

**Denna fördjupningsruta analyseras inflationen 2004 och den penningpolitik som fördes 2002-2003. Syftet är att ge ett underlag till den årliga utvärdering av penningpolitiken som görs av riksdagens finansutskott. Inflationen uppgick 2004 till 0,5 procent mätt som ökningen i konsumentprisindex. Den underliggande inflationen mätt som UND1X var i genomsnitt 0,9 procent. Den låga prisökningstakten berodde bl.a. på att priserna på importerade produkter utvecklades svagt och att produktivitetstillväxten blev överraskande hög under året vilket pressade ner kostnadstrycket.**

### Inledning

Det lagstadgade målet för Riksbankens verksamhet är att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat denna uppgift till att hålla inflationen på 2 procent per år, där inflationen mäts som förändringen i konsumentprisindex (KPI). Kring målet finns ett toleransintervall på  $\pm 1$  procentenhet. Syftet med toleransintervallet är att tydliggöra att avvikelser från målet är sannolika men att Riksbankens ambition är att försöka begränsa dessa avvikelser.

Eftersom penningpolitiken verkar med viss fördröjning är det främst den penningpolitik som bedrevs under 2002 och 2003 som är relevant för inflationsutfallet 2004. Diskussionen om penningpolitiken inriktas därför i första hand på de bedömningar som gjordes och de reporäntebeslut som fattades under dessa båda år.

### Utfall och målavvikelse 2004

Trots att den konjunkturuppgång som inledes under andra halvåret 2003 befästes alltmer under 2004 blev inflationen betydligt lägre än målet. Under 2002 och 2003 vägledades politiken inledningsvis av det mått på det underliggande inflationstrycket som Riksbanken använt mest under senare år, UND1X. Under 2003 skiftade dock fokus till måttet UND1X exklusive energipriser. Inflationen mätt med dessa mått uppgick till i genomsnitt 0,9 procent respektive

0,8 procent 2004. Mätt med KPI blev inflationen 0,5 procent. En viktig förklaring till att inflationen mätt i termer av KPI blev väsentligt lägre än inflationen mätt som UND1X är att de ganska omfattande penningpolitiska lättnader som inleddes i slutet av 2002 och fortsatte under 2003 och in på 2004 har hållit nere hushållens räntekostnader för egnahem.<sup>15</sup>

Tabell R3. Jämförelse mellan olika inflationsmått. Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt		Standardavvikelse	
	2004	1995-2003	2004	1995-2003
KPI	0,5	1,5	0,4	1,1
UND1X	0,9	2,0	0,4	0,7
UNDIMPX	-0,6	0,7	1,2	1,3
UNDINHX	1,7	2,5	0,3	1,0
UND1X exkl. energi	0,8	1,9	0,1	0,8

Anm. Årsgenomsnitt och standardavvikelse beräknas på tolv månaders-talen under 2004 resp. perioden 1995-2003. Från och med januari 2005 beräknar SCB inflationstakten med en ny metod som även har använts för att räkna om inflationen bakåt i tiden. Inflationen enligt detta nya beräknings sätt skiljer sig något från de siffror som presenteras här. I tabellen redovisas de ursprungliga inflations siffrorna eftersom dessa är jämförbara med de prognoser som gjordes för inflationsutfallen till och med 2004.

Källor: SCB och Riksbanken.

Under året var också skillnaden mellan den importerade och den inhemskt genererade inflationen betydande. Att den importerade inflationen i genomsnitt är lägre än den inhemska är visserligen normalt eftersom importpriser huvudsakligen avser varor medan inhemska priser även avser tjänster, men under 2004 var skillnaden ovanligt stor. Den importerade delen av UND1X, UNDIMPX, uppgick till -0,6 procent medan den inhemskt genererade delen, UNDINHX, blev 1,7 procent.

Förloppet under året kännetecknades av att inflationen inledningsvis föll kraftigt (se diagram R11 och R12). Från att ha varit 1,7 procent i december 2003 sjönk tolv månadersförändringen i UND1X (förändringen i förhållande till motsvarande månad året innan) till 0,1 procent i februari 2004. Fallet i inflationen mellan februari 2003, då tolv månadersförändringen i UND1X uppgick till 3,3 procent, och februari 2004 är det största som noterats under ett år sedan infla-

15 UND1X definieras som förändringen i KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem och direkta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner.

tionsmålet infördes. Detta gäller även inflationen mätt med KPI. Inflationen steg sedan under våren, men låg därefter kvar på en nivå klart under målet året ut.

Hur ter sig den svenska utvecklingen jämfört med den i andra inflationsmålsländer? En sådan jämförelse försvåras av att målet i vissa länder är formulerat som ett intervall snarare än som ett punktmål. Det står dock klart att den svenska målavvikelsen under fjolåret var förhållandevis stor även i ett internationellt perspektiv. Av de länder som redovisas i tabell R4 var det endast Norge som hade en större avvikelse.

Diagram R11. KPI, UND1X och UND1X exklusive energi 1993-2004. Årlig procentuell förändring

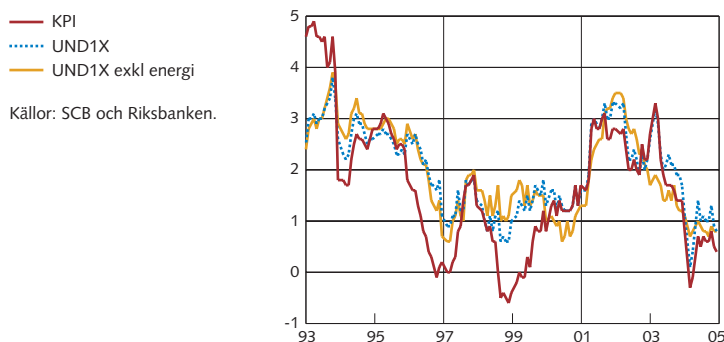
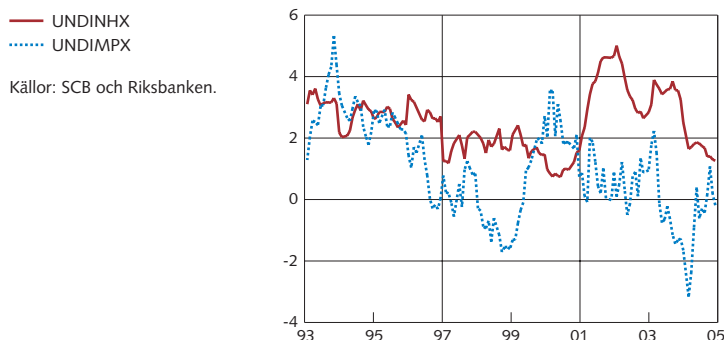


Diagram R12. UNDINHX och UNDIMPX 1993-2004. Årlig procentuell förändring



#### Varför blev inflationen 2004 så låg?

Det snabba fallet i inflationen i början av 2004 hängde delvis samman med att prisnivån i början av 2003 hade pressats upp onormalt mycket till följd av framförallt en kraftig tillfällig uppgång i energipriserna. Den onormalt stora prisuppgången i början av 2003 gjorde att Riksbanken redan i den första inflationsrapporten 2003 räknade med att tolv månadersförändringen ett år senare skulle bli osedvanligt liten, dvs. att inflationen skulle falla under inledningen av 2004 (se diagram R13). Eftersom svängningarna i energipriserna bedömdes påverka inflationen endast tillfälligt ansågs dock varken uppgången i inflationen i början av 2003 eller den prognostiserade nedgången i början av 2004 utgöra skäl för att vidta penningpolitiska åtgärder, i linje med det förtydligande om penningpolitiken som Riksbanken publicerade 1999.<sup>16</sup> En viktig anledning är att effekten på inflationen väntades klinga av av sig själv och att åtgärder för att snabbt motverka sådana tillfälliga svängningar i inflationen snarast skulle kunna resultera i en mer instabil realekonomisk utveckling. I syfte att tydliggöra att den faktiska och prognostiserade

Tabell R4. Inflationen i Sverige och andra länder med inflationsmål. Procent

	Årsgenomsnitt		Inflationsmål
	2004	1999-2003	
Australien	2,4	3,2	2-3
Euroområdet	2,2	2,0	nära men under 2
Kanada	1,8	2,4	1-3, med sikte på 2
Norge	0,5	2,2	2,5
Nya Zeeland	2,3	1,9	1-3
Storbritannien	1,4	2,3	2
Sverige	0,5	1,7	2 med toleransintervall på ± 1 procentenhet

Anm. Beräkningen för Norge avser perioden från mars 2001 då inflationsmålpolitiken infördes. Nya Zeeland hade ett målintervall på 0-3 procent mellan 1997 och september 2002. I Storbritannien var målet tidigare 2,5 procent vilket ändrades till 2 procent i december 2003 i samband med att inflationsmättet ändrades. I tabellen redovisas det tidigare inflationsmättet för perioden 1999-2003.

Källor: Eurostat, OECD, Office of National Statistics, SCB och Statistisk centralbyrå.

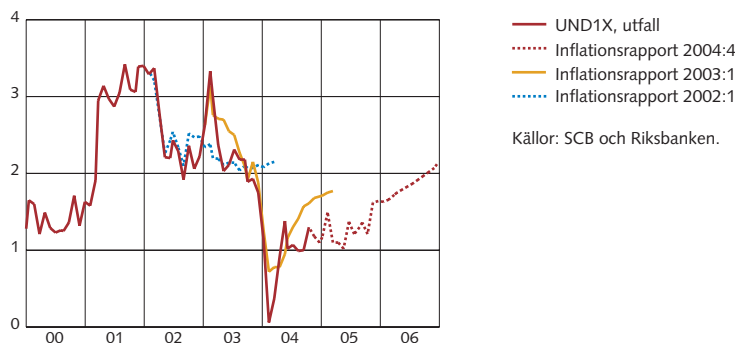
<sup>16</sup> Se Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och Valutapolitik* Nr 1, 1999, Sveriges Riksbank. Artikeln baseras på en promemoria med samma titel som Riksbankens direktion ställt sig bakom (PM 1999-02-04, ärendebetäckning 1999-00351 DIR).

inflationen i hög grad påverkades av tillfälliga störningar i energipriserna och därför kunde förväntas avvika från målet valde Riksbanken att under större delen av 2003 och början av 2004 låta bedömningar av inflationen rensad för energiprisutvecklingen, det vill säga inflationsmåttet UND1X exklusive energi, vara avgörande för penningpolitikens uppläggning. Det faktum att penningpolitiken utgått från andra mått än KPI innebär att Riksbanken på förhand kalkylerat med att KPI-inflationen inte kommer att hamna på målet. Detta är något som man bör ha i åtanke vid en utvärdering av penningpolitiken.

Trots den alltmer tydliga konjunkturuppgången förblev, som tidigare nämnts, det inhemska kostnadstrycket lägre än väntat. Ett viktigt skäl till detta var att produktiviteten utvecklades starkare än i motsvarande konjunkturfaser under tidigare år, vilket överraskade Riksbanken och många andra konjunkturbedömare. Orsakerna till den höga produktivitetstillväxten är inte fullt klarlagda men vissa tecken tyder på att den åtminstone till en del är ett mer varaktigt fenomen. En hypotes om varför så skulle vara fallet är att de omfattande investeringar i IT-teknologi som gjordes inom många sektorer under slutet av 1990-talet nu börjar ge resultat. En annan hypotes tar fasta på att Sverige är en mycket öppen ekonomi och därmed starkt exponerad för det globala omvandlingstrycket. Spegelbilden av den höga produktivitetstillväxten var att utvecklingen på arbetsmarknaden blev oväntat svag och det inhemska kostnadstrycket dämpat.

Även den importerade inflationen blev betydligt lägre än väntat under 2004. Hur den importerade inflationen utvecklas beror på flera faktorer som ofta är svåra att förutse, såsom hur växelkursen varierar och hur det internationella pristrycket utvecklas. Även förhållandena i Sverige spelar roll för den importerade inflationen, exempelvis därför att utländska exportörers priser till svenska importörer kan styras av det svenska efterfrågeläget och att importörernas prissättning kan påverkas av t.ex. den inhemska

Diagram R13. Prognoser för UND1X vid olika tidpunkter samt faktisk utveckling. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

kostnadsutvecklingen. Det faktum att priserna på importerade konsumtionsvaror (exklusive olja) har fallit sedan våren 2003 är sannolikt till stor del en följd av ett lågt internationellt pristryck och av att växelkursen stärkts under senare år.<sup>17</sup> Under hösten steg den importerade inflationen, i huvudsak som ett resultat av oljeprisuppgången. En förstärkning av kronan mot dollarn bidrog dock till att dämpa prisökningen på olja i kronor räknat.

Förändrade konkurrensförhållanden i den svenska ekonomin kan också ha bidragit till den låga inflationen under året. Det gäller inte minst den svenska livsmedelshandeln där flera lågpris kedjor har vuxit fram under senare år. Detta har bidragit till en ökad konkurrens som sannolikt haft en dämpande inverkan på prisökningarna på såväl inhemska producerade som importerade produkter.<sup>18</sup>

#### Prognoserna 2002-2003

Hur väl lyckades då Riksbanken med att förutsäga utvecklingen av inflationen? I tabell R5 presenteras inflationsprognoserna för 2004 samt prognoserna för några variabler som är särskilt viktiga för inflationsprognosen.

En svårighet vid analysen av Riksbankens prognoser är att de görs under antagande om att reporäntan hålls oförändrad. Eftersom reporäntan vanligen ändras under prognosperioden och därmed påverkar utfallet för inflationen och andra ekonomiska storheter går det inte att uti-

<sup>17</sup> Se t.ex. fördjupningsrutan "Växelkursen och den importerade inflationen", Inflationsrapport 2004:2.

<sup>18</sup> Se fördjupningsrutan "Den senaste tidens inflationsutveckling" i denna rapport.

från de publicerade prognoserna få någon exakt uppfattning av träffsäkerheten.

BNP-tillväxten 2003, som kan antas ha påverkat inflationsutfallet främst 2004, överskattades förhållandevis kraftigt i de prognoser som gjordes i början av 2002. Tillväxtprognosen justerades emellertid ned gradvis under året i takt med att det började stå alltmer klart att den svenska och internationella konjunkturen inte skulle komma att utvecklas så gynnsamt som tidigare prognostiserats. Vid inledningen av 2003 var prognosen för tillväxten 2003 i linje med vad som visade sig bli det slutliga utfallet. Eftersom penningpolitiken verkar med viss fördröjning hade de räntesänkningar som genomfördes under 2003 sannolikt en förhållandevis begränsad påverkan på BNP-utfallet detta år. BNP-tillväxten 2004 underskattades istället i de prognoser som gjordes 2002 och 2003. Under 2004 justerades prognosen upp men var först i årets tredje inflationsrapport i linje med utfallet.

I de prognoser som gjordes under 2002 överskattades inflationen 2004 kraftigt. Omvärderingen i början av 2003 av konjunkturutsikterna på kortare sikt medförde dock att även

inflationen för 2004 justerades ned förhållandevis mycket. De prognoser som gjordes 2003 för den underliggande inflationen 2004 låg därefter någorlunda väl i linje med det slutliga utfallet. Det faktum att prognoserna baseras på antagandet att reporäntan hålls oförändrad medan den i praktiken sänktes förhållandevis mycket under 2003 och början av 2004 indikerar ändå att de prognoser som gjordes 2003 överskattade inflationsutvecklingen.

I början av 2004 justerades inflationsprognosen för 2004 tillfälligt ned ytterligare något. Inflationsutfallen hade då visat sig bli anmärkningsvärt låga trots att konjunkturuppgången hade befasts alltmer. Detta ledde till en omvärdering av det inhemska och internationella kostnadstrycket som bland annat sammanhängde med en mer positiv syn på produktivitetens utvecklingen. Prognosen för såväl den inhemska genererade som den importerade inflationen justerades ned förhållandevis kraftigt. Penningpolitiken lättades mot denna bakgrund ytterligare under det första kvartalet 2004. Prognosen för den importerade inflationen 2004 justerades därefter åter upp, bland annat till följd

**Tabell R5. Riksbankens prognoser samt utfall 2004 för några viktiga variabler för inflationsprognosen. Årsgenomsnitt**

	IR02:1	IR02:2	IR02:3	IR02:4	IR03:1	IR03:2	IR03:3	IR03:4	IR04:1	IR04:2	IR04:3	IR04:4	Utfall
BNP-tillväxt 2003	3	2,7	2,3	2,1	1,7	1,2	1,5	1,5					1,5
BNP-tillväxt 2004	2,6	2,5	2,1	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,8	2,9	3,6	3,6	3,5
BNP-tillväxt 2005					2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,8	3,2	3,0	
BNP OECD19 2003	2,7	2,6	2,4	2,2	2,0	1,7	1,9	2,0					2
BNP OECD19 2004	2,8	2,7	2,8	2,7	2,7	2,5	2,8	2,9	3,2	3,3	3,5	3,4	
TCW123,7		123,8	125	125	124,5	124	124	124	124,5	126,5	126,7	126,2	125,9
Oljepris USD	22	22	22,5	22,2	22,4	22,3	25,2	25,6	31,5	32,9	37,3	38,4	38,2
Hushållens konsumtion	2,5	2,4	2	2,1	1,8	2,1	2,3	2,3	2,6	2,6	2,5	2,4	1,8
Lön i näringslivet	4,3*	4,3*	4,2*	4	3,7	3,5	3,6	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1	
Arbetsproduktivitet i näringslivet	1,9*	1,8*	1,8*	2,3	2,3	2,3	2,1	2,2	2,7	3,2	3,5	3,4	3,6
Enhetsarbetskostnad i näringslivet	2,4*	2,4*	2,4*	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	0,2	-0,4	-0,8	-0,9	
Internationella exportpriser**	1,4	1,4	1,3	1,2	1,4	1,3	1,7	1,7	1,4	1,4	2,3	2,4	2,4
UNDINHX				2,7	2	1,8	2	2,2	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
UNDIMPX				0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-1,1	-1,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6
UND1X				1,9	1,2	1,1	1,2	1,1	0,6	0,9	1,0	1,0	0,9
UND1X exkl. energi						1,8	1,7	1,6	0,9				0,8
KPI				2,2	1,5	1,3	1,1	1,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5

Anm. \* hela ekonomin, \*\* internationella producentpriser från Inflationsrapport 2004:1.

Källor: SCB och Riksbanken.

av att oljepriserna började stiga kraftigt. Redan i inflationsrapporten i maj var prognosen för inflationen 2004, mätt med UND1X, därmed tillbaka på en nivå som var väl i linje med det slutliga utfallet. Det var således främst under 2002 som prognoserna för UND1X-inflationen 2004 låg alltför högt. Under 2003 och 2004 var prognosfelen för 2004 relativt små.

#### Jämförelse med andra prognosmakare

Såväl dämpningen av konjunkturen under andra halvåret 2002 som det låga internationella och inhemska kostnadstrycket tycks ha överraskat de flesta bedömare. Om man studerar ett genomsnitt av prognoserna hos drygt ett tjugotal bedömare finner man ett liknande mönster som i Riksbankens prognoser. Prognoserna för BNP-tillväxten 2003 justerades gradvis ner under andra halvan av 2002 och början av 2003 (diagram R14). Detta medförde också en nedjustering av inflationsprognoserna för 2004 (diagram R15). Riksbanken hörde till de bedömare som tidigast började justera ner sina inflationsprognoser. Ännu i slutet av 2003 överskattades dock det faktiska KPI-utfallet 2004 förhållandevis mycket av såväl Riksbanken som andra bedömare.

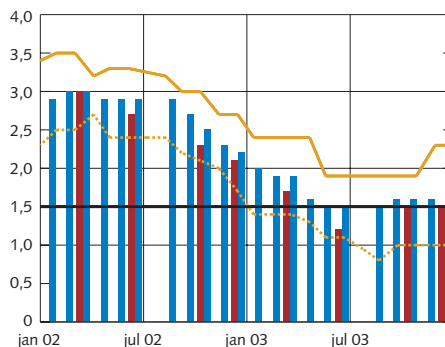
Det faktum att alla bedömare hamnade så fel i sina prognoser tyder på att inflationen har pressats ner av faktorer som varit ovanligt svåra att förutse. Kunskaperna om t.ex. vad som driver ökningarna i produktivitetstillväxten och i vilken mån det skett strukturella förändringar som medfört ett ökat konkurrenstryck både på världsmarknaden och i senare distributionsled behöver därför fördjupas.

#### De penningpolitiska besluten 2002-2003

Vid ingången av 2002 var reporäntan 3,75 procent. Den höjdes sedan under våren i två steg till 4,25 procent. Med början i november samma år inleddes en period med gradvisa lättnader i penningpolitiken. Reporäntan sänktes i fem steg till 2,75 procent i juli 2003. Under resten av 2003 hölls reporäntan oförändrad.

Höjningarna under våren 2002 gjordes mot bakgrund av att den expansiva politiken

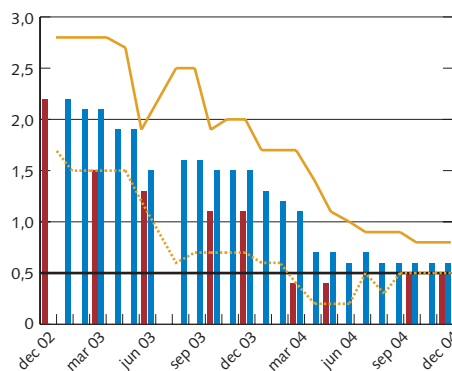
Diagram R14. Prognoser för BNP-tillväxten 2003 vid olika tidpunkter, Riksbanken samt ett genomsnitt av andra prognosmakare. Årsgenomsnitt



— Högsta prognos  
 - - - Lägsta prognos  
 — Utfall (1,5)  
 ■ Riksbanken  
 ■ Medelvärde övriga prognosmakare

Källor: Consensus Inc., SCB och Riksbanken.

Diagram R15. Prognoser för KPI-inflationen 2004 vid olika tidpunkter, Riksbanken samt ett genomsnitt av andra prognosmakare. Årsgenomsnitt



— Högsta prognos  
 - - - Lägsta prognos  
 — Utfall (0,5)  
 ■ Riksbanken  
 ■ Medelvärde övriga prognosmakare

Källor: Consensus Inc., SCB och Riksbanken.

efter bl.a. terrordåden i USA i september 2001 bedömdes ha lagt grunden för en förhållandevis stabil internationell konjunkturuppgång. Det fanns tecken på att en återhämtning både i Sverige och i omvärlden var på väg. Den gradvisa uppgången i den underliggande inflationen i kombination med oväntat höga löneökningar i framförallt tjänstenäringarna föreföll tyda på ett högre resursutnyttjande i den svenska ekonomin än vad Riksbanken antagit i tidigare bedömningar. Utvecklingen av löner och inhemska priser ansågs också indikera en relativt hög inflationsbenägenhet i den svenska ekonomin.

I slutet av 2002 inleddes den period med sänkningar av reporäntan som fortsatte in på 2004. Skälet till den mer expansiva penningpolitiken var att den internationella konjunkturuppgången hade börjat tappa fart. Industrikonjunkturen hade åter försämrats både i

omvärlden och i Sverige och fortsatt oro på de finansiella marknaderna med bland annat kraftiga börsfall hade bidragit till vikande optimism bland hushåll och företag i många länder. Den svagare efterfrågeutvecklingen i Sverige och utomlands och en väntad förstärkning av kronan bedömdes innebära en mer dämpad inflationsutveckling än vad som tidigare prognostiserats.

Under 2003 fortsatte Riksbanken som nämnts att lätta på penningpolitiken och reporäntan sänktes i mars, juni och juli med sammanlagt 1 procentenhet. Räntesänkningarna genomfördes mot bakgrund av att den internationella och svenska konjunkturbilden gradvis fortsatte att försämrans och den alljämt förväntade återhämtningen fick skjutas framåt i tiden. Utvecklingen föreföll bland annat bekräfta farhågor om att anpassningen av hushållens och företagens balansräkningar efter den dramatiska börsnedgången sedan 2000 skulle bli utdragen och

under förhållandevis lång tid dämpa konsumtion och investeringar. I början av året bidrog även säkerhetspolitisk oro i samband med kriget i Irak till förväntningar om en svagare utveckling.

Efter sänkningen i juli 2003 gjordes inga fler reporänteförändringar detta år. Inom Riksbankens direktion rådde uppfattningen att den återhämtning som en tid hållits tillbaka nu hade inletts, bland annat understödd av de reporäntesänkningar som redan genomförts. Inflationen utvecklades i linje med prognoserna och förväntningarna var att den framöver skulle komma att utvecklas enligt banor som, rensat för de tillfälliga elpriseffekterna, normalt kunde förväntas under en konjunkturuppgång. De oväntat låga inflationsutfallen i början av 2004 gjorde dock att Riksbanken omvärderade sin syn på det underliggande inflationstrycket. Detta föreföll bli lägre än väntat trots en något starkare konjunktur, bl.a. till följd av lägre importpriser,

#### RÄNTEBESLUT 2002

**7 februari:** Reporäntan hölls oförändrad på 3,75 procent. Eva Srejber reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,25 procentenheter med skälet att den osäkerhet kring utvecklingen i omvärlden som motiverade sänkningen i september inte längre kvarstod och det därför fanns anledning att föra penningpolitiken i en mindre expansiv riktning för att säkerställa att inflationsförväntningarna också framgent skulle ligga i linje med inflationsmålet.

**18 mars:** Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 4,0 procent. Villy Bergström reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,5 procentenheter bland annat mot bakgrund av höga löneutfall och risk för kompensationskrav i lönerörelsen.

**25 april:** Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 4,25 procent.

**5 juni:** Reporäntan hölls oförändrad på 4,25 procent. Eva Srejber reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,25 procentenheter bland annat mot bakgrund av att den ekonomiska politiken i de flesta länder fortfarande var mycket expansiv och att återhämtningen i den svenska ekonomin skedde från ett läge med redan högt resursutnyttjande och där inflation och inflationsförväntningar låg över målet.

**4 juli:** Reporäntan hölls oförändrad på 4,25 procent.

**15 augusti:** Reporäntan hölls oförändrad på 4,25 procent.

**16 oktober:** Reporäntan hölls oförändrad på 4,25 procent. Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter mot bakgrunden att den bild som presenterades i inflationsrapporten i praktiken gav en god grund för en räntesänkning samt att riskerna var stora för en ännu sämre utveckling i såväl Sverige som i omvärlden till följd av den säkerhetspolitiska situationen i Mellanöstern, fortsatt oro på de finansiella marknaderna, svagare inhemsk efterfrågan och minskad finanspolitisk stimulans.

**14 november:** Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 4,0 procent.

**4 december:** Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 3,75 procent. Eva Srejber reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde hållas oförändrad bland annat med motiveringen att inflationsrisken från arbetsmarknaden och lönebildningen sannolikt underskattats.

**RÄNTEBESLUT 2003**

**6 februari:** Reporäntan hölls oförändrad på 3,75 procent.

**17 mars:** Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 3,5 procent.

**24 april:** Reporäntan hölls oförändrad på 3,5 procent. Lars Nyberg och Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter och anförde som skäl bland annat att Riksbankens normala handlingsregel talade för detta och att de internationella nedåtriskerna för inflationen kunde antas vara något större än de inhemska uppåtriskerna.

**4 juni:** Reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter till 3,0 procent.

**3 juli:** Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 2,75 procent.

**14 augusti:** Reporäntan hölls oförändrad på 2,75 procent.

**15 oktober:** Reporäntan hölls oförändrad på 2,75 procent. Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter bland annat med hänvisning till att arbetsmarknaden var fortsatt svag och att det skulle komma att dröja ytterligare en tid innan företagen börjar nyanställa och konjunkturuppgången stabiliserar sig.

**4 december:** Reporäntan hölls oförändrad på 2,75 procent. Villy Bergström och Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter bland annat mot bakgrund av att den svenska konjunkturen riskerade att utvecklas svagare än i bedömningen i inflationsrapporten.

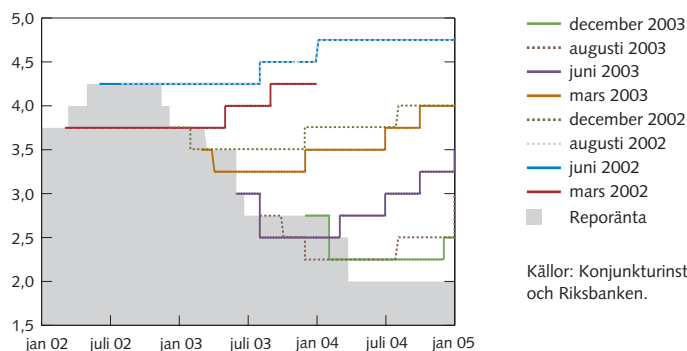
svagare arbetsmarknad och högre produktivitet än tidigare prognostiserat. Reporäntan sänktes därför i februari och mars 2004 med ytterligare sammanlagt 0,75 procentenheter.

*Hade en annan utformning av penningpolitiken varit realistisk?*

Som konstaterats ovan var den politik som fördes 2002-2003 baserad på en bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som inte i några avgörande avseenden skilde sig från den som andra bedömare hade. Det fanns visserligen bedömare som menade att inflationen 2004 skulle komma att utvecklas något mer dämpat än vad Riksbanken räknade med, men skillnaderna jämfört med Riksbankens prognoser var förhållandevis små. De hade därför inte fått någon större betydelse för den förda politiken och därmed inte heller för hur mycket inflationen hade avvikit från målet.

En jämförelse med Konjunkturinstitutet, som var en av de prognosmakare som tidigare justerade ned sina inflationsprognoser, kan i detta sammanhang vara illustrativ. I diagram R16 visas de reporäntebanor som Konjunkturinstitutet förordade vid de 8 prognostillfällena under 2002 och 2003, liksom den faktiska utvecklingen av reporäntan. Det framgår att Konjunkturinstitut-

**Diagram R16. Reporäntan enligt Konjunkturinstitutets prognoser 2002-2003 samt faktisk reporänta. Procent**



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

et under 2003 förordade att reporäntan skulle sänkas i något snabbare takt än vad Riksbanken valde att göra, men också att det delade den uppfattning som de flesta bedömare hade, nämligen att en uppåtgående konjunktur och ett stigande inflationstryck skulle motivera höjningar av reporäntan redan under 2004.

Skillnaden mellan den faktiska reporäntan och den av Konjunkturinstitutet förordade räntan var i genomsnitt ganska liten under perioden, knappt 0,2 procentenheter. Med de effekter av penningpolitiken man i allmänhet räknar med, skulle inflationen 2004 bara ha hamnat marginellt närmare målet om Riksbanken följt Konjunkturinstitutets rekommendationer.

Det hade således ställts avsevärda krav på penningpolitiken för att inflationen 2004

skulle ha hamnat väsentligt närmare målet än vad som blev fallet. För det första skulle det ha krävts att Riksbanken hade kunnat förutse en utveckling som ingen annan prognosmakare lyckades förutsäga och som skulle visa sig bli drastiskt annorlunda än den rådande allmänna bilden av konjunktur- och inflationsutsikterna. Det hade således inte räckt med att Riksbanken gjort marginellt mer träffsäkra bedömningar än andra prognosmakare, de skulle ha behövt vara väsentligt mycket bättre.

För det andra skulle det ha krävts en politik som inte bara inneburit gradskillnader i förhållande till den som faktiskt fördes, utan en politik som varit dramatiskt annorlunda. Exempelvis skulle Riksbanken sannolikt ha behövt sänka reporäntan snabbt och kraftigt i början av 2002 istället för att höja den från 3,75 procent till 4,25 procent, såsom gjordes under våren. Konjunktur- och inflationsutsikterna vid den tidpunkten talade knappast för att drastiska lättnader i politiken var motiverade. Inflationen låg klart över målet och den etablerade uppfattningen var snarast att reporäntan så småningom behövde höjas. Som framgår av diagram R16 var t.ex. Konjunkturinstitutets syn i augusti 2002 att reporäntan borde hållas oförändrad på 4,25 procent för att därefter börja höjas under andra halvåret 2003. En rimlig slutsats är mot denna bakgrund att en politik som hade gjort att inflationen 2004 hade hamnat i linje med målet hade varit mycket svår att motivera givet den information som fanns tillgänglig under 2002.

Det är i sammanhanget också värt att notera att Riksbanken, efter den ökning i inflationen som orsakades av uppgången i energipriserna kring årsskiftet 2002–2003, gjorde bedömningen att det inte heller var önskvärt att föra en politik som syftade till att inflationen mätt i termer av KPI skulle hamna på målet 2004. Fallet i inflationen i början av 2004 var, som konstaterats ovan, till stor del en rekyl på uppgången ett år tidigare. Eftersom effekterna av energiprissvängningarna på inflationen väntades bli tillfälliga bedömdes det inte vara motiverat att försöka motverka dem med penningpolitiska åtgärder. Det fanns

således skäl att tolerera en viss målavvikelse nedåt under 2004, även om den faktiska målavvikelsen sedermera visade sig bli något större än väntat.

Det kan slutligen också vara värt att reflektera över vad konsekvenserna skulle ha kunnat bli av en betydligt mer expansiv penningpolitik under en period då den låga inflationen inte primärt berott på att efterfrågan utvecklats svagt utan istället till stor del varit ett resultat av en hög produktivitetstillväxt och en dämpad prisutveckling på importerade produkter. Det är t.ex. troligt att ökningen av hushållens upplåning och priserna på bostadsmarknaden, som redan idag är föremål för en del uppmärksamhet, hade blivit ännu starkare med en än mer expansiv penningpolitik som ytterligare hade spätt på viljan att låna.

#### *Relationen mellan räntebeslut och prognoser*

Även om det inte är rimligt att kräva att Riksbanken ska vara perfekt förutseende bör man kunna förvänta sig att penningpolitiken ska framstå som rimlig och konsekvent i ljuset av de förutsättningar som rådde vid beslutstillfällena. Ett sätt att undersöka de penningpolitiska beslutens rimlighet är att försöka besvara frågan om Riksbankens ränteförändringar varit lättförståeliga, givet de prognoser som gjordes. I de fall inflationsprognosen överstigit målet bör Riksbanken normalt ha höjt reporäntan medan inflationsprognoser under målet normalt bör ha resulterat i en räntesänkning.

En komplicerande omständighet i sammanhanget är att ränteändringar inte i alla lägen kan relateras till ett visst mått på inflationen enligt någon mekanisk handlingsregel, såsom att reporäntan alltid ändras när prognosen för UND1X avviker tillräckligt mycket från inflationsmålet på två års sikt. Det kan t.ex. uppstå lägen då inflationen påverkas av en störning, som inte fullt ut hinner klinga av i det tvååriga tidsperspektivet men som ändå inte har någon varaktig inverkan på inflationsutvecklingen. Det kan även vara så att en större störning till inflationen gör att en återgång till målet på två års sikt är förenad



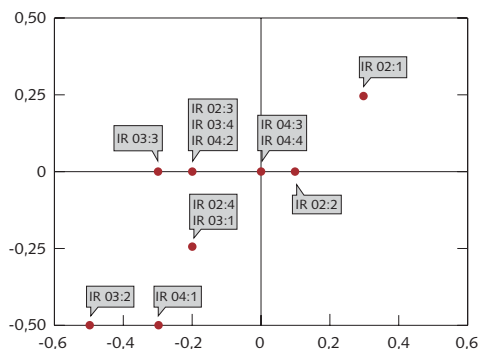
med alltför stora oönskade effekter på den reala ekonomin.<sup>19</sup> Detta lägger vissa begränsningar på hur starkt samband man kan förvänta sig mellan reporänteförändringar och UND1X-prognoser på två års sikt, som är den relation som analyseras nedan.

Sambandet mellan reporäntebeslut och prognosavvikelser för UND1X på två års sikt illustreras i diagram R17, där också besluten under 2004 inkluderats. I samband med penningpolitiska sammanträden som inte sammanfaller med en inflationsrapport publiceras ingen sifferfatt inflationsprognos. I stället offentliggörs en mer kvalitativ inflationsbedömning i ett pressmeddelande. Tabell R6 sammanfattar de kvalitativa bedömningarna och räntebesluten vid sådana "melanliggande" sammanträden. Av diagrammet och tabellen framgår att det finns ett tydligt positivt samband mellan den prognostiserade målavvikelsen och räntebeslutet. Diagrammet illustrerar också att små prognostiserade målavvikelser inte alltid lett till en förändring av reporäntan och att målavvikelserna måste vara ganska stora för att räntan ska förändras med mer än de 0,25 procentenheter som under senare år varit den vanligaste storleken på en ränteförändring.

Som framgår av diagrammet och tabellen lämnades räntan oförändrad vid ett antal tillfällen trots att prognosen för UND1X-inflationen på ett par års sikt underskred inflationsmålet. Detta hänger samman med den utveckling av energipriserna som berörts ovan. Energipriserna svängde under 2003 på ett sätt som antogs påverka inflationen endast tillfälligt men som ändå inte bedömdes helt ha klingat av på två års sikt. Riksbanken valde därför att under en period fokusera på ett inflationsmått som rensats från energipriser, UND1X exklusive energi, som bättre ansågs avspegla den underliggande konjunkturrelaterade inflationen. Prognosen för detta inflationsmått var i linje med inflationsmålet

på två års sikt vid de tillfällen under 2003 då räntan lämnades oförändrad trots att prognosen för UND1X underskred målet. I samband med det penningpolitiska mötet i mars 2004 gjordes bedömningen att de tillfälliga effekterna från energiprissvängningarna skulle komma att klinga av från mitten av 2005 och att det därför inte längre fanns någon anledning att rensa för just energipriserna vid utformningen av penningpolitiken.

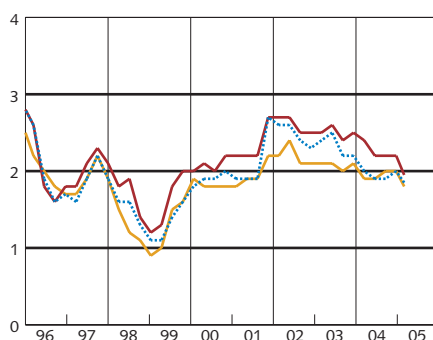
**Diagram R17. Relationen mellan räntebeslut och prognoser.**  
Reporänteförändring på vertikal axel och prognostiserad målavvikelse på horisontell axel



Anm. Prognoserna avser riskjusterad UND1X på två års sikt.

Källa: Riksbanken.

**Diagram R18. Olika aktörers inflationsförväntningar på två års sikt 1995-2005.**  
Procent



— Inköpschefer  
... Arbetsmarknadens parter  
— Penningmarknadens aktörer

Anm. De horisontella linjerna på 2 respektive 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga procentuella ökningstakten i KPI.

Källa: Prospera.

<sup>19</sup> Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och Valutapolitik* Nr 1, 1999, Sveriges Riksbank samt PM 1999-02-04, ärendebeteckning 1999-00351 DIR.

**Tabell R6. Inflationsbedömning och räntebeslut vid penningpolitiska möten som inte sammanfaller med publiceringen av en inflationsrapport.**

Datum	Kvalitativ bedömning	Räntebeslut
2002-02-07	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad
2002-04-25	inflationsprognosen över målet	höjning 0,25 procentenheter
2002-07-04	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad
2002-08-15	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad
2002-11-14	inflationsprognosen under målet	sänkning 0,25 procentenheter
2003-02-06	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad
2003-04-24	inflationsprognosen under målet	oförändrad
2003-07-03	inflationsprognosen under målet	sänkning 0,25 procentenheter
2003-08-14	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad
2004-02-05	inflationsprognosen under målet	sänkning 0,25 procentenheter
2004-04-28	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad
2004-05-27	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad
2004-08-19	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad

Källa: Riksbanken.

#### *Inflationsförväntningarna*

Inflationsförväntningarna kan ses som ett mått på allmänhetens förtroende för att Riksbanken kommer att uppnå sitt mål. När inflationen understiger målet så pass mycket som blev fallet 2004 är en rimlig fråga om ekonomins aktörer räknar med att Riksbanken kommer att lyckas föra tillbaka inflationen till målet på ett par års sikt. I diagram R18 visas hur förväntningarna om inflationen två år fram i tiden utvecklats bland olika ekonomiska aktörer sedan 1995. Som framgår av diagrammet har förväntningarna sedan 1996 varit rätt väl förankrade i Riksbankens mål då de i stort sett hållit sig inom toleransintervallet på 1-3 procent. Den för tillfället rådande låga inflationen förefaller inte heller ha påverkat de ekonomiska aktörernas förtroende för att inflationen kommer att kunna föras tillbaka till målet över en tvåårshorisont. Enligt diagrammet förväntar sig samtliga aktörer att inflationen på två års sikt kommer att ligga nära 2 procent.

#### *Sammanfattning*

Inflationen blev betydligt lägre än målet 2004. Att inflationen skulle falla kraftigt i inledningen av året var något som Riksbanken räknade med redan i början av 2003, eftersom prisnivån då hade pressats upp onormalt mycket av en tillfällig uppgång i energipriserna. Viktiga skäl till att inflationen sedan blev lägre än väntat var att en överraskande hög produktivitetstillväxt bidrog till ett dämpad inhemskt kostnadstryck och att den importerade inflationen blev oväntat låg. Även om detta var faktorer som Riksbanken inte lyckades förutsäga stod sig Riksbankens prognoser väl jämfört med ett genomsnitt av andra bedömare. Den något lättare penningpolitik som förespråkades av vissa bedömare hade sannolikt inte medfört att inflationen hamnat mer än marginellt närmare målet. Den rådande låga inflationen förefaller inte ha påverkat förtroendet för att inflationen på ett par års sikt åter kommer att vara i linje med målet.