

# Anförande

Vice riksbankschef Villy Bergström

---

ONSDAG DEN 15 MAJ 2002

## Prognoser och konjunkturcykler

Elmateriel Leverantörs föreningen

### **Penningpolitik ingen exakt vetenskap**

Under 1990-talet formulerade många centralbanker explicita mål för sin penningpolitik. Sveriges Riksbank formulerade 1993 målet att den årliga inflationen, mätt med konsumentprisindex (KPI) ska vara två procent med en tolerans för avvikelser på +/- 1 procentenhet. Avvikelser från målet inträffar mer som regel än undantag. Penningpolitiken är ingen exakt vetenskap och samhället är ingen maskin, det är vare sig möjligt eller önskvärt att hålla inflationen på någon viss nivå, i synnerhet inte på kort sikt.

De senaste åren har svensk ekonomi utsatts för relativt stora störningar. Internationellt har såväl Asien- och Rysslandskriserna, som de kraftiga upp och nedgångarna på aktiemarknaderna som svängningar i oljepriser påverkat oss. I Sverige har IT-sektorns uppgång och fall och avregleringar av t.ex. el- och telemarknaderna med åtföljande kraftiga prisfall påverkat både priser och produktion. Sådana kriser och politikförändringar kan sällan förutses. Därför kommer riksbanken alltid att begå "misstag", sett med facit i hand. Men detta är självklart och egentligen ganska ointressant när det gäller att utvärdera penningpolitiken. Det intressanta är vad penningpolitiken bör inriktas mot på basis av den information som finns tillgänglig vid beslutstillfället, inte vad som borde gjorts och om man perfekt kunnat förutse framtiden.

När vi får stora störningar eller förändringar i ekonomin kan vi inte bara stirra oss blinda på effekterna på priserna. Låt mig illustrera detta med oljepriserna. Anta att oljepriserna stiger. Inflationen stiger vilket medför att reallönerna faller, bl.a. till

SVERIGES RIKSBANK

---

Telefon  
08-787 00 00

Telefax  
08 - 21 05 31

E-post  
registratorn@riksbank.se

följd av att det blir dyrare med bensin och villaolja, vilket leder till att konsumenterna har mindre pengar kvar att spendera på andra varor. Detta minskar efterfrågan och därmed priserna på andra varor. Höjda oljepriser leder alltså till både stigande priser och lägre efterfrågan, vilket i förlängningen åter dämpar inflationen. Oljeprisförändringar är svåra att förutse eftersom priset inte alltid avspeglar efterfrågan och utbud utan det handlar också om politik.

Det aktuella läget kan illustrera denna svårighet. Stiger oljepriset för att efterfrågan och tillväxten i världen är högre än vad som antagits eller är det den politiska osäkerheten i Mellanöstern som spelar störst roll? I vilket resursläge befinner sig ekonomin? En prisuppgång som sker när resursutnyttjandet är på väg ned kan leda till en snabb och djup nedgång. Stigande oljepriser i ett ansträngt resursläge kan leda till att oljeprisuppgången sprider sig och att det blir en allmän prisuppgång i ekonomin. Vi kan alltså få en högre inflation samtidigt som de kan verka dämpande på produktion och sysselsättning. Om penningpolitiken i varje läge skulle inriktas på att med räntehöjningar försöka eliminera oljeprisstegringarnas effekter på inflationen, skulle effekterna på produktion och sysselsättning kunna förvärras. Om temporära effekter på inflationen bedöms klinga av utan spridningseffekter till övriga priser eller inflationsförväntningar finns kanske skäl att låta reporäntan vara oförändrad. En gradvis anpassning av penningpolitiken med inriktning på att uppnå inflationsmålet inom ett par år medger viss hänsyn till sysselsättning och tillväxt. Därför baseras Riksbankens politik på att nå målet om 2 procent på ett par års sikt.

### **Terroråd, krig och naturkatastrofer ökar osäkerheten**

Det är viktigt att konstatera att kunskaperna om penningpolitikens effekter inte är fullständiga. Syftet med toleransintervallet är att tydliggöra att avvikelser från målet är troliga samtidigt som vår ambition är att försöka begränsa avvikelserna. I praktiken styrs penningpolitiken alltså på så sätt att vi gör prognoser för inflationen på två års sikt. Om prognoserna på ett till två års sikt ligger högre än inflationsmålet höjs räntan och vice versa.

Vad är det då vi tror oss kunna påverka med penningpolitiken? Något förenklat påverkar reporäntan övriga svenska marknadsräntor (räntekanal), bankernas utlåning till allmänheten (bankkanalen), samt olika tillgångspriser såsom aktiepriserna (förmögenhetskanalen) och växelkursen (växelkurskanalen). Hur stort genomslag en ränteförändring får på hushållens bolåneräntor eller aktiepriserna varierar över tiden. Penningpolitiken kan också påverka via hushållens och företagens förväntningar om framtiden. Ett inflationsmål på 2 procent ska vara ett slags nominellt ankare för förväntningar om utvecklingen av inflationen och därigenom påverka pris-, taxe- och lönesättning. När priser och löner bestäms spelar det stor roll hur parterna på arbetsmarknaden eller företag och hushåll väntar sig att Riksbanken kommer att reagera, dvs. litar de på att Riksbanken kommer att i genomsnitt leverera en inflation kring 2 procent.

Att prognoser är osäkra är vi på det klara med. Vi har inte bara ett toleransintervall och medelfristig målhorisont (i normalfallet 1-2 år), utan försöker också vid varje prognostillfälle bedöma osäkerheten i prognosen. Är den normal, större än normalt eller mindre? I inflationsrapporten illustreras detta bl.a. med

osäkerhetsintervall med olika utfall för inflationen. Detta vägs sedan in i den samlade bedömningen. Terroråd, krig eller naturkatastrofer innebär att osäkerheten ökar. Det blir extra svårt att göra bedömningar helt enkelt.

### **God måluppfyllelse historiskt men fjolåret reser en del frågetecken**

Under åren 1970-1992 uppgick den svenska inflationen till i genomsnitt 8 procent per år, reallönerna ökade knappt inte alls. Sedan inflationsmålet började tillämpas 1995 har inflationen, mätt som UNDEX, varit 1,8 procent i genomsnitt per år och reallönerna har ökat med i genomsnitt 2,8 procent. På det hela taget får det anses vara en god måluppfyllelse. I fjol uppgick dock inflationen, mätt på samma sätt, till 2,8 procent. Och ser vi till de senaste åren så har den underliggande inflationen stigit under två års tid. Låt mig därför kort gå igenom våra prognoser och överväganden de senaste åren.

Mellan åren 1998-2000 uppgick tillväxten i genomsnitt till 4 procent per år. I början av 1999 började inflationen att stiga vilket inledningsvis förklarades av stigande oljepriser. Det blev sedan allt tydligare att det uppstått bristsituationer på arbetsmarknaden som riskerade att medföra höga löneökningar och därmed hög inflation. Vi bedömde att svensk ekonomi befann sig i en bred konjunkturuppgång med ett stigande resursutnyttjandet och risk för en inflation över målet. I november 1999 höjde vi reporäntan och under inledningen av 2000 gjordes en likartad bedömning. Under hösten 2000 såg vi framför oss en situation med en stabil och stark konjunkturuppgång som så småningom skulle leda till ett högt resursutnyttjandet och stigande inflation.

I början av 2001 inkom en mängd statistik som visade på en avmattning i framförallt USA. Federal Reserve överraskade med en räntesänkning i januari mellan två ordinarie penningpolitiska möten. Denna avmattning spred sig sedan vidare. Riksbanken och de flesta andra prognosmakare började revidera ned tillväxtprognoserna både internationellt och i Sverige. Aktie- och IT-bubblan sprack och detta tillsammans med stigande oljepriser och högre realräntor, under 1999 och 2000, ledde fram till en synkroniserad konjunkturedgång i världen. Vi gjorde under 2001 flera stora nedrevideringar av den internationella tillväxten. Nedgången antogs ha en dämpande effekt på svensk inflation via både direkta och indirekta kanaler. I mitten av 2001 hade den realekonomiska nedgången i stort blivit mer markerad än väntat.

Utvecklingen av priserna kom emellertid att avvika markant från Riksbankens och andra bedömares prognoser. När inflationen överraskande steg kraftigt under våren 2001 gjordes bedömningen att detta i stor utsträckning berodde på faktorer som var tillfälliga till sin karaktär, bl.a. orsakade av störningar av utbudskaraktär. Köttpriserna steg kraftigt till följd av kosjukdomar, elpriserna steg kraftigt delvis till följd av en normalisering efter de kraftiga prisfallen året innan då elmarknaden avreglerades men också på grund av bl.a. en ovanligt snöfattig vinter 1999-2000, vilket medförde brist på vatten i kraftdammarna. Det uppstod också produktionsproblem i oljeraffinaderierna, vilket medförde kraftigt stigande bensinpriser. Vi noterade redan på våren 2001 att även när man rensade för dessa tillfälliga faktorer så hade inflationen stigit mer än väntat och vi bedömde att det

fanns en risk att resursutnyttjandet, som ju påverkar inflationstrycket främst under nästkommande år, kunde ha varit högre under 2000, än vi tidigare trott.

Kronan försvagades kraftigt under våren 2001 vilket spädde på oron för inflationen. En majoritet av direktionen beslutade höja räntan under sommaren 2001. Nedrevideringarna av tillväxten fortsatte dock under hösten och efter terrordåden i september rådde mycket stor osäkerhet. Terrorattacken kom i ett känsligt läge för den amerikanska ekonomin, redan i lågkonjunktur, visserligen med en förhållandevis god konsumtionsutveckling. Terrordåden bedömdes medföra en djupare och mer utdragen konjunkturedgång med återverkningar på hela världsekonomin. Styrräntor sänktes över hela världen, även den svenska.

Inflationen fortsatte emellertid att stiga. En kall vinter i Europa, rönnbärsmask i svenska äpplen och sämre fiskfångst ledde under hösten till stigande priser på frukt, grönt och på fisk. Det är uppenbarligen lätt att fastna i detaljer och inte se de underliggande förändringarna. Men vi kunde dock se än tydligare att uppgången i inflationen inte bara handlade om temporära faktorer utan att det var en bred uppgång i främst inhemska priser. Detta kunde sammanhållas med att andrahandseffekterna av de högre energi- och livsmedelspriserna fått större genomslag i konsumentleden. Ytterligare en viktig faktor var att löneutvecklingen, trots den svagare efterfrågeutvecklingen, kom att te sig mer problematisk. Inom många näringar, bl.a. bygg-, detaljhandel, bank- och försäkringar och den offentliga sektorn ökade löneökningstakten påtagligt under 2001.

Kring årsskiftet kom signaler om att botten i industrikonjunkturen i USA och även i Sverige kunde vara nådd och en viss optimism om framtiden började sprida sig. Effekterna av terrordåden tycks ha blivit begränsade även om det drabbat en del sektorer särskilt hårt. Sammanfattningsvis kan vi konstatera med hjälp av den här bilden (*OH 1 Riksbankens BNP-prognoser 1999-2003*) att 2001 medförde ständiga nedjusteringar av tillväxten. Samtidig kan vi alltså konstatera motsatsen när det gäller inflationsprognoserna (*OH 2 inflationsprognoser 1998-2002*) som vi gång på gång tvingats revidera upp.

Om vi får rätt i att återhämtningen nu är på väg i omvärlden såväl som i Sverige kan vi konstatera att konjunktursvackan varit en av de mildaste under efterkrigstiden, bl.a. till följd av resolut stabiliseringspolitik. Avmattningen i såväl Sverige som i övriga världen under 2001 blev dock oväntat kraftig i förhållande till de prognoser som gjordes under 2000. Att prognosmakare missar vändpunkter i konjunkturen är inte unikt för denna nedgång utan ganska vanligt. Jag återkommer till det dagsaktuella läget men först en historiskt tillbakablick.

### **Historiska mönster går igen**

Kan man dra några lärdomar av historien? Både ja och nej. Om man studerar konjunktursvackor under de tre senaste decennierna ser man att de skiljer sig åt en hel del både vad gäller orsaker bakom nedgång, förlopp och återhämtning. Det finns inte något enkelt cykliskt mönster som mekaniskt upprepas. Samtidigt visar det sig att det vi nu erfarit har gemensamma drag med tidigare cykler<sup>1</sup>. I vissa

---

<sup>1</sup> Se t.ex. fördjupningsrutan om tidigare konjunkturedgångarna i Riksbankens inflationsrapport i mars eller fördjupningsrutan i IMF:s senaste konjunkturrapport.

industriländer, bl.a. USA, har avmattningarna under 1990-talet blivit mildare jämfört med nedgångarna under 1970- och början av 1980-talet. Djupa recessioner har varit ovanliga och uppstått i kombination med stora strukturella problem t.ex. bankkriser. Att industriländerna gemensamt går in i en konjunkturedgång har varit regel snarare än undantag. Nedgången i början av 1990-talet var annorlunda beroende på olika typer av störningar. Den tyska återföreningen medförde att Tyskland och Europa delvis gick sin egen väg. Bankkriser drabbade länder vid olika tidpunkter. I Sverige tillkom också en mycket kraftig ökning av realräntorna i spåret av nedväxlingen av inflationen och försvaret av den fasta växelkursen, vilket bidrog till att krisen i Sverige blev djupare än i de flesta andra industriländer och därtill den värsta recession Sverige upplevt sedan 1930-talet.

Den nedgång vi just erfarit har varit ovanlig i det att produktionsbortfallet i USA och Tyskland varit mindre än vanligt och i många europeiska länder har det överhuvudtaget inte varit någon negativ tillväxt. Även i Sverige ser det ut att bli en av de mildaste avmattningarna under efterkrigstiden. Tillväxten väntas inte bli negativ under något kvartal. Alla andra tidigare nedgångar har uppvisat åtminstone ett kvartal med negativ tillväxt och sedan 1970 har konjunkturedgångarna medfört produktionsbortfall under i genomsnitt fyra kvartal.

Hushållens konsumtion har i många länder varit förhållandevis stark i den här konjunkturedgången och det är också den som förklarar varför vissa länder undvikit produktionsbortfall helt och hållet. Den starka hushållskonsumtionen främst i USA väcker dock en del frågor om uthålligheten och kraften i återhämtningen, givet det i utgångsläget låga sparandet hos amerikanska hushåll och den förhållandevis höga skuldsättningen.

Att det görs stora prognosfel vid vändpunkter är inte ovanligt och det mönster vi kunnat se under 1990-talet med korta nedgångar och längre uppgångar verkar stå sig.

### **Den ekonomiska politiken har bidragit till stabiliteten**

En rad olika faktorer kan ha bidragit till att konjunkturuppgångarna blivit längre, nedgångarna kortare samtidigt som variationerna i produktionen minskat. Olika studier lyfter fram lite olika förklaringar så jag vill understryka att detta är mer spekulation än fakta.

En förklaring kan vara att den ekonomiska politiken bidragit till ökad stabilitet. I en lång rad länder har inriktningen på finanspolitiken lagts om mot att upprätthålla en balanserad budget och att undvika en ohållbar skulduppbyggnad samtidigt som penningpolitiken givits en klarare fokusering på att upprätthålla prisstabilitet. En ökad betoning av inflationsbekämpning och institutionella förändringar, för att göra centralbankerna mera självständiga, har gått hand i hand med att stabiliseringspolitiken i många länder tycks ha varit mer framgångsrik i arbetet med att motverka konjunktursvängningar.

Även förändringar i produktionsmetoder, bl.a. ett förändrat mönster för lageranpassning och ny teknologi, kan ha medfört att efterfrågan och utbud på både varor och kapital kan matchas snabbare nu än förr vilket bidrar till de mildare nedgångarna och längre uppsvingen. Ytterligare en faktor som kan ha bidragit är

att andelen tjänster i BNP har ökat och att tjänsteproduktionen har kortare ledtider.

### **Expansiv ekonomisk politik - goda år för svensk ekonomi**

Låg inflation och ordning i statsfinanserna har medfört att det funnits manöverutrymme för att möta konjunkturedgången. En omläggning av den ekonomiska politiken i en mer expansiv riktning i en lång rad industriländer har lagt grunden för återhämtningen under innevarande år. I USA skedde en kraftig omläggning av penningpolitiken i början av 2001. Ovanpå det kom stora finanspolitiska stimulanser. Även i Europa och Sverige har penningpolitiken varit expansiv. Många stora länder i Europa brottas dock fortsatt med stora budgetunderskott vilket begränsat det finanspolitiska handlingsutrymmet.

I fjol hade Sverige ett av de största överskotten i det offentliga sparandet inom EU. Detta har möjliggjort en expansiv finanspolitik. I år väntas hushållens disponibelinkomster öka med nästan 5 procent, varav närmare 80 procent kommer från ökade transfereringar och sänkta skatter och avgifter. En så kraftig inkomstökning har bara förekommit ett fåtal gånger under de senaste decennierna. Trots konjunkturavmattningen ökade sysselsättningen starkt och arbetslösheten fortsatte att falla. Dock karaktäriseras arbetsmarknaden av en tudelning med fallande sysselsättning inom industrin medan ökningen främst gäller tjänstesektorn.

Samtidigt har regimen med rörlig växelkurs bidragit till ett påtagligt förändrat mönster. Historiskt har en devalvering av kronan framtvingats vid kulmen av krisen och vid flera tillfällen under 1970- och 1980-talet var krisen orsakad av att den fasta växelkursen i kombination med kostnadsutvecklingen drev fram en kostnadskris.

Avmattningen 2001 skiljer sig åt i så motto att industrins konkurrenskraft var mycket stark. Kronförsvagningen inleddes också, turligt nog, redan ett år innan industrikonjunkturen mattades av. Detta bidrog till att utvecklingen av nettoexporten var mycket stark under 2001. Detta är troligen en viktig faktor bakom att avmattningen blev en avmattning snarare än en recession i Sverige. Även om skillnaderna är stora i övrigt kan det noteras att BNP- och exportfallet i Finland varit påtagligt större än i Sverige. Medan industriproduktionen i Sverige minskat med som mest 5 procent har den fallit med över 10 procent i Finland. Huruvida detta beror mer på andra faktorer än på växelkursen är en öppen fråga, men det är rimligt att anta att kronkursens utveckling dämpat nedgången i svensk ekonomi. Förvisso kan den samtidigt ha förvärrat inflationsproblemen. Om den fortsatta kronutvecklingen följer den bana Riksbanken och många andra bedömare räknar med och fortsätter att förstärkas under 2002 och 2003, kommer den att bidra till att konjunkturuppgången inte övergår i en överhettning.

### **Ekonomiska läget och penningpolitiken**

Av det senaste penningpolitiska protokollet framgår att Riksbanken tecknar en ganska ljus bild av svensk ekonomi framöver. Återhämtningen i omvärlden och då främst i USA blir kanske lite starkare än vad vi tidigare trott, vilket i kombination med den fortsatt svaga kronan är gynnsamt för svensk export. Ericsson och telekommunikationsindustrins utveckling utgör dock en källa till viss oro och

osäkerhet. Samtidigt skall betydelsen av en enskild sektor inte överbetonas. Industrikonjunkturen i Sverige fortsätter att förstärkas. Såväl industrins orderingång som industriproduktionen tyder på att återhämtningen är på väg. Detta syns också i olika barometerundersökningar och i inköpschefsindex. När det gäller konsumtionen finns också tecken på att en vändning är på väg, hushållens framtidstro och efterfrågan på sedlar och mynt pekar i den riktningen. Detaljhandelsförsäljningen har stabiliserats och möjligen har också en viss uppgång inletts under början av året. Detta gäller särskilt konsumtionen av mer varaktiga varor. Låga realräntor och den expansiva finanspolitiken talar för att konsumtionen kommer att ta fart.

Pris- och löneökningar lämnar en del i övrigt att önska, som jag nämnde inledningsvis. Det är inget hokus pokus att en produktivitet på omkring 1,5 procent och ett inflationsmål på 2 procent inte är förenligt med löneökningar på 4 procent. Löneutrymmet uppgår till högst 3,5 procent vid normala vinstnivåer. Vår bedömningen av löneutvecklingen för de kommande två åren ligger omkring 4 procent, alltså en nivå som inte är förenlig med inflationsmålet såvida inte produktivitetens utvecklingen blir bättre än väntat. Det var bl.a. högre löneökningar än väntat som låg bakom Riksbankens båda räntehöjningar i mars och april. Löneökningarna visar emellertid skillnader mellan olika sektorer och mellan olika yrkeskategorier. Särskilt höga lönelöft kan noteras inom tjänstenäringarna. Inom delar av industrin har tjänstemannalönerna ökat snabbare än arbetarnas. Detta tillsammans med betydande problem att locka kvalificerad personal till vissa delar av den offentliga sektorn innebär risker för ökad löneglidning särskilt i ett läge då konjunkturen förbättras. Relativa löneförändringar är normala inslag i en dynamisk ekonomi, men svensk arbetsmarknad har tidigare visat att stora relativa förändringar ofta medför kompensande löneglidning. Några stora grupper har fått in mot 5 procent lönekostnadslyft – det gäller tjänstnäringarna, byggsektorn och tjänstemän inom näringslivet – men inga stora grupper har fått mindre än 3,5 procent vilket vore nödvändigt för att klara inflationsmålet.

### **Byggnadsverksamheten de närmaste åren**

I linje med övriga konjunkturen försvagades byggverksamheten något under förra året, detta bedöms dock vara tillfälligt. Stora resurser har avsatts för åtgärder i infrastruktur samt utbyggnad av den tredje generationens mobiltelefonnät vilket bedöms leda till en ökad aktivitet framöver. Mycket talar för att bostadsbyggandet fortsätter att öka om än från låga nivåer. Hushållens fortsatt goda disponibelinkomstutveckling bör leda till att ny- och ombyggnationer av bostäder ökar. Bidrag till byggande av hyresrätter, stöd till studentbostäder och ekologiskt byggande tros också stimulera bostadsinvesteringarna. Sett i ett något längre perspektiv är den låga nybyggnadstakten otillräcklig för att möta efterfrågan. Förskjutningar i åldersstrukturer kommer sannolikt att leda till en ökning i bostadsinvesteringarna som andel av BNP.

Men även här är priser och löner ett problem för branschen. De preliminära utfallen visar att byggnadsarbetarna förra året fick löneökningar på över 5 procent samtidigt som produktiviteten endast uppgick till 1,4 procent och arbetslösheten bland byggnadsarbetare var närmare 10 procent. Arbetslösheten inom

byggbranschen varierar dock kraftigt geografiskt, med en arbetslöshet i Stockholm på under 3 procent medan den är över 19 procent i t.ex. Gävleborg och Norrbotten.

Den relativa produktiviteten inom byggsektorn verkar avta. Gapet mellan sysselsättningsandelen och BNP-andelen ökar. Det betyder att varje sysselsatt inom byggindustrin bidrar med mindre och mindre till BNP, relativt sett. Under större delen av 1990-talet ökade denna skillnad men har de senaste åren återhämtat sig något. Detta kan kanske delvis förklaras med att det fortfarande finns ett stort hantverksmässigt inslag som kanske varken är önskvärt eller möjligt att rationalisera bort. Samtidigt är det troligt att hela branschen har en lägre rationaliseringsgrad jämfört med övriga branscher. Detta syns också i prisutvecklingen på både byggtjänster och byggmaterialkostnader som ligger (*OH 3 Prisutvecklingen på byggvaror*) klart över andra industriprodukter trots en relativt svag efterfrågan. Det finns något ohälsosamt i branschen när löner och priser stiger trots en förhållandevis svag efterfrågan och kvardröjande arbetslöshet i branschen som helhet.

Låt mig avslutningsvis konstatera att en återhämtning i svensk ekonomi pågår och att svensk ekonomi har en god grund att stå på med överskott i både statens finanser och i Sveriges handel med omvärlden. Inflationen är förhoppningsvis på väg ned. Samtidigt utgör lönebildningen och prissättningsbeteendet i stort ett osäkerhetsmoment när konjunkturen tar fart. Personligen anser jag att detta talar för att det kan vara nödvändigt att genomföra ytterligare räntehöjningar framöver. Samtidigt är nästa penningpolitiska steg, som alltid, beroende av vad som händer och av den analys som görs. Osäkerheten finns där alltid och vi har nu genomfört en åtstramning av penningpolitiken med 0,5 procentenheter.