

Innehåll

■ Förord	3
■ Kapitel 1 Inflationsbedömning	5
Sammanfattning	5
Huvudscenariot	7
Riskbilden	11
Utvecklingen bortom prognoshorisonten	13
■ Kapitel 2 Inflationens bestämningsfaktorer	19
Internationell konjunktur och inflation	19
Räntor och växelkurs	23
Efterfrågan och utbud	26
Inflationsförväntningar	46
Avregleringar, politiska beslut och tillfälliga effekter	48
■ Appendix Underlag för utvärdering av penningpolitiken 1999-2001	51
■ Fördjupningsrutor	
Den senaste tidens inflationsutveckling	14
Ledande indikatorer tyder på återhämtning	28
Perspektiv på återhämtningen	41
Inflationsprognos med stigande reporänta – ett räkneexempel	49
Penningpolitik och enkla regler	60

Förord

Målet för penningpolitiken är att begränsa inflationen till 2 procent med en tolerans för avvikelser från denna nivå på +/- 1 procentenhet.

Inflationsrapporten återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 7 och den 13 mars 2002. Den inflationsbedömning som redovisas i rapporten reflekterar Riksbankens samlade syn på inflationsutsikterna i rådande läge.

Inflationsrapporten utgör bakgrund till Riksbankens penningpolitiska beslut den 18 mars 2002. Inom direktionen kan det finnas olika åsikter om hur de viktigaste bestämningsfaktorerna för inflationen kommer att utvecklas och vilket genomslag detta kan komma att få på den framtida inflationen. Eventuella avvikelser i synen på inflationsutsikterna redovisas i det särskilda protokoll från direktionens sammanträde den 18 mars som kommer att publiceras den 8 april 2002.

Riksbanken skall enligt 6 kapitlet 4 § i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse till riksdagens finansutskott om penningpolitiken. Riksbanken har valt att använda två av årets fyra inflationsrapporter för detta ändamål. Denna rapport är en sådan redogörelse till riksdagen.

Syftet med inflationsrapporten är att ta fram underlag för penningpolitiska beslut samt sprida kännedom och kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör och därmed göra det lättare för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken. Ytterligare ett syfte är att uppmuntra till diskussion kring penningpolitiska frågor.

I denna inflationsrapport presenteras Riksbankens syn på inflationsutsikterna t.o.m. första kvartalet 2004. För att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitiken utgår analysen från att reporäntan hålls oförändrad under samma tid.

I kapitel 1 presenteras Riksbankens samlade inflationsutsikter inklusive riskbilden i dessa. I kapitel 2 diskuteras den mest sannolika utvecklingen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer. Rapporten innehåller också flera faktarutor vars syfte är att förmedla en djupare kunskap i olika frågor som är viktiga för inflationsbedömningen och penningpolitikens utformning.

I ett appendix redovisas ett underlag för en utvärdering av penningpolitiken under de tre senaste åren.

Stockholm i mars 2002

Urban Bäckström

Riksbankschef

Inflationsbedömning

I detta kapitel görs en sammanfattande bedömning av inflationsutsikterna t.o.m. första kvartalet 2004 under förutsättning att reporäntan hålls oförändrad.

Sammanfattning

Inflationen uppgår för närvarande till strax över 3 procent. Den förhållandevis höga inflationen kan till viss del förklaras av olika utbudstörningar som pressat upp priserna på t.ex. el, kött, frukt och grönsaker. Men även exklusive dessa prisökningar har inflationen ökat. Det är till stor del priserna på övriga inhemska varor och tjänster som har fortsatt att öka mer än väntat. Det finns sannolikt flera möjliga samverkande förklaringar till detta. Resursutnyttjandet i den svenska ekonomin har troligen varit något högre än väntat. Detta har i sin tur bidragit till att lönerna - särskilt i tjänstenäringarna - ökat mer än väntat. Det finns också andra spänningar mellan olika grupper på arbetsmarknaden. När samtidigt produktiviteten utvecklats svagt, av vad som antagligen i huvudsak är konjunkturella skäl, har det medfört ett tryck uppåt på priserna. Problemet förstärks av att vinstandelen i hela ekonomin under ett antal år har pressats tillbaka. Sammantaget reser detta frågor om resursutnyttjandet, inflationstrycket och ekonomins funktionssätt.

Inflationen bedöms dock falla tillbaka i takt med att de tillfälliga prisökningarna dämpas samtidigt som oljeprisutvecklingen och en förstärkning av kronan håller tillbaka importpriserna. En tillväxt under 2001 och 2002 som understiger den ekonomin bedöms klara av på längre sikt och något lägre ökningstakt för arbetskraftskostnaderna framöver bidrar också till nedgången. Nedväxlingen i inflationstakten bedöms dock ske något senare än tidigare beräknat och den inhemska inflationen förblir förhållandevis hög under hela prognosperioden. Den samlade bedömningen, med hänsyn tagen till riskbilden, innebär att inflationen på ett till två års sikt kommer att ligga något över Riksbankens mål.

Tillväxtutsikterna i omvärlden har förbättrats. Effekten av den expansiva penning- och finanspolitiken på båda sidor om Atlanten blir alltmer märkbar. Konjunkturavmattningen ser därmed ut att bli relativt begränsad. Samtidigt finns det faktorer som medför att återhämtningen inte blir lika stark som vid tidigare uppgångar. Det låga sparandet hos hushåll och företag i USA och fortsatt dämpade vinstutsikter bedöms medföra en förhållandevis svag konsumtions- och investeringsutveckling framöver. I flera länder i Europa bedöms uppgången hämmas av stelheter på produkt- och arbetsmarknaderna och ett begränsat finanspolitiskt handlingsutrymme.

Även i Sverige bekräftar inkommande statistik att industrikonjunkturen sannolikt har bottnat. Skattesänkningar och ökade

transfereringar bidrar till en stark utveckling av hushållens disponibla inkomster under prognosperioden. En svag världsmarknadstillväxt och mindre fördelaktig exportvarusammansättning håller dock tillbaka tillväxten i början av perioden. Mot slutet av prognosperioden bidrar också den prognostiserade kronförstärkningen till en mer dämpad exportutveckling. BNP bedöms i huvudscenariot öka med 1,6 procent i år, 3,0 procent nästa år och 2,6 procent 2004. Det innebär en något svagare tillväxt i början av prognosperioden men samtidigt en starkare tillväxt nästa år, i jämförelse med föregående bedömning.

Svensk ekonomi har utvecklats gynnsamt de senaste åren med god tillväxt och en hög sysselsättning. Resursutnyttjandet i ekonomin tycks dock ha varit något högre än väntat att döma av såväl utvecklingen på arbetsmarknaden och inflationstrycket som av skattade mått på kapacitetsutnyttjandet. Det innebär att det nu bedöms finnas mindre lediga resurser under hela prognosperioden, trots nedrevideringen av tillväxten i år. En konsekvens av detta är att arbetskraftskostnaderna bedöms öka något mer jämfört med bedömningen i inflationsrapporten i december. I huvudsak av dessa skäl väntas också den inhemska inflationen bli högre under prognosperioden. Den importerade inflationen har emellertid utvecklats något svagare än väntat. I kombination med inledningsvis lägre internationella exportpriser och ett något större genomslag av förstärkningen av kronan framöver bedöms den importerade inflationen utvecklas svagare under prognosperioden. KPI-inflationen i huvudscenariot antas uppgå till 2,2 procent på ett års sikt och till 2,4 procent på två års sikt. Motsvarande prognos för UNDI_X-inflationen är 2,2 procent på både ett och två års sikt.

Riskbilden är också av betydelse för utformningen av penningpolitiken. Osäkerheten i bedömningen har minskat, men antas fortfarande vara något större än normalt. Det finns naturligtvis många skäl till att inflationen kan komma att avvika från bedömningen i huvudscenariot. Den främsta risken denna gång bedöms hänga samman med den inhemska inflationsutvecklingen. Att löner och priser stigit något mer än väntat kan vara tecken på att det inhemska inflationstrycket har underskattats. Resursutnyttjandet kan vara mer ansträngt än vad som antas i huvudscenariot. Det kan heller inte uteslutas att den potentiella tillväxttakten överskattats eller att inflationsuppgången under det senaste året biter sig fast mer än väntat t.ex. genom att inflationsförväntningarna påverkas. Det bedöms mot denna bakgrund sammantaget föreligga en viss uppåtrisk för inflationen på både ett och två års sikt. Den riskjusterade prognosen är 0,1 procentenhet högre jämfört med bedömningen i huvudscenariot och därmed bedöms UNDI_X-inflationen uppgå till 2,3 procent på både ett och två års sikt.

Slutsatsen av de bedömningar som redovisats är att inflationen, korrigerad för förändringar i indirekta skatter och subventioner samt ränteförändringar, kommer att ligga något över inflationsmålet på 2 procent på såväl ett som två års sikt vid oförändrad reporänta på 3,75 procent.

Huvudscenariot

Konjunkturavmattningen i omvärlden tycks ha nått sin botten och en återhämtning i år ter sig trolig. Den expansiva ekonomiska politiken i kombination med låga oljepriser bidrar till förbättrad konsumtions- och investeringsvilja i stora delar av OECD-området.

En starkt expansiv penning- och finanspolitik lägger grunden för en successiv återhämtning i USA under 2002.

Den senaste tidens ekonomiska statistik i USA tyder på att efterfrågedämpningen avtar och att aktivitetsnivån stabiliserats. Den kraftiga lageravvecklingen och ökad framtidsoptimism talar dessutom för att botten i industrikonjunkturen i USA kan vara nådd. Hushållens konsumtion utvecklades också bättre än väntat i slutet av förra året. Den starka produktivitetens utvecklingen under i stort sett hela nedgångsfasen talar för en relativt begränsad konjunkturdgång i USA. Samtidigt har dock företagens vinster fallit kraftigt, bl.a. till följd av att kapacitetsutnyttjandet minskat. Både hushåll och företag har ansträngda balansräkningar. Styrkan i konsumtions- och investeringsuppgången är därför osäker. Arbetsmarknaden har försämrats, vilket också bidrar till osäkerhet om konsumtionsutvecklingen. Det finns alltså skäl att anta att tillväxten de närmaste åren inte blir lika kraftig som under andra hälften av 1990-talet. En starkt expansiv penning- och finanspolitik bör dock lägga grunden för en successiv återhämtning under 2002.

Även i euroområdet pekar olika företags- och inköpschefsindex på att botten i industrikonjunkturen kan vara nådd. Konsumtionen har dock utvecklats svagt och arbetsmarknaden visar tecken på ytterligare försvagning. En lägre inflation under loppet av prognosperioden antas dock gynna hushållens inkomstutveckling och i förlängningen konsumtionen. I Tyskland, en av Sveriges viktigaste handelspartners, har effekterna av den globala konjunkturavmattningen blivit allt tydligare med bl.a. en svagare investerings-tillväxt än väntat. Stelheter på produkt- och arbetsmarknaderna i kombination med ett begränsat finanspolitiskt handlingsutrymme har också hållit tillbaka tillväxten i flera av de större euroländerna.

Sammantaget bedöms tillväxten i OECD-området uppgå till 1 procent i år för att gradvis stärkas till strax under 3 procent 2003 och 2004, dvs. i stort sett samma bild som i december i fjol. Mot bakgrund av att handeln utvecklats svagare än väntat under fjolåret justeras världsmarknadstillväxten ned något i år.

Den svaga aktiviteten i omvärlden i fjol bidrar, tillsammans med de låga råvarupriserna, till en mer dämpad utveckling av exportpriserna i år. I takt med att tillväxten tar fart väntas dock priserna stiga något mer än tidigare beräknat. På längre sikt väntas oljepriset stiga i takt med att den internationella konjunkturen återhämtar sig. När ny produktionskapacitet tillkommer mot slutet av prognosperioden faller priset åter tillbaka något.

Kronan har stärkts efter politiska signaler om ett eventuellt EMU-inträde och mer gynnsamma konjunkturutsikter.

I vilken utsträckning den internationella prisutvecklingen påverkar inflationen i Sverige beror bl.a. på växelkursen. Den svenska kronan har utvecklats något starkare än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Förstärkningen kan till viss del förklaras av politiska signaler om Sveriges eventuella deltagande i EMU. Men troligtvis kan förstärkningen också förklaras av mer gynnsamma konjunkturutsikter och en stigande kortsräntedifferens mot utlandet. Bedömningen utgår från att kronan kommer fortsätta att stärkas ungefär i linje med prognosen i föregående inflationsrapport. Lägre internationella priser och en starkare växelkurs bedöms dämpa inflationen under prognosperioden.

Något mindre lediga resurser i Sverige trots svag exportutveckling.

Den svaga världsmarknadstillväxten har medfört att den svenska exporten har utvecklats sämre än väntat under 2001. Nedgången i exportvolymen förklaras dessutom av en ofördelaktig varusammansättning, dvs. av nedgångar i teleprodukt- och fordonsindustrin. Samtidigt har signalerna om en allmän återhämtning blivit tydligare. En lång rad ledande indikatorer visar nu att konjunkturen sannolikt har bottnat även i Sverige (se vidare fördjupningsruta "Ledande indikatorer tyder på återhämtning"). När efterfrågan i omvärlden börjar stiga mer märkbart bedöms svensk export komma att utvecklas gynnsamt till följd av en, trots den prognostiserade förstärkningen, fortsatt undervärderad krona och en uppgång inom telekommunikationssektorn.

Hushållens konsumtion blev också något svagare än väntat under slutet av förra året, vilket troligtvis bl.a. berodde på en ökad osäkerhet i spåren av terrordåden och fallande aktiepriser. Hushållens högre reallt disponibla inkomster, bl.a. till följd av skattesänkningar, höjda transfereringar och svagt stigande förmögenhetsvärden, väntas dock, liksom tidigare, bidra till att konsumtionen åter tar fart. Sysselsättningen bedöms också utvecklas förhållandevis gynnsamt, vilket lägger grunden för en god konsumtionstillväxt under hela prognosperioden.

Konjunkturedgången kan i ett historiskt perspektiv betraktas som måttlig (se vidare fördjupningsruta "Perspektiv på återhämtningen"). Den expansiva ekonomiska politiken bedöms vara gynnsam för i första hand konsumtionen. Uppgången väntas samtidigt bli svagare än normalt, vilket i huvudsak beror på en lägre internationell efterfrågan men också på att växelkursen förstärks.

Sammantaget bedöms BNP öka med 1,6 procent i år, 3 procent nästa år och 2,6 procent 2004. Utvecklingen i år bedöms därmed bli något svagare än i föregående rapport medan tillväxten 2003 bedöms bli starkare. Den avtagande tillväxttakten under 2004 beror främst på ett lägre bidrag från nettoexporten, vilket delvis är en följd av den allt starkare kronan.

Trots den svagare efterfrågan under fjolåret har sysselsättningen fortsatt att utvecklas starkt och arbetslösheten minskat något. Arbetsmarknaden karaktäriseras dock av en påtaglig tudelning, där sysselsättningen inom industrin har minskat märkbart medan den ökat i den offentliga sektorn och inom tjänstenäringarna. Sammantaget under prognosperioden bedöms sysselsättningen stiga och arbetslösheten falla något.

Arbetsmarknadsläget är relativt stramt, vilket bl.a. kommit till uttryck i att lönerna stigit något mer än väntat, i synnerhet inom tjänstenäringarna och inom byggsektorn. I år förväntas löneökningstakten avta något jämfört med 2001 bl.a. till följd av en något svagare sysselsättningsutveckling. De genomsnittliga årliga löneökningarna bedöms dock bli 0,5 procentenheter högre under hela prognosperioden jämfört med bedömningen i december.

Trots en vikande efterfrågan har sysselsättningen upprätthållits väl. En följd av detta är att produktiviteten utvecklats sämre än väntat. När efterfrågan tar fart antas produktivitetstillväxten dock bli mer normal. Högre produktivitetstillväxt under senare delen av prognosperioden bidrar till att dämpa utvecklingen av enhetsarbetskostnaderna. Sammantaget bedöms dock enhetsarbetskostnaderna öka något mer både i år och nästa år jämfört med tidigare prognos. Under 2002 och 2003 rör det sig om en upprevidering med 0,3 procentenheter i näringslivet för respektive år.

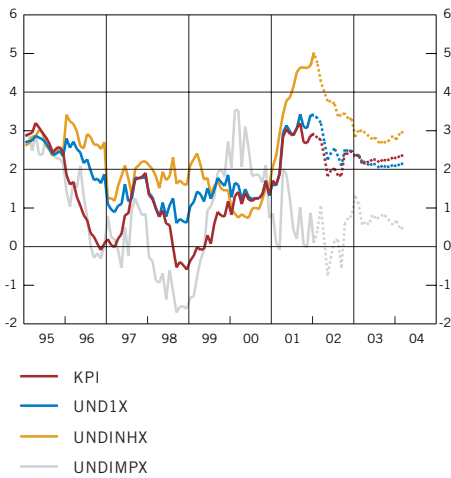
Det finns flera tecken på att det genomsnittliga resursutnyttjandet i ekonomin har varit högre under de senaste åren jämfört med tidigare antagandena i inflationsrapporterna under de senaste åren. Det kan t.ex. inte uteslutas att också tillväxttakten av den potentiella produktionsförmågan dämpades något under 2001. Det högre resursutnyttjandet har kommit till uttryck i stigande löneökningar, främst i inhemska sektorer, och en ökad underliggande inflation. Nya skattningar av produktionsgapet tyder också på att resursutnyttjandet kan vara högre än vad som tidigare antagits. De olika måtten på resursutnyttjandet visar dock att det dämpats något under 2001. Ändå verkar det sammantaget troligt att resursutnyttjandet under prognosperioden blir mer ansträngt än vad som antogs i decemberprognosen.

Inflationen bedöms överstiga målet något.

Den oväntat höga inflationen under fjolåret kan till stor del förklaras av olika utbudsstörningar som pressat upp priserna på el, kött, frukt och grönsaker. Men även exklusive dessa tillfälliga prisökningar har inflationen ökat mer än väntat och under det senaste halvåret är det främst den mer underliggande inflationen som överraskat uppåt. Det är troligt att det förhållandevis höga resursutnyttjandet möjliggjort att stigande kostnader kunnat övervältras i konsumentledet i större utsträckning än väntat (se fördjupningsruta ”Den senaste tidens inflationsutveckling”).

Inflationen bedöms falla tillbaka under början av prognosperioden i takt med att de tillfälliga prisökningarna klingar av och produktiviteten åter ökar. Prisökningarna antas dock bli nå-

Diagram 1. Inflation. Utfall och prognos.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

got högre än tidigare bedömning (se diagram 1). Under 2002 beror detta på högre enhetsarbetskostnader. Dessutom antas livsmedelspriserna och hyrorna höjas något mer än vid föregående bedömning. Under resten av prognosperioden har inflationen reviderats upp främst till följd av ett något mer ansträngt resursutnyttjande och högre enhetsarbetskostnader. Sammantaget innebär detta att inflationen mätt med KPI i huvudscenariot bedöms uppgå till 2,2 procent på ett års sikt och 2,4 procent på 2 års sikt. Motsvarande prognos för UNDI1X-inflationen är 2,2 procent på både ett och två års sikt (se tabell 1).

Tabell 1. Inflationsprognos i huvudscenariot.
Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt		Tolv månaderstal				mar 2004
	2002	2003	mar 2002	dec 2002	mar 2003	dec 2003	
KPI	2,3 (1,8)	2,2 (2,0)	2,7 (2,1)	2,4 (2,0)	2,2 (2,0)	2,3 (2,1)	2,4
UNDI1X	2,6 (2,1)	2,1 (1,9)	3,2 (2,7)	2,4 (2,0)	2,2 (2,0)	2,1 (1,9)	2,2
UNDINHX	3,9 (3,0)	2,8 (2,4)	4,3 (3,6)	3,3 (2,5)	3,0 (2,5)	2,9 (2,4)	3,0
UNDIMPX*	0,1 (0,4)	0,7 (0,9)	0,9 (0,8)	0,6 (1,1)	0,6 (1,1)	0,6 (0,9)	0,5

Anm. *Prisförändringar på i huvudsak importerade varor rensat för effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner. Siffrorna inom parentes visar motsvarande prognos i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

Riskbilden

Inflationsprognosen i huvudscenariot beskriver den prisutveckling som Riksbanken bedömer vara mest sannolik under den närmaste tvåårsperioden, givet antagandet om oförändrad reporänta. Eftersom prognosen är förknippad med osäkerhet redovisas i inflationsrapporten vanligen några alternativa utvecklingsvägar för inflationen. Dessa ställs samman till en riskbild, som har betydelse för penningpolitikens utformning.

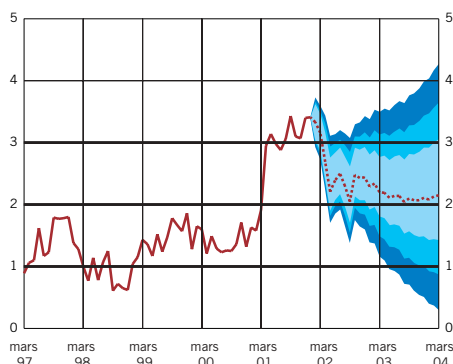
I föregående inflationsrapport bedömdes nedåtrisken förknippad med den internationella och svenska konjunkturutvecklingen balanseras av uppåtrisken från ett underskattat inflationstryck.

I denna rapport görs bedömningen att den internationella riskbilden är balanserad. Risken för en fortsatt utdragen konjunkturbedgång har reducerats. Snarare tyder ny statistik på att uppgången den närmaste tiden, särskilt i USA, kan bli starkare än väntat. Å andra sidan finns det fortfarande en risk för att sparandeobalanser i USA på ett eller annat sätt kan komma att begränsa kraften i uppgången framöver eller t.o.m. medföra att den bryts. Trots att huvudscenariot präglas av en mer pessimistisk syn på den inhemska inflationen bedöms det emellertid kvarstå en risk för att det inhemska inflationstrycket underskattats.

Sedan föregående inflationsrapport har den inhemska inflationen fortsatt att stiga. Till viss del förklaras denna uppgång av prisökningar av mer tillfällig karaktär, främst på livsmedel och el. Även bortsett från dessa tillfälliga prisökningar har dock inflationen ökat mer än väntat. Dessutom har lönerna blivit högre än väntat trots att tillväxten mattats av i ekonomin som helhet. Riksbanken har under en längre tid uppmärksammat de frågor detta väcker om ekonomins funktionssätt och också framhållit att det inte kan uteslutas att den högre inflationen delvis är ett tecken på att resursutnyttjandet är mer ansträngt än vad som antagits och att utväxlingen mellan tillväxt och inflation i Sverige utgjort en uppåtrisk för inflationen. I denna rapport har en viss upprevidering av resursutnyttjandet gjorts. Men det kan inte uteslutas att resursutnyttjandet är ännu mer ansträngt än i huvudscenariot. Det är t.ex. möjligt att den långsiktigt uthålliga tillväxttakten överskattats till följd av tillfälliga produktivitetsförbättringar under slutet av 1990-talet. Ett högt resursutnyttjande under 2000 och 2001, trots en viss avmattning, och en nära förestående konjunkturvändning riskerar att medföra något högre löne- och prisökningar än i huvudscenariot.

Arbetsmarknaden karaktäriseras av en märkbar tudelning med sysselsättningsminskningar inom industrin och ökningarna inom tjänstenäringsarna. Detta mönster har återspeglats i lönetillväxten, som varit starkare i många tjänstesektorer. I kombination med en svagare produktivitetsutveckling, delvis orsakad av vikande efterfrågan, har detta medfört att arbetskraftskostnaderna per producerad enhet stigit relativt mycket i många tjänstenäringsarna. Särskilt i näringar med brister i konkurrensen som byggande, detaljhandel samt bank och försäkring finns det en risk för att de högre kostnaderna får ett större genomslag på prisutvecklingen framöver än vad som antagits i huvudscenariot.

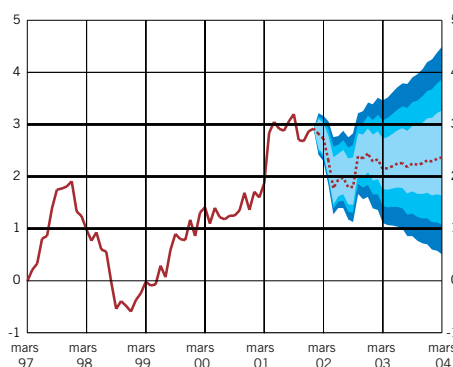
Diagram 2. UND1X med osäkerhetsintervall.
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket den underliggande inflationen, UND1X, med 50, 75 och 90 procents sannolikhet bedöms hamna. Den streckade linjen visar prognosen i huvudscenariot. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 3. KPI med osäkerhetsintervall.
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket inflationen med 50, 75 och 90 procents sannolikhet bedöms hamna. Den streckade linjen visar prognosen i huvudscenariot. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.

Källor: SCB och Riksbanken.

Inflationen kan också dröja sig kvar något längre än vad som har antagits i huvudscenariot, vilket bl.a. kan få konsekvenser för de löneavtal som ska omförhandlas. Om inflationsförväntningarna påverkas kan det även leda till högre löneökningar än väntat mot slutet av prognosperioden. Dessa risker motverkas till viss del av att det kan finnas något större mängd lediga personalresurser i företagen än vad som antas i huvudscenariot, vilket skulle kunna medföra en något starkare produktivitetstillväxt när konjunkturen vänder.

Det bedöms därför sammantaget föreligga en viss uppåtrisk för både KPI- och UND1X-inflationen på såväl ett som två års sikt. Detta framgår av diagram 2, som visar osäkerheten runt prognosen för den underliggande inflationen, mätt som den årliga procentuella förändringen i UND1X. Även prognosen för KPI-inflationen uppvisar en uppåtrisk (se diagram 3).

Sammantaget bedöms det föreligga en viss uppåtrisk för både KPI- och UND1X-inflationen på såväl ett som två års sikt.

Osäkerheten i bedömningen av såväl UND1X- som KPI-inflationen är fortfarande något större än normalt, men mindre än den bedömdes vara i föregående inflationsrapport. Att osäkerheten fortfarande är något större än normalt beror till viss del på osäkerheten kring den globala konjunkturutvecklingen men främst på att osäkerheten som är förknippad med det inhemska inflationsstrycket är fortsatt stor.

Eftersom de penningpolitiska besluten fattas mot bakgrund av en bedömning av framförallt prisutvecklingen ett till två år framåt i tiden är inflationsutsikterna inom denna tidshorisont av särskilt intresse. Den sammanvägning som Riksbanken gör av de olika riskerna för inflationsutvecklingen innebär att UND1X-inflationen med beaktande av riskbilden väntas uppgå till 2,3 procent på både ett och två års sikt (se tabell 2).

Tabell 2. Inflationsprognos med beaktande av riskbilden.
Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt		Tolv månaderstal	
	2002	2003	mars 2003	mars 2004
KPI	2,4 (1,8)	2,3 (2,0)	2,3	2,5
UND1X	2,7 (2,1)	2,2 (1,9)	2,3	2,3

Anm. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 2-3. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

Tabell 3. UND1X-inflation (tolvmånaderstal).
Sannolikhet i procent för olika utfall

	UND1X<1	1≤UND1X<2	2≤UND1X≤3	UND1X>3	Summa
2003 (mar)	3 (10)	32 (40)	49 (40)	16 (10)	100
2004 (mar)	15 (25)	27 (28)	31 (27)	27 (20)	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att UND1X-inflationen hamnar i det i kolumnen angivna intervallet. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

**Tabell 4. KPI-inflation (tolvmånaderstal).
Sannolikhet i procent för olika utfall**

	KPI<1	1≤KPI<2	2≤KPI≤3	KPI>3	Summa
2003 (mar)	3 (10)	34 (40)	48 (40)	15 (10)	100
2004 (mar)	11 (21)	24 (27)	32 (28)	33 (24)	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att KPI-inflationen hamnar i det i kolumnen angivna intervallet. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

Utvecklingen bortom prognoshorisonten

Penningpolitiken inriktas normalt sett på att uppnå inflationsmålet på ett till två års sikt. Detta utesluter dock inte att utvecklingen också på kortare och längre sikt kan ha betydelse för penningpolitiken. I detta avsnitt skissas inflationsutvecklingen i ett något längre tidsperspektiv.

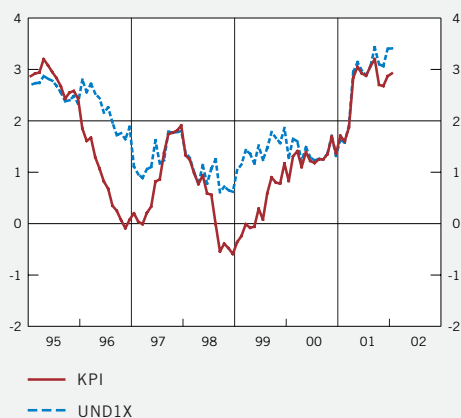
I huvudscenariot bedöms efterfrågeutvecklingen i OECD-området återhämta sig i år och bli förhållandevis god under resten av prognosperioden. Uppgången bedöms dock bli relativt försiktig mot bakgrund av bl.a. av sparandeobalanserna i USA och ett antagande om en förhållandevis svag tillväxt i Europa. En möjlig utveckling är att konjunkturen förstärks ytterligare bortom prognoshorisonten. Sparandeobalanserna kan då ha minskat och förutsättningarna finns då för att BNP ska kunna öka i takt med den potentiella eller något över. I ett sådant scenario ökar resursutnyttjandet snabbt från en redan hög nivå om inte politiken vrids om i en efterfrågedämpande riktning eller den potentiella tillväxten visar sig vara högre än väntat.

Det är också möjligt att den gradvisa saneringen av hushållens och företagens finanser som är en del av huvudscenariot inte kommer till stånd i ordnade former. Tillväxten i USA blir då starkare än beräknat, åtminstone på kort sikt. Givet att anpassningen av sparandebalanserna inte inträffar under prognoshorisonten kan den komma att ske nästa gång konjunkturen viker. Men den kan också utlösas tidigare av t.ex. en förnyad säkerhetspolitisk oro.

Det är också möjligt att skissera mer bekymmersamma scenarior där stelheter på arbetsmarknaden och en för högt uppdriven löneökningstakt i Europa eller Sverige redan under prognosperioden framtvingar påtagliga skärpningar av penningpolitiken, med en svagare produktions- och sysselsättningsutveckling som resultat. Om utvecklingen skulle följa sådana banor kan prisstegringstakten komma att bli högre vid prognosperiodens slut trots att tillväxten under de närmaste åren varit förhållandevis låg.

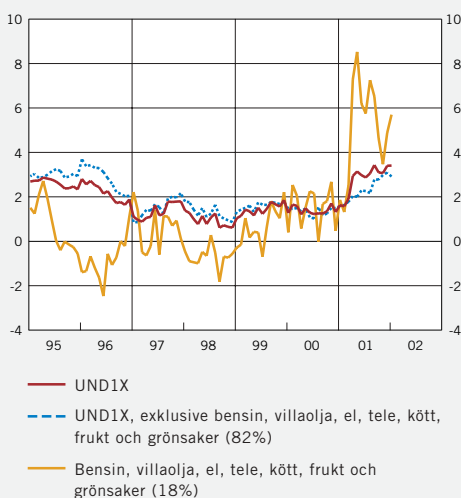
DEN SENASTE TIDENS INFLATIONSUTVECKLING

Diagram R1. Olika inflationsmått.
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Diagram R2. UND1X med och utan
prisökningar av mer tillfällig karaktär.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Inflationen mätt med KPI och UND1X har stigit påtagligt under det senaste året och uppgick i januari till 2,9 respektive 3,4 procent (se diagram R1). Den inhemska underliggande inflationen var i januari 5,0 procent medan den importerade inflationen var låg, 0,1 procent. Jämfört med bedömningen i den senaste inflationsrapporten blev den inhemska inflationen högre än väntat medan den importerade blev lägre. Den högre inhemska inflationen förklaras bl. a. av högre livsmedelspriser och av en bredare uppgång av tjänstepriserna än väntat. Den importerade inflationen drogs främst ner av oväntat låga priser på mer bearbetade varor (se tabell R1).

I maj 2001 konstaterades att prisutvecklingen under våren 2001 i hög grad var koncentrerad till ett fåtal varugrupper där priserna stigit av lätt identifierbara skäl, som inte föreföll relaterade till det allmänna efterfrågeläget. Samtidigt framhölls dock redan då att också övriga priser ökade (se diagram R2). Det sistnämnda bedömdes sammanhånga med växelkursens utveckling, att vissa insatsvarupriser stigit samt hur det samlade resursutnyttjandet hade utvecklats. Denna ”analysram” är giltig också i dagsläget.

Exempel på utbudsstörningar som inträffade under 2001 är att tillgången på vatten i kraftmagasinen var låg under föregående vinter, att olika sjukdomar drabbade nötkreatur och att Sverige och Sydeuropa fick dåliga skördar. Det finns fortsatt goda skäl att tro att de prisimpulser som dessa utbudsstörningar givit upphov till främst är av tillfällig karaktär. Prisutvecklingen för dessa varor och tjänster har sammantaget i huvudsak följt den bana som prognosticerades i maj 2001. När prisnivåerna och prisutvecklingen på exempelvis el, kött, grönsaker och frukt normaliseras bör detta därför som väntat bidra till en märkbar nedgång i inflationen under våren. Att de höga priserna på t.ex. kött, grönsaker och frukt är orsakad av olika utbudschocker och inte av t.ex. den svaga svenska kronan stöds också av det faktum att prisutvecklingen på dessa varor i Europa liknar den i Sverige.

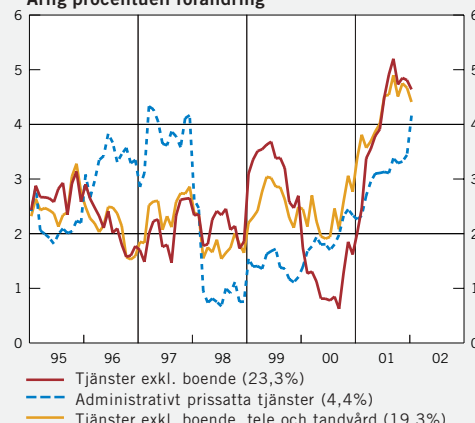
Tabell R1. Bidrag från olika varugrupper till UND1X-inflationen i januari 2002.

	Årsförändring	Bidrag
Tjänster exklusive tele	4,7	0,9
Därav administrativt prissatta tjänster	4,2	0,2
Svenska varor exklusive kött, frukt och grönsaker	3,5	0,5
Kött, frukt och grönsaker	14,5	0,7
Hyror	2,6	0,5
Övriga egnahemskostnader	7,2	0,2
El	14,4	0,3
Tele	4,4	0,1
UNDINHX, totalt	5,0	3,4
Importpriser, bearbetade varor	1,3	0,3
Oljeprodukter, kaffe, importerade frukter och grönsaker, etc	-4,4	-0,3
Importerad inflation exklusive skatt, totalt	0,1	0,0
UND1X, totalt	3,4	3,4

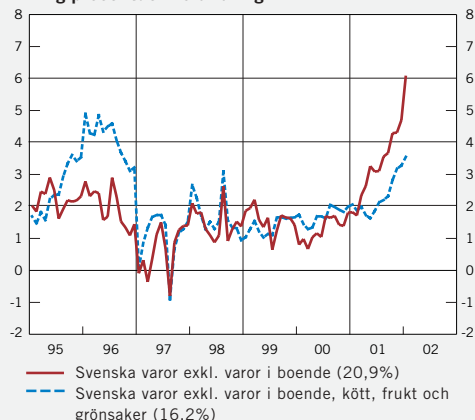
Källor: SCB och Riksbanken.

Utöver dessa utbudsrelaterade prisökningar har dock priserna på bred front stigit mer än beräknat. Uppgången omfattar främst *inhemska priser* och i synnerhet tjänstepriserna (se diagram R3 och R4). Snabbt stigande tjänstepriser är något som Sverige också delar med övriga Europa, även om uppgången hos oss är något mer markerad (se diagram R3, R5 och R21 s. 57).

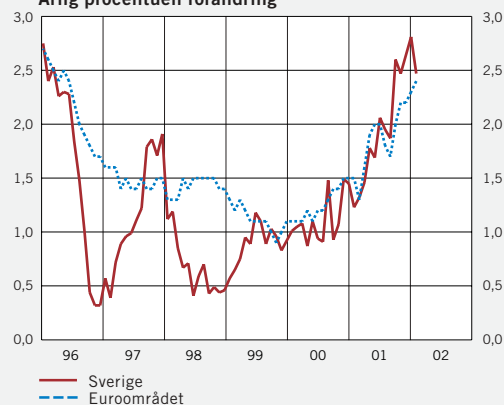
Det är inte helt lätt att avgöra vad som ligger bakom den starka inhemska prisutvecklingen. Flera olika faktorer har troligen parallellt påverkat utvecklingen. Den gynnsamma ekonomiska utvecklingen under de senaste åren har medfört att resursutnyttjandet stigit förhållandevis snabbt och sannolikt något mer än beräknat. Detta har bl.a. kommit till uttryck i stigande sysselsättning, främst inom tjänstesektorn, och i en snabbare löneökningstakt. Samtidigt har den senaste tidens mer dämpade efterfrågetillväxt på ett normalt sätt medfört att produktivitetens utvecklingen avtagit. Sammantaget innebär detta att lönekostnaderna per producerad enhet har stigit förhållandevis snabbt under 2001. Detta syns tydligt inom bl.a. hotell och restaurangsektorn, bank- och försäkringssektorn samt landtransportsektorn (se tabell R2). Även inom övriga Europa noteras en likartad utveckling med stigande enhetsarbetskraftskostnader till följd av en svagare produktivitetens utveckling. Lönekostnadsutvecklingen är dock där drygt 1 procentenhet lägre (se diagram R6). Utöver allt högre arbetskraftskostnader har stigande priser på vissa insatsvaror, t.ex. energi och livsmedel, också i senare led troligtvis bidragit till den högre kostnadsutvecklingen. Till en del har de högre kostnaderna motverkats av fallande vinstandelar. Utrymmet för detta har dock minskat i takt med att marginalerna blivit lägre och det förefaller nu som om en större del av kostnadsökningen vältrats över på konsumenterna.

Diagram R3. Tjänster exklusive boende. Årlig procentuell förändring

Anm. Siffror inom parentes anger andelar av UND1X. Serierna är rensade från effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R4. Svenska varor exklusive varor i boende. Årlig procentuell förändring

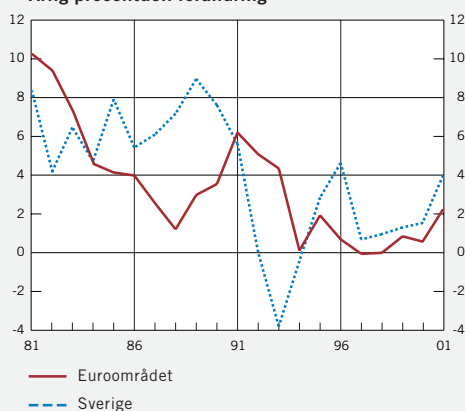
Anm. Siffror inom parentes anger andelar av UND1X. Serierna är rensade från effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R5. HIKP exklusive livsmedel, energi, alkohol och tobak. Årlig procentuell förändring

Anm. Diagrammet ovan innehåller en jämförelse mellan HIKP exklusive livsmedel, energi, alkohol och tobak i euroområdet och i Sverige. I indexen som avser Sverige (som beräknats av Riksbanken) har dessutom telepriser och effekten av införandet av den s.k. maxtaxan exkluderats.

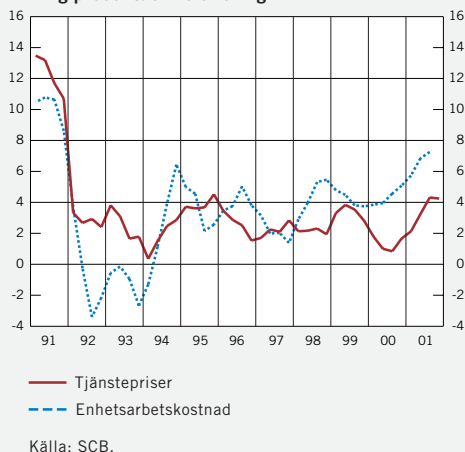
Källor: Eurostat, SCB och Riksbanken.

Diagram R6. Enhetsarbetskostnader i näringslivet i Sverige och euroområdet. Årlig procentuell förändring



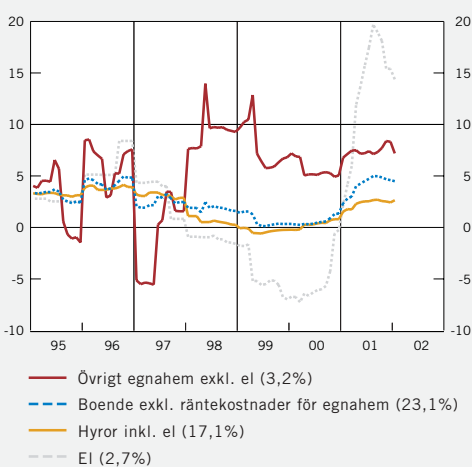
Källor: OECD och Riksbanken.

Diagram R7. Tjänstepriser och enhetsarbetskostnad inom tjänstesektorn. Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Diagram R8. Boendekostnader exklusive hushållens räntekostnader för egna hem. Årlig procentuell förändring



Anm. Siffror inom parentes anger andelar av UNDI1X. Serierna ärrensade från effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner.

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell R2. Timlönekostnad, arbetskraftsproduktivitet och enhetsarbetskostnad inom olika tjänstesektorer. Årlig procentuell förändring

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Hotell och restaurang							
Timlönekostnad	13,7	0,8	6,2	4,6	5,0	6,3	3,8
Produktivitet	-1,4	0,3	4,7	4,3	1,6	2,1	-2,1
ULC	15,1	0,5	1,5	0,2	3,4	4,3	5,9
Bank och försäkring							
Timlönekostnad	-5,7	3,0	8,7	6,4	6,7	10,9	11,8
Produktivitet	15,5	4,2	13,2	0,9	1,7	9,9	-1,7
ULC	-21,2	-1,1	-4,5	5,5	4,9	1,0	13,5
Landtransporter							
Timlönekostnad	-5,2	9,2	3,7	2,8	0,9	-8,6	9,6
Produktivitet	2,2	3,1	6,1	2,4	0,4	0,7	-4,9
ULC	-7,3	6,0	-2,4	0,4	0,5	-9,3	14,4

Anm. Timlönekostnaderna är uträknade med hjälp av lönesummestatistik och arbetade timmar från NR.

Källa: SCB.

En empirisk analys av prisutvecklingen inom olika delsektorer visar att uppgången i prisökningstakten 2001 inom olika delar av tjänstesektorn kan förklaras relativt väl av i första hand stigande arbetskraftskostnader inom samma område (se diagram R7). En ökning av enhetsarbetskostnaden med 1 procent verkar medföra en prisuppgång på 0,3-0,9 procent beroende på delsektor. Lönekostnadsökningar synes få ett gradvis genomslag på priserna under en förhållandevis lång tid.

En annan viktig del av hushållens konsumtion är utgifter för boende. Boendekostnaderna ökade allt snabbare under 2001, vilket bl.a. kan förklaras av stigande arbetskraftskostnader och elpriser (se diagram R8). Hyrorna steg med 1,8 procent under det senaste året efter att ha stigit med i genomsnitt 0,4 procent per år under 1998-2000. Till en del kan fjolårets uppgång ses som en anpassning till mer normala nivåer, bl.a. till följd av att fastighetsägarnas kapitalkostnader slutat att falla. Det sammanhänger i sin tur med att fastighetsägarnas utlägg för räntorna inte längre minskar.

Varupriserna påverkas i högre grad än tjänstepriserna av olika insatsvarukostnader och något mindre av lönekostnader, vilket är naturligt med tanke på att arbetskraftsinnehållet är lägre i varuproduktionen än i tjänsteproduktionen (se diagram R9). Ändrade lönekostnader tycks ha störst betydelse för livsmedelssektorn och något mindre för övriga svenskproducerade varor.

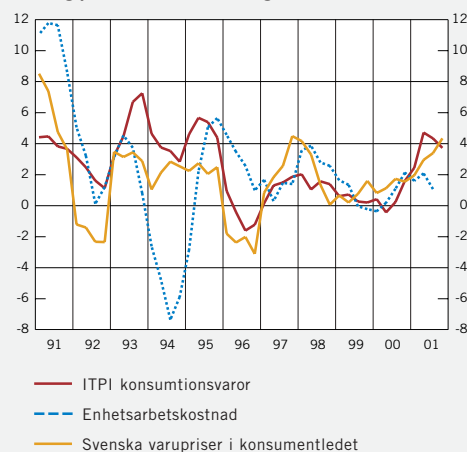
Det snabba genomslaget från löner till inhemska priser talar för att det kan finnas brister i konkurrensen, särskilt i näringsgrenar som byggande, detaljhandel samt försäkring.

Den *importerade inflationen*, exkl. de prisökningar som anses vara av mer tillfällig karaktär, har också ökat under det senaste året. Prisutvecklingen i konsumentledet påverkas av utländska priser, växelkursen och kostnader för inhemsk förädling. Den utländska prisutvecklingen har varit dämpad. Prisuppgången beror därför antagligen snarare på att det förhållandevis höga resursutnyttjandet i Sverige möjliggjort att ökade kostnader, till följd av den svaga växelkursen och stigande lönekostnader, kunnat övervältras på konsumenterna.

Underliggande inflation är inte ett entydigt definierat begrepp och kan mätas på flera olika sätt. Ett sätt är att rensa KPI-inflationen från olika delkomponenter, t.ex. sådana som endast bedöms ha tillfälliga effekter på prisutvecklingen. UNDI_X är exempel på ett mått som beräknas på detta sätt. Ett annat sätt är att minska betydelsen av de varu- och tjänstegrupp vars priser svänger kraftigt. Båda typer av mått visar att det skett en ökning av den underliggande inflationen under det senaste året (se diagram R10).

Diagram R9. Svenska varupriser, enhetsarbetskraftskostnad inom handeln och ITPI för konsumtionsvaror.

Årlig procentuell förändring

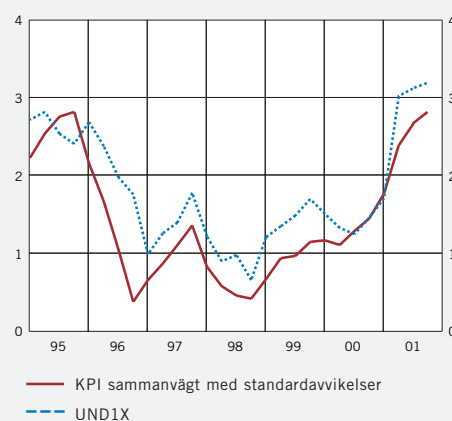


Anm. ITPI avser prisindex för inhemsk tillgång inom systemet för producentprisindex och är en sammanvägning av hemmamarknadspriser och importpriser.

Källa: SCB.

Diagram R10. Olika mått på underliggande inflation.

Årlig procentuell förändring



Anm. Det alternativa måttet, KPI sammanvägt med standardavvikelser, är beräknat utifrån KPI uppdelat på 70 grupper och standardavvikelser skattade under 24 månader. Serierna är baserade på kvartalsdata.

Källa: Riksbanken.

Inflationens bestämningsfaktorer

I detta kapitel redovisas bedömningen i huvudscenariot för de viktigaste bestämningsfaktorerna för inflationen under de kommande två åren. Inledningsvis diskuteras den internationella utvecklingen. Därefter följer en diskussion av räntor och växelkurser samt utvecklingen i svensk ekonomi.

Internationell konjunktur och inflation

Den internationella konjunkturen tycks ha nått sin botten. Både i USA och Europa pekar indikatorer på att konjunkturen inte längre försämras (se diagram 4). Effekten av den expansiva penning- och finanspolitiken på båda sidor om Atlanten blir alltmer märkbar. Samtidigt finns dock motverkande faktorer. Återhämtningen väntas bli marginellt starkare än vad som förutsågs i den föregående prognosen. Jämfört med efter tidigare konjunkturredgångar bedöms uppgången bli något flackare.

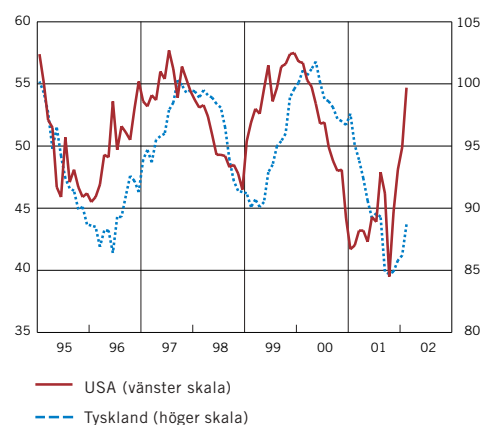
Återhämtningen väntas bli flackare än efter tidigare konjunkturredgångar.

Flera faktorer talar för en relativt snabb internationell återhämtning. I USA tyder den ovanligt starka produktivitetsutvecklingen under konjunkturredgången på en underliggande styrka och anpassningsförmåga i näringslivet (se diagram 6). Den ofrivilliga lageruppbyggnaden som skedde under början av 2001 har delvis korrigerats i USA (se diagram 7). I Europa väntas lageravvecklingen snart vara avslutad. Fallet i investeringarna, som inledde den amerikanska nedgången, kan dessutom ha nått sin botten. I Europa har investeringsnivån länge varit lägre än i USA och inslaget av överinvesteringar kan därför också vara mindre (se diagram 8). En vändning i industriproduktionen i USA, Europa och Asien och en återhämtning i världshandeln sker under loppet av 2002.

Den starka produktivitetsutvecklingen i USA under konjunkturredgången tyder på en underliggande anpassningsförmåga i näringslivet.

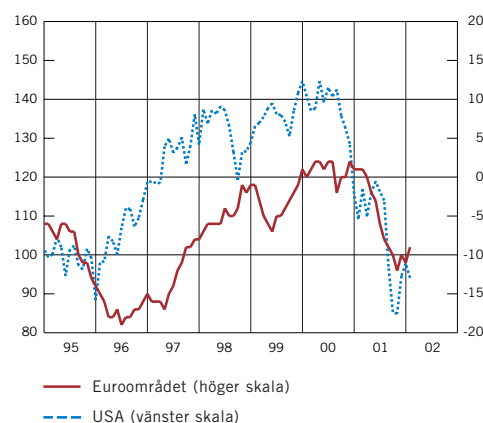
En förutsättning för konjunkturvändningen är dock att den expansiva penning- och finanspolitiken förmår att hålla uppe de amerikanska hushållens konsumtion, som varit fortsatt stark under hela 2001 och början av 2002. I USA har Federal Reserve sänkt styrräntan till 1,75 procent, den lägsta nivån sedan 1960-talet, samtidigt som administrationens nya utgiftsförslag innefattar ytterligare finanspolitiska stimulanser (bl.a. kraftigt höjd offentlig konsumtion på militär- och säkerhetsområdena). Givet att efterfrågan understöds av en expansiv finans- och penningpolitik finns en risk att återhämtningen kan bli snabbare än i huvudscenariot.

Diagram 4. Företagsförtroende i USA och Tyskland. Index



Källor: ISM och IFO Institute.

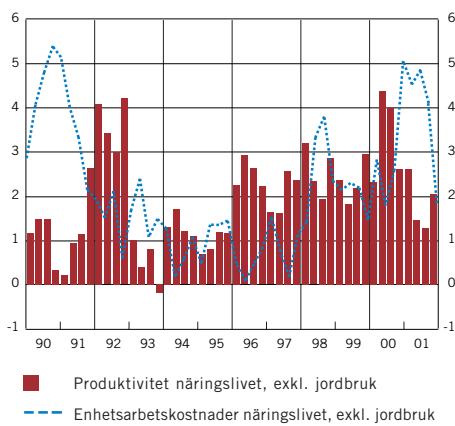
Diagram 5. Konsumentförtroende i USA och euroområdet. Index



Källor: The Conference Board och EU-Kommissionen.

Diagram 6. Produktivitet och enhetsarbetskostnad i USA.

Årlig procentuell förändring



Källa: Bureau of Labor Statistics.

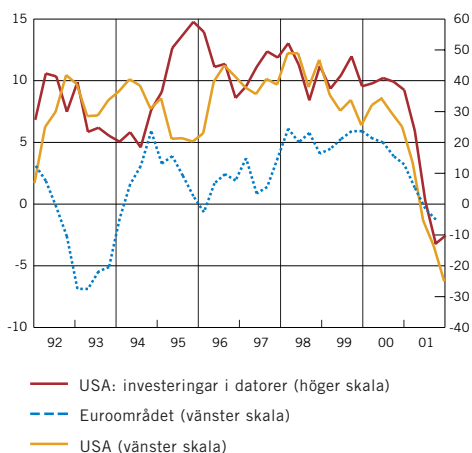
Diagram 7. USA: Lagerkvoten i näringslivet. Lager/Försäljning, procent



Källa: US Department of Commerce.

Diagram 8. Investeringar i USA och euroområdet.

Årlig procentuell förändring



Källor: US Department of Commerce och Eurostat.

Det finns en risk att återhämtningen kan bli snabbare än i huvudscenariot.

Några faktorer bromsar dock samtidigt den globala uppgången. Företagens vinstutsikter är fortfarande dämpade i såväl USA som Europa och inte förrän lönsamheten förbättras väntas investeringarna öka mer påtagligt. Betydande kreditförluster och osäkerheter om företagens balansräkningar (i kölvattnet av bl.a. energikonglomeratet Enrons kollaps) kan också bidra till att motverka investeringsuppgången. Den starka dollarn bidrar samtidigt till att dämpa effekten av den expansiva ekonomiska politiken. Den relativt begränsade nedgången i tillväxttakten för privat konsumtion i USA under 2001 innebär att det nu inte heller finns ett lika stort uppdämt behov av att köpa kapitalvaror som efter en traditionell konjunkturedgång.

Flera faktorer bidrar dessutom till ett tryck på de amerikanska hushållen att hålla igen på konsumtionen och öka sitt låga sparande. Sysselsättningen har ännu inte återhämtat sig efter konjunkturedgången och väntas inte förbättras förrän mot slutet av 2002 (se diagram 12). Hushållens förmögenheter i aktier har inte hämtat sig efter börsfallen under 2001. Försämringen av de tidigare starka amerikanska offentliga finanserna väntas också bidra till ett högre sparande. Av dessa olika skäl väntas de amerikanska hushållens sparande i huvudscenariot öka påtagligt i förhållande till inkomsterna de närmaste åren.

Det finns också en risk att återhämtningen i USA blir ännu svagare.

Hushållen kan komma att öka sitt sparande ännu snabbare om deras förmögenheter urholkas av svaga tillgångspriser på bostäder och aktier. Bostadspriserna kan få svårt att växa lika stadigt framöver, i synnerhet om de amerikanska långräntorna stiger ytterligare. Även priserna på aktier skulle kunna drabbas av ytterligare korrigeringar då aktier fortfarande, enligt några värderingsmodeller, är högt värderade ur ett historiskt perspektiv. Vid en sådan utveckling väntas även investeringarna i USA växa långsamt.

Euroområdets konjunkturuppgång ser ut att bli dämpad.

I euroområdet, som spelar en särskilt viktig roll för svensk export, ser konjunkturuppgången ut att bli marginellt svagare än väntat. Arbetslösheten stiger återigen i euroområdet efter att ha bottnat på en hög nivå (se diagram 12). Orsakerna bakom denna utveckling är inte entydiga. Statsfinansiella problem i alla de tre största euroländerna Tyskland, Frankrike och Italien begränsar möjligheten att stimulera efterfrågan med finanspolitiken på det sätt som skett i USA och även i Sverige. Det är också tänkbart att viljan att investera och nyanställa begränsats av skattesystem och arbetsmarknadslagstiftning i vissa euroländer. Generellt sett är produktivitetens utveckling svagare än i USA, vilket kan nödvändiggöra en mer efterfrågedämpande politik för att behålla inflationen på en önskvärd nivå, och därmed leda till en lägre

produktions- och sysselsättningstillväxt, när konjunkturen vänder upp.

Svagheten i euroområdet kärnländer väntas dock ur svensk synvinkel motverkas något av den starkare utvecklingen i Storbritannien och i vissa mindre europeiska ekonomier, bland annat de nordiska länderna. Teleproduktsektorn väntas bidra till en viss återhämtning i Finland 2002, om än inte tillbaka till de sena 1990-talets starka tillväxttal. I Danmark och Norge förutses en uppgång, bl.a. tack vare expansiv finanspolitik.

Även tillväxtmarknaderna har börjat återhämta sig i takt med att industrikonjunkturen planat ut. Den länge inväntade krisen i Argentina tycks inte heller få några större spridningseffekter.

Japans effekt på världskonjunkturen förblir mycket svårbedömd. Nya konkurser i bank- och företagssektorn har förnyat oron för en utbredd kollaps i det japanska finansiella systemet, vilket skulle kunna påverka världskonjunkturen negativt. Statistikutfall och indikatorer pekar på fortsatt deflation, ännu högre arbetslöshet och fortsatt produktionsfall. En återgång till positiva tillväxttal väntas först 2003 och Japans bidrag till den globala efterfrågan, och svensk export, förblir marginellt.¹

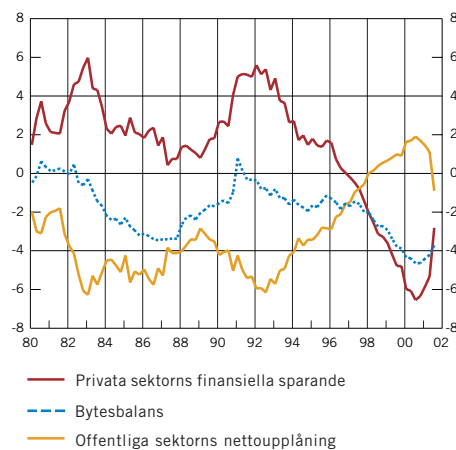
Sammantaget väntas den internationella konjunkturuppgången bli något starkare än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport, men ändå något svagare än under tidigare konjunkturcykler. Konjunkturen ser ut att ha nått sin botten redan i slutet av 2001 och mycket måttliga tillväxttal väntas i början på året. En mer påtaglig uppgång väntas först under andra halvåret 2002 och en tillväxt i linje med den långsiktiga potentialen uppnås i USA och Europa först 2003 (se tabell 5). Den starka inkommande statistiken, den expansiva ekonomiska politiken och produktivitetutvecklingen pekar på en uppåtrisk för amerikansk ekonomi, som dock motverkas av osäkerheterna vad gäller sparandeobalanserna i USA och strukturproblemen i euroområdet.

För svenska exportföretag väntas efterfrågan från världsmarknaden 2002 sammantaget bli måttlig.

För svenska exportföretag väntas efterfrågan från världsmarknaden 2002 sammantaget bli måttlig och hämta sig först 2003. Fjolåret avslutades med en mycket svag importtillväxt i USA och Europa vilket väntas påverka även inledningen på innevarande år. Till detta kommer euroområdets inledningsvis återhållna tillväxt samt fördröjda globala telekominvesteringar. Världshandeln förväntas endast på sikt nå upp till den höga tillväxt som präglade slutet av 1990-talet.

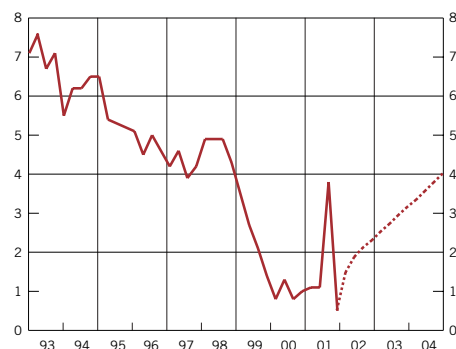
¹ Japan motsvarar alljämt över 10 procent av OECD-ländernas samlade BNP men landets andel i världshandeln har krympt sedan 1990 från nära 10 procent till strax över 6 procent 2001.

**Diagram 9. Sparande i USA.
Procent av BNP**



Källa: OECD.

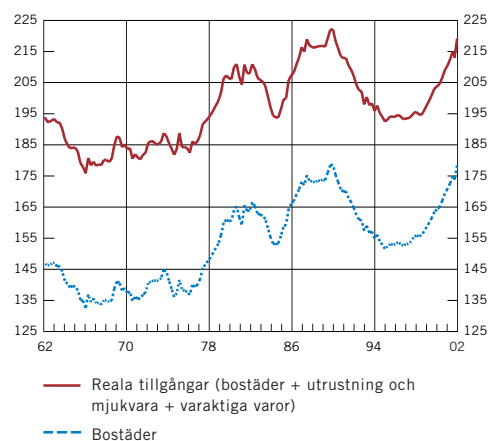
**Diagram 10. Hushållens sparkvot, utfall och prognos i USA.
Procent av disponibel inkomst**



Anm. Prognos 2001-2004.

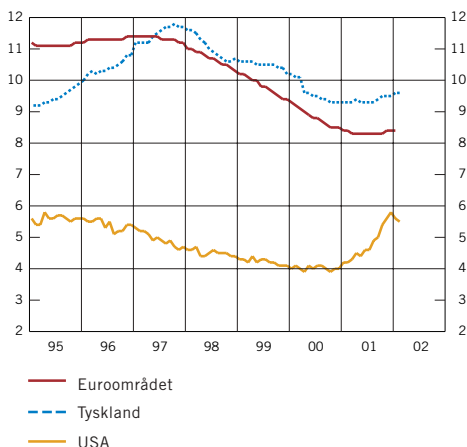
Källor: US Department of Commerce och Riksbanken.

**Diagram 11. Hushållens reala tillgångar i USA.
Procent av disponibel inkomst**



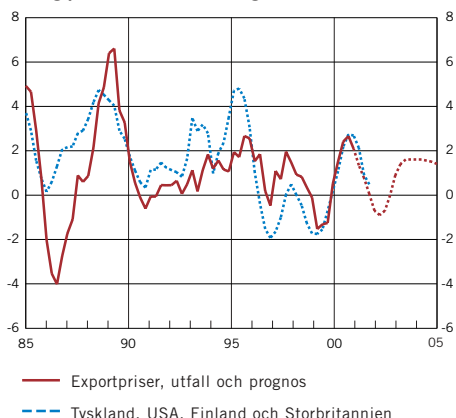
Källa: US Department of Commerce.

Diagram 12. Arbetslöshet i USA, euroområdet och Tyskland.
Procent



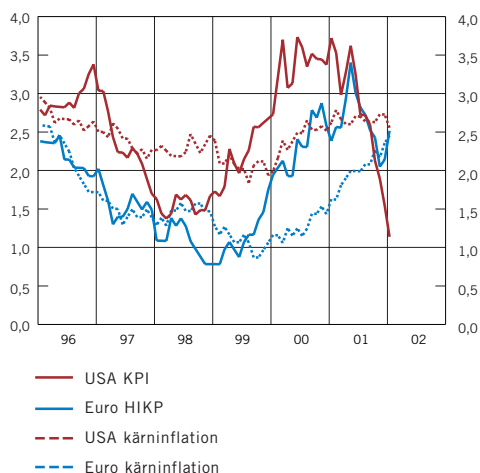
Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och Federal Labor Office.

Diagram 13. Internationella exportpriser, utfall och prognos.
Årlig procentuell förändring



Anm. Prognos 2001-2004.
Källa: Riksbanken.

Diagram 14. Inflation i USA och euroområdet.
Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Labor Statistics och Eurostat.

Tabell 5. Internationella förutsättningar.
Årlig procentuell förändring

	BNP					KPI				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
USA	4,1	1,2 (1,0)	1,6 (0,6)	3,5 (3,5)	3,5	3,4	2,8 (3,0)	1,4 (1,7)	2,1 (2,0)	2,3
Japan	2,2	-0,4(-0,9)	-1,1(-0,9)	0,8 (1,2)	1,5	-0,7	-0,7(-0,8)	-0,7(-0,7)	-0,5 (0,5)	0,5
Tyskland	3,2	0,7 (0,7)	0,8 (1,1)	2,2 (2,3)	2,0	2,1	2,4 (2,6)	1,3 (1,2)	1,4 (1,4)	1,6
Frankrike	3,6	2,0 (1,8)	1,6 (1,6)	2,5 (2,5)	2,2	1,8	1,8 (1,7)	1,5 (1,3)	1,6 (1,6)	1,6
Storbritannien	3,0	2,4 (2,2)	2,1 (2,1)	2,5 (2,5)	2,6	2,1	2,1 (2,2)	2,2 (2,3)	2,4 (2,4)	2,4
Italien	2,9	1,8 (1,8)	1,3 (1,4)	2,5 (2,5)	2,6	2,6	2,3 (2,7)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9
Danmark	3,0	1,2 (1,2)	1,6 (1,7)	2,2 (2,2)	2,2	2,7	2,3 (2,3)	1,9 (1,9)	2,1 (2,1)	2,2
Finland	5,6	0,7 (0,8)	1,7 (2,0)	2,7 (2,7)	3,1	3,0	2,7 (2,7)	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	2,1
Norge	1,7	1,0 (1,2)	1,6 (1,6)	2,2 (1,8)	2,0	3,1	3,0 (3,2)	1,6 (2,0)	2,5 (2,5)	2,5
Euro12	3,4	1,5 (1,5)	1,4 (1,5)	2,5 (2,6)	2,5	2,3	2,5 (2,6)	1,5 (1,5)	1,7 (1,7)	1,9
TCW-vägt	3,2	1,5 (1,4)	1,4 (1,4)	2,5 (2,5)	2,6	2,3	2,3 (2,5)	1,5 (1,6)	1,8 (1,9)	2,0
OECD 19	3,5	1,1 (1,0)	1,2 (0,8)	2,7 (2,8)	2,8	2,3	2,1 (2,2)	1,2 (1,3)	1,6 (1,7)	1,9

	2000	2001	2002	2003	2004
Exportmarknads-tillväxt	10,8	0,5 (2,6)	2,5 (4,2)	7,6 (7,5)	7,5
Genomsnittliga exportpriser i nationell valuta (OECD)	1,2	0,4 (0,5)	-0,2 (0,2)	1,5 (0,7)	1,4
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD per fat Brent Blend)	28,4	24,5 (24,4)	21,5 (20,0)	22,9 (22,2)	22,0

Anm. KPI avser RPIX för Storbritannien och HIKP för Tyskland, Frankrike, Italien, Danmark samt Finland. BNP för Norge avser fastlandsekonomin. Prognoser i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Svensk exportmarknadstillväxt avser tillväxt för import av varor för samtliga länder Sverige exporterar till. Prognosen vägs ihop utifrån respektive lands andel av total svensk export av varor 1999-2000.

Källa: Riksbanken.

Priserna på bearbetade varor i Sveriges omvärld väntas falla marginellt under 2002 för att sedan öka med omkring 1,5 procent per år 2003-2004 (se diagram 13). Det främsta skälet till denna utveckling är att det globala kapacitetsutnyttjandet i produktionen av dessa varor bedöms bli lågt under 2002, och något mer ansträngt först under 2003-2004.

Det låga kapacitetsutnyttjandet i omvärlden i produktionen av bearbetade varor håller nere priserna.

I övrigt antas pristrycket i Europa och USA förbli måttligt de närmaste åren. Den underliggande inflationen i USA har varit stabil strax över 2,5 procent sedan hösten 2000. Däremot är den stigande i euroområdet på samma sätt som även observerats i Sverige (se diagram 14). En delförklaring till den stigande kärninflationen både i euroområdet och i Sverige kan vara att priserna på vissa tjänster följt fjolårets prisuppgång främst på energi men också på kött, frukt och grönt. När dessa andrahands-effekter klingar av under 2002 väntas detta bidra till att den underliggande inflationen dämpas i euroområdet. En annan delförklaring kan vara att enhetsarbetskostnaderna i euroområdet har stigit under det gångna året, men även de väntas dämpas något framöver.

Både i euroområdet och i Sverige har vissa tjänstepriser följt fjolårets prisuppgång på energi och livsmedel.

Samtidigt är råvaru- och energipriserna fortsatt låga. Oljepriset väntas dock bli något högre än i tidigare prognos på grund av att det under de senaste månaderna funnits tecken på en bättre sammanhållning bland oljeproducenterna. Även 2003 väntas oljepriserna bli något högre till följd av produktionsbegränsningar inom OPEC-området och kapacitetsproblem i andra oljeproducerande länder i kombination med stigande global efterfrågan. Därefter väntas ny produktionskapacitet framförallt i oljeproducerande länder som står utanför OPEC medföra ett högre utbud av olja och en viss dämpning av priserna.

För svenska exportföretag väntas efterfrågan från världsmarknaden 2002 sammantaget bli måttlig.

Räntor och växelkurs

Sedan föregående inflationsrapport har obligationsräntorna stigit i USA, euroområdet och Sverige (se diagram 17). Utvecklingen på både den svenska och den internationella obligationsmarknaden har under perioden präglats av förväntningar om en konjunkturvändning. Under december månad steg långräntorna i utlandet och Sverige efter signaler om mer gynnsamma konjunkturutsikter i USA. Optimismen dämpades dock något kring årsskiftet efter Enron-affären. Långräntedifferensen gentemot Tyskland har varit relativt stabil på omkring 0,4 procentenheter sedan föregående inflationsrapport.

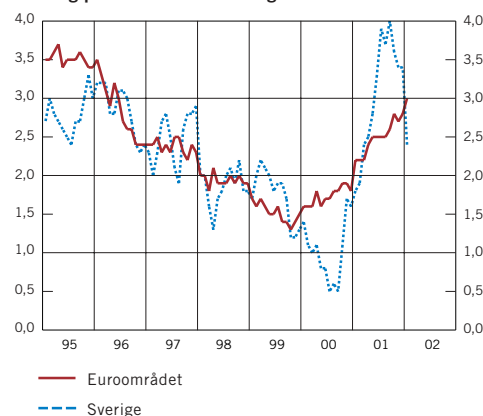
Den svenska avkastningskurvan har skiftat upp sedan föregående inflationsrapport. Det är framförallt räntorna på obligationer med kort löptid som stigit. Kortränteuppgången i Sverige är också något större än i omvärlden. Uppgången beror antagligen på att en högre reporänta nu väntas till följd av både högre inflationsutfall och Riksbankens signalering.

Ränteuppgången sedan föregående inflationsrapport medför en uppjustering av de långa räntorna jämfört med bedömningen i den föregående inflationsrapporten. Den 10-åriga statsobligationsräntan bedöms i genomsnitt uppgå till 5,4 procent 2002, 5,6 procent 2003 och 5,9 procent 2004.

Förväntningar om en åtstramning av penningpolitiken.

Riksbankens beslut om att lämna reporäntan oförändrad i februari var väntat av marknadsaktörerna. Höga inflationsutfall i kombination med stigande förhoppningar om en konjunkturvändning och uttalanden från Riksbankens ledning har bidragit till en stramare penningpolitisk förväntningsbild jämfört med vad som var fallet vid tidpunkten för den föregående inflationsrapporten. Enligt implicita terminräntor bedöms reporäntan höjas med nästan 1,5 procentenheter på ett års sikt, och året därpå med ytterligare ungefär 0,5 procentenheter (se diagram 18).

Diagram 15. Tjänstepriser (HIKP) i euroområdet och Sverige. Årlig procentuell förändring



Anm. HIKP är ett EU-harmoniserat index som skiljer sig från det svenska KPI.

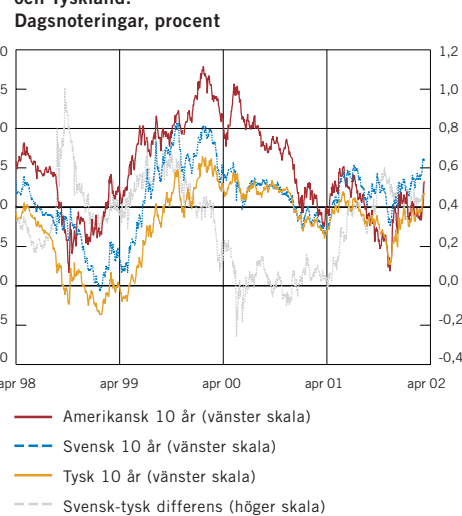
Källa: Eurostat.

Diagram 16. Råoljeprisprognos (Brent). USD/Fat



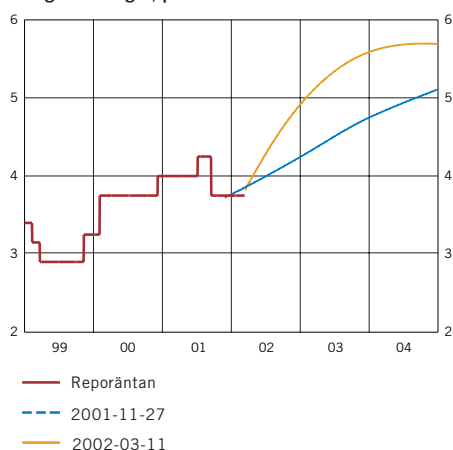
Källor: IPE och Riksbanken.

Diagram 17. 10-årig obligationsränta i USA, Tyskland och Sverige samt differensen Sverige och Tyskland.



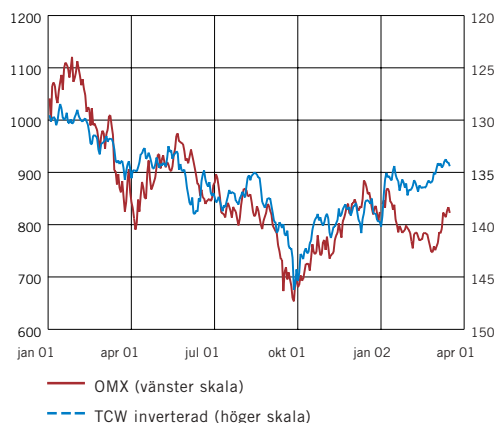
Källa: Riksbanken.

Diagram 18. Reporänta och förväntad reporänta enligt implicita terminräntor. Dagsnoteringar, procent



Källa: Riksbanken.

Diagram 19. OMX-index och SEK/TCW



Källa: Riksbanken.

Enkätundersökningar bland marknadsaktörer tyder dock på att dessa förväntar sig något mindre höjningar av reporäntan. Svaren på Prosperas enkät tyder på en åtstramning av penningpolitiken med cirka 0,75 procentenheter på två års sikt.²

Fortsatt stigande tillväxttakt i M0 och M3.

Den årliga tillväxttakten i det breda penningmängdsmåttet M3 har fortsatt stiga, till 6,2 procent i november, medan öknings-takten i sedlar och mynt (M0) i det närmaste var oförändrad på drygt 7 procent. Tillväxten på årsbasis i kreditgivningen till svensk allmänhet tycks ha mattats av sedan mitten av förra året. Detta gäller bl.a. både företagens och hushållens upplåning i banksektorn. Tendensen med fortsatt stark upplåning i bostadsinstituten från hushållen, som observerades i föregående inflationsrapport, kvarstår dock och kan som tidigare sannolikt förklaras av den höga aktivitetsnivån på fastighetsmarknaden.

Kraftiga rörelser på börsen.

Den relativt starka återhämtning som skedde på de internationella börserna efter terrorattackerna bröts efter årsskiftet och värdet på de internationella börserna är i nuläget i stort sett oförändrade i förhållande till förra inflationsrapporten. Morgan Stanleys världsindex har stigit med 2,3 procent medan svenska OMX-index har sjunkit med 2,2 procent. Börserna, såväl i Sverige som i omvärlden, har karaktäriserats av relativt kraftiga fluktuationer under perioden. Positiv statistik om det ekonomiska läget blandat med en ökad osäkerhet om företagens framtida vinstutsikter samt frågetecken rörande företagens redovisningspraxis i kölvattnet av Enron-affären är bidragande orsaker till rörelserna.

Kronan stärktes något mer än förväntat.

Kronan har utvecklats något starkare jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Politiska signaler om ett eventuellt svenskt inträde i EMU bidrog till en relativt kraftig kronförstärkning under perioden. Andra faktorer som bidrog till förstärkningen var gynnsamma konjunkturutsikter och den stigande korräntedifferensen gentemot utlandet. Värt att notera är att kronan har stärkts sedan föregående inflationsrapport trots tillbakagången på börsen (se diagram 19), ett mönster som under de två senaste åren varit ovanligt.

Riksbankens bedömning är att kronan fortfarande är undervärderad. På kort sikt förväntas växelkursen förstärkas i samband med den inledande konjunkturuppgången. På lite längre sikt bedöms fundamentala faktorer såsom bytesbalansöverskott, relativ tillväxt och hög trovärdighet för den ekonomiska politiken bidra till att kronan återgår till långsiktigt rimligare nivåer. Kronan bedöms komma att förstärkas ungefär i linje med vad som prognosticerades i föregående inflationsrapport. I huvudscenariot väntas kronan stärkas till 133,5 SEK/TCW i genomsnitt för 2002,

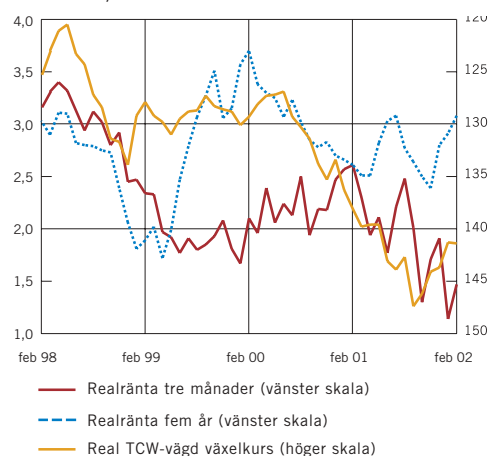
² Prosperas reporänteenkät utfördes den 20 februari.

127,2 för 2003 samt 123,7 för 2004.

Högre räntor och starkare krona.

Den sammantagna effekten på ekonomin av räntor, växelkurs och börs har blivit något mindre expansiva i reala termer sedan föregående inflationsrapport (se diagram 20). Både korta och långa realräntor har stigit samtidigt som den reala växelkursen har stärkts. De monetära förhållandena är dock fortfarande expansiva sett ur ett historiskt perspektiv. Den väntade konjunkturuppgången förväntas medföra en viss åtstramning, givet rådande inflationsförväntningar, under prognosperioden i takt med stigande räntor samt en apprecierande växelkurs.

Diagram 20. Realräntor och real växelkurs.
Procent, index: 18 nov. 1992=100



Källa: Riksbanken.

Efterfrågan och utbud

Under åren 1998-2000 uppgick tillväxten i den svenska ekonomin till i genomsnitt ca 4 procent per år. Det var till stor del konsumtion och investeringar som drev tillväxten under dessa tre år. Under 2001 dämpades tillväxten i konsumtionen betydligt. Även de fasta bruttoinvesteringarna växte betydligt svagare och bidraget till BNP-tillväxten från lagerutvecklingen var negativt under 2001. Exporten av varor minskade till följd av dämpad efterfrågetillväxt i omvärlden, särskilt på teleprodukter, men även importen av varor föll och bidraget från nettoexporten till BNP-tillväxten blev därför positivt.

Tabell 6. Försörjningsbalans.
Årlig procentuell volymförändring

	2000	2001	2002	2003	2004
Hushållens konsumtion	4,6	0,2 (0,8)	2,3 (2,1)	2,5 (2,1)	2,5
Off. myndigheters kons.	-0,9	1,4 (0,8)	1,0 (0,9)	0,9 (0,9)	1,1
Fasta bruttoinvesteringar	5,0	1,5 (1,7)	0,7 (0,7)	4,5 (6,5)	6,5
Lagerförändring, bidrag	0,5	-0,5 (-0,3)	-0,1 (-0,1)	0,2 (0,0)	0,0
Export	10,3	-1,4 (0,3)	3,2 (4,5)	6,2 (6,1)	5,3
Import	11,2	-3,9 (-1,1)	2,9 (4,0)	5,8 (6,0)	6,3
BNP	3,6	1,2 (1,2)	1,6 (1,8)	3,0 (2,4)	2,6

Anm. Prognos 2002-2003. Bedömning i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

Under 2002 väntas en något stigande världsmarknadstillväxt leda till en återhämtning av exporten. Det finns nu indikationer på att i första hand den amerikanska ekonomin är på väg mot en återhämtning och ett flertal indikatorer, bl.a. barometerdata, tyder på att nedgången i den svenska industrikonjunkturen har upphört.³ Den starkt negativa exportutvecklingen för teleproduktindustrin antas också gradvis klinga av, även om det ännu saknas tydliga indikationer på en vändning. Samtidigt bedöms hushållens konsumtion öka till följd av att hushållens disponibla inkomster utvecklas starkt. Till bilden hör också att hushållens förmögenheter bedöms öka något när aktiemarknaden stabiliseras. Dessutom antas en viss ökning av den offentliga konsumtionen under de närmaste åren. Under 2003 och 2004 väntas även investeringstillväxten stiga mer påtagligt. Det skisserade konjunkturförloppet innebär en förhållandevis grund konjunktursvacka under 2001 och 2002 följd av en måttlig uppgång (se fördjupningsruta "Perspektiv på återhämtningen").

Den starka tillväxten under de senaste åren har medfört en stigande efterfrågan på arbetskraft och allt högre sysselsättning, främst inom tjänstesektorerna. Sysselsättningen, räknat i antal personer, har fortsatt att öka under 2001. Det allt gynnsammare arbetsmarknadsläget inom dessa delar av ekonomin har också kommit till uttryck i högre löneökningar än väntat.

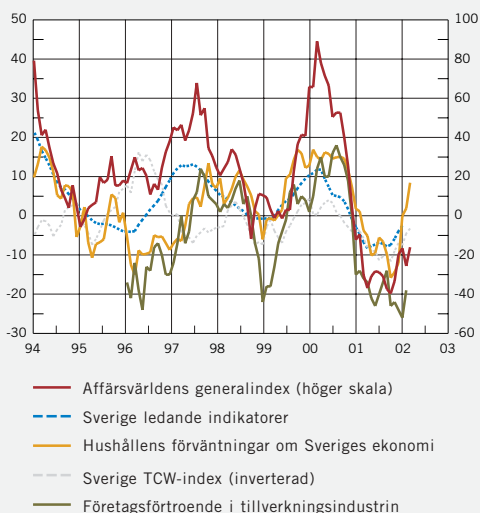
Att lönerna stigit mer under 2001 än vad som tidigare prognosticerats tyder på att resursutnyttjandet i ekonomin kan ha varit högre än tidigare beräknat. I hur stor utsträckning företagen kan bära dessa löner utan att höja priserna mer påtagligt

3 Se fördjupningsruta "Ledande indikatorer tyder på återhämtning".

beror bl.a. på produktivitetstillväxten och vinstmarginalerna i utgångsläget. Produktivitetstillväxten inom tjänsteproduktionen har varit förhållandevis svag under det senaste året. Därmed har också företagens arbetskraftskostnader per producerad enhet stigit förhållandevis snabbt. Detta är i sig inte förvånande, utan följer ett normalt konjunkturmönster. Icke desto mindre utgör det ett problem för företagen, särskilt som vinstandelen i utgångsläget var relativt låg. I takt med att efterfrågan och produktionen börjar växa mer märkbart under slutet av innevarande år bedöms emellertid produktivitetstillväxten kunna normaliseras och lönekostnaderna per producerad enhet stiga långsammare.

Trots att flera indikatorer tyder på att resursutnyttjandet minskat på senare tid, och kommer att minska ytterligare något under den närmaste tiden, finns det skäl att tro att arbetsmarknadsläget kommer att vara förhållandevis stramt när återhämtningen inleds. Indikatorer som varsel och nyanmälningar av lediga platser talar, tillsammans med bedömningen av konjunkturförloppet, för en begränsad minskning av antalet sysselsatta under 2002. Även om uppgången i arbetslösheten, från 4,0 procent 2001 till 4,4 procent 2002, verkar i dämpande riktning på löneutvecklingen påverkas inte tillgången på arbetskraft i någon större utsträckning. Dämpningen av löneökningstakten blir därför endast marginell och mest en följd av hur de avtalsmässiga löneökningarna är fördelade under avtalsperioderna. Om inflationsförväntningarna skulle etablera sig på en högre nivå skulle detta kunna driva på löneutvecklingen. I den kommande avtalsrörelsen kan det också komma att visa sig att de relativt stora skillnaderna i löneutveckling mellan olika grupper av löntagare de senaste åren kan ge upphov till kompensationskrav. Sammantaget bedöms arbetskraftskostnadernas uppdragande effekt på inflationen bli något större jämfört med föregående inflationsrapport.

Diagram R16. Ledande indikatorer i Sverige.
Index, månatlig förändring



Källa: EcoWin.

LEDANDE INDIKATORER TYDER PÅ ÅTERHÄMTNING

Avmattningen i Sverige 2001 var oväntat kraftig. De genomsnittliga prognoserna för BNP-tillväxten 2001, som gjordes 1999 respektive 2000, var 3,4 procent och 2,3 procent.⁴ Att prognosmakare missar vändpunkter i konjunkturer är inte unikt för denna nedgång, utan vanligt förekommande.

Att det är svårt att förutse lågkonjunkturer har gett upphov till ett förnyat intresse för s.k. ledande indikatorer.⁵ En ledande indikator är en variabel som innehåller information om hur en annan variabel sannolikt kommer att te sig under en kommande period. Syftet med denna fördjupningsruta är att pröva om ledande indikatorer förutskickat konjunkturvändningar och om dessa indikatorer nu signalerar att en återhämtning är förestående.

Det finns flera skäl att tro att det existerar ledande indikatorer: För det *första* visar konjunkturförlopp en del återkommande mönster. Vissa BNP-komponenter tenderar att snabbare spegla förändringar av allmänhetens förväntningar om framtiden än andra (se fördjupningsrutan "Perspektiv på återhämtningen"). Innan BNP-tillväxten och sysselsättningen mattas har ofta t.ex. exporten, övertidsuttaget, hushållens konsumtion av varaktiga varor dämpats och lageruppbyggnaden tilltagit. För det *andra* påverkar de monetära förhållandena efterfrågan med en viss eftersläpning. Räntor, växelkurs och penningmängdsutvecklingen kan bl.a. av detta skäl antas leda utvecklingen av konsumtion och investeringar. För det *tredje* kan omsvängningar i tillväxten möjligen upptäckas i olika enkätundersökningar som speglar förväntningar om framtiden. Det gäller exempelvis KI:s barometerundersökningar för hushåll och företag eller enkäter för förväntningar från inköpschefer. För det *fjärde* kan tillgångspriser och andra finansiella variabler ge en indikation om att en vändpunkt är förestående eftersom, prissättningen av exempelvis aktier, obligationer och valutor påverkas av förväntningar om framtiden.

4 Blix, M., Wadefjord, J., Wienecke, U. & Ådahl, M. (2001) "How good is the forecasting performance of major institutions?", *Pemning- och Valutapolitik 3*, Sveriges riksbank.

5 Se exempelvis Chin, D., Geweke, J. & Miller, P. (2000), "Predicting turning points", *FRBM Research Department Staff Report 267*, Del Negro, M. (2001), "Turn, Turn, Turn: Predicting turning points in Economic activity", *FRBA Economic Review*, nr 2, Estrella, A. & Mishkin, F. S., (1998) "Predicting US recessions: financial variables as leading indicators", *Review of Economics and Statistics*, vol 80, s. 45-61 eller Howrey, P., (2001), "The Predictive power of the index of Consumer Sentiment", *Brookings Papers on Economic Activity*, s. 175-215.

Det är viktigt att betydelsen av dessa ledande indikatorer inte överbetonas. Alla dessa indikatorer – reala variabler, monetära förhållanden, förväntningsenkäter och finansiella indikatorer – är förknippade med problem vad gäller tolkningen. En svårighet med ledande BNP-komponenter är att olika typer av störningar som drabbar ekonomin sannolikt inte påverkar olika sektorer på samma sätt. Effekterna av en oljeprisuppgång, ett börsfall eller en bankkris följer inte nödvändigtvis samma mönster som exempelvis en teknologidriven produktivitetsschock.

Ett problem i bedömningen av prognosförmågan i enkäter är att de som deltar i undersökningarna baserar sina svar på tillgänglig ekonomisk information. I vissa undersökningar kan hushållen och företagens bedömningar av framtidsutsikterna nästan helt förklaras av andra bakomliggande variabler såsom den faktiska utvecklingen av arbetslösheten, börsen, BNP-tillväxten eller utveckling av hushållens disponibla inkomster.⁶

En komplikation som framhållits när det gäller tillgångspriser är att det finns skäl att anta att prognosförmågan inte är stabil över tiden. Finansiella indikatorer kan ha god prognosförmåga i vissa perioder och länder, men det är svårt att se några generella mönster.⁷

Det finns inte skäl att tro att ledande indikatorer generellt skulle förutse den ekonomiska utvecklingen bättre än mer utvecklade modeller eller att ledande indikatorer kan ersätta sådana.

I det följande presenteras en enkel utvärdering av vissa ledande indikatorer för BNP-utvecklingen i Sverige. Målvariabeln är tillväxten, mätt som den årliga procentuella förändringen i BNP (DY). Prognosekvationerna består enbart av en indikator (DI), samt dess lag och en konstant.⁸

6 Se exempelvis Roberts, I & Simon, J., (2001), "What do sentiment surveys measure?", *Reserve Bank of Australia Research discussion paper* 2001-09.

7 Stock, J. H. & Watson, M. W. (2000), "Forecasting output and inflation: The role of asset prices.", i "Asset prices, Exchange Rates and Monetary Policy", *FRBSF Conference papers*.

8 Skattningsperioden (för de flesta indikatorer) sträcker sig från första kvartalet 1970 till tredje kvartalet 2001. Alla variabler förutom räntor, antalet varsel och vakanser är beräknade som tillväxttakt jämfört med samma period föregående år. Indikatorernas prognosegenskaper utvärderas utanför samplet med s.k. simulerade, rekursiva prognoser. Prognosutvärderingen börjar första kvartalet 1993 för att täcka perioden med inflationsmålpolitik. Prognoshorizonten är ett år, d.v.s. modellerna prognostiserar den årliga BNP-tillväxten fyra kvartal framåt. Efter att prognosen har genomförts utökas stickprovet med en observation, modellen skattas om och genererar en ny prognos. Syftet med detta förfaringsätt är att enbart utnyttja den information som var känd vid det historiska prognostillfället. På basis av de genererade prognoserna kan förväntade riktningförändringar i tillväxttakten studeras och således hur ofta modellen kan prediktera om BNP-tillväxten på årsbasis om ett år är högre eller lägre än den är idag.

$$\Delta Y_{t+4} = \alpha + \beta_1 \Delta I_t + \beta_2 \Delta I_{t-4} + \varepsilon_{t+4}$$

Den enkla ansatsen har fördelen att resultaten blir lätta att tolka och jämföra. Nackdelen är att inte all information utnyttjas, exempelvis till följd av att varje indikator betraktas separat. Det innebär att indikatorerna bör betraktas som just sådana och inte som fullödiga prognoser. Indikatorerna i tabell R5 är grupperade efter olika kategorier. Några viktiga indikatorer som har relativt god prognosförmåga, baserat på historiska prognosfel (se tabell R3), är OECD:s ledande indikator, kronans effektiva växelkurs, hushållens förväntningar om svensk ekonomi, börsen, industrins konfidensindikator samt penningmängdsaggregat (se tabell R3).⁹ Sammanfattningsvis kan konstateras att:

- Prognosfelen är stora och konfidensintervallen breda för alla indikatorer (tabell R3). Indikatorernas prognosfel är emellertid lägre än för en ”naiv” eller en s.k. ”random-walk”- prognos.¹⁰
- Ett större antal indikatorer tycks kunna förutse om tillväxten kommer att tillta eller att mattas av.¹¹

Dessa två slutsatser är också i linje med resultaten från andra studier.¹² Ledande indikatorer ger en osäker vägledning när det gäller att prognostisera nivån på tillväxttakten för den kommande perioden, men förefaller ge visst stöd när det gäller att förutse förändringar i riktningen på tillväxten.

TVÅ AV DE SENASTE TRE

KONJUNKTURUPPGÅNGAR HAR FÖRUTSETTS

Det kan vara värt att kort diskutera vilka signaler några indikatorer gav i samband med avmattningarna under 1990-talet. Dessa skattningar tyder på att huvuddelen

9 OECD:s ledande indikatorer har i nästan 9 av de 10 fallen lyckas förutspå om tillväxten avtar eller tilltar och ter sig därmed som en intressant vändpunktsindikator. Eftersom denna indikator dels är baserad på en lång rad olika variabler, bl.a. arbetade timmar, varsel, ordergång, industriproduktion, penningmängden, råvarupriser, aktier och räntor, dels revideras för att uppnå bästa möjliga samstämmighet med BNP-tillväxten är den inte jämförbar med de övriga variablerna.

10 En ”random walk”- prognos består av det senaste utfallet.

11 Utvärderingsperioden innefattar dock enbart två konjunkturcykler och tillväxttaktens utveckling uppvisar en hög grad av autokorrelation. Detta bör i allmänhet öka träffsäkerheten i riktningsskattningarna.

12 Se exempelvis litteraturoversikter i Chin, D., Geweke, J. & Miller, P. (2000), ”Predicting turning points”, *FRBM Research Department Staff Report* 267 och Del Negro, M. (2001), ”Turn, Turn, Turn: Predicting turning points in Economic activity” *FRBA Economic Review*, nr 2.

av indikatorerna signalerade såväl avmattningen 1995 som uppgångarna 1994 och 1997. Ett problem är emellertid att de ledande indikatorerna signalerade en dämpning av efterfrågeutvecklingen under 1998, ungefär två år innan den faktiskt inträffade, och missade högkonjunkturen under de följande två åren.¹³ De ledande indikatorerna förutsåg därmed två av de senaste tre konjunkturuppgångar.

VAD INDIKERAR INDIKATORERNA NU?

En majoritet av de ledande indikatorerna visar att tillväxten kommer att tillta och att konjunkturbotten passerats. Utvecklingen av bl.a. växelkursen, hushållens framtidstro och penningmängden tyder på att BNP-tillväxten om fyra kvartal kommer att stiga från ökningstakten på ca 1 procent under fjärde kvartalet 2001. Att flertalet indikatorer pekar i samma riktning gör tolkningen något mer tillförlitlig.

OECD:s ledande indikator, börsen, vakanser och varsel förutspår däremot att tillväxten kommer att dämpas det närmaste året.

13 Att en nedgång indikerades kan sammanhånga med kriserna i Asien och Ryssland, som inträffade under 1997 respektive 1998.

Tabell R3. Utvärdering av tillväxtindikatorerna.

Rank	Kategori	Kvadrerat medelfel (RMSE) (Procent)	Riktning: till- eller avtagande tillväxt (1993-2001)	Prognos		
				BNP-tillväxt om 1 år (Procent)	Konfidensintervall (90 procent)	Förändring (2002Q4-2001Q4)
Förväntningar						
3	Industrins Konfidens indikator (KI)	1,6	0,72	1,1	(-1,6) – (3,7)	Oför
4	Hushållens förväntningar om den egna ekonomin (HIP:en)	1,7	0,69	1,4	(-1,4) – (4,1)	Upp
2	Hushållens förväntningar om den svenska ekonomin (HIP:en)	1,5	0,68	1,2	(-1,2) – (3,7)	Upp
Finansiella aggregat¹⁴						
4	Snäv penningmängds-aggregat (M0)	1,7	0,72	2,6	(-0,1) – (5,3)	Upp
3	Bred penningmängds-aggregat (M3)	1,6	0,66	2,2	(-0,4) – (4,9)	Upp
7	Utlåning ¹⁵	2,2	0,59	2,8	(-0,9) – (6,4)	Upp
Tillgångspriser						
2	Börsen ¹⁶	1,5	0,69	0,4	(-2,1) – (2,9)	Ned
6	Småhuspriser	1,9	0,78	1,1	(-2,1) – (4,2)	Oför
3	Reporäntan	1,6	0,65	2,0	(-0,6) – (4,6)	Upp
4	Korträntan	1,7	0,66	2,3	(-0,4) – (5,0)	Upp
4	Långräntan	1,7	0,66	2,0	(-0,7) – (4,8)	Upp
6	Avkastningskurva	1,9	0,69	2,0	(-1,0) – (5,1)	Upp
2	Kronans effektiva växelkurs	1,5	0,59	3,4	0,9) – (5,8)	Upp
Reala variabler						
1	OECD:s ledande indikatorer	1,2	0,88	0,5	(-1,6) – (2,5)	Ned
5	Antalet vakanser	1,8	0,69	0,1	(-2,9) – (3,2)	Ned
6	Antalet varsel	1,9	0,69	-0,6	(-3,6) – (2,4)	Ned
8	Random walk	2,8	—	1,1	(-3,5) – (5,7)	—

14 Alla finansiella aggregat och priser är beräknade i reala termer (deflaterade med KPI).

15 Kreditinstitutens utlåning till svensk allmänhet.

16 Affärsvärldens Generalindex.

Efterfrågan

Återhämtning i exporten.

Varuexporten minskade under fjolåret, bl.a. till följd av att världshandelstillväxten var svag, även i förhållande till BNP-tillväxten i omvärlden, men också av en ogynnsam varusammansättning (se diagram 21). Utvecklingen sedan mitten av 1990-talet tyder på att kortsiktiga förändringar i relativpriserna mellan svenska och utländska exportpriser kan ha haft mindre effekt på varuexportvolymens utveckling än under tidigare perioder. Den positiva effekten av kronans svaga växelkurs och det gynnsamma kostnadsläget på varuexportutvecklingen kan därför ha överskattats något. Därmed framstår den svenska varuexportens utveckling under fjolåret som något mindre anmärkningsvärd, även om nedgången till stor del får anses bero på krisen inom teleproduktindustrin.

Under 2002 väntas marknadstillväxten vända uppåt för att sedan gradvis utvecklas allt starkare under 2003 och 2004. Den svenska exporten bedöms därmed också vända uppåt, även om uppgången dämpas av den väntade förstärkningen av kronan. Osäkerheten är dock stor såväl vad beträffar världshandelns utveckling framöver som relativprisutvecklingens genomslag på volymutvecklingen och de specifika utsikterna för den svenska teleproduktindustrin.

Även importen minskade i fjol. Det berodde på att exporten minskade samtidigt som konsumtionen och investeringarna ökade svagt. Kronan försvagades påtagligt och turistresorna till utlandet minskade, vilket drog ned hushållens konsumtion och minskade importen. Importnedgången blev ändå anmärkningsvärt stor. I år väntas importen vända uppåt till följd av stigande privat konsumtion, ökat utlandsresande och ett allt större behov av importerade insatsvaror till exportindustrin. Under senare delen av prognosperioden väntas även en uppgång i de fasta bruttoinvesteringarna leda till ökad importefterfrågan.

Expansiv finanspolitik leder till stark tillväxt i hushållens disponibla inkomster.

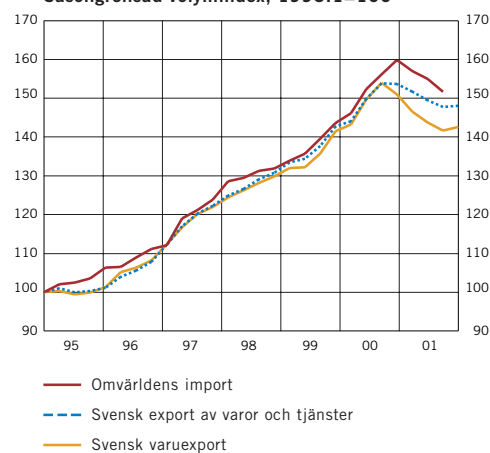
Överskotten i de offentliga finanserna har gjort det möjligt att sänka vissa skatter, t.ex. kompensationen till hushållen för tidigare höjda egenavgifter. Överskotten i år och för nästa år beräknas emellertid minska till följd av de genomförda skattesänkningarna och konjunkturavmattningen.

De aviserade och beslutade skattesänkningarna och utgiftsökningarna medför att finanspolitiken bidrar till att öka den totala efterfrågan i ekonomin, vilket kan illustreras med att den strukturella delen av sparandet förväntas minska 2003 (se diagram 22).¹⁷ Omläggningen av finanspolitiken, mätt som förändring av det strukturella sparandet, är mer betydande i Sverige än

17 Liksom i föregående inflationsrapport antas att det fjärde steget i de inkomstskattesänkningar, som syftar till att kompensera löntagarna för tidigare höjningar av egenavgifterna, kommer att genomföras 2003.

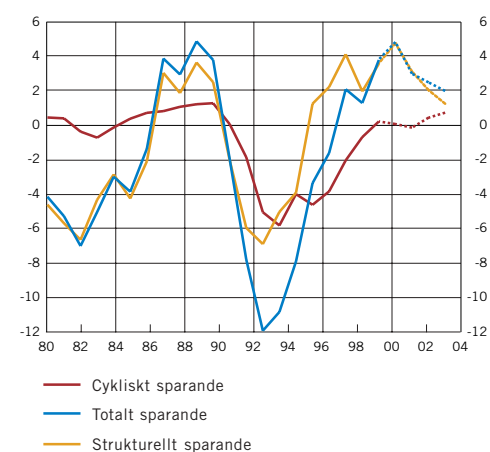
Diagram 21. Sammanvägd import till nio viktiga handelspartners samt svensk total export.

Säsongrensad volymindex, 1995:1=100



Källor: EcoWin och SCB.

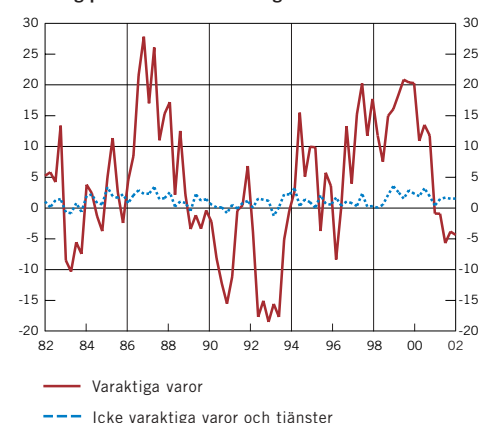
Diagram 22. Den konsoliderade offentliga sektorns finansiella sparande, uppdelat i cykliskt och strukturellt sparande. Procent av BNP



Anm. Prognos 2001-2004.

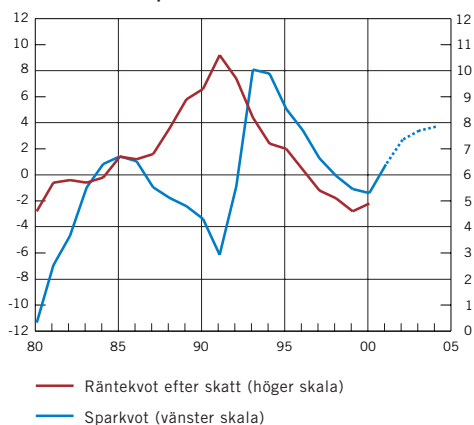
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 23. Hushållens konsumtionsutgifter för varaktiga och icke varaktiga varor samt tjänster i 1995 års priser. Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

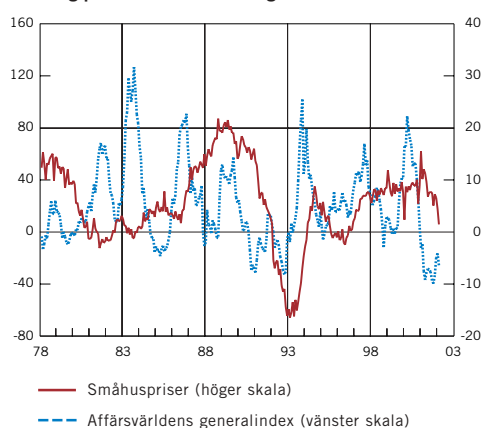
Diagram 24. Hushållens räntekvot efter skatt samt sparkvot (äldre definition). Procent av disponibel inkomst



Anm. Räntekvoten är hushållens ränteutgifter i förhållande till den disponibla inkomsten och sparkvoten (enligt äldre definition i diagrammet) är hushållens nettosparande i förhållande till den disponibla inkomsten (se vidare fotnot 19).

Källa: SCB.

Diagram 25. Utvecklingen i småhuspriser och aktiepriser. Årlig procentuell förändring



Källor: Stockholmsbörsen, SCB och Riksbanken.

i USA eller euroområdet. Förändringar av skatter och transfereeringar motsvarar ungefär hälften av ökningen i hushållens disponibla inkomster under 2002 (se tabell 7). Samtidigt som finanspolitiken mätt på detta sätt kan beskrivas som expansiv kan den totala effekten på den aggregerade efterfrågan från finanspolitiken ändå sägas vara återhållande, såtillvida att det offentliga sparatet förblir positivt.¹⁸

Tabell 7. Finansiellt sparande i offentlig sektor. Förändring i procent av BNP

	2001	2002	2003	2004
Finansiellt sparande	1,0	-1,8	-0,5	-0,5
Bidrag från diskretionär politik	-1,7	-1,7	-1,2	-0,4
Däruv direkt effekt på hushållens disponibla inkomster	-1,2	-1,4	-0,9	0,0
Automatiska stabilisatorer	-0,4	-0,2	0,6	0,3

Anm. Riksbanken antar i beräkningarna att fjärde och sista steget i kompensationen av egenavgifterna till pensionssystemet genomförs 2003. Periodiseringseffekter av skatter m.m., särredovisas inte. Storleken på de automatiska stabilisatorerna har erhållits genom att multiplicera budgetelasticiteten (som antas uppgå till 0,75) med förändringen i outputgapet.

Källor: Finansdepartementet och Riksbanken.

Stark inkomstutveckling, men måttlig förmögenhetstillväxt, i hushållssektorn.

Under 1999-2000 ökade hushållens konsumtionsutgifter snabbt. En nedgång under 2001 var väntad, men den blev överraskande kraftig. Konsumtionen stagnerade i stort sett under 2001. Det finns cykliska mönster för konsumtionen av varaktiga varor (se diagram 23). Detta gäller i hög grad för hushållens bilköp, som minskade starkt i fjol. Under samma år föll aktiebörsen med drygt 30 procent. En stor del av hushållen äger numera aktier eller aktierelaterade fondandelar och påverkas därmed allt mer av utvecklingen på börsen. Nedgången i hushållens förmögenhet dämpades dock av att fastighetspriserna steg. Utlandsresandet minskade kraftigt, vilket kan bero på den svaga kronan och oron efter händelserna den 11 september, och drog ned hushållens konsumtion med 0,6 procent. Hushållen blev också mer oroliga för arbetslöshet och allmänt mer pessimistiska under 2001.

En stabilisering av aktiemarknaden, successivt minskad oro för konjunkturutvecklingen samt en vändning i konsumtionen av varaktiga varor bidrar till en ökad konsumtionstillväxt under prognosperioden. Hushållens reala disponibla inkomster väntas också öka med i genomsnitt 3 procent per år. Ökningen är särskilt markant 2002, då de reala disponibla inkomsterna förväntas öka med drygt 4 procent. En stor del av ökningen beror på skattelättnader och höjda transfereeringar. De disponibla inkomsterna hålls också uppe av en fortsatt relativt hög sysselsättning. Sammantaget bedöms inkomstillväxten bidra till att både konsumtionstillväxten och hushållens sparkvot ökar under 2002-2004 (se diagram 24).

¹⁸ I det offentliga sparatet ingår dock AP-fondernas behållningar som är avsedda för pensionsändamål.

Både konsumtion och sparande ökar.

Hushållens reala förmögenheter bedöms minska något under 2002, för att därefter öka under 2003-2004 till följd av en stabilisering på aktiemarknaden, minskad skuldsättningsgrad, lägre inflation och låga realräntor. Utvecklingen av hushållens förmögenheter och inkomster samt en förhållandevis god sysselsättningsutveckling talar därför för en relativt hög konsumtionstillväxt under prognosperioden. Under det närmaste decenniet kommer dock stora grupper av fyrtioåringar att gå i pension, vilket samtidigt talar för en uppgång i sparandet de närmaste åren. Mot denna bakgrund bedöms hushållens sparande som andel av de disponibla inkomsterna öka under prognosperioden.¹⁹

Dämpad uppgång i offentlig konsumtion.

De offentliga konsumtionsutgifterna uppvisade en ryckig utveckling under fjolåret, men ökade sammantaget med 1,4 procent under 2001 jämfört med året innan.

De statliga myndigheternas konsumtion bedöms ligga på i stort sett oförändrad nivå under hela prognosperioden. Nedskärningarna i försvaret bidrar till att dämpa konsumtionstillväxten. Utgiftstaken och de relativt höga löneökningarna i den statliga sektorn är andra faktorer som verkar återhållande på volymutvecklingen.

Ekonomi i kommunsektorn är som helhet i balans och bedöms ge utrymme för omkring 1 procent tillväxt per år under åren 2002 till 2004. Maxtaxan inom barnomsorgen, som infördes 1 januari i år, riktade statsbidrag och demografiska förändringar är de faktorer som främst bidrar till att konsumtionen väntas öka under prognosperioden.

Den totala offentliga konsumtionen väntas sammantaget stiga svagt i reala termer, men sjunker som andel av BNP under hela prognosperioden.

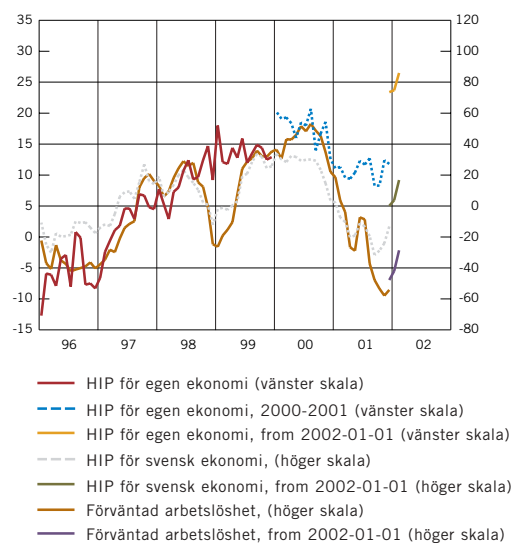
Investeringarna tar fart 2003 och 2004.

De fasta bruttoinvesteringarna ökade med 1,5 procent under 2001. Investeringarna brukar regelmässigt anpassa sig till efterfrågan med viss eftersläpning. Den svaga utvecklingen av efterfrågan under 2001 och början av 2002 bedöms därför påverka investeringsutvecklingen negativt under innevarande år. En faktor, utöver det svaga efterfrågeläget, som väntas verka återhållande på investeringarna i år, är aktieprisnedgången. Framöver bedöms stabiliseringen av aktiepriserna, låga realräntor och en stigande efterfrågan bidra till en ökad investeringsvilja bland företagen under 2003 och 2004.

Investeringarna inom industrin minskade 2001 och fortsätter att minska 2002 för att först därefter åter öka. Nedgången i industriinvesteringarna uppvägs emellertid av investeringar i

19 Enligt den nya definitionen av sparkvoten ökar sparandet från ca 5 procent 2001 till knappt 8 procent 2004. Det motsvarar knappt 1 procent 2001 och knappt 4 procent 2004 enligt den äldre definitionen.

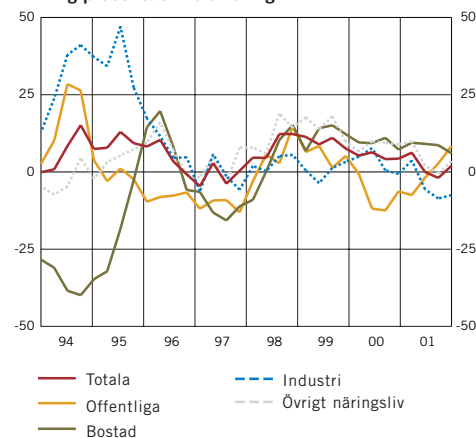
Diagram 26. Hushållens förväntningar på dels den egna ekonomin, dels Sveriges ekonomi samt förväntad arbetslöshet. Nettotal



Anm. Fr.o.m. januari 2000 samt januari 2002 har insamlingsförfarandet av hushållens inköpsplaner (HIP) förändrats, varför nivåerna är svårtolkade.

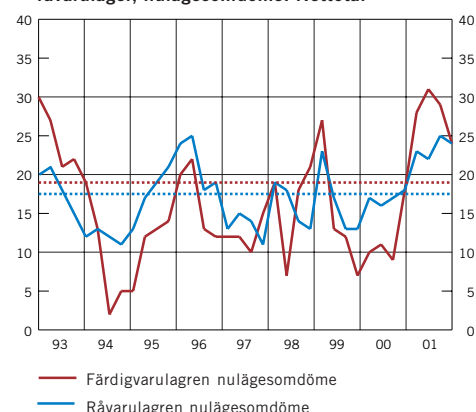
Källa: SCB.

Diagram 27. Fasta bruttoinvesteringar. Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

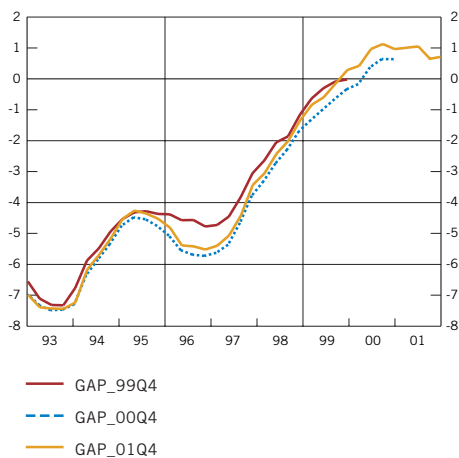
Diagram 28. Industrins färdigvarulager och råvarulager, nulägesomdöme. Nettotal



Anm. De streckade linjerna är de historiska genomsnittet för perioden 1964-2001.

Källa: Konjunkturinstitutet.

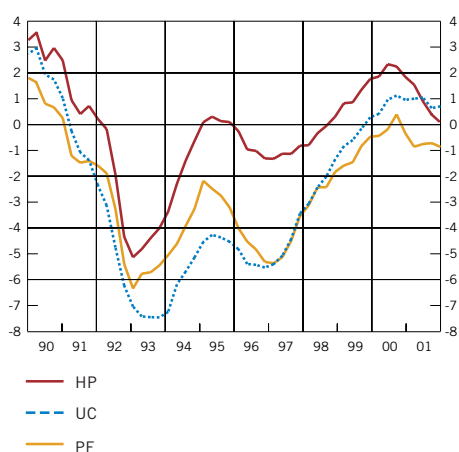
Diagram 29. Skattade produktionsgap enligt UC-metoden med senaste utfallsdata från kvartal 1999:4, 2000:4 och 2001:4. Procent



Anm. UC-metoden är den s.k. Unobserved-Components-metoden.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 30. Skattade produktionsgap enligt tre metoder. Procent



Anm. HP är det s.k. Whittaker-Henderson eller Hodrick-Prescott-filtret. UC är den s.k. Unobserved-Components-metoden. PF är produktionsfunktionsansatsen.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 31. Industrins kapacitetsutnyttjande, faktisk utnyttjandegrad. Procent, säsongrensat



Källa: SCB.

telekommunikationssektorn och en fortsatt god investeringsvilja i andra delar av övrigt näringsliv. Även bostadsinvesteringarna väntas fortsätta att öka. De offentliga investeringarna, som sjunkit under de senaste åren, beräknas öka under prognosperioden bl.a. som en följd av olika infrastruktursatsningar.

Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer visar att såväl in- som färdigvarulagren inom industrin alltjämt upplevs som för stora (se diagram 28). Det finns därför skäl att räkna med en anpassning av dessa lager i år. När efterfrågan i ekonomin sedan ökar väntas en viss ökning av lagren. Under 2003 bedöms därför lagerinvesteringarna ge ett litet positivt bidrag till BNP-tillväxten. Under 2004 antas lagerförändringarna ge ett neutralt bidrag.

RESURSUUTNYTTJANDE

Bilden av resursutnyttjandet i ekonomin är inte entydig. Produktionsnivån i den svenska ekonomin var, enligt de reviderade nationalräkenskaperna, högre under 1999 och 2000 än vad tidigare uppgifter visat. Under 2001 var tillväxten relativt låg, men produktivetsförsvagningen kan tala för att också tillväxttakten av den potentiella produktionsförmågan har dämpats något. Tillväxten har skett i sektorer med svag produktivetsutveckling som tjänstesektorn och de offentliga myndigheterna, medan industrins produktion minskade i fjol. Frånvaron från arbetet ökade också med motsvarande närmare 1 respektive ca 0,5 procent av antalet sysselsatta 2000 och 2001. Sysselsättningen mätt i antal personer har bl.a. därför inte fallit utan bara planat ut, trots den svaga tillväxten, och arbetslösheten är fortsatt låg. Löneökningstakten och den underliggande inflationen har också varit hög. Sammantaget indikerar detta, tillsammans med nya skattningar av produktionsgapet, att det totala resursutnyttjandet i ekonomin som helhet kan ha varit högre under 2000 än vad som tidigare antagits (se diagram 29).

Resursutnyttjandet minskar, men bara kortvarigt.

Konjunkturinstitutets barometerundersökningar och SCB:s undersökning av kapacitetsutnyttjandet i industrin indikerar en tydlig dämpning av kapacitetsutnyttjandet i industrin och övriga delar av näringslivet. I tillverkningsindustrin är bristtalen, liksom andelen företag med tillgången på produktionsfaktorer som primär begränsning, tillbaka på ungefär samma nivåer som i botten av konjunkturavmattningen 1996. I byggnadsindustrin har bristen på arbetskraft avtagit tydligt under loppet av 2001. Även inom vissa tjänstenäringsgrupper har kapacitetsutnyttjandet och bristen på specialiserad arbetskraft fallit tillbaka. För närvarande tycks det främst vara inom delar av den offentliga sektorn som det råder brist på arbetskraft.

Både olika ekonomiska skattningar och barometerdata visar således att resursutnyttjandet minskat under loppet av 2001. Men det finns en osäkerhet om mängden lediga resurser i utgångsläget. Det faktum att medelarbetsstunden och arbetsproduktiviteten har fallit tyder på att det finns ett visst mått av lediga resurser i

företagen. Tillgången på lediga resurser i form av arbetssökande är dock relativt begränsad.

Sammantaget innebär det huvudscenario som redovisas att resursutnyttjandet sjunker något i år för att därefter stiga. I slutet av prognosperioden kommer resursläget att vara förhållandevis stramt.

Svag produktivitetstillväxt.

Trots den tämligen svaga efterfrågan i ekonomin under 2001 utvecklades sysselsättningen starkt och arbetslösheten minskade. Sysselsättningen ökade främst inom de privata tjänstesektorerna medan den minskade inom industrin.

Antalet personer i arbete utvecklades emellertid inte i samma takt som sysselsättningen (se diagram 34).²⁰ Antalet sysselsatta ökade med 1,9 procent 2001 medan antalet personer i arbete enbart ökade med 1,1 procent. Frånvaron ökade således, huvudsakligen till följd av ökad sjukfrånvaro. Medelarbetstiden utvecklades negativt under 2001 bl.a. till följd av den tilltagande frånvaron, men även som ett resultat av ett minskat övertidsuttag och en minskad "vanligen arbetad tid".²¹ Vissa löneavtal innehåller arbetstidsförkortningar under såväl 2001 som 2002 och 2003. Utvecklingen mot lägre medelarbetstid väntas avstanna de kommande åren främst till följd av ett ökat övertidsuttag när konjunkturen åter vänder upp.

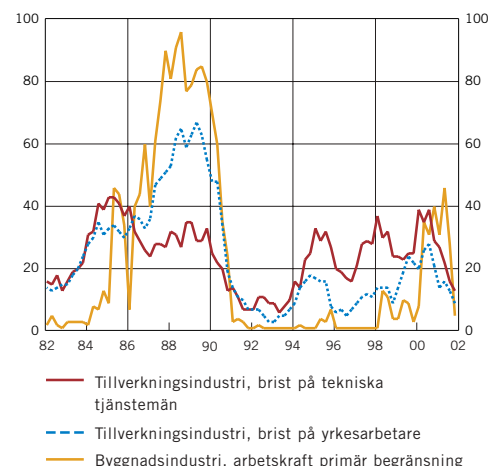
Produktivitetstillväxten var under 2001 svag, vilket är normalt i den då rådande konjunkturfasen. Inom de varuproducerande delarna av näringslivet uppgick produktivitetstillväxten till 1,6 procent under 2001. Betydligt svagare var emellertid utvecklingen inom de tjänsteproducerande delarna av näringslivet, där sysselsättningstillväxten varit betydande. Den uppmätta produktivetsutvecklingen var där t.o.m. negativ. När konjunkturen vänder uppåt bör det således finnas viss ledig kapacitet att utnyttja inom företagen. Produktiviteten i hela ekonomin bedöms därför kunna utvecklas mer normalt framöver.

En förklaring till varför den genomsnittliga arbetsproduktiviteten i allmänhet följer ett procykliskt mönster är förekomsten av s.k. labour hoarding. I inledningsfasen av en konjunkturedgång, då efterfrågan i ekonomin börjar att falla, svarar företagen vanligtvis med att anpassa arbetstiden, t.ex. genom att minska övertidsuttaget. Först i ett senare skede blir normalt personalminskningar av betydelse. Det beror på att företagens arbetskraftskostnader inte enbart består av lön utan även av fasta kostnader för exempelvis rekrytering och utbildning. Detta är troligtvis vanligare inom kunskapsintensiva sektorer med högutbildad arbetskraft som t.ex. vissa tjänstesektorer. Sysselsättningsförändringar tenderar även att släpa efter förändringar i produktionen, helt enkelt därför att det tar tid att avskeda och anställa arbetskraft. Därtill kommer att möjligheterna att variera arbetstiden ökat un-

20 Sysselsatta exklusive frånvarande.

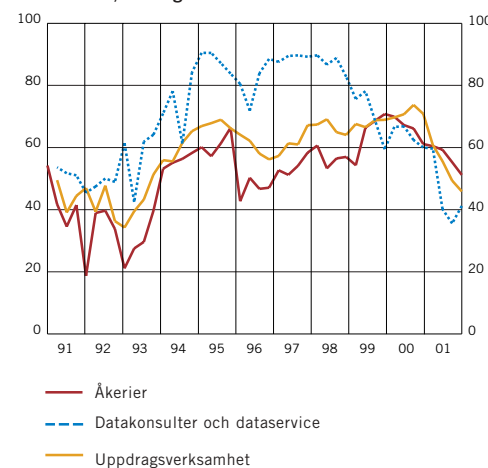
21 Den överenskomna arbetstiden mellan arbetstagare och arbetsgivare.

Diagram 32. Bristtal i tillverknings- och byggnadsindustrin. Procent



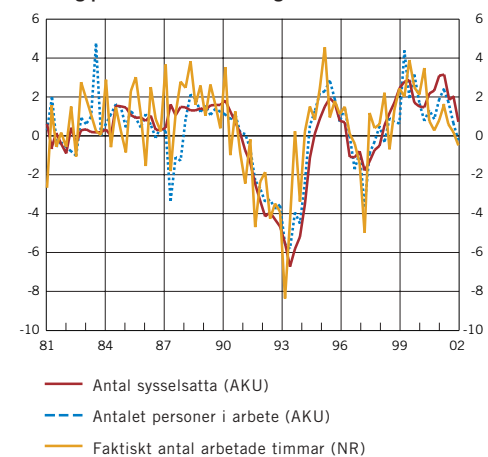
Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 33. Andel företag med fullt kapacitetsutnyttjande inom vissa tjänstesektorer. Procent, säsongrensat



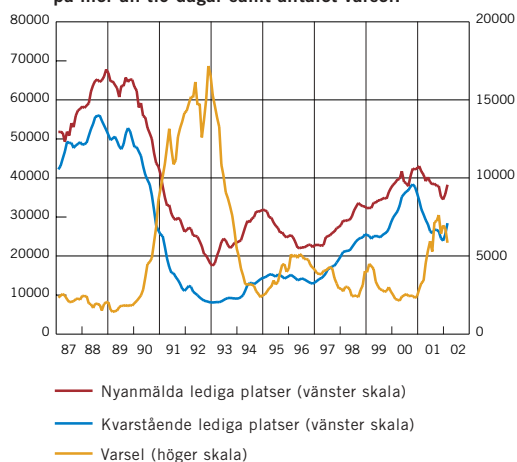
Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 34. Antalet sysselsatta, i arbete och faktiskt arbetade timmar. Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

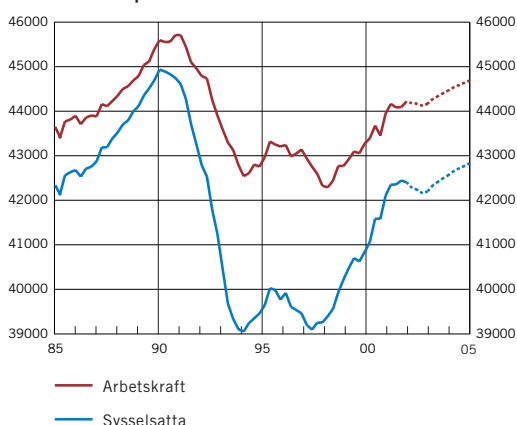
Diagram 35. Antalet kvarstående och nyanmälda lediga platser med en varaktighet på mer än tio dagar samt antalet varsel.



Anm. Serierna är säsongrensade och uttryckta som tre månaders glidande medelvärde.

Källa: AMS.

Diagram 36. Arbetskraftsutbud och sysselsättning. 100-tals personer



Anm. Serierna är säsongrensade. Prognos 2002-2004.

Källor: SCB och Riksbanken.

der senare år, i synnerhet inom industrin. De ingångna löneavtalen har bl. a. inneburit att arbetsgivarna har fått ett ökat inflytande över arbetstidernas förläggning. Med en ökad arbetstidsflexibilitet kan arbetsgivarna i större utsträckning än tidigare välja att reducera den genomsnittliga arbetstiden istället för genomsnittligt antal anställda.

Sysselsättningen minskar marginellt i år, men fortsatt stramt på arbetsmarknaden.

Arbetsmarknaden väntas komma att försvagas något under innevarande år. Antalet nyanmälda lediga platser till landets arbetsförmedlingar minskade under hösten samtidigt som antalet varsel om uppsägningar ökade. Närmare hälften av varslen under 2001 berörde tillverkningsindustrin. De senaste månaderna tycks emellertid denna utveckling ha brutits (se diagram 35). Konjunkturinstitutets senaste kvartalsbarometer visar fortfarande att flertalet industribranscher räknar med att minska sysselsättningen framöver. Antalet varsel har även ökat, om än från en låg nivå, inom de privata tjänstebanscher och då huvudsakligen inom bank, försäkring och uppdragssektorn.

De försämrade arbetsmarknadsutsikterna väntas även bidra till att tillväxten i arbetskraftsutbudet avstannar. De latent arbetsökande väntas öka samtidigt som arbetskraftsutbudet bland de studerande minskar.²² Vidare förväntas ett högt deltagande i arbetsmarknadspolitiska program. Även den arbetsföra befolkningens åldersstruktur, med en stark tillväxt i de yngre och äldre ålderskategorierna, kan medföra att antalet studerande, långvarigt sjuka och förtidspensionerade ökar.

Sammantaget förväntas sysselsättningen minska marginellt och arbetslösheten stiga något under innevarande år. Sysselsättningsutvecklingen förväntas bli något svagare 2002 än vad som antogs i föregående inflationsrapport till följd av lägre efterfrågan. Sysselsättningen väntas emellertid åter öka och arbetslösheten minska under 2003 och 2004 (se diagram 36). Under hela prognosperioden väntas antalet offentligt anställda öka. De privata tjänsterna väntas inte bidra nämnvärt till sysselsättningsstillväxten under innevarande år. Industrins och byggsektorns bidrag förväntas bli negativt. I dessa båda sektorer väntas dock en återhämtning under 2003. I jämförelse med tidigare avmattningar ter sig den prognosticerade uppgången i arbetslösheten under innevarande år som liten. Arbetsmarknadsläget väntas därmed fortsätta att vara förhållandevis stramt de närmaste åren.

Lönerna ökar mer än tidigare väntat.

Den lönestatistik som kommit in sedan senhösten visar att det genomsnittliga löneutfallet under fjolåret blivit högre än väntat. För flertalet grupper på arbetsmarknaden steg löneökningstakten under 2001. Det gäller såväl byggnadsarbetare, kommunalt anställda, arbetare och tjänstemän inom parti- och detaljhandel som

²² Latent arbetssökande är personer som vill och kan arbeta men som inte sökt arbete.

hotell och restaurang. I vissa andra avtalsområden var däremot löneutvecklingen svagare 2001 än året innan, exempelvis för arbetare inom industrin. Sammantaget speglar skillnaderna i löneutveckling relativt väl utvecklingen på de olika delarna av arbetsmarknaden. Den genomsnittliga löneökningstakten för 2001 bedöms bli 4,3 procent.

I år förväntas löneökningstakten bli marginellt lägre än i följ. Dels var de flerårsavtal, som löper från och med 2001, något framtunga, dels har arbetsmarknadsläget försvagats något.²³ I år väntas avtal slutas för sammanlagt ca en halv miljon årsanställda, bl.a. inom transportsektorn, staten samt IT- och telekomsektorn. Dessa avtal kan komma att påverkas av att inflationen är hög och av att arbetsmarknaden fortfarande är stram. Löneökningstakten bedöms bli 4,0 procent i år, vilket är 0,5 procentenheter högre än i föregående rapport (se tabell 8).

Under 2003 och 2004 antas arbetsmarknadsläget successivt förbättras. Samtidigt bedöms inflationen bli lägre. Det finns emellertid en risk för att relativt höga löneutfall för vissa löntagargrupper kan leda till kompensationskrav från andra grupper och sammantaget väntas löneökningstakten stiga något. I genomsnitt bedöms löneökningarna under 2003 och 2004 uppgå till 4,1 respektive 4,3 procent. Detta är en löneökningstakt som framstår som hög i förhållande till den produktivitetsutveckling som det finns anledning att räkna med de närmaste åren.

Prognosrevideringarna för löne- och produktivitetsutvecklingen innebär att tillväxten av enhetsarbetskostnaderna – som har en avgörande betydelse för inflationstrycket – bedöms bli något högre jämfört med föregående inflationsrapport. Antagandena om – en i takt med att konjunkturen repar sig – bättre produktivitetstillväxt bidrar dock till att dämpa utvecklingen av enhetsarbetskostnadstillväxten under prognosperioden.

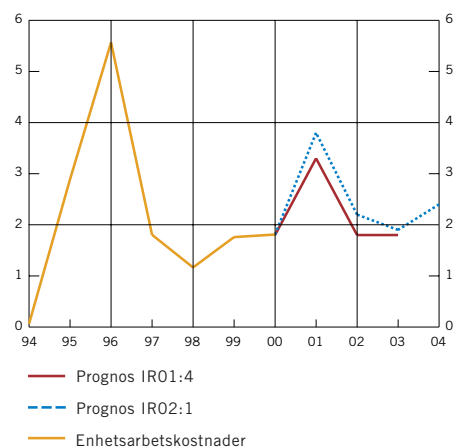
Tabell 8. Arbetsmarknadsprognos i huvudscenariot för hela ekonomin. Årlig procentuell förändring

	2000	2001	2002	2003	2004
Nominallön	3,6	4,3	4,0 (3,5)	4,1 (3,6)	4,3
Arbetsproduktivitet	2,1	0,7	1,8 (1,7)	2,2 (1,8)	1,9
Enhetsarbetskostnader	1,9	3,8	2,2 (1,8)	1,9 (1,8)	2,4
Antal sysselsatta	2,2	1,9	-0,4 (-0,2)	0,6 (0,4)	0,7
Arbetade timmar	1,5	0,5	-0,2 (0,0)	0,8 (0,6)	0,7
Öppen arbetslöshet, procent av arbetskraften	4,7	4,0	4,4 (4,4)	4,3 (4,3)	4,2
Arbetsmarknadspolitiska program, procent av (korrigerad) arbetskraft	2,5	2,5	2,5 (2,3)	2,3 (2,1)	2,1

Anm. Prognos 2002-2004. Bedömningen från föregående inflationsrapport inom parentes.

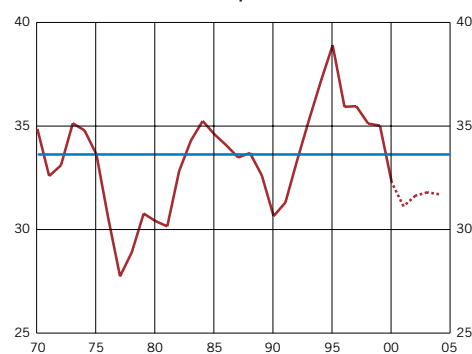
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 37. Utveckling av enhetsarbetskostnader för hela ekonomin. Procent



Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

Diagram 38. Vinstandel i ekonomin, procent. Andel av BNP till faktorpris.



Anm. Den horisontella linjen avser det historiska medelvärdet 1970 - 2000. Prognos 2001-2004.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

²³ Med framtunga avtal avses avtal som ger relativt höga avtalsmässiga löneökningar i början av avtalsperioden.

Vinstandelen i näringslivet har fallit sedan mitten av 1990-talet (se diagram 38).²⁴ Denna utveckling fortsatte under 2001, när produktiviteten i näringslivet ökade med endast 0,4 procent samtidigt som lönerna bedöms ha ökat med 4,2 procent. Det här är en utveckling som pressat ned vinstandelarna. Företagens förmåga att stå emot kostnadsstegringar är förstås mindre när vinstandelen är låg. När enhetsarbetskostnaderna nu väntas stiga något mer än i tidigare bedömningar väntas det slå igenom i prisutvecklingen. Även om vinstandelen antas stiga något 2002 och 2003 beräknas den vara låg i ett historiskt perspektiv.

24 Driftsöverskott brutto, dvs. före avdrag för kapitalförslitning, som andel av förädlingsvärde till faktorpris.

PERSPEKTIV PÅ ÅTERHÄMTNINGEN

Hur och när återhämtningen av efterfrågeutvecklingen kommer till stånd är en nyckelfråga för utformningen av penningpolitiken. Det kan därför finnas skäl att försöka jämföra den återhämtning som antas inträffa under 2002 med tidigare erfarenheter.

Sedan 1970 har den svenska ekonomin, som framgår av diagram R11, genomgått fem avmattningar (1971, 1977, 1981, 1993 samt 1997).²⁵ Avmattningar brukar karakteriseras av att en lång rad olika ekonomiska variabler rör sig i ett gemensamt mönster och att aktivitetsnivån avviker från den långsiktiga trenden under en längre tidsperiod, vilket också präglade dessa perioder.²⁶

HISTORISKA MÖNSTER

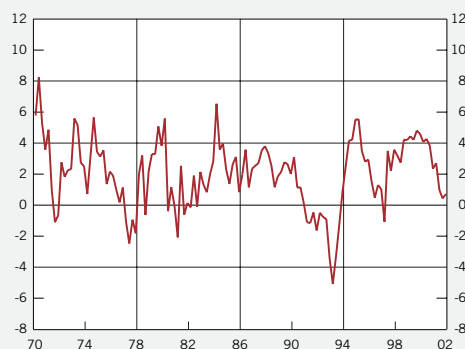
Konjunktursvackorna under de tre senaste decennierna skiljer sig åt både vad gäller orsakssammanhang och förlopp.²⁷ Det är därför inte förvånande att konjunktur-

25 Åren 1974 och 1985-86 förelåg det vissa avmattningstecken. Eftersom nedgångarna vid dessa tillfällen inte karaktäriserades av att tillväxten varaktigt avvek från trenden (BNP ökade med 3,3 respektive 2,0 procent 1974 och 1985-86) eller att flera viktiga BNP-komponenter påverkades har dessa tillfällen inte inkluderats i jämförelsen (1974 var konsumtionstillväxten mycket stark och arbetslösheten minskade medan industriproduktion, nettoexport och investeringar dämpades. 1985-86 var konsumtionen stark och arbetslösheten minskade, medan industriproduktion och nettoexport dämpades).

26 Exempelvis Diebold, F. X. & Rudebusch, G. D., (2001), "Five Questions about the Business Cycles", *FRBSF Economic Review*, s. 1-15, Bergman, M., Bordo, M., & Jonung, L., (1998), "Historical Evidence on Business Cycles: The International Experience", i Fuhrer, J. C. & Schuh, S., (ed), *Beyond Shocks: What Causes Business Cycles?* *FRBB Conference Series* nr. 42, Espinosa-Vega, M., A. & Gau, J-T., (2001), "On Business Cycles and Countercyclical Policies", *FRBA Economic Review*, nr 4, s. 1-11, Perry, G. L. & Schultze, C., L., (1993), "Was this recession different? Are they all different?", *Brookings Papers on Economic Activity*, s. 145-211, eller Zarnowitz, W., (1985), "Recent work on Business Cycles in Historical Perspective: A review of Theories and Evidence", *Journal of Economic Literature*, vol 23, s. 523-581.

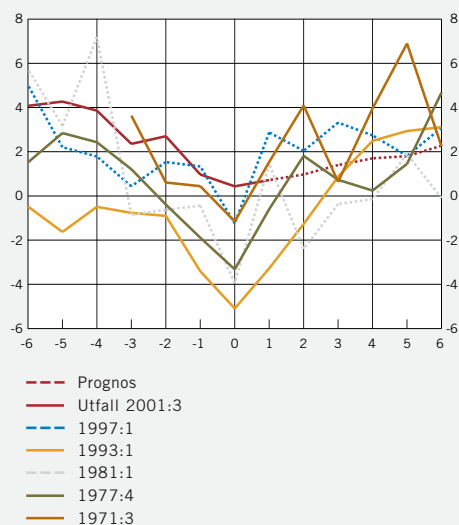
27 En diskussion kring konjunkturutvecklingen i Sverige finns i exempelvis Englund, P., Persson, T., Svensson, L., E., O., (1992), "Swedish business cycles: 1861-1988", *Journal of Monetary Economics*, vol 30, s 343-371, Englund, P., Vredin, A., & Warne, A., (1994), "Macroeconomic Shocks in an Open Economy: A common trends representation of Swedish Data, 1871-1990", i Bergström, V., & Vredin, A., *Measuring and Interpreting Business Cycles*, Clarendon Press, Finansdepartementet (2001), *Finans- och penningpolitiskt bokslut för 1990-talet*, bilaga 5 till prop. 2000/01:100, Hassler, J., Lundvik, P., Persson, T., Söderlind, P., (1994), "The Swedish business cycle: Stylised facts over 130 years", i Bergström, V., & Vredin, A., *Measuring and Interpreting Business Cycles*, Clarendon Press, Jonung, L., *Med backspeglarna som kompass - om stabiliseringspolitiken som läroprocess*, Ds 1999:9, Lindbeck, A., (1998), *Det svenska experimentet*, SNS-förlag eller Vredin, A., (1991), "Vad är konjunkturcykeln?", i Bergman, L., m.fl., *Ekonomi och samhälle 2: Ekonomisk tillväxt och utveckling*, SNS-förlag. Som underlag har även konjunkturinstitutets rapporter om konjunkturläget 1970-2000 utnyttjats.

Diagram R11. BNP-tillväxt i Sverige 1970-2001.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R12. BNP-tillväxt i Sverige sex kvartal före och efter en konjunkturbotten.
Årlig procentuell förändring



Anm. Diagrammet visar tillväxttakter kvartalen före och efter det kvartal som anger konjunkturbotten - se beskrivningen till respektive kurva. Prognosen avser säsongrensad serie.

Källa: Riksbanken.

Tabell R4. Konjunkturedgången 1971.

	Topp	Botten	Trend	Topp
BNP, å/å %	-4	71:3	+2	+6
Privat kons., å/å %	-4	71:1	+2	+4
Investeringar, å/å %	-4	71:2	+2	+3
Nettoexport, bidr. %	—	70:1	+4	+4
Arbetslöshet, nivå	-7	72:1	+8	+13
Inflation, %	-5	72:1	+6	+20
Real eff. växl., å/å %	—	71:3	+8	+10

Källa: Riksbanken.

Tabell R5. Konjunkturedgången 1977.

	Topp	Botten	Trend	Topp
BNP, å/å %	-11	77:4	+2	+7
Privat kons., å/å %	-8	77:4	+4	+6
Investeringar, å/å %	-8	76:1	+2	+3
Nettoexport, bidr. %	-11	75:3	+7	+9
Arbetslöshet, nivå %	-10	78:3	+3	+6
Inflation, %	-4	79:1	+3	+7
Real eff. växl., å/å %	-5	76:1	+2	+3

Källa: Riksbanken.

Tabell R6. Konjunkturedgången 1981.

	Topp	Botten	Trend	Topp
BNP, å/å	-4	81:1	+7	+11
Privat kons., å/å %	-2	80:4	+5	+24
Investeringar, å/å %	-7	81:4	+4	+10
Nettoexport, bidr. %	-6	79:2	+5	+7
Arbetslöshet, nivå %	-7	78:3	+3	+7
Inflation, %	-7	80:4	+4	+20
Real eff. växl., å/å %	-12	83:1	+4	+5

Källa: Riksbanken.

Tabell R7. Konjunkturedgången 1993.

	Topp	Botten	Trend	Topp
BNP, å/å %	-21	93:1	+4	+8
Privat kons. å/å %	-24	93:1	+5	+7
Investeringar, å/å %	-18	93:4	+3	+7
Nettoexport, bidr. %	-15	89:4	+4	+10
Arbetslöshet, nivå %	-17	93:3	+18	+31
Inflation, %	-11	90:3	+4	+8
Real eff. växl., å/å %	-18	93:3	+5	+9

Källa: Riksbanken.

Tabell R8. Konjunkturedgången 1997.

	Topp	Botten	Trend	Topp
BNP, å/å %	-6	97:1	+1	+10
Privat kons., å/å %	-2	97:1	+1	+14
Investeringar, å/å %	-6	97:1	+4	+6
Nettoexport, bidr. %	-3	96:1	+1	+6
Arbetslöshet, nivå %	-9	97:1	+4	+15
Inflation, %	-7	97:1	+2	+3
Real eff. växl., å/å %	-6	97:2	+4	+4

Källa: Riksbanken.

cykler inte uppvisar något enkelt cykliskt mönster som mekaniskt upprepas. Det är inte heller samma delar av BNP som svarar för de olika nedgångarna. Att det endast inträffat fem nedgångar under den period som studeras och att det samtidigt skett betydande förändringar av inriktningen på stabiliseringspolitiken och i ekonomins funktionssätt gör det också vanskligt att dra slutsatser med bäring på framtiden.

I tabellerna R4 till R9 beskrivs förloppen vid de avmattningar som här studeras. Med utgångspunkt från konjunkturbotten anges antalet kvartal mellan olika delar av konjunkturförloppet (- och + anger före eller efter). Tidsangivelserna mellan topp och botten anges utifrån varje variabel (i tabellen anges exempelvis antalet kvartal från investeringstoppen till investeringsbotten utifrån investeringscykeln och inte från BNP-botten). Med topp avses det kvartal då tillväxttakten, mätt som förändring jämfört med samma kvartal året innan, var som högst under perioden före eller efter avmattningen och med botten det kvartal då tillväxten var lägst.²⁸ Kolumnen för trend avser hur länge, mätt i antalet kvartal, det dröjt innan BNP, konsumtion, investeringar m.m. åter uppnått den genomsnittlig tillväxttakt 1970-98.²⁹

I de fem avmattningarna har tillväxten under det kvartal då efterfrågeutvecklingen varit svagast legat på i genomsnitt -2,5 procent jämfört med samma kvartal året innan (-1,7 procent om 1993 exkluderas). Avmattningarna har också uppvisat flera kvartal med negativ tillväxttakt (som mest 11 kvartal 1993 och som minst 1 kvartal 1997). I genomsnitt har en konjunkturedgång i Sverige sedan 1970-talet haft fyra kvartal med negativ tillväxttakt (2,5 kvartal om 1993 exkluderas).

En jämförelse av hur de viktigaste BNP-komponenterna utvecklats under dessa konjunkturförlopp visar att nettoexporten vid flera tillfällen inlett uppgången (1971, 1977, 1981, 1993, 1997), ofta flera kvartal innan BNP-tillväxten nått sin botten. Vid samtliga av dessa tillfällen bidrog en försvagning av växelkursen till att efter-

28 Konjunkturtopp och -botten kan även definieras på andra sätt, exempelvis uttryckt som outputgap eller förändring av outputgap. För att möjliggöra jämförelser med Riksbankens prognoser för 2002-2003 karaktäriseras avmattningar här utifrån icke-trendjusterade serier. För arbetslöshet anges konjunkturtoppen som den tidpunkt då arbetslösheten som andel av arbetskraften var lägst och som botten det kvartal då den var som högst.

29 För nettoexporten definieras trend som genomsnittligt bidrag till BNP-tillväxten 1970-98. För arbetslöshet, inflation och real effektiv växelkurs avser trenden genomsnittet för de senaste 12 kvartalen.

frågan stärktes. Devalveringarna inföll emellertid samtidigt som eller t.o.m. senare än BNP-botten och därtill efter det att botten för nettoexporten passerats.

Konsumtionen och BNP följer ungefär samma mönster (1971, 1977, 1993, 1997), men medan konsumtionen gav ett starkt bidrag till tillväxten efter nedgångarna 1971, 1977, och 1997 var bidraget mindre efter 1981 och 1993. Investeringar uppvisar ett mindre tydligt mönster, men har vid några tillfällen reagerat med en längre eftersläpning (1981, 1993 och 1997). Bidraget till återhämtningen från investeringarna var som starkast efter nedgångarna 1970 och på 1990-talet, men svagare vid de övriga tillfällena.

Inflationen har vid flera tillfällen nått sin lägsta ökningstakt ca ett halvt till ett år efter att konjunkturbotten för BNP inträffat (1971, 1977 och 1981). I övrigt uppvisar inte inflationen återkommande mönster, sannolikt bl.a. till följd av att politiken i detta avseende har förändrats påtagligt.

Flera av de konjunkturedgångar som följt efter perioder som karaktäriseras av allvarliga obalanser som försämrad konkurrenskraft för exportindustrin, hög inflation, bytesbalansunderskott och budgetunderskott har naturligt nog blivit mer allvarliga (1977, 1981 och 1991).

Avvikelsena från det ”normala” mönstret kan vara stora. Exempelvis var konsumtionen och investeringarna starka 1971, medan nettoexporten då förblev svag. Uppgången efter krisen i början av 1980-talet varade under hela decenniet. Efter krisen 1993 dröjde det ovanligt lång tid innan konsumtionen återhämtade sig, bl.a. till följd av att såväl finans- som penningpolitiken länge var starkt åtstramande.

Vid flertalet nedgångar, med kriserna 1981 och 1993 som undantag, har BNP- och konsumtionsutvecklingen förhållandevis snabbt återgått till den långsiktiga trenden. Vid några tillfällen dröjer det inte mer än ett till två kvartal efter konjunkturbotten innan tillväxten åter ligger i linje med det långsiktiga genomsnittet (1971, 1977 och 1997).

ÅTERHÄMTNINGEN 2002

Den konjunkturuppgång som i huvudscenariot antas komma till stånd under 2002 har vissa karaktärsdrag gemensamt med tidigare återhämtningar. Prognosen innebär att konjunkturbotten för BNP och konsumtion inträffar ca sex kvartal efter föregående topp (1977, 1981 och 1997) och att nästa BNP-topp inträffar ca åtta

Tabell R9. Konjunkturedgången 2001.

	Topp	Botten	Trend	Topp
BNP, å/å %	-6	2001:4	+3	+8
Privat kons., å/å %	-5	2001:3	+2	+5
Investeringar, å/å %	-11	2002:3	+2	+8
Nettoexport, bidr. %	-4	2000:1	+2	+5
Arbetslöshet, nivå %	-4	2002:4	+1	+9
Inflation, %	-4	2002:3	+1	+7
Real eff. växl. å/å %	-4	2001:2	+4	+6

Källa: Riksbanken.

kvartal efter botten (1970, 1977, 1993 och 1997). Efter ca tre kvartal återgår tillväxten till det långsiktiga genomsnittet (1971, 1977 och 1997).

Samtidigt skiljer sig huvudscenariots uppgång i andra avseenden från tidigare återhämtningar. Det kanske mest avvikande draget är att både nedgången och uppgången väntas bli mer flack än det historiska mönstret. Under avmattningen 2001 antas tillväxten inte bli negativ under något kvartal. Tillväxten bottnar alltså på en högre nivå än de senaste lågkonjunkturerna. Detta beror inte på att tillväxten var högre före avmattningen eftersom tillväxttoppen (4,8 procent 1999:3) ligger något under genomsnittet för övriga BNP-toppar (1971:1, 1974:3, 1980:1, 1984:1, 1987:4, 1995:3 1999:3).

Den milda nedgången förklaras istället av att konsumtion, investeringar och nettoexport utvecklas mer gynnsamt än vad som varit fallet historiskt. Ett skäl till detta är att realräntorna varit påtagligt låga ur ett historiskt perspektiv.³⁰ Ett annat skäl är att den reala disponibla inkomsten ökar med 3,0 respektive 4,3 procent 2001 och 2002, vilket kan jämföras med att den föll 1981, 1993, 1997 och utvecklades mycket svagt 1971 och 1977. Detta beror till viss del på att bidraget till hushållens köpkraft från finanspolitiken varit påtagligt, utan att snabbt växande budgetunderskott gjort hushållen oroliga för statsfinansernas utveckling på längre sikt, vilket var fallet vid flera tidigare nedgångar (1977, 1981, 1991). Arbetsmarknadsläget genomgår inte heller någon påtaglig försämring i samband med denna konjunkturedgång bl.a. tack vare den starka sysselsättningsutvecklingen i de inhemska sektorerna. Uppgången av arbetslösheten understiger 0,5 procent av arbetskraften, medan den i tidigare avmattningar genomsnitt ökat med två procent av arbetskraften (1,2 procent om 1993 exkluderas).

Investeringsnedgången motverkas av att det generella efterfrågebortfallet är begränsat. Till detta kommer att investeringar i vissa sektorer, bl.a. infrastruktur för telekommunikation, bostäder och inom tjänstesektorn, i prognosen antas utvecklas gynnsamt framöver. Vid denna nedgång baseras prognosen på antagandet att investeringarna inte fortsätter att mattas ett till två kvartal efter BNP-botten, vilket är en avvikelse från några tidigare avmattningar.

Utvecklingen av växelkursen och nettoexporten är också starkt avvikande från det historiska mönstret. Vid

30 En jämförelse med 1970-talet och 1980-talet försvåras av att räntemarknaden var reglerad och skattesystemet annorlunda. Det föreligger inte heller jämförbara serier för inflationsförväntningar.

denna avmattning inträffade växelkursförsvagningen ovanligt tidigt i konjunkturcykeln. Vid tidigare nedgångar har botten för växelkursen, mätt som förändring av den reala effektiva växelkursen, inträffat samtidigt som eller fler år efter BNP-botten (1971, 1981, 1993 och 1997), medan den maximala kronförsvagningen nu inträffade två kvartal före BNP-botten. Det kan ha bidragit till att nettoexporten bottnade på en påtagligt högre nivå än i tidigare avmattningar, trots att växelkursförsvagningen under 2001 var mindre än vid tidigare nedgångar.

Samtidigt ter sig också den förväntade konjunkturuppgången 2002-2003 som förhållandevis försiktig. Tillväxten når en topp på strax över tre procent mot slutet av 2003. Uppgången är framför allt driven av den inhemska efterfrågan. Den förväntade konjunkturuppgången 2002-2003 karaktäriseras av att konsumtionen normaliseras samtidigt som lagercykeln ger ett positivt BNP-bidrag och att investeringarna tar fart. En faktor som verkar återhållande är bl.a. att kronan dels försvagats mindre än vid tidigare lågkonjunkturer, dels antas appreciera under återhämtningsfasen. Apprecieringen som antas ske under 2002 och 2003 är också större än vid flera tidigare konjunkturuppgångar (1971, 1977, 1981 och 1997).

Att den pågående avmattningen bedöms bli mindre markant än vad som varit vanligt under de senaste decennierna hänger i hög grad samman med att den ekonomiska politiken denna gång haft en stabiliserande inverkan. De reala räntorna har varit låga, kronan försvagades på ett tidigt stadium i nedgången och samtidigt har finanspolitiken varit expansiv. Till bilden hör också att nedgången inletts med vikande utländsk efterfrågan och att den svenska ekonomin mött denna nedgång utan påtagliga obalanser i termer av skuldsättning hos allmänheten, underskott i den offentliga sektorn eller långvarig försämring av konkurrenskraften. Mot denna bakgrund har hushållen och företagen inte haft anledning att fundamentalt revidera sin syn på den framtida utvecklingen för inkomster och vinster eller på ekonomins funktionssätt. Därmed har också mer självstabiliserande krafter i ekonomin som hushållens sparande eller de automatiska stabilisatorerna i de offentliga finanserna, kunnat motverka konjunktursvängningen.

Diagram R13. Korrelation mellan BNP-komponenter i konjunkturcykeln. Årlig procentuell förändring 1993-2001

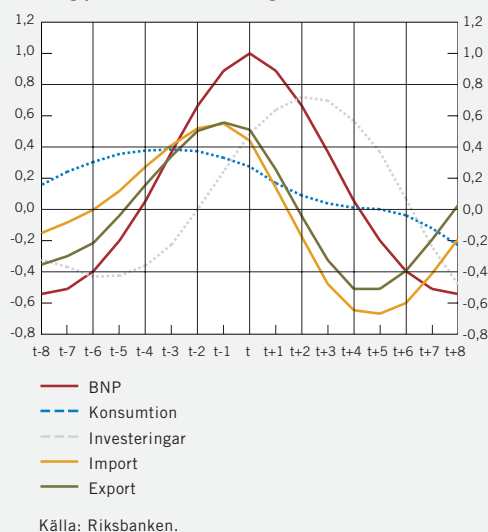
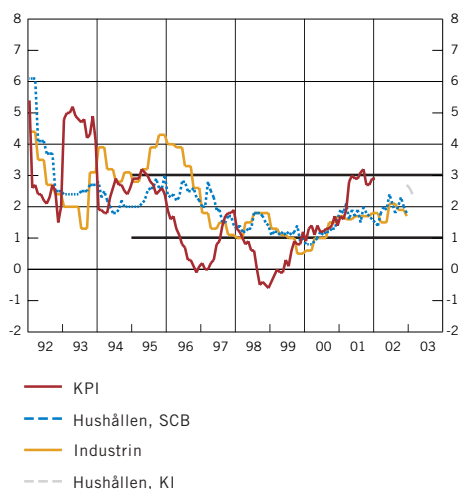


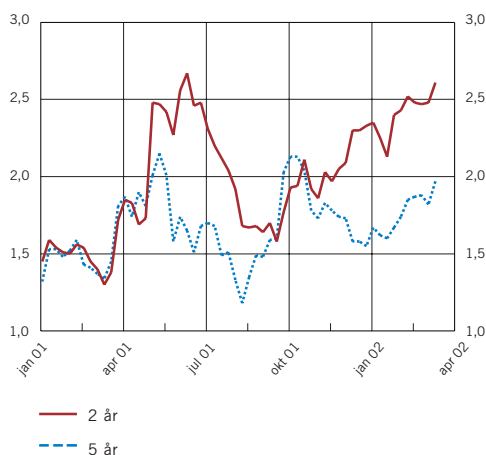
Diagram 39. Faktisk inflation (KPI) samt hushållens och industrins inflationsförväntningar.
Procent



Anm. Kurvorna har förskjutits framåt 12 månader för att motsvara den tidpunkt som inflationsförväntningarna avser.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 40. Inflationsförväntningar på två och fem års sikt enligt implicita terminräntor.
Procent



Källa: Riksbanken.

Inflationsförväntningar

Inflationsförväntningarna bland hushåll och företag är en viktig faktor i Riksbankens penningpolitiska analys eftersom dessa påverkar pris- och lönebildningen och därmed inflationen. Förändringar av inflationsförväntningarna kan påverkas av en rad olika faktorer, bl.a. Riksbankens signalering om den framtida penningpolitiken.

Fortsatt splittrad bild av inflationsförväntningarna.

Av Konjunkturinstitutets senaste konjunkturbarometer i januari framgår att industriföretagen justerade ned sina inflationsförväntningar på ett års sikt med 0,2 procentenheter till 1,7 procent (se diagram 39). Tjänstesektorns inflationsförväntningar var emellertid oförändrade på 1,8 procent. Inflationsförväntningarna enligt konjunkturbarometern är därmed fortfarande i linje med inflationsmålet.

Hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt har justerats ned med 0,2 procentenheter till 2,4 procent mellan januari och februari 2002 (se diagram 39).³¹ Därmed har hushållens inflationsförväntningar sjunkit två månader i rad.

Prosperas senaste undersökning visar att samtliga tillfrågade grupperns inflationsförväntningar, både på kort och lång sikt, i det närmaste är oförändrade jämfört med föregående undersökning i november 2001 (se tabell 9). Förväntningarna hos penningmarknadens aktörer ligger kvar på strax över inflationsmålet för samtliga tidshorisonter medan förväntningarna hos övriga aktörer är drygt 0,5 procentenheter över målet.

31 På grund av ny mätmetod från årsskiftet 2001/2002 är det svårt att jämföra hushållens nya inflationsförväntningar enligt Konjunkturinstitutet med tidigare inflationsförväntningsserie från SCB. Enligt Konjunkturinstitutet är nivåskiftet sannolikt en metodeffekt som kommer att undersökas närmare under 2002.

Tabell 9. Förväntad inflationstakt enligt Prosperas undersökning i mars 2002, där inte annat anges.

Årlig procentuell förändring av KPI

Förväntad inflationstakt om 1 år

Penningmarknadens aktörer	2,3	(0,1)
Arbetsgivarorganisationer	2,6	(-0,2)
Arbetsstarorganisationer	2,8	(-0,1)
Inköpschefer handel	2,6	(-0,1)
Inköpschefer industri	2,7	(0,0)
Hushåll (HIP) i februari (januari)	2,4	(-0,2)
Industriföretag (Barometern) i januari (oktober)	1,7	(-0,2)
Tjänsteföretag (Barometern) i januari (oktober)	1,8	(0,0)

Förväntad inflationstakt om 2 år

Penningmarknadens aktörer	2,2	(0,0)
Arbetsgivarorganisationer	2,5	(-0,1)
Arbetsstarorganisationer	2,7	(0,0)
Inköpschefer handel	2,7	(0,1)
Inköpschefer industri	2,7	(0,0)

Förväntad inflationstakt om 5 år

Penningmarknadens aktörer	2,1	(0,0)
Arbetsgivarorganisationer	2,3	(-0,1)
Arbetsstarorganisationer	2,6	(0,1)
Inköpschefer handel	2,5	(0,2)
Inköpschefer industri	2,6	(0,0)

Anm. Notera att Prospera, på Riksbankens begäran, nu presenterar förväntningarna i form av årlig procentuell förändring istället för, som tidigare, årsgenomsnitt. Föregående undersöknings resultat är omräknat till årstal och det är med dessa siffror jämförelse sker. Frågorna i undersökningen ställs emellertid på samma sätt som man gjort sedan 1995.

Källor: Konjunkturinstitutet, Prospera Research AB och SCB.

Marknadens prissättning, beräknad med hjälp av s.k. implicita terminsräntor, skiljer sig något från enkätundersökningarna och indikerar stigande inflationsförväntningar (se diagram 40). Inflationsförväntningarna på två års sikt är i nuläget ca 0,5 procentenheter högre jämfört med nivåerna vid tidpunkten för den föregående inflationsrapporten och ligger över inflationsmålet. Uppgången i terminsräntorna skedde främst när högre inflationsutfall publicerades. På fem års sikt är förväntningarna i linje med målet, vilket bl.a. indikerar förtroende för den ekonomiska politiken.

Avregleringar, politiska beslut och tillfälliga effekter

Det har inte inkommit några nya förslag om ändrade indirekta skatter och subventioner sedan föregående inflationsrapport. Bedömningen av effekterna på KPI från tidigare beslut är därför densamma som i decemberrapporten. Utfallen av tidigare beslutade skatteförändringar i januari var i stort sett i linje med tidigare bedömning. Den sänkta bokmomsen slog igenom i konsumentledet nästan fullt ut, priserna på böcker och populärtidskrifter föll med 13 respektive 10 procent mellan december och januari. Bidraget till KPI blev -0,13 procentenheter. Höjningen av elskatten i januari gav ett bidrag till KPI-inflationen med 0,1 procentenheter i januari.

Post- och Telestyrelsen (PTS) har beslutat att Telia ska sänka sina samtrafikavgifter i mobilnäten, dvs. den ersättning som utgår då operatörer trafikerar varandras nät, med ca 6 procent fr.o.m. 1 mars. Den beslutade sänkningen bedöms dämpa den inhemska inflationen med knappt 0,1 procentenheter.

EU-kommissionen har lämnat ett förslag om nya regler för bilförsäljningen då branschens nuvarande gruppundantag löper ut 30 september i år. Gruppundantaget innebär att överenskomelser mellan tillverkare och återförsäljare om ensamförsäljning och selektiv distribution har tillåtits eftersom de positiva effekterna för konsumenterna antogs överväga konkurrensnackdelarna. Kommissionen publicerade för drygt ett år sedan en utvärdering av bilgruppsundantaget där slutsatsen var att undantaget inte uppfyllt de mål som kommissionen satt upp, t.ex. att det rekommenderade priset vid försäljning av enskild bilmodell på den inre marknaden inte fick överstiga 12 procent av det lägsta priset.³² Dessutom försvårar gruppundantaget parallellimport och leder till högre priser för konsumenterna. Det nya förslaget från Kommissionen innehåller bl.a. åtgärder för att öka konkurrensen i återförsäljningsledet. Om priserna på nya och begagnade bilar exempelvis skulle falla med 5 procent till följd av att förslaget genomförs skulle effekten på KPI och UNDI_X bli ca -0,1 procentenheter.

Tabell 10. Bidrag till KPI-inflationen från indirekta skatter, subventioner och räntekostnader.
Procentenheter

	mars 2002	mars 2003	mars 2004
Indirekta skatter och subventioner	-0,3 (-0,3)	0,1 (0,1)	0,1
Räntekostnader egna hem	0,0 (-0,1)	0,2 (0,1)	0,3
Totalt	-0,3 (-0,4)	0,2 (0,2)	0,4

Anm. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport. I denna tabell beaktas endast direkta effekter av indirekta skatter och subventioner.

Källa: Riksbanken.

³² Kommissionen gör en prisstudie över prisskillnaderna på nya bilar före skatt inom EU två gånger per år. Den senaste studien publicerades i juli 2001 och visade att prisskillnaderna inom EU för små- och mellanstora bilar var ca 25-30 procent.

INFLATIONSPROGNOS MED STIGANDE REPORÄNTA — ETT RÄKNEEXEMPEL.

Marknadssprissättningen och analytikens uppfattning som de kommer till uttryck i enkätsvar ger i dagsläget en samlad bild av att reporäntan kommer att höjas framöver. Enligt marknadssprissättningen förväntas reporäntan på två års sikt vara något högre än de antaganden som ligger till grund för externa bedömares inflationsprognoser. Inflationsprognosen i Riksbankens huvudscenario görs som vanligt under antagande om konstant reporänta för att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitikens utformning. Mot denna bakgrund redovisas nedan ett räkneexempel baserat på en utveckling av reporäntan i linje med marknadsaktörernas förväntningar, enligt en enkät utförd av Prospera i februari 2002.

Enligt Prosperas enkät förväntas reporäntan vara oförändrad på 3,75 procent om tre månader, höjas till 4,25 procent på ett års sikt och ytterligare till 4,50 procent på två års sikt.³³ De korta marknadsräntorna antas i stort sett följa utvecklingen av reporäntan, medan genomslaget på de längre räntorna antas bli mindre. De korta räntorna bedöms bli ungefär 50 räntepunkter högre på ett års sikt och 75 räntepunkter högre på två års sikt än i huvudscenariot, medan effekten på långräntan begränsas i genomsnitt till ca 10 räntepunkter. Uppjusteringen av räntenivån bedöms också förstärka kronan något. Den effektiva kronkursen (TCW) bedöms således bli något starkare under prognosperioden i jämförelse med huvudscenariot.

En utveckling av reporäntan enligt marknadens förväntningar innebär således en mindre expansiv effekt av korta och långa räntor samt växelkurs på efterfrågan i ekonomin. Sammantaget bedöms räntornas och växelkursens effekt leda till en något lägre BNP-tillväxt under prognosperioden. Den något starkare växelkursen dämpar dessutom importpriserna (se tabell R12).

³³ Förväntan avser medianvärdet i enkäten. Enskilda penningmarknadsaktörer förväntar dock sig en höjning i samband med inflationsrapporten i mars.

Tabell R12. Inflationsprognos med en ränteutveckling enligt marknadens förväntningar.**Årlig procentuell förändring respektive procentenheter**

	Årsgenomsnitt 2002	Årsgenomsnitt 2003	Tolvmånaderstal mars 2003	Tolvmånaderstal mars 2004
KPI	2,3 (0,0)	2,4 (0,1)	2,3 (0,1)	2,3 (-0,1)
UNDIX	2,7 (0,0)	2,1 (-0,1)	2,1 (-0,1)	2,0 (-0,2)

Anm. Inom parentes anges skillnaden mellan denna prognos och inflationsutvecklingen i huvudscenariot med oförändrad reporänta.

Källa: Riksbanken.

På ett och två års sikt dämpas UNDI_X-inflationen något av ett lägre produktionsgap och en starkare växelkurs. KPI-inflationen blir dock något högre på ett års sikt och oförändrad på två års sikt vilket beror på att effekterna av det lägre produktionsgapet och den starkare växelkursen motverkas av effekten av högre räntekostnader för egnahem.

Underlag för utvärdering av penningpolitiken 1999-2001

Inledning

Detta appendix beskriver och utvärderar den penningpolitik som Riksbanken har fört under 1999-2001 i förhållande till målet att hålla inflationen mätt med KPI på 2 procent med en tolerans på +/- 1 procentenhet.

Syftet med appendixet är att ge ett underlag till den årliga utvärdering av penningpolitiken som riksdagens finansutskott gör. I inflationsrapporterna från mars de senaste två åren finns utvärderingar av inflationsutvecklingen under 1997-1999 respektive 1998-2000. Här sker motsvarande diskussion rörande perioden 1999-2001 främst med fokus på inflationen under 2001.

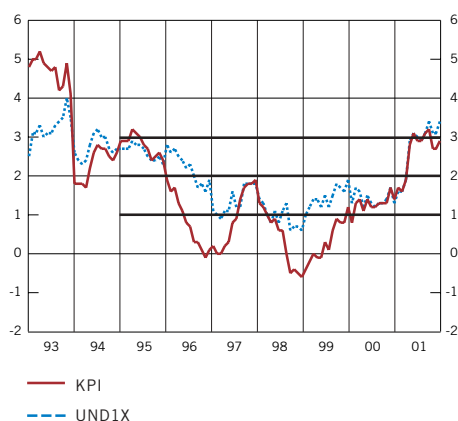
Mot bakgrund av att det normalt sett tar ca ett till två år innan styrränteförändringar får fullt genomslag på inflationen ligger fokus på de avvägningar och penningpolitiska beslut som gjordes under 1999-2000. Penningpolitiken som fördes under 2001 får i framtiden på samma vis relateras i första hand till inflationsutfallen 2002-2003.

Riksbankens mål är formulerat i termer av KPI. Under den aktuella utvärderingsperioden baserades penningpolitiken emellertid på en bedömning av UNDI_X-inflationen. UNDI_X-inflationen påverkas inte av hushållens räntekostnader för egnahem eller förändringar i indirekta skatter och subventioner. Även om dessa ofta har en betydande effekt på KPI har effekterna bedömts vara tillfälliga och i första hand gett upphov till engångsförändringar i prisnivån. Därmed bör de normalt sett tillmätas mindre betydelse vid penningpolitikens utformning.³⁴

Den handlingsregel som Riksbanken normalt använder kan, förenklat, beskrivas på följande sätt. Om inflationsprognosen, givet oförändrad reporänta, på ett till två års sikt överskrider (underskrider) 2 procent ska reporäntan normalt sett höjas (sänkas) för att inflationsmålet ska uppfyllas. Det bör dock betonas att regeln inte tillämpas mekaniskt. Ett exempel på detta är om temporära effekter på inflationen bedöms klinga av utan spridningseffekter till övriga priser eller inflationsförväntningar. Ett annat exempel är om en snabb återgång till inflationsmålet, när en större avvikelse inträffat, skulle vara förenad med stora makroekonomiska kostnader. Det kan också finnas skäl att tillmäta utvecklingen såväl före som efter målhorisonten på ett till två år en viss vikt.

34 Se PM, Riksbankens inflationsmål – Förtydliganden och utvärdering 1999-02-04, ärendebeteckning 1999-00351 DIR.

Diagram R17. Inflationen 1993-2001 mätt med KPI och UND1X. Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Riksbanken påverkar, något förenklat, övriga svenska marknadsräntor genom att ändra reporäntan. Via dessa marknadsräntor påverkas i sin tur den ekonomiska aktiviteten i ekonomin, t.ex. företagarnas investeringar och hushållens konsumtion, och därigenom i förlängningen också prisutvecklingen. Penningpolitiken kan också ha inflytande över inflationsutvecklingen via växelkursen, eftersom förändringar i växelkursen har effekter på efterfrågan och investeringar i framför allt den utrikeshandelsberoende delen av ekonomin, samt påverkar priserna på importerade varor och tjänster.

Syftet med toleransintervallet, på +/- 1 procentenhet, är i första hand att tydliggöra att avvikelser från målet är troliga. Samtidigt är intervallet ett uttryck för att Riksbanken har ambitionen att söka begränsa dessa avvikelser.

De inflationsprognoser, som vägleder penningpolitiken, är liksom andra prognoser, behäftade med osäkerhet. Utöver en bedömning av konjunktur- och inflationsutvecklingen i det s.k. huvudscenariot görs därför även regelbundet värderingar av osäkerheten i prognosen. I inflationsrapporterna illustreras detta bl.a. med ett osäkerhetsintervall med olika utfall för inflationen. Även osäkerheten och risken i bedömningen är av central betydelse för penningpolitiken. Om osäkerheten är ovanligt stor kan det t.ex. finnas större skäl till en försiktigare utformning av penningpolitiken.

Inflationen i förhållande till målet

Mellan 1970 och 1992 var den svenska inflationen ca 8 procent i genomsnitt per år, vilket var högt jämfört med omvärlden. Efter introduktionen av inflationsmålet har inflationen i genomsnitt hållit sig inom toleransintervallet. KPI och UND1X-inflationen var i genomsnitt 1,8 respektive 2,2 procent under 1993-2001. Sedan målet formellt sett börjat tillämpas i januari 1995 är motsvarande tal 1,3 respektive 1,8 procent.

Under 2001 uppgick KPI och UND1X-inflationen till i genomsnitt 2,6 respektive 2,8 procent (se diagram R17). Utfallen blev därmed i genomsnitt 0,6 respektive 0,8 procentenheter högre än målet på 2 procent.

Målavvikelsena reser flera viktiga frågor. Vilka prognoser gjorde Riksbanken under 1999-2000 som utgångspunkt för den penningpolitik som då fördes? Vilka resonemang om ekonomins utveckling var vägledande? Fanns det någon information som borde ha lett Riksbanken till en annan bedömning av inflationsutvecklingen och därmed en annan penningpolitik? Tabell R13 sammanfattar några nyckelprognoser tillsammans med de penningpolitiska beslut som fattades och diagram R18 visar prognosbanor för UND1X-inflationen under 1999-2000.

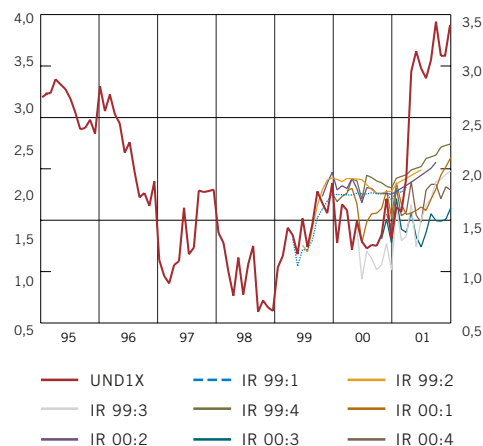
Tabell R13. Riksbankens penningpolitiska beslut och utvalda prognoser.

Besluts- tillfälle	Prognos UND1X- inflationen Huvudscenariot (årsgenomsnitt 2000 resp. 2001)	Prognos BNP-tillväxt Huvud- scenariot (1999, 2000 resp. 2001)	Osäkerhet i inflation- bedömningen	Riskjusterad prognos för inflationen (årsgenomsnitt 2000 resp. 2001)	Repo- räntenivå	Reporänte- förändring
1999-01-24					3,40	0
1999-02-11					3,15	-0,25
1999-02-25					3,15	0
1999-03-24	1,8 ; 1,8	2,1; 2,5; i.u.	Något större än normal	1,7 ; 1,6	2,90	-0,25
1999-04-08					2,90	0
1999-04-22					2,90	0
1999-05-06					2,90	0
1999-05-20					2,90	0
1999-06-02	1,8 ; 1,9	2,5; 3,0; 3,0	Något större än normal	1,8 ; 1,9	2,90	0
1999-06-17					2,90	0
1999-07-01					2,90	0
1999-08-12					2,90	0
1999-08-26					2,90	0
1999-10-05	1,8 ; 1,9	3,6; 3,8; 3,0	Normal	1,9 ; 2,0	2,90	0
1999-11-11					3,25	0,35
1999-12-08	1,8 ; 2,1	3,4; 3,7; 3,3	Normal	1,9 ; 2,2	3,25	0
2000-02-03					3,75	0,50
2000-03-22	1,6 ; 1,8	i.u.; 4,0; 3,5	Normal	1,6 ; 1,8	3,75	0
2000-05-04					3,75	0
2000-06-07	1,2 ; 1,6	i.u.; 4,3; 3,5	Normal	1,2 ; 1,7	3,75	0
2000-07-06					3,75	0
2000-08-16					3,75	0
2000-10-09	1,4 ; 1,5	i.u.; 4,0; 3,7	Normal	1,5 ; 1,7	3,75	0
2000-12-06	1,4 ; 1,7	i.u.; 3,9; 3,4	Större än normal	1,6 ; 2,1	4,00	0,25

Anm. Prognoser under perioden har endast publicerats i inflationsrapporter som utkommer fyra gånger per år medan frekvensen för penningpolitiska möten är högre (normalt sett åtta gånger per år). För motiveringar till repräntjusteringarna, se avsnittet "Vilka bedömningar vägledde Riksbankens penningpolitik 1999-2000?". Förkortning i.u. betyder ingen uppgift.

Källa: Riksbanken.

Diagram R18. Riksbankens UND1X prognoser och UND1X utfall. Årlig procentuell förändring



Anm. Prognoser före 1999 diskuteras i utvärderingen i inflationsrapporterna i mars 2000 respektive i mars 2001.
Källor: Riksbanken och SCB.

Vilka bedömningar vägledde Riksbankens penningpolitik 1999-2000?

Vid direktionens penningpolitiska sammanträde i februari och i mars 1999 bedömdes inflationsutsikterna motivera sänkningar av reporäntan med 0,25 procentenheter vid båda tillfällena. Inflationsprognoserna för UND1X på ett till två års sikt understeg Riksbankens mål något. Vid de penningpolitiska sammanträdena mellan april och oktober 1999 gjorde direktionen bedömningen att inflationsutvecklingen var i linje med målet.

Vid det penningpolitiska sammanträdet i november 1999 bedömde direktionen att nyinkommen information indikerade en marginellt högre inflation än prognosen i inflationsrapporten från oktober. I inflationsrapportens huvudscenariot antogs att UND1X inflationen om två år skulle bli 2,1 procent. Med beaktande av riskbilden bedömdes medelvärde bli 0,1 procentenheter högre. Uppåtrisen berodde på att bristsituationer på arbetsmarknaden riskerade att medföra högre löneutveckling och därmed högre inflation än i huvudscenariot. Direktionen bedömde att svensk ekonomi befann sig i en bred konjunkturuppgång med ett succes-

sivt stigande resursutnyttjande, vilket bedömdes innebära högre inflation än i inflationsrapporten. Mot denna bakgrund beslutade direktionen att höja reporäntan med 0,35 procentenheter. Samtidigt kommunicerades att några räntejusteringar inte var troliga vid nästkommande penningpolitiska sammanträde. Riksbanken ville undvika att spä på den osäkerhet som fanns på de finansiella marknaderna rörande IT-system m.m. inför millennieskiftet.

Vid det första penningpolitiska sammanträdet efter millennieskiftet konstaterades att import- och hemmamarknadspriserna ökat något mer än väntat under slutet av 1999. Direktionen bedömde därmed att de stigande producentpriserna kunde leda till ett något högre inflationstryck i ekonomin än i den närmast föregående inflationsrapporten. Det konstaterades även att oljepristutvecklingen det senaste året bidragit till uppgången i inflationen. Frågan restes om det rörde sig om utbudshocker, som bör tillmätas mindre betydelse för penningpolitikens utformning, eller om uppgången var orsakad av ett högre internationellt efterfrågetryck. Direktions sammantagna bedömning var att det inte helt gick att bortse från oljeprisets effekt på den allmänna pristutvecklingen. Den starka utvecklingen i USA föranledde dessutom en upprevidering av bedömningen av den amerikanska tillväxten, jämfört med inflationsrapporten. Direktions sammantagna bedömning var att penningpolitikens expansiva inriktning bidrog till att inflationen riskerade överskrida målet. Baserat på denna bedömning höjde direktionen reporäntan med 0,50 procentenheter.

Vid de penningpolitiska sammanträdena från mars till oktober 2000 valde direktionen, med stöd av den aktuella inflationsprognosen, att inte ändra reporäntan. Majoriteten av direktionsledamöterna ställde sig vid dessa tillfällen bakom bilden av en stabil och stark konjunkturuppgång i svensk ekonomi, där ekonomins lediga resurser alltmer tas i anspråk. Flera ledamöter underströk att detta talade för behovet att höja reporäntan i framtiden. I juliprotokollet konstaterades att löneutvecklingen var i linje med den senaste inflationsrapporten. Enligt augustiprotokollet ansåg direktionen att den statistik som inkommit sedan inflationsrapporten stödde bilden av en stark konjunkturuppgång, men att tillväxten för innevarande år eventuellt kunde bli något lägre än i tidigare bedömning, bl.a. beroende av den något svagare utvecklingen under första halvåret och den svaga utvecklingen på Stockholmsbörsen under andra kvartalet. Oktoberprotokollet framhåller också bilden av en stark inhemsk konjunkturuppgång. Att inflationsprognoserna inte blev högre förklaras av att direktionen då ansåg att graden av lediga resurser i ekonomin tycktes vara något större än vid tidigare bedömningar.

Hösten 2000 präglades av finansiell oro och mer dämpade internationella konjunkturutsikter. Vid det penningpolitiska sammanträdet i december 2000 konstaterade direktionen att nyinkommen statistik i väntad utsträckning bekräftade avmattningen i världskonjunkturen. Men det konstaterades samtidigt att oljepris- och växelkursutvecklingen nu utgjorde alltmer tydliga

uppåtrisker för inflationen under kommande år. Ett flertal av ledamöterna i direktionen ansåg även att löneutvecklingen utgjorde uppåtrisk, vilket endast i viss mån kunde motverkas av risken för en svagare konjunkturutveckling i utlandet. Den totala uppåtriskan på inflationen två år framåt bedömdes uppgå till ca 0,4 procentenheter, vilket medförde en riskjusterad UNDI_X-prognos på 2,3 procent, dvs. något högre än inflationsmålet. Direktionen beslutade mot denna bakgrund att höja reporäntan med 0,25 procentenheter.

Sammanfattningsvis präglades 1999-2000 av en stark utländsk och inhemsk konjunkturuppgång. Den starka utvecklingen i USA färgade synen på den utländska konjunkturen. Samtidigt lyfte direktionen fram att obalanserna i den amerikanska ekonomin innebar risker och att dessa vägdes in i bedömningarna för den svenska utvecklingen. Inte förrän hösten 2000 började det skönjas tecken på att amerikanska ekonomin var i en inbromsningsfas; de flesta prognosmakare började dock inte revidera ner sin syn på den amerikanska BNP-utvecklingen förrän våren 2001.

Samtidigt som den amerikanska ekonomin utvecklades starkt fram till slutet av 2000 så var prisutvecklingen – både i utlandet och i Sverige – dämpad. Den svenska kronan var svag under stora delar av perioden mätt i TCW-termer men den importerade inflationen var låg. Detta reste svåra frågor om både sambandet mellan graden av lediga resurser och inflationen och om växelkursens inverkan på inflationen, som direktionen hade att ta ställning till vid sina penningpolitiska överväganden. Vid upprepade tillfällen visade sig inflationen bli lägre än vad som tidigare prognosticerats. Utvecklingen föranledde direktionen att marginellt revidera sin syn på utväxlingen mellan tillväxt och inflation i vid mening i en mer positiv riktning. Så hade tidigare skett vid flera tillfällen sedan mitten av 1990-talet i ljuset av ny information om utvecklingen i den svenska ekonomin.

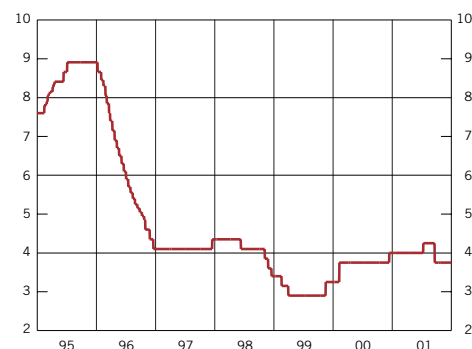
Sammantaget höjdes reporäntan från november 1999 fram till december 2000 med 1,1 procentenheter (se tabell R13 och diagram R19).

Utvärdering av prognosfelen för 2001

Under 2001 blev KPI och UNDI_X-inflationen ca 1 procentenhet högre än prognoserna för 2001 gjorda 1999 och 2000 baserade på det normala antagandet att reporäntan är konstant. Under perioden 1999-2000 har reporäntan justerats fem gånger (se tabell R13). Penningpolitikens utformning har, som nämnts ovan, baserats på en bedömning av inflationsutsikterna på ett till två års sikt i huvudscenariot. Därtill har även riskbilden vägts in i utformningen av penningpolitiken.

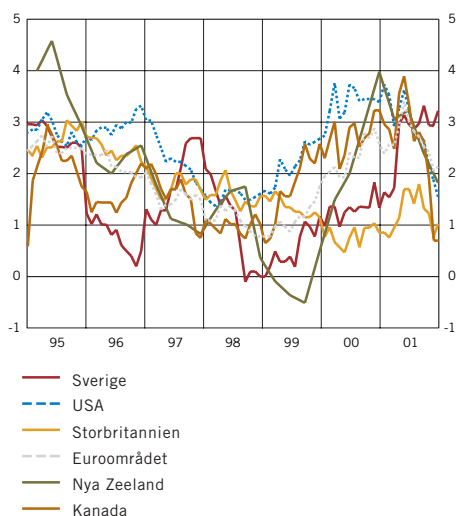
När inflationen överraskande steg mycket kraftigt under våren 2001 gjordes bedömningen att detta i stor utsträckning berodde på faktorer som var tillfälliga till sin karaktär, bl.a. orsakade av störningar av utbudskaraktär. Köttpriser steg kraftigt till följd av galna ko- och mul- och klövsjukan, vidare steg elpriser kraftigt delvis till följd av en normalisering efter de kraftiga prisfallen året

Diagram R19. Riksbankens reporänta. Procent



Källa: Riksbanken.

Diagram R20. Inflationsutvecklingen 1995-2001 i utvalda länder, HIKP för EU-länder, KPI övriga. Procent



Källa: Hanson & Partners AB.

innan då elmarknaden avreglerades men också på grund av bl.a. en ovanligt snöfattig vinter 1999-2000, vilket medförde brist på vatten i kraftdammarna. Därtill uppstod produktionsproblem i oljeraffinaderierna, vilket medförde kraftigt stigande bensinpriser.³⁵ Vädret i Europa hösten 2001 drog upp frukt- och gröntpriserna. Prisutvecklingen för dessa varu- och tjänstekategorier redovisas separat (se diagram R2).

Det noteras dock redan i maj 2001 att även inflationsutfallen korrigerade för dessa utbudschocker blev högre än de prognoser som tidigare publicerades 1999 och 2000. Mot denna bakgrund framhölls att det fanns en risk för att Riksbanken varit något för optimistisk om utväxlingen mellan tillväxt och inflation i vid mening under de närmast föregående åren. Ett sätt att utvärdera prognosfelen är att analysera prognoser för andra variabler som bedöms vara viktiga för inflationen: inhemsk och internationell BNP-tillväxt, växelkurs, enhetsarbetskostnader, oljepriser mm.

RESURSUUTNYTTJANDET

Resursutnyttjandet i ekonomin antas påverka inflationstrycket främst under nästkommande år. För inflationsbedömningen 2001 betyder detta att synen på resursutnyttjandet – det s.k. BNP-gapet – under 1999 men framför allt 2000 har varit centralt. Kan en felbedömning av resursutnyttjandet dessa två år i ekonomin förklara den höga inflationen 2001?

BNP-prognoserna som gjordes under 1999 underskattade utvecklingen för 2000 med ca 0,4 procentenheter i snitt. Jämfört med historiska prognosfel för svensk BNP är detta ett litet prognosfel. Underskattningen av BNP-utvecklingen skulle kunna förklara en- eller två tiondelar av prognosfelet för UNDI_X-inflationen 2001. BNP-prognoser för 2000 som gjordes under loppet av året överskattade istället utvecklingen med ca 0,5 procentenheter och går därmed i fel riktning för att förklara inflationsprognosfelet för 2001.

Även om alltså inte felbedömningar av tillväxten under de aktuella åren verkar kunna förklara prognosfelet för inflationen kan bedömningen av resursutnyttjandet ändå tänkas göra det. Det skulle kunna vara en följd av att ekonomins potentiella tillväxt är lägre än tidigare beräknat och/eller av att ekonomin redan i början av 1999 befann sig närmare det kapacitetsutnyttjande där inflationen riskerar att accelerera. Det är ännu för tidigt att ha annat än en preliminär uppfattning i denna fråga. En del tecken på att så skulle kunna vara fallet finns dock förutom att den underliggande inflationen rensat för tillfälliga effekter stigit. Exempelvis blev löneutvecklingen under 2001 förhållandevis hög.

35 För utförligare diskussion om effekter från avregleringar, hyror, och köttpriser se rutan "Den senaste tidens inflationsutveckling" i inflationsrapport 2001:2 och 2001:4.

INTERNATIONELLA PRISER

Diagram R20 visar att inflationen i omvärlden överlag varit låg och att inflationen i Sverige var lägre än i många av de största OECD-länderna under 1996-2000. Under 2001 är bilden däremot den omvända, inflationen i Sverige var högre än i euroområdet exempelvis. Av diagrammet framgår dock en viss samstämmighet i inflationsutvecklingen. I USA, euroområdet och Sverige är det främst uppgången på priser i tjänstesektorer som drivit upp inflationen (se diagram R21). Vad gäller varupriser har Sverige haft lägre prisökningar än euroområdet och USA i stort sett sedan slutet av 1998 och fram till andra halvåret 2001 (se diagram R22). De svenska varupriserna under 2001 drogs bl.a. upp av elpriser (se ruta "Den senaste tidens inflationsutveckling"). Sammantaget kom inflationsuppgången i Sverige senare och blev kraftigare än på andra håll när prisdämpande effekter av avregleringar på el- och telemarknaderna ebbade ut.

VÄXELKURSEN

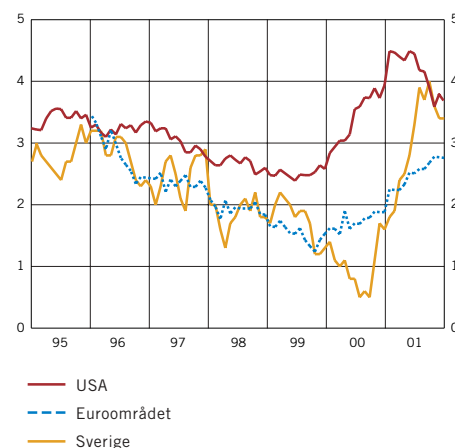
Kronan har, mätt med TCW, utvecklats svagare än vad som antogs i de inflationsrapporter som publicerades 1999-2000. Vissa skattningar pekar på att ca 17 procent av en tillfällig förändring i växelkursen slår igenom på konsumentpriserna på huvudsakligen importerade varor under det första året efter chocken.³⁶ De flesta av Riksbankens växelkursprognoser gjorda 1999 och 2000 förutsåg dock en permanent starkare krona. Den förväntade apprecieringen uppgick till som mest 6 procent, med undantaget för inflationsrapport 2000:4 där prognosen utgick från en försvagning med 1 procent. De faktiska utfallen visar att växelkursen deprecierades med 9,3 procent under år 2001. Prognosfelen på importpriser från den svaga kronan motverkades emellertid delvis av att oljepriser och internationella exportpriser utvecklades gynnsammare än väntat. Dessutom kan växelkursens genomslag på konsumentpriserna ha varit mindre än ovannämnda skattning ger vid handen. Prognosfelen i importpriser sammantaget bidrar därför bara till en liten del av det totala prognosfelet för inflationen.

ENHETSARBETSKOSTNADER

Sedan början av 1990-talet har en anpassning av löneökningstakten skett till långsiktigt rimligare nivåer. Löneökningarna har dock varit högre än vad svensk ekonomi på lång sikt sannolikt klarar av utan att pristrycket drivs upp. De har också varit högre än i flera av våra handelspartners. För 2000 visade sig enhetsarbetskostnaderna genomgående bli något lägre än i de tidigare gjorda bedömningarna. Däremot underskattades enhetsarbetskostnaderna för 2001, främst på grund av att produktiviteten blev oväntat svag, men även av högre löneutfall än väntat.

Sammanfattningsvis kan alltså en betydande del av inflationsuppgången under 2001 förklaras av tillfälliga utbudsrelaterade

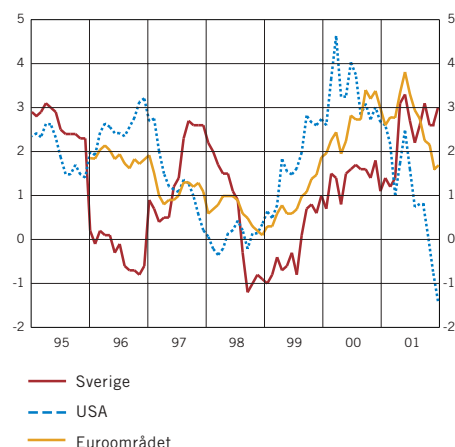
Diagram R21. Tjänstepriser.
Årlig procentuell förändring



Anm. Euroområdet och Sverige avser HIKP.

Källor: Eurostat och US Bureau of Labor Statistics.

Diagram R22. Varupriser.
Årlig procentuell förändring

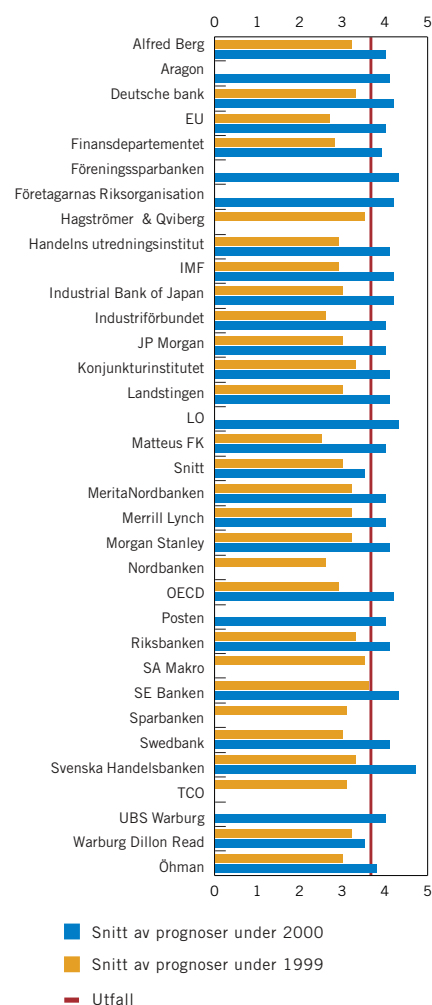


Anm. Euroområdet och Sverige avser HIKP.

Källor: Eurostat och Bureau of Labor Statistics.

³⁶ Se rutan "Växelkursens genomslag i priserna", i inflationsrapport 2001:3.

Diagram R23. Riksbankens BNP prognoser samt snitt av andra prognosmakares BNP prognoser för 2000 och utfall. Årlig procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

faktorer som knappast kunnat förutses. Även om man bortser från dessa har dock inflationen stigit överraskande snabbt. Det finns ingen enkel förklaring till detta. Sannolikt har ekonomin under senare år befunnit sig närmare ett fullt kapacitetsutnyttjande. Växelkursen har samtidigt varit svagare än väntat. I kombination med att vinstläget varit relativt pressat har detta troligen drivit upp inflationen från kostnadssidan. Efterfrågan har samtidigt – särskilt i de inhemska tjänstenäringarna – varit sådan att prishöjningarna kunnat tas ut.³⁷

Andra prognosmakare

Ett kompletterande sätt att undersöka om Riksbanken borde ha förutsett den relativt höga inflationen 2001 är att studera om andra prognosmakares prognoser skilde sig från Riksbankens. Som framgår av diagram R23 hade den samlade prognosmakarkåren en ganska likartad uppfattning om BNP-utvecklingen 2000. Prognoser gjorda under 1999 och 2000 underskattade respektive över-skattade tillväxten endast med några få tiondelar av en procentenhet. Detta innebär att andra prognosmakare med få undantag inte hade någon väsentligen annan bild av tillväxtutsikterna.

Diagram R23 visar vidare att nästan samtliga prognosmakare underskattade inflationsutvecklingen under 2001. Av diagram R24 framgår att Riksbankens inflationsprognoser gjorda under 2000 ligger något under genomsnittet av andra prognosmakare.³⁸ Den samlade bilden är att prognosmakarna inte förutsåg inflationsuppgången under 2001 förrän efter den inträffat (se diagram R25).

I ett internationellt perspektiv är felen i de svenska inflationsprognoserna inte anmärkningsvärt stora.³⁹ I ett antal stora OECD-länder uppgår prognosfelen för inflationen, under hela 1990-talet, till mellan 0,5-1,0 procentenheter i genomsnitt.⁴⁰ I själva verket är prognosfelen för inflationen i Sverige 2001 något mindre än det historiska genomsnittet för ett stort antal prognosmakare under perioden 1995-2000.

37 Ett annat sätt är att använda ekonometriska modeller. En enkel modellbaserad prognos, beskriven i en fördjupningsruta till inflationsrapport 2001:4, kan exempelvis inte förklara inflationsutfallen 2001, vilket stödjer tolkningen att det åtminstone till en del var frågan om oförutsägbara chocker. Se rutan "Utväxlingen mellan tillväxt och inflation" i inflationsrapport 2001:4. Se även fördjupningsruta "Inflationsutvecklingen den senaste tiden" i denna inflationsrapport.

38 SEBs prognos 2000 samt industriförbundets prognos 2001 ligger tämligen nära utfall. Att träffa rätt under ett enskilt år innebär inte automatiskt att ha en bra prognosförmåga under en längre tid. Aragon Fondkommission är den prognosmakare som gjort bäst prognoser under 1995-2000 enligt en utvärderingsstudie (se nästa fotnot), men de har ingen större träffsäkerhet för 2001.

39 Se Blix, M., Wadefjord, J., Wienecke, U. & Ådahl, M., 2001. "How good is the forecasting performance of major institutions?", *Penning- och Valutapolitik* 3, sid. 37-67, Sveriges riksbank.

40 Mätt med root mean square error (RMSE), som är baserat på roten av ett snitt av kvadrerade prognosavvikelser.

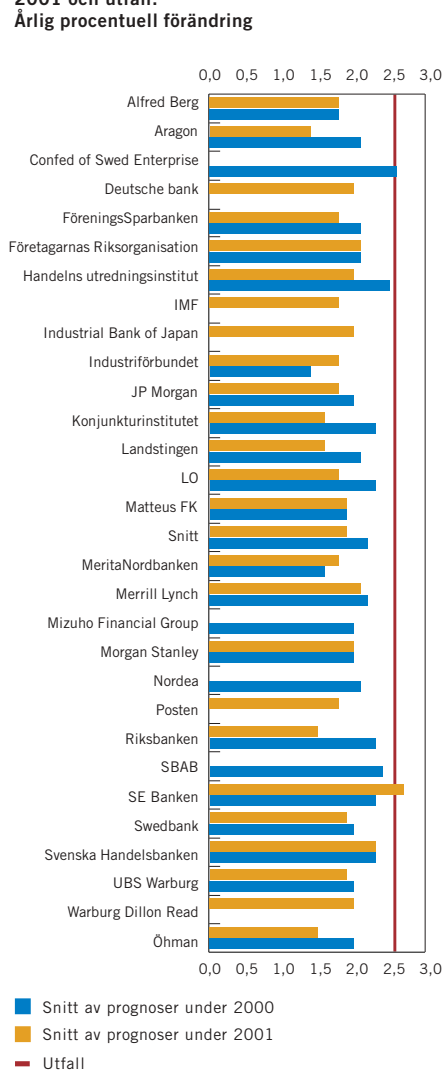
Inflationsprognoser för 2000

De prognoser och bedömningar som vägledde penningpolitiken 1999 – och som därmed påverkade inflationen 2000-2001 – diskuterades ingående i inflationsrapporten från mars 2001. Den information som inkommit sedan denna rapport ger ingen anledning att förändra slutsatserna för 2000. Den övergripande bilden är att prognosfelen för 2000 är små i ett historiskt perspektiv.

Sammanfattning

Några slutsatser kan dras på basis av denna utvärdering. Riksbankens har i sina prognoser underskattat inflationen 2001. En orsak till detta är antagligen att resursutnyttjandet varit något högre under perioden än vad Riksbanken räknat med. I kombination med en lägre växelkurs har detta skapat ett högre pristryck. I stor utsträckning beror dock prognosavvikelsen på en serie ogynnsamma utbudschocker. Andra prognosmakare hade med få undantag inte någon väsentligt avvikande bild av inflationsutsikterna. Hushållens och industrins inflationsförväntningar har inte heller indikerat högre inflation, vilket i sig visar att förtroendet för inflationsmålet är högt (se diagram 39 s. 46). Inflationen mätt med både KPI och UNDEX översteg målet, men har i genomsnitt trots utbudsstörningar varit inom toleransintervallet. Regelbaserade skattningar (se fördjupningsruta "Penningpolitik och enkla regler") visar att Riksbankens agerande varit symmetriskt och inte avvikit nämnvärt från det beteende som rått under senare år.

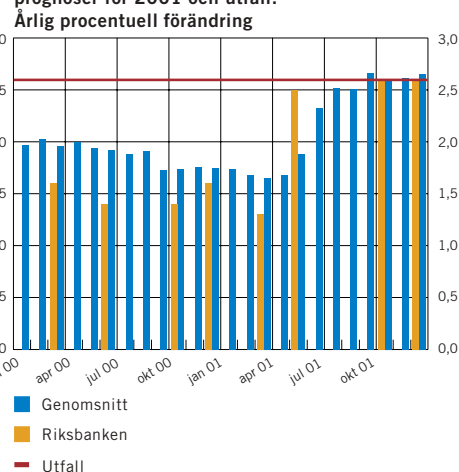
Diagram R24. Snitt av inflationsprognoser för 2001 och utfall.



Anm. Snitt av prognoser för 2000 respektive 2001 avser ett genomsnitt av publicerade prognoser under det året. Observera att antalet publicerade prognoser varierar mellan prognosinstituten.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

Diagram R25. Riksbankens inflationsprognoser samt snitt av andra prognosmakares inflationsprognoser för 2001 och utfall.



Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

PENNINGPOLITIK OCH ENKLA REGLER

Under det senaste decenniet har det blivit allt vanligare att centralbanker formulerat explicita mål för sin penningpolitik. Sveriges riksbank har sedan januari 1993 haft målet att den årliga inflationen, mätt med konsumentprisindex (KPI), ska vara två procent.⁴¹ Avvikelser från sådana mål är emellertid ofrånkomliga, av flera skäl.

För det första kan inte penningpolitiken hålla inflationen exakt på någon viss nivå, åtminstone inte på kort sikt. Ekonomin utsätts hela tiden för störningar som leder till prisförändringar som slår igenom på KPI innan Riksbanken hinner motverka dem. För det andra vore det inte önskvärt att hålla inflationen på någon viss nivå hela tiden, även om det vore möjligt. Ett vanligt exempel på detta är hur ekonomin reagerar på oljeprisstegringar. Sådana leder, åtminstone på kort sikt, till högre inflation samtidigt som de kan verka dämpande på produktionen och sysselsättningen. Om penningpolitiken skulle inriktas på att med räntehöjningar försöka eliminera oljeprisstegringarnas effekter på inflationen, skulle effekterna på produktion och sysselsättning förvärras. En gradvis anpassning av penningpolitiken med inriktning på att uppnå inflationsmålet inom ett par år medger hänsyn till sådana problem. Resonemanget gäller även andra s.k. utbudstörningar, även sådana som leder till lägre inflation (t.ex. avregleringar som ger lägre priser).⁴² För det tredje är kunskaperna om penningpolitikens exakta effekter inte fullständig. Detta innebär att det i efterhand går att konstatera att en annan räntebana än den som faktiskt beslutats kunde ha lett till något bättre måloppfyllelse.

Syftet med denna ruta är att studera hur väl Riksbankens penningpolitik kan beskrivas av en ekonometrisk skattning av en enkel tumregel och vilka tolkningar som kan göras i ljuset av den förda räntepolitiken under 2000.

För att kunna göra en utvärdering av penningpolitiken behövs tillgång till detaljerad information om hur penningpolitikens mål ser ut, vilken information centralbanken hade till sitt förfogande, och vilka bevekelsegrunder i övrigt som politiken vilat på. Detta är en anledning till att Riksbanken och andra central-

41 Målet annonserades i januari 1993, men avsågs att gälla först från 1995. Ett toleransintervall på plus/minus en procentenhet har angivits för att markera att avvikelser från målet måste accepteras.

42 De förutsättningar under vilka avvikelser från inflationsmålet medvetet medges har bl.a. diskuterats i ett förtydligande som publicerades i början av 1999 (PM, Riksbankens inflationsmål – Förtydliganden och utvärdering, 1999-02-04, ärendebeteckning 1999-00351 DIR).

banker med explicita inflationsmål lagt ned stora resurser på att informera om hur penningpolitiken bedrivs (i form av inflationsrapporter och publicering av prognoser och beslutsprotokoll etc.).

I analyser av penningpolitiken i olika länder har det blivit allt vanligare att jämföra den förda politiken med olika enkla räntesättningsregler. Den vanligaste regeln är den s.k. Taylor-regeln.⁴³ Enligt denna sätts räntan i en viss tidpunkt med hänsyn till den aktuella inflationen och ett mått på det rådande kapacitetsutnyttjandet i ekonomin (vanligen det s.k. produktionsgapet, d.v.s. BNPs avvikelser från en uppskattad trendmässig nivå). Det finns flera skäl till att Taylor-regeln blivit populär, utöver att den är enkel. För det första tycks det som om penningpolitiken i många olika länder kan beskrivas relativt väl med denna regel, åtminstone när hänsyn tas till att det finns viss tröghet i ränteutvecklingen. Att räntan i en viss tidpunkt inte bara förklaras av den aktuella inflationen och det faktiska kapacitetsutnyttjandet, utan även av räntans nivå i föregående tidpunkt brukar tolkas som ett uttryck för att centralbanker vill undvika stora räntefluktuationer.⁴⁴ För det andra finns det teoretiska skäl att tro att Taylor-regler leder till goda utfall.⁴⁵ Om centralbanken reagerar systematiskt och tillräckligt starkt på den faktiska inflationen, bör inflationsmålet kunna nås. Hänsyn till kapacitetsutnyttjandet kan motiveras både av att detta påverkar den framtida inflationen och att centralbanken kan värdesätta en stabil konjunkturutveckling i sig. Det finns emellertid också nackdelar med den enklaste typen av Taylor-regler, eftersom de inte utnyttjar all information om den framtida inflationen som en centralbank kan basera sin penningpolitik på.⁴⁶

Sveriges riksbank brukar förklara att den svenska penningpolitiken förenklat styrs av en tumregel som skiljer sig något från Taylor-regeln. Riksbanken gör prognoser för inflationen på två års sikt. Om prognoserna på ett till två års sikt ligger högre än inflationsmålet

43 Taylor, J.B., (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, sid 195 - 214.

44 Ett problem i sammanhanget är att många studier av hur väl Taylor-regler kan förklara den faktiska politiken utgår från annan information (t.ex. reviderade data) än centralbankerna haft till sitt förfogande när de fattat sina beslut (se t.ex. Orphanides, A., (2001), "Monetary Policy Rules Based on Real Time Data", *American Economic Review* 90, sid 964 - 985).

45 Woodford, M., "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy", Michael Woodford's homepage, www.princeton.edu/~woodford/, January 2001.

46 Detta är också ett viktigt skäl för en centralbank att publicera tydliga inflationsprognoser i inflationsrapporter. För en diskussion om Taylor-regler och andra mer framåtblickande regler se Svensson, L.E.O., (2001) "What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgement in Monetary Policy through Targeting Rules", Working Paper, Princeton University.

höjs normalt sett räntan och vice versa. En sådan prognosbaserad regel undviker en del nackdelar med den enkla Taylor-regeln.

Formellt skulle man kunna uttrycka Riksbankens tumregel med följande ekvation för reporäntans bestämning:

$$i_t = a + bi_{t-1} + c(\pi_{t+1}^F - 2) + d(\pi_{t+2}^F - 2) + e_t, \quad (1)$$

där i_t betecknar reporäntan i period t , π_{t+1}^F och π_{t+2}^F är Riksbankens prognoser på inflationen ett och två år framåt och e_t anger hur mycket Riksbanken avviker från regeln i period t . När denna regel skattas på data över reporäntan och Riksbankens prognoser fr.o.m. första kvartalet 1993 t.o.m. andra kvartalet 2001, erhålls följande resultat:⁴⁷

$$i_t = 1.29 + 0.66i_{t-1} + 0.50(\pi_{t+1}^F - 2) + 0.26(\pi_{t+2}^F - 2) + e_t, \quad (2)$$

(0.24) (0.05) (0.19) (0.19)

där räntan i föregående kvartal lagts in som ytterligare en förklaringsvariabel. Regressionen kan förklara 98 procent av variationen i reporäntan. I diagram R26 jämförs den faktiska utvecklingen av reporäntan med hur den skulle ha ändrats om Riksbanken följt regeln mekaniskt. Skillnaderna mellan den faktiska räntan och de ”små spjuten” i diagram R26 är alltså de estimerade residualerna. För tydlighetens skull visas även residualerna (se diagram R27). Med tanke på hur enkel regeln är, måste avvikelserna från den betraktas som små. Det är också intressant att notera att bilden av hur väl Riksbankens beteende kan förklaras av en enkel regel inte påverkas nämnvärt av alternativa specificeringar av regeln baserade på andra prognoser från Riksbankens inflationsrapporter. Exempelvis blir resultaten i stort sett desamma om inflationsprognosen ett år framåt ersätts med prognosen för BNP-tillväxten innevarande år, eller om inflationsprognosen två år framåt ersätts med prognosen för BNP-tillväxten ett år framåt.⁴⁸ Detta beror på att de olika prognoserna är starkt korrelerade.⁴⁹

Givet tankeexperimentet att den estimerade regeln (2) kan ses som ett uttryck för Riksbankens räntebeslut

47 I regressionen används den naturliga logaritmen av $(1+R/100)$, där R är reporäntan i procentenheter. Inflationsprognoserna avser inflationen per kalenderår, december – december. Siffrorna inom parentes anger estimerade standardfel. Regressionens förklaringsvärde (R^2) är 0,98.

48 Denna regel har estimerats av Jansson, P., & Vredin, A., (2000) ”Forecast-based Monetary Policy in Sweden, 1992 – 1998: A View from Within”, *Working Paper nr 120*, Sveriges Riksbank. Denna uppsats innehåller också en utförligare diskussion av olika data- och metodproblem.

49 Detta är också en tänkbar förklaring till att prognosen på två års sikt inte är signifikant i (2).

inställer sig frågan om avvikelserna från regeln bara beror på slumpen, eller om de också går att tolka som ett uttryck för medvetna val i penningpolitiken. För en utvärdering av penningpolitiken på senare år är den negativa avvikelsen under andra kvartalet år 2000 särskilt intressant.⁵⁰ Varför höjde Riksbanken räntan mindre under detta kvartal än vad den enkla regeln föreslår?

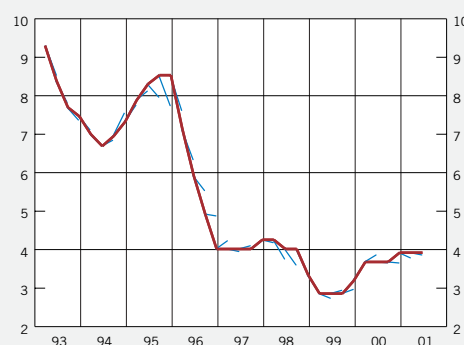
En generell anledning till avvikelser kan vara att det skett små förskjutningar i Riksbankens politik sedan inflationsmålet infördes. Regeln ovan har estimerats på data från hela perioden 1993 – 2001, men det är väl känt att penningpolitiken bedrevs något annorlunda i början av den nya regimen jämfört med senare år. I början var trovärdighetsproblem relaterade främst till statens finanser och växelkursens utveckling. Inflationsförväntningarna som de avspeglades i prissättningen på obligationsmarknaden låg dessutom tydligt över målet. Till detta kommer att penningpolitiken inte baserades på inflationsprognoser på samma tydliga sätt som senare. Detta innebär att prognosbaserade regler som estimeras på data från hela perioden, från 1993 och framåt, kan ge en missvisande bild av politiken, såväl dess systematiska komponent som de s.k. avvikelserna. Riksbankens sätt att analysera och reagera på inflationen har också ändrats över tiden av andra skäl. Numera görs löpande prognoser för inflationen på månadsbasis två år framåt. Tidigare gjordes enbart prognoser för inflationen på kalenderår, och det är därför sådana som använts när regeln estimerats.

Vid tidpunkten för den andra inflationsrapporten från år 2000 bedömdes att inflationen under 2002 som helhet (december – december) skulle uppgå till 2,7 procent. Inflationsprognoserna 24 månader framåt låg emellertid i juni nära 2 procent.⁵¹ Detta kan vara en förklaring till varför den enkla regeln ovan, som har estimerats på prognoser för kalenderår, pekar mot en stramare politik än den som faktiskt fördes under andra kvartalet 2000. Samtidigt kan noteras att även om inflationsprognosen två år framåt ersätts med prognosen för BNP-tillväxten ett år framåt, tyder skattningarna på att den förda politiken var något mindre stram än den som regeln implicerar, både under andra och tredje kvartalet 2000.

50 Avvikelse under 1999 skulle också kunna vara relevanta, men det visar sig att dessa (till skillnad från dem under 2000) ser ganska annorlunda ut för alternativa och lika rimliga specificeringar av ränteregeln.

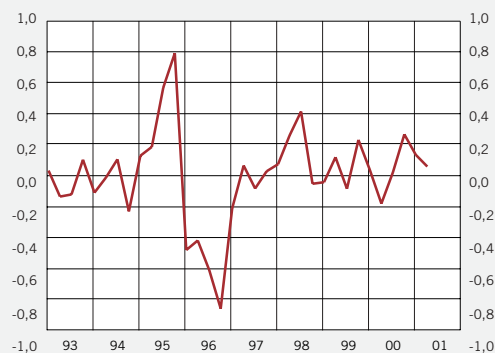
51 De data som använts i denna fördjupningsruta avser KPI-prognoser. Vid tidpunkten för denna inflationsrapport påverkades KPI-prognosen för december 2002 av en bedömning av räntekostnader. Motsvarande prognos för UNDI1X var drygt 2 procent.

Diagram R26. Reporäntan och avvikelserna från den prognosbaserade regeln. Procent



Källa: Riksbanken.

Diagram R27. Avvikelser från den prognosbaserade regeln. Procentenheter



Källa: Riksbanken.

Dessutom visar en genomgång av inflationsrapporter och protokoll från direktionens penningpolitiska möten från juni till oktober år 2000 att det framfördes argument för en mer kontraktiv politik än den som fördes. Frågan var inte främst om reporäntan borde höjas utan när.

Det finns alltså flera tänkbara förklaringar till att Riksbanken under år 2000 inte höjde räntan så mycket som den enkla regeln ovan ger för handen. Diskussionerna ovan visar både att enkla regler kan vara användbara för analys av den förda penningpolitiken och att det är viktigt att beakta sådana detaljer i det penningpolitiska beslutsunderlaget som de enkla reglerna inte kan fånga.