska utvecklingen i ett lite längre perspektiv. Det här är frågor vi diskuterat mer i Riksbanken än i många andra centralbanker mot bakgrund av krisen i början av 1990-talet.

I gårdagens konkreta beslutssituation ansåg vi dock inte att den kredituppbyggnad och ökade skuldsättning som skett under senare år varit så allvarlig att den motiverade ett avsteg från vårt normala sätt att bedriva penningpolitiken, nämligen med utgångspunkt från den väntade inflationsutvecklingen ett par år framåt i tiden. Vi ser i dagsläget inga egentliga problem för bankerna och stabiliteten i det finansiella systemet. Vi ser heller inga större problem för hushållssektorn som helhet att klara av sina åtaganden, vilket inte hindrar att det kan uppstå problem för enskilda hushåll när räntan förr eller senare börjar stiga. Sammantaget finns det skäl att följa kreditutvecklingen och skulduppbyggnaden i samhället noga.

Tack.