



# Inflationsrapport

2003:2

# Innehåll

- FÖRORD 3
  
- SAMMANFATTNING 5
  
- INFLATIONENS BESTÄMNINGSFAKTORER 13
  - De finansiella marknaderna 13
  - Internationell konjunktur 16
  - Efterfråge- och utbudsförhållanden i svensk ekonomi 21
  - Inflationsförväntningar 32
- INFLATIONSBEDÖMNING 33
  - Inflationsutsikterna i huvudscenariot 33
  - Riskbilden 35
  - Trender på längre sikt 38

## *Fördjupningsruta*

- Den senaste tidens inflationsutveckling 9



# ■ Förord

Målet för Riksbankens penningpolitik är att begränsa inflationen till 2 procent med en tolerans för avvikelser från denna nivå på  $\pm 1$  procentenhet.

Riksbanken använder sig av flera olika sätt att kommunicera penningpolitiska frågor och ställningstaganden. I inflationsrapporten återges Riksbankens samlade syn på inflationsutsikterna i rådande läge. I pressmeddelanden redovisas direktionens penningpolitiska överväganden och beslut. Inom direktionen kan det finnas olika åsikter om inflationsutsikterna framöver. I protokollen redovisas direktionsmedlemmarnas bedömningar och individuella ställningstaganden till olika förslag och det fattade beslutet.

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

Inflationsrapporten återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 22 och den 28 maj 2003. Inflationsrapporten utgör underlag till Riksbankens penningpolitiska beslut den 4 juni. Eventuella meningsskiljaktigheter i synen på inflationsutvecklingen redovisas i det särskilda protokoll från direktionens sammanträde den 4 juni som kommer att publiceras den 18 juni 2003.

I denna inflationsrapport presenteras Riksbankens syn på inflationsutsikterna t.o.m. andra kvartalet 2005. För att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitiken utgår analysen från att reporäntan hålls oförändrad under samma tid.

I kapitel 1 sammanfattas rapporten. I kapitel 2 diskuteras den mest sannolika utvecklingen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer. I kapitel 3 presenteras Riksbankens samlade bedömning av inflationsutsikterna i huvudscenariot och i riskbilden. Dessutom diskuteras faktorer som påverkar utvecklingen på längre sikt.

Stockholm i juni 2003

Lars Heikensten

Riksbankschef



# ■ Sammanfattning

*Sedan föregående inflationsrapport har inflationen blivit lägre än väntat. Detta förklaras främst av att oljepriserna fallit snabbare än väntat. I april uppgick inflationen mätt med konsumentprisindex, KPI, till 2,3 procent och med UND1X till 2,4 procent.<sup>1</sup> Elpriserna har som väntat fallit tillbaka och bidragit till ett lägre inflationstryck. Liksom i föregående inflationsrapport bedöms elpriserna framöver bidra till att sänka inflationstakten ytterligare. I slutet av prognosperioden, när effekterna från svängningarna i energipriserna klingat av, förväntas inflationen understiga inflationsmålet. Jämfört med den bedömning som gjordes i mars är prognoserna för KPI och UND1X nedreviderade. Resursutnyttjandet i Sverige bedöms bli lägre, bl.a. till följd av en svagare internationell utveckling som i sin tur påverkar bl.a. prognoserna för export och investeringar.*

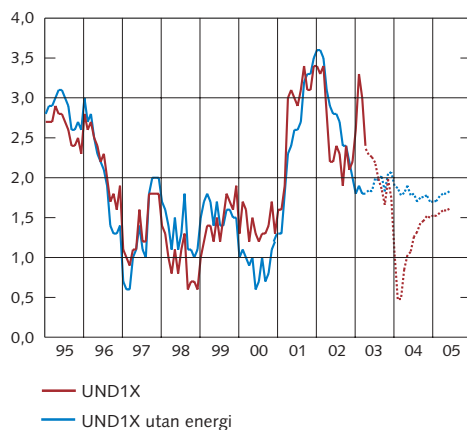
## ■ ■ Svagare internationell tillväxt.

Under det senaste året har förväntningarna om att konjunkturen i världsekonomin varaktigt skall vända uppåt gäckats gång på gång och tillväxtprognoserna har successivt fått skrivas ned. Sedan förra våren har flera faktorer bidragit till ökad pessimism och osäkerhet och därmed hämmat den ekonomiska aktiviteten och världshandeln. Det har handlat om konkurser i stora företag och företagsskandaler som skapat misstro mot näringslivet, rädsla för nya terrordåd och en växande säkerhetspolitisk oro som kulminerade under våren inför utbrottet av kriget i Irak. Samtidigt har investeringar och konsumtion hållits tillbaka av den anpassning av företagens och hushållens balansräkningar som pågått i spåren av den brustna aktiebubblan. Exakt hur viktiga dessa olika faktorer har varit för konjunkturutvecklingen har varit svårt att avgöra. När den väpnade konflikten i Irak nu har avslutats riktas fokus åter mot den underliggande styrkan i den globala återhämtningen. Det är dock fortfarande svårt att tolka olika konjunktursignaler eftersom många konjunkturindikatorer som finns tillgängliga har sammanställts medan Irakkriget pågick. Förtroendeindikatorer i Sverige och omvärlden tyder dock på att optimismen hos hushåll och företag fortfarande är dämpad.

Mycket tyder på att den inbromsning som noterades i världsekonomin under senare delen av 2002 kommer att pågå även under den närmaste tiden. Arbetsmarknaden både i USA och i Europa har försämrats mer än väntat, vilket troligtvis kommer att ha en dämpande effekt på konsumtionen. Hushållens inkomster i USA förefaller också öka långsammare än väntat, vilket verkar i samma riktning. Besparingar i de offentliga budgetarna dämpar tillväxten i Europa. Sammantaget talar detta för en långsammare internationell återhämtning och en svagare världsmarknadstillväxt än vad som prognostiserades i föregående inflationsrapport.

<sup>1</sup> UND1X definieras som KPI exklusive direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner samt exklusive hushållens räntekostnader för egnahem.

Diagram 1. UND1X-inflationen med och utan energi. Utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Fortfarande väntas en konjunkturuppgång i OECD-området. BNP-tillväxten bedöms bli 1,7 procent 2003 och ca 2,5 procent de följande två åren. Det finns flera skäl till att konjunkturuppgången väntas bli måttlig: de finansiella marknaderna präglas fortfarande av relativt hög osäkerhet och företag och hushåll väntas fortsätta att anpassa sina skulder och tillgångar i spåren av nedgången på aktiemarknaden. Dessutom finns strukturella problem i euroområdets ekonomier.

#### ■ ■ Svagt internationellt pristryck.

Den relativt måttliga globala efterfrågeutvecklingen medför att resursutnyttjandet i omvärlden förblir förhållandevis lågt under prognosperioden och därmed även det internationella pristrycket. Oljepriset började falla oväntat snabbt när Irakkriget inleddes och det väntas falla ytterligare. Därför revideras prognoserna för utvecklingen av importpriserna på kort sikt ned. Kronans växelkurs väntas liksom tidigare stärkas under de kommande två åren. Relativ tillväxt och det svenska bytesbalansöverskottet talar för detta. Sammantaget ger detta en fortsatt svag ökning av importpriserna. Jämfört med föregående inflationsrapport bedöms de internationella exportpriserna öka något långsammare till följd av de försämrade tillväxtutsikterna i omvärlden. De mer långsiktiga prognoserna för kronan och oljepriset har dock inte ändrats, varför importprisprognosen i stort sett är oförändrad på lite längre sikt (se tabell 1).

#### ■ ■ Investeringsuppgången i Sverige dröjer.

Den svagare internationella utvecklingen bedöms medföra att exporten inte ökar lika mycket i år som tidigare väntat. Investeringarna i näringslivet utvecklades svagt i slutet av förra året, vilket tyder på att den väntade investeringsuppgången troligtvis förskjuts framåt i tiden trots Riksbankens räntesänkning i mars. Sammantaget bedöms BNP i Sverige öka med 1,2 procent i år, 2,4 procent 2004 och 2,4 procent 2005. Den grundläggande bilden är fortfarande att konjunkturen vänder uppåt, men återhämtningen väntas bli långsammare än tidigare beräknat särskilt under innevarande år. Resursutnyttjandet väntas därmed bli något lägre under hela prognosperioden jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport.

Mer lediga resurser antas medföra att lönerna i näringslivet ökar något långsammare under prognosperioden än tidigare väntat. Samtidigt bedöms företagens lönebikostnader öka mer till följd av att arbetsgivarnas sjuklöneansvar utökas. Prognosen är att de totala arbetskraftskostnaderna kommer att utvecklas något svagare än i bedömningen i föregående inflationsrapport. Det inhemska kostnadsstrycket väntas därför bli svagt och fallande under prognosperioden. Företagens möjligheter att höja sina priser bedöms också minska till följd av det lägre resursutnyttjandet. En viss nedrevidering av den inhemska inflationen har därför gjorts under prognosperioden (se tabell 1).

### ■ ■ Inflationen under målet på ett och två års sikt.

Sammantaget väntas inflationen fortsätta att falla tillbaka under resten av året till följd av lägre resursutnyttjande och sjunkande elpriser. Därefter antas inflationstakten öka igen. KPI-inflationen bedöms på ett års sikt uppgå till 1,3 procent i Riksbankens huvudscenario. Motsvarande siffra för UND1X-inflationen är 1,1 procent. På två års sikt bedöms KPI-inflationen uppgå till 1,9 procent och UND1X-inflationen till 1,6 procent. Stigande bostadsräntor och höjda energiskattesatser är orsaken till att KPI-inflationen väntas bli högre än UND1X-inflationen.

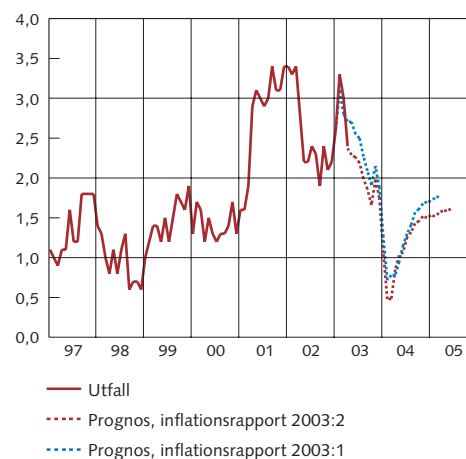
Liksom i förra inflationsrapporten påverkas inflationsbanan i stor utsträckning av svängningarna i energipriserna (se diagram 1). Exklusive energipriser väntas ökningstakten i UND1X-inflationen ligga strax under 2 procent under större delen av prognosperioden. Inflationen väntas sålunda bli något lägre än i föregående bedömning (se diagram 2 och tabell 1).

### ■ ■ Nedåtrisk och mindre osäkerhet.

Riskbilden har också betydelse för utformningen av penningpolitiken. De enskilt viktigaste riskfaktorerna sammanhänger för närvarande med världskonjunkturen, elpriserna och löneutvecklingen. När det gäller den internationella utvecklingen är bedömningen att det fortfarande finns risk för lägre inflation än vad som anges i huvudscenariot. Det hänger delvis samman med risken för att anpassningsproblemen i världsekonomin kan bli större än beräknat, vilket i så fall medför att återhämtningen skjuts ytterligare på framtiden. I Europa bromsas också uppgången av strukturella problem och behov av finanspolitiska åtgärningar. Därtill kommer en nedåtrisk för den svenska inflationen till följd av den svaga dollarkursen. De inhemska riskerna för att inflationen blir högre än i huvudscenariot bedöms alltjämt vara följande: att elpriserna i konsumentledet inte faller tillbaka som beräknat, att spridningseffekterna av högre elpriser blir större än väntat samt att löneutfallen i den kommande avtalsrörelsen blir oväntat höga. Sammantaget bedöms det vara mer sannolikt att inflationen på ett och två års sikt blir lägre än i huvudscenariot än att den blir högre.

Graden av osäkerhet i bedömningarna har minskat något jämfört med föregående inflationsrapport. När marsrapporten publicerades hade kriget i Irak ännu inte brutit ut. Den väpnade konflikten är nu avslutad. Osäkerheten om kriget och dess följder för världsekonomin har därmed minskat. På grund av nedrevideringarna av tillväxtprognoserna för världsekonomin bör även risken för en ännu sämre konjunkturutveckling betraktas som mindre nu än den gjorde i mars. Riskerna förknippade med den inhemska kostnadsutvecklingen bedöms också ha blivit något mindre. Elpriserna har utvecklats ungefär som väntat samtidigt som riskerna för höga löneökningar minskat något på grund av det lägre resursutnyttjandet.

Diagram 2. UND1X-inflationen, utfall samt prognoser i nuvarande och föregående inflationsrapport. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.



Med beaktande av riskbilden väntas KPI-inflationen uppgå till 1,2 procent på ett års sikt och 1,8 procent på två års sikt. Motsvarande bedömning för UND1X-inflationen är 1,0 procent respektive 1,5 procent. Rensat för energipriserna väntas UND1X öka med 1,8 procent på både ett och två års sikt.

**Tabell 1. Inflationsprognos enligt huvudscenariot.  
Årlig procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal		
	2003	2004	juni 2004	mars 2005	juni 2005
KPI	2,2 (2,5)	1,3 (1,5)	1,3 (1,4)	1,8 (2,0)	1,9
UND1X	2,3 (2,4)	1,1 (1,2)	1,1 (1,2)	1,6 (1,8)	1,6
UNDINHX	3,4 (3,4)	1,8 (2,0)	1,8 (2,0)	2,2 (2,5)	2,3
UNDIMPX	0,0 (0,5)	-0,3 (-0,3)	-0,4 (-0,5)	0,2 (0,2)	0,3
UND1X exkl. energi	1,9 (2,1)	1,8 (2,1)	1,8 (2,1)	1,8 (2,0)	1,8

Anm. Siffrorna inom parentes visar motsvarande prognos i föregående inflationsrapport. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem och direkta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner. UNDINHX avser bara priser på i huvudsak inhemska varor i UND1X. UNDIMPX avser priser på i huvudsak importerade varor i UND1X.

Källor: SCB och Riksbanken.

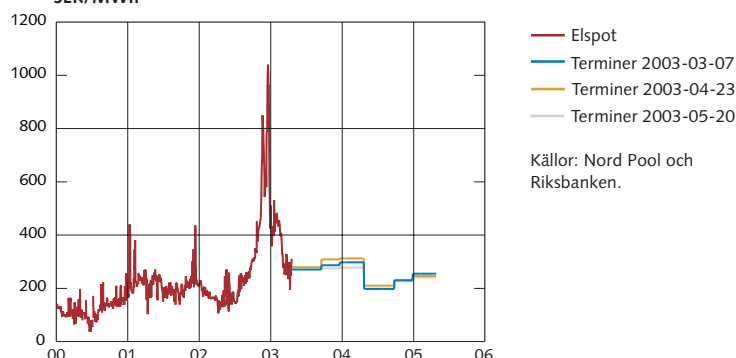
## Den senaste tidens inflationsutveckling

Sedan föregående inflationsrapport har KPI och mått på underliggande inflation för månaderna februari till april publicerats. Inflationsutfallen har som väntat dominerats av utvecklingen av energipriserna. Stigande energipriser bidrog först till att inflationen ökade. I februari uppgick inflationen enligt KPI till 3,4 procent i årstakt och enligt UND1X till 3,3 procent. Energipriserna föll sedan i mars och april vilket medförde att inflationen enligt KPI och UND1X sjönk till 2,3 respektive 2,4 procent. UND1X-inflationen blev i april 0,3 procentenheter lägre än väntat vilket huvudsakligen förklaras av oväntat låga oljepriser. Rensat för effekterna av energipriserna uppgick UND1X-inflationen till 1,8 procent i april.

Spotpriserna på den nordiska elbörsen Nord Pool har fallit ungefär som väntat och uppgick i april till i genomsnitt ca 28 öre/kWh, vilket kan jämföras med ett genomsnittligt pris i april under åren 2000–2002 på ca 17 öre/kWh (se diagram R1). Spotpriserna på Nord Pool styrs huvudsakligen av vattentillgång och väder.<sup>2</sup> Statistik från branschföreningen Svensk Energi visar att tillrinningen i de svenska vattenmagasinen har varit normal under våren men att den är lägre än under föregående år. Vattenmängden i magasinen är ovanligt låg (se diagram R2). Terminspriserna på el, som ger en fingervisning om hur spotpriserna kommer att utvecklas, är kvar på ungefär samma nivå som vid förra inflationsrapporten. Sammantaget tyder detta på att spotpriserna kommer att förbli på ungefär nuvarande nivå under våren och hösten.

Konsumentpriserna på el, som huvudsakligen består av de s.k. tillsvidarepriserna, har också börjat falla, om än inte i lika stor utsträckning som spotpriserna. Toppnivån uppnåddes i mitten av februari då tillsvidarepriserna i genomsnitt uppgick till ca 68 öre per kWh. Det genomsnittliga tillsvidarepriset var i maj ca 47 öre per kWh, vilket dock fortfarande är betydligt högre än genomsnittet på ca 29 öre per kWh under perioden 2001–2002. Liksom i den föregående inflationsrapporten bedöms tillsvidarepriserna fortsätta att falla under

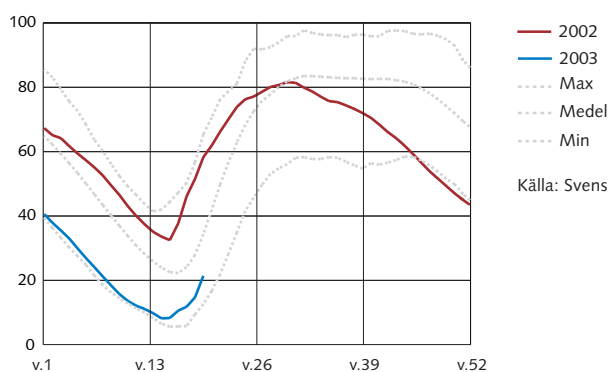
Diagram R1. Elspot- och terminspriser på Nord Pool. SEK/MWh



— Elspot  
— Terminer 2003-03-07  
— Terminer 2003-04-23  
— Terminer 2003-05-20

Källor: Nord Pool och Riksbanken.

Diagram R2. Reglermagasinens fyllnadsgrad veckovis 2002 och 2003 jämfört med genomsnittet 1950-2001. Procent



Källa: Svensk energi.

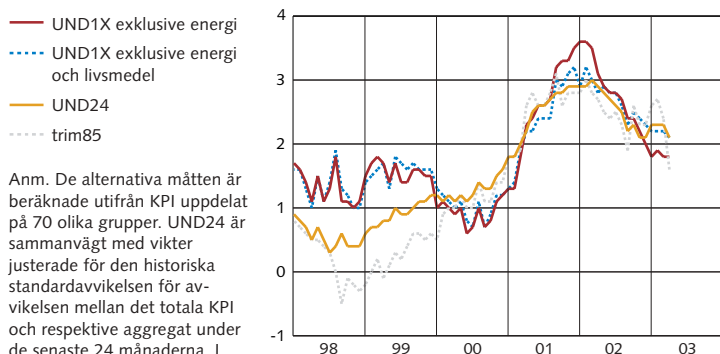
sommaren och bidra till en kraftigt minskad inflationstakt under det närmsta året.

Råoljepriset har fallit överraskande mycket och var i april ca 6 dollar lägre än prognosen i den föregående inflationsrapporten. Till detta kommer att kronan har utvecklats starkare mot dollarn än vad som tidigare förutsågs. Dessa faktorer har bidragit till att bensinpriset har sänkts mer än väntat.

För att analysera den mer långsiktiga utvecklingen av inflationen är det vanligt att studera mått på den underliggande inflations-takten. Underliggande inflation är dock inte ett entydigt definierat begrepp och kan därför beräknas på olika sätt. Ett vanligt sätt är att exkludera vissa förutbestämda komponenter från

2 Se fördjupningsruta "Elpriset och inflationen" i inflationsrapport 2003:1.

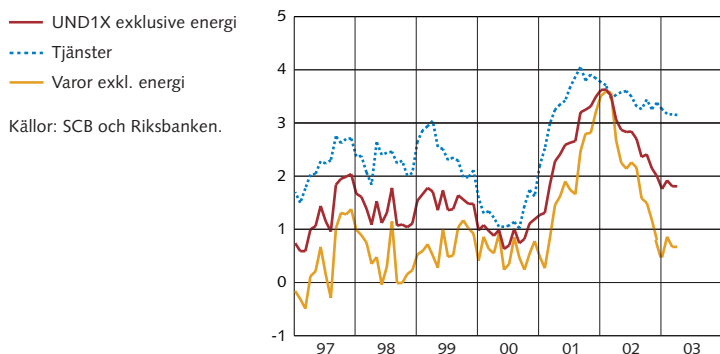
**Diagram R3. Olika mått på underliggande inflation. Årlig procentuell förändring**



Anm. De alternativa måtten är beräknade utifrån KPI uppdelat på 70 olika grupper. UND24 är sammanvägt med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen för avvikelserna mellan det totala KPI och respektive aggregat under de senaste 24 månaderna. I trim85 har de 15 procent mest extrema prisförändringarna under varje månad exkluderats, 7,5 procent i varje svans.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram R4. UND1X-inflationen exklusive energi uppdelat på varor och tjänster. Årlig procentuell förändring**



Källor: SCB och Riksbanken.

KPI-inflationen som anses spegla mer tillfälliga och kortvariga störningar. I UND1X exkluderas räntekostnader för egnahem liksom direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner från KPI. UND1X exklusive energi eller UND1X exklusive energi och livsmedel är andra relevanta index i nuvarande läge eftersom priserna på energi och livsmedel har fluktuerat kraftigt på senare tid. Ett annat sätt att mäta den underliggande inflationen är att med hjälp av formella statistiska metoder systematiskt exkludera eller minska betydelsen av varu- och tjänstegrupper vars priser historiskt sett har visat sig variera kraftigt. Oavsett vilket av dessa beräkningssätt som väljs tycks den underliggande inflationstakten ha fallit sedan förra året och vara ungefär i linje med inflationsmålet på 2 procent (se diagram R3).

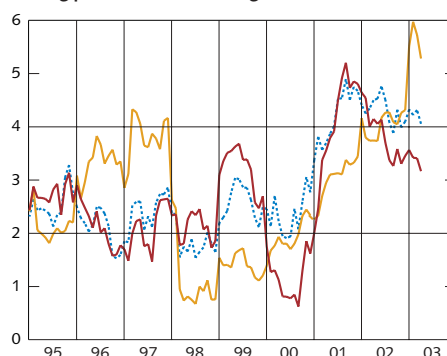
UND1X-inflationen exklusive energi har successivt avtagit sedan våren 2002. Även inflationen mätt med UND1X exklusive energi och livsmedel fortsätter att falla och uppgick till 2,1 procent i årstakt i april. Prisutvecklingen skiljer sig dock tydligt åt mellan varu- och tjänstesektorerna (se diagram R4). Ökningstakten i varupriserna har dämpats påtagligt under det senaste året. Tjänsteprisinflationen

har bara minskat något sedan förra året och ligger fortfarande kvar på en hög nivå. Prisökningstakten på mer administrativt prissatta tjänster, exempelvis kommunala taxor, har stigit kraftigt under det senaste året (se diagram R5). Detta är troligen en följd av den ansträngda ekonomi som råder i kommunerna.

Även om målet för penningpolitiken är att upprätthålla ett stabilt penningvärde i termer av konsumentprisindex, är prisutvecklingen i tidigare förädlingsled, dvs. producentledet, också av intresse (se diagram R6). Prisökningstakten på bearbetade varor för hemmamarknaden har stigit gradvis sedan 2001 men befinner sig fortfarande på en förhållandevis låg nivå. Den låga ökningstakten i de internationella exportpriserna tillsammans med en förstärkning av kronan har medfört att de importerade varorna uppvisat en fallande prisökningstakt sedan hösten 2001.

Sammanfattningsvis har förändringar i energipriserna medfört att inflationen varierat kraftigt under de senaste månaderna. Bortsett från energipriserna har det underliggande inflationstrycket fortsatt att dämpas sedan förra inflationsrapporten och olika mått på underliggande inflation ligger runt 2 procent.

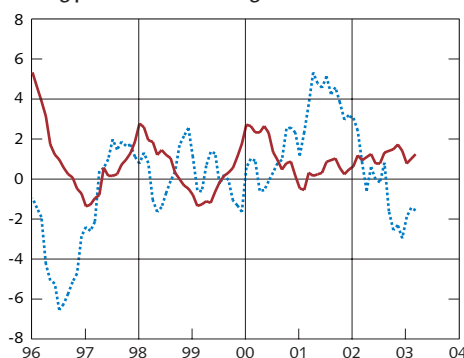
**Diagram R5. Tjänstepriser.**  
Årlig procentuell förändring



— Tjänster exkl. boende  
- - - Tjänster exkl. boende, el och tandvård  
— Administrativt prissatta tjänster

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram R6. Bearbetade varor i producentled, hemmamarknadspriser och importpriser.**  
Årlig procentuell förändring



— HMPI, bearbetade varor  
- - - IMPI, bearbetade varor

Anm. IMPI mäter prisutvecklingen på varor som importeras till Sverige. HMPI mäter prisutvecklingen på av svenska företag producerade varor vid försäljning i Sverige. Med bearbetade varor avses varor inom SNI17-SNI37 exklusive 20.1, 21.11, 23.2, 27.4 och 32.1.

Källa: SCB.



# ■ Inflationens bestämningsfaktorer

I detta kapitel redovisas ett huvudscenario för utvecklingen av de viktigaste bestämningsfaktorerna för inflationen under de kommande två åren. Inledningsvis redogörs för utvecklingen på de finansiella marknaderna. Därefter följer analysen av den internationella utvecklingen och utvecklingen i svensk ekonomi.

## De finansiella marknaderna

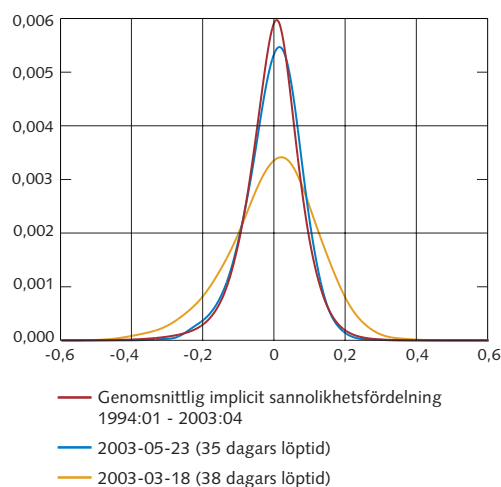
I föregående inflationsrapport noterades stor osäkerhet på de finansiella marknaderna förknippad med den säkerhetspolitiska situationen i Mellanöstern. Detta kom bl.a. till uttryck i flykt från aktier till alternativa placeringar som guld och statsobligationer. Prissättningen på de finansiella marknaderna har sedan dess i allt väsentligt återspeglat skiftningar i förväntningarna om Irakkriget och återhämtningen av den globala konjunkturen. Optionsprissättningen på börsen tyder på att osäkerheten har avtagit sedan föregående inflationsrapport (se diagram 3). Tillgångar som t.ex. olja har haft en prisutveckling som också kan tolkas som att osäkerheten minskat. Kreditriskpremierna på amerikanska företagsobligationer har likaledes sjunkit, även om de alltjämt befinner sig på tämligen höga nivåer historiskt sett. Nedgången i kreditriskpremier tyder på att tillgången på kapital inte längre i samma utsträckning utgör en begränsande faktor för investeringsutvecklingen.

Trots att flera av de faktorer som drivit osäkerheten om världsekonomin under det gångna året nu har minskat i betydelse – säkerhetspolitisk oro, rädsla för terrorhot och företagsskandaler – kvarstår osäkerheten om den mer grundläggande styrkan i den globala återhämtningen. Samtidigt som marknadsaktörernas vinstförväntningar infriades har olika konjunkturindikatorer givit en splittrad bild av tillståndet i bl.a. den amerikanska ekonomin. På de finansiella marknaderna har avsaknaden av entydig information tolkats som tecken på att återhämtningen drar ut på tiden, vilket har resulterat i fallande statsobligationsräntor. Efter den kraftiga börsnedgång som skett under senare år har aktiemarknaden präglats av stor osäkerhet kring de långsiktiga möjligheterna till vinststillväxt och avkastning. Ovissheten kommer sannolikt att vara betydande ännu en tid i avvaktan på mer tydliga signaler om att konjunkturen är på väg att vända.

## ■ ■ Marknadens oro för den amerikanska ekonomins förutsättningar ger svagare dollar.

Dollarn stärktes inledningsvis under mars i samband med att osäkerhetspremier kopplad till Irakkriget minskade (se diagram 4). Därefter har dollarn försvagats märkbart, framförallt mot euron. Försvagningen kan delvis förklaras av den osäkerhet som råder bland marknadsaktörerna om styrkan i konjunkturåterhämtningen i USA och om de

Diagram 3. Sannolikhetsfördelning för OMX-optioner.<sup>3</sup>



Källor: Citibank och Riksbanken.

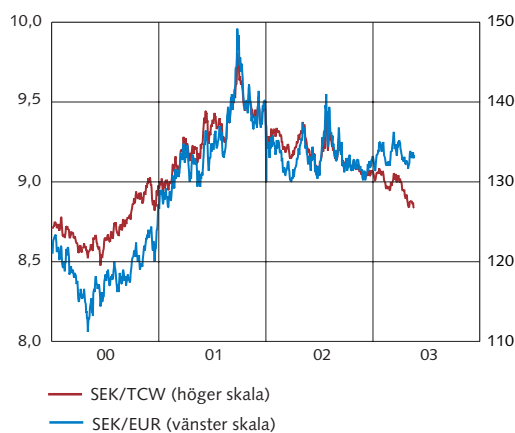
Diagram 4. Växelkursutveckling USD/EUR och SEK/USD.



Källa: Riksbanken.

<sup>3</sup> Den implicita sannolikhetsfördelningen är en skattning av sannolikhetsfördelningen för avkastningen i OMX-index på ca 1 månads sikt under antagandet att marknadsaktörerna är riskneutrala. Ytan under varje enskild fördelning summerar till ett. Den horisontella axeln anger avkastning. Fördelningens genomsnitt mellan 1994 och 2003 avser månatliga skattningar baserade på optioner med 30 dagars löptid.

Diagram 5. Växelkursutveckling SEK/EUR och SEK/TCW.



Källa: Riksbanken.

Diagram 6. Börsutveckling för OMX, S&P 500 och DAX. Index 2001-01-01=100



Källa: Riksbanken.

långsiktiga tillväxtförutsättningarna. Till detta kommer de ökande underskotten i den federala budgeten och USA:s bytesbalans. Negativa kort- och långränteskillnader mot omvärlden kan också ha bidragit till att dämpa intresset för den amerikanska valutan. Dollarn har utvecklats svagare än vad som antogs i föregående inflationsrapport.

Kronan har sedan föregående inflationsrapport utvecklats något svagare mot euron än väntat. Det är inte ovanligt att små länders valutor försvagas när det råder stor osäkerhet på de finansiella marknaderna världen över. Under det senaste året har även dollarn försvagats mot euron. Kronan har stärkts mot dollarn i en omfattning som gjort att den svenska valutan utvecklats starkare än väntat i handelsvägda termer (TCW-index). Det ger en starkare krona i TCW-termer för innevarande år jämfört med bedömningen i förra inflationsrapporten. Kronan väntas, liksom tidigare, stärkas något ytterligare under prognosperioden, främst beroende på det svenska bytesbalansöverskottet och att tillväxten i Sverige varit relativt stark i förhållande till omvärlden. Prognosen är att kronan i handelsvägda termer (TCW-index) kommer att stärkas från omkring 127 i genomsnitt i år till omkring 124 nästa år och strax under denna nivå 2005. Prognosen på två års sikt är densamma som i föregående inflationsrapport vilket beror på att de fundamentala faktorer som styr växelkursen på sikt inte ändrats i någon avgörande grad.

#### ■ ■ Stabilare aktiemarknader.

Börsutvecklingen tycks under de senaste månaderna ha stabiliserats något. De svenska börskurserna har liksom de amerikanska stigit med omkring 15 procent sedan föregående inflationsrapport och är ungefär i nivå med noteringarna från årsskiftet (se diagram 6).

Bolagsrapporter från första kvartalet visar att företagens resultat både i USA och i Sverige överlag överträffat marknadsaktörernas förväntningar. Vinsterna i de svenska bolagen var dock lägre än under första kvartalet förra året och det krävs högre vinster framöver för att infria marknadens förväntningar för i år. I flera sektorer tycks vinsterna ha uppkommit genom att företagen fortsatt att dra ned på sina kostnader snarare än att de ökat försäljningen. Det gäller såväl i Sverige som internationellt. Företagens rapporter visar att försäljningsutsikterna heller inte förbättrats nämnvärt sedan årsboksluten. Bolagen har kunnat sänka sina kostnader till följd av lägre upplåningskostnader i samband med sjunkande räntor och kreditriskpremier på företagsobligationer. Dessutom har de minskat personalstyrkan.

I Sverige har företagens skulder i förhållande till eget kapital varit i stort sett oförändrade sedan årsskiftet. Trots att vinsterna har ökat kan företagets förmåga att betala sina räntekostnader emellertid ha försämrats något till följd av att försäljningsutvecklingen varit svag.<sup>4</sup> Likväl väntas den svenska börsen stiga något i takt med att konjunkturen och vinsterna förbättras. De alltför låga räntorna väntas också bidra till stigande vinster.

4 Se Finansiell stabilitet, juni 2003, Sveriges riksbank.

Internationella och svenska statsobligationsräntor har fallit sedan föregående inflationsrapport delvis beroende på marknadsaktörernas osäkerhet om styrkan i konjunkturåterhämtningen. Den amerikanska avkastningskurvan har fått en flackare lutning samtidigt som lutningen på svenska och tyska avkastningskurvor i det närmaste är oförändrade. Skillnaden mellan svenska och tyska långräntor har varit stabil, trots en viss nedgång i de svenska inflationsförväntningarna enligt enkäter och marknadens prissättning. Den oväntade nedgången i den svenska långräntan föranleder, i kombination med bedömningen om en svagare konjunkturutveckling, en revidering av ränteprognosen för innevarande år. Liksom tidigare väntas den svenska 5-åriga obligationsräntan dock stiga i takt med att konjunkturer förbättras, från 4,0 procent i genomsnitt i år till 4,6 under nästa år och 4,9 procent 2005.

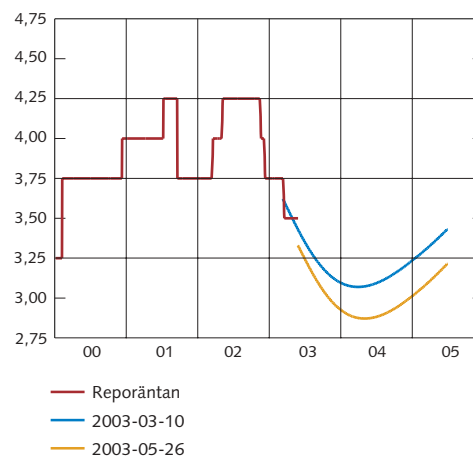
Riksbankens beslut att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter till 3,50 procent i mars var väntat av marknadsaktörerna. Enkäter visar att flertalet inhemska och utländska bedömare på de finansiella marknaderna förväntar sig att ytterligare penningpolitiska lättnader kommer att ske under sommaren.<sup>5</sup> Även marknadsprissättningen tyder på förväntningar om en sänkning av styrräntan på ett par månaders sikt (se diagram 7).

Penningmängden mätt med M0 ökade på årsbasis med 2,2 procent i mars. Motsvarande siffra för M3 var 5,9 procent (se diagram 8). Ökningen i M3 speglar sannolikt till en viss del investerarnas ökade intresse för likvida räntebärande placeringar i samband med den finansiella oron.

#### ■ ■ Något mindre expansiva effekter från växelkursen.

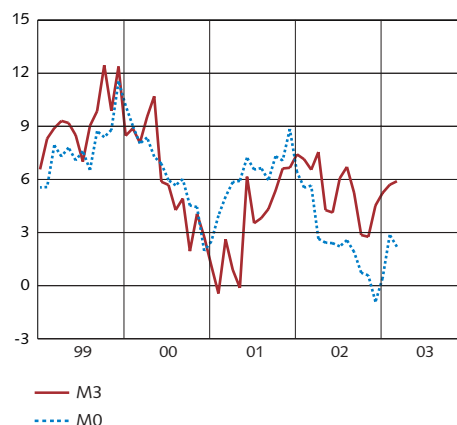
Effekten från växelkursen och den korta räntan har blivit något mindre expansiv den senaste tiden. Detta beror på att den reala växelkursen stärkts och att den korta realräntan stigit något (se diagram 9). Den reala långräntan har emellertid sjunkit och börserna har stigit, vilket pekar i motsatt riktning. Att långräntorna väntas stiga och kronan stärkas kommer medföra mindre expansiva effekter på den aggregerade efterfrågan framöver jämfört med i dagsläget.

Diagram 7. Penningpolitiska förväntningar i Sverige enligt terminräntor. Procent



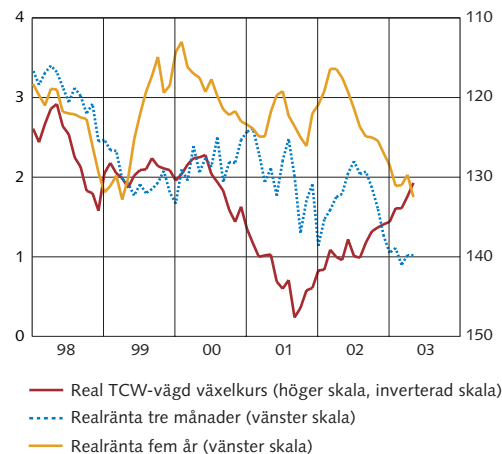
Källa: Riksbanken.

Diagram 8. Penningmängdsaggregat mätt med M0 och M3.<sup>6</sup> Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

Diagram 9. Realränta med fem års respektive tre månaders löptid samt real TCW-vägd växelkurs. Procent respektive index



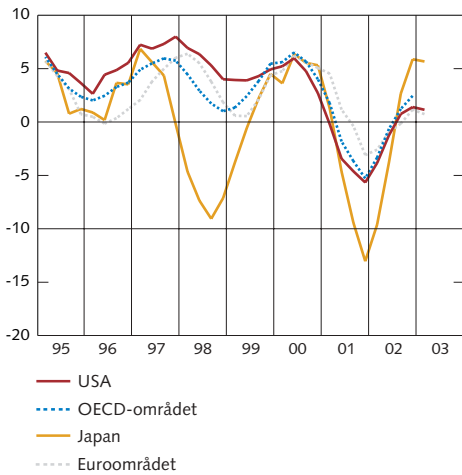
Källa: Riksbanken.

<sup>5</sup> Marknadsaktörerna förväntar sig att reporäntan sänks med 0,25 procentenheter på tre månaders sikt enligt Prosperas senaste enkät som publicerades den 21 maj. På två års sikt väntas reporäntan höjas till 3,75 procent.

<sup>6</sup> Det snäva penningmängdsaggregatet M0 består av allmänhetens innehav av sedlar och mynt. Det breda penningmängdsaggregatet M3 innehåller dessutom den svenska allmänhetens inlåning i bank samt innehav av bankcertifikat uttryckt i svenska kronor.

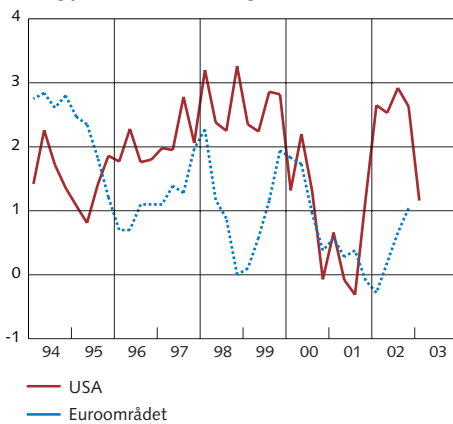


**Diagram 10. Industriproduktion per kvartal i OECD, euroområdet, USA och Japan. Årlig procentuell förändring**



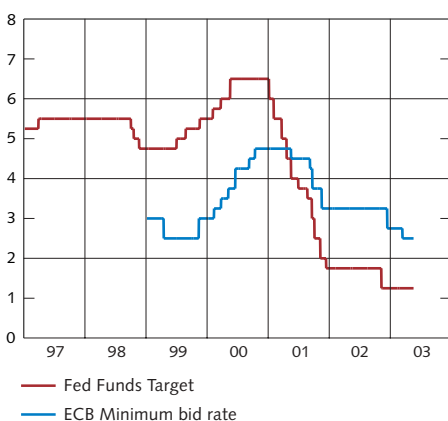
Källor: Eurostat, Federal Reserve, Ministry of Trade and Industry och OECD.

**Diagram 11. Tillväxt i arbetsproduktivet per anställd i euroområdet och USA. Årlig procentuell förändring**



Källor: Bureau of Labor Statistics och ECB.

**Diagram 12. Styrräntor i USA och euroområdet. Procent**



Källor: Federal Reserve och ECB.

## Internationell konjunktur

### ■ ■ Trög återhämtning efter vändning i världsekonomin.

Efter recessionsåret 2001 inträffade en vändning i världsekonomin. Ett positivt omslag i lagerinvesteringarna bidrog till att industriproduktionen och världshandeln började öka igen. Återhämtningen tappade emellertid fart under hösten 2002 då lageromslagets effekter avtog samtidigt som konsumtion och investeringar fortsatte att stiga endast marginellt.

Den svaga tillväxten under hösten har fortsatt under inledningen av 2003. Indikatorer tyder på att utvecklingen så här långt varit något svagare än vad som förväntades i föregående inflationsrapport. Industriproduktion och världshandel har fortsatt att öka, om än i något långsammare takt (se diagram 10 och 18). Läget på arbetsmarknaden har försämrats något mer än beräknat och därför revideras prognosen för tillväxten ned för såväl euroområdet som USA på kort sikt. Olika förtroendeindikatorer tyder på minskad framtidsoptimism, men informationen är svår att tolka då den till stor del samlats in under den tid då Irakkriget pågick.

Produktivitetstillväxten i USA har varit stark och väntas fortsätta att utvecklas positivt under prognosperioden. Men tillväxten bedöms komma att dämpas något jämfört med de senaste årens överraskande starka utveckling. En återhämtning av produktivitetstillväxten i Europa tycks ha inletts och väntas fortsätta framöver (se diagram 11). Detta antas ha positiva effekter på företagens vinster, vilket i sin tur skapar förutsättningar för ökade investeringar.

Den ekonomiska politiken bedöms också bidra till återhämtningen under hela prognosperioden. I dagsläget är den överlag expansiv även om situationen skiljer sig mellan de olika ekonomiska blocken. USA bedriver en kraftfullt expansiv finans- och penningpolitik, medan stabilitets- och tillväxtpakten begränsar utrymmet för ytterligare finanspolitisk stimulans i stora delar av euroområdet. Penningpolitiken har också varit mindre expansiv i euroområdet (se diagram 12).

Efterhand förväntas en stabilisering och gradvis förbättring av arbetsmarknaden med början under hösten 2003 i USA och våren 2004 i euroområdet. Även börserna väntas stabiliseras och gradvis stärkas, vilket bidrar till återhämtningen under prognosperioden.

Resursutnyttjandet i världsekonomin är för närvarande relativt lågt, vilket i sig ger förutsättningar för stigande tillväxt de närmaste åren. Den låga tillväxten under den senaste treårsperioden har medfört att resursutnyttjandet i USA och euroområdet minskat (se diagram 13). Mängden lediga resurser bedöms emellertid inte vara lika stor som efter tidigare lågkonjunkturer, då avmattningen den här gången varit relativt mild. Därför bedöms tillväxten endast stiga gradvis mot den långsiktiga potentialen eller strax däröver.

Det finns också faktorer som bromsar återhämtningen. Företagens och hushållens skuldsättningsgrad är fortfarande förhållandevis hög, vilket i sin tur dämpar efterfrågan på krediter till konsumtion och investeringar (se diagram 14). Det finns dock inget som tyder på att skuldsättningsgraden är alarmerande, då varken företagens eller

hushållens räntebörda är osedvanligt hög. Vinster och disponibla inkomster väntas komma att utvecklas positivt under prognosperioden, vilket tillsammans med en fortsatt låg räntenivå även gör det lättare att finansiera skulderna.

En viss oro kvarstår dock i Tyskland, där lönsamheten i bank-systemet fallit samtidigt som dolda reserver i form av orealiserade aktievinster ätits upp av de senaste årens börsfall. Problemen förstärks av den svaga tillväxten i den tyska ekonomin. Kapiteltäckningsgraden i bankerna är dock god och efterfrågan på krediter är i dagsläget liten. Problemen i banksektorn bedöms därför inte utgöra något större hinder för återhämtningen i tillväxten de närmaste åren.

Det säkerhetspolitiska läget och osäkerheten på de finansiella marknaderna har sannolikt bidragit till att dämpa hushållens och företagens framtidstro (se diagram 15 och diagram 16). Osäkerheten kan även ha bidragit till att fördröja investeringsbeslut och dämpa konsumtionen. De återhållande effekterna från dessa faktorer väntas dock gradvis avta under prognosperiodens första hälft.

#### ■ ■ Svag produktivitetstillväxt i euroområdet.

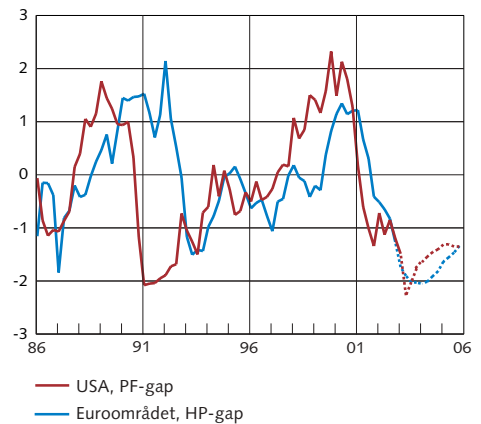
Under första delen av 2002 var tillväxten i euroområdet förhållandevis god. Bidragande faktorer till detta var en återhämtning i världshandeln och den svaga euron. Under andra halvåret 2002 ökade såväl konsumtion som investeringar från kvartal till kvartal (se diagram 17). Uppgången under det andra halvåret blev emellertid svagare än väntat. En möjlig förklaring till att investeringarna utvecklades svagt kan vara en oväntat låg produktivitetstillväxt. Företagen har av olika anledningar under lågkonjunkturen behållit arbetskraft som inte kunnat användas fullt ut i produktionen. Detta har å ena sidan lett till försämrade vinster och i vissa fall behov av att höja priserna. Å andra sidan har det medfört att arbetsmarknaden för euroområdet som helhet inte försämrats förrän mot slutet på fjolåret.

Till stor del följer detta det normala konjunkturförloppet för euroområdet. Produktivitetstillväxten har dock varit oväntat svag de senaste åren, vilket skulle kunna vara ett tecken på att den potentiella tillväxten för euroländerna har överskattats. Produktivitetssiffrorna skall dock tolkas med viss försiktighet. Dels finns det vissa tecken på att medelarbetstiden minskat, eftersom bl a arbetstidsförkortning genomförts i vissa länder. Detta medför i sin tur att den uppmätta produktiviteten per anställd går ned. Dels har sysselsättningen ökat i tjänstesektorn, vars produktivitet i regel är lägre än i tillverkningsindustrin.

Flera euroländer har också statsfinansiella problem, vilka delvis härrör från den svaga tillväxten. Några av dessa länder uppnådde inte heller balans i statsfinanserna under högkonjunkturåren. Detta medför att de automatiska stabilisatorerna inte kan verka fullt ut och att strukturella besparingar behövs för att klara av kraven på hållbara statsfinanser från stabilitets- och tillväxtpakten. Det gäller särskilt i de tre största euroekonomierna Tyskland, Frankrike och Italien.

De faktiska realräntorna skiljer sig åt mellan länder med hög och låg inflation i euroområdet. Vissa länder bedöms kunna uppvisa relativt god

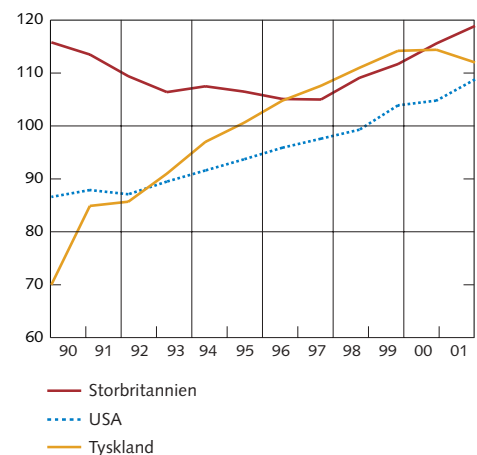
Diagram 13. Outputgap för euroområdet och USA. Procent



Anm. Streckad linje avser prognos.

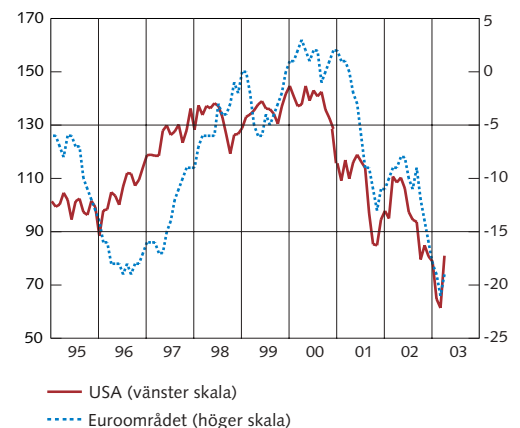
Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, NIESR, US Department of Commerce och Riksbanken.

Diagram 14. Hushållens skuldsättning i förhållande till disponibel inkomst. Procent



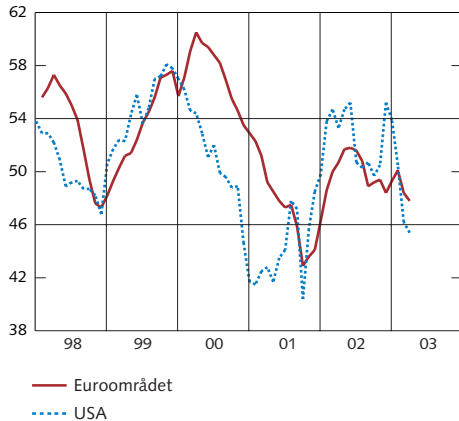
Källa: IMF.

Diagram 15. Konsumentförtroende i euroområdet och USA. Index och netttotal



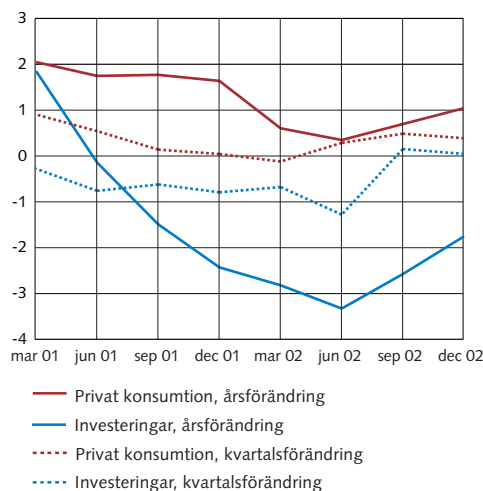
Källor: Conference Board och EU-Kommissionen.

**Diagram 16. Inköpschefsindex i euroområdet och USA.**  
Index



Källor: ISM och NTC Research Ltd.

**Diagram 17. Konsumtion och investeringar i euroområdet.**  
Procent



Källa: Eurostat.

tillväxt de närmaste åren trots att euroområdets kärnekonomier utvecklas svagt. Euroländer med lägre BNP per capita väntas också fortsätta att växa relativt snabbt för att på så vis närma sig levnadsstandarden i övriga euroområdet.

Sammantaget revideras prognosen för euroområdet ned till följd av att utvecklingen på arbetsmarknaden väntas bli svagare än vad som prognostiserades i föregående inflationsrapport (se tabell 2). Även eurons förstärkning bedöms efterhand inverka negativt på nettoexporten och dämpa tillväxten. Därtill väntas finanspolitiska åtstramningar i bl.a. Frankrike, vilket också motiverar en lägre tillväxtprognos framöver.

### ■ ■ Norden och Storbritannien växer i god takt.

Norden och Storbritannien har klarat sig relativt väl under den globala lågkonjunkturen. Utvecklingen i dessa länder har präglats av stark inhemsk efterfrågan och relativt goda arbetsmarknader, framförallt i Storbritannien. Utmärkande har också varit att de disponibla inkomsterna utvecklats väl, att statsfinanserna varit sunda och att fastighetspriserna stigit i vissa av länderna. En rad faktorer har bidragit till utvecklingen. I Storbritannien har sysselsättningen ökat och i Danmark är exportindustrin relativt okänslig för konjunktursvängningar. I Norge har ökade oljeinkomster och höga löneökningar hållit uppe efterfrågan. I Finland har stabiliseringspolitiken varit framgångsrik.

Under senare tid har dock tillväxten varit något svagare även i dessa länder än vad som förväntades i föregående inflationsrapport. Det leder till en nedrevidering av tillväxtprognosen på kort sikt. En svdämpning i privat konsumtion väntas också till följd av att fastighetsmarknaden nu går in i en lugnare fas. Det gäller inte minst i Storbritannien, där fastighetspriserna stigit kraftigt och under flera år bidragit till konsumtionstillväxten. I Norge dämpas investeringarna till följd av att de höga löneökningarna och den starka kronan resulterat i ett försämrat konkurrensläge för stora delar av näringslivet.

### ■ ■ USA hämtar styrka från produktivitetstillväxt och expansiv ekonomisk politik.

Den amerikanska ekonomin inledde den globala avmattningen, men var också först att vända utvecklingen mot ökad tillväxt. Vändningen berodde inledningsvis på ett kraftfullt lageromslag, men också på att såväl penning- som finanspolitik tidigt lades om i mer expansiv riktning. Skattelättnader och låga räntor underlättade för hushållen att upprätthålla förhållandevis hög konsumtion, trots försämringen på arbetsmarknaden och för företagen att anpassa sina balansräkningar. En annan viktig faktor till att konjunkturen vände upp tidigt i USA är att produktiviteten ökade överraskande starkt. Det beror på att företagen redan tidigt i avmattningsfasen sade upp övertalig personal. Samtidigt drog företagen också ned på lager och investeringar, vilket har medfört att vinsterna återhämtat sig förhållandevis snabbt. Det skapar utrymme för företagen att öka sina investeringar framöver.

Den finansiella och säkerhetspolitiska osäkerheten förklarar troligtvis varför företagen varit förhållandevis försiktiga så här långt i konjunkturcykeln. Det gäller såväl nyinvesteringar som nyanställningar

och lageruppbyggnad. Möjligtvis kan även försvagade balansräkningar till följd av det kraftiga fallet i finansiella tillgångspriser ha verkat dämpande. Hushållens sparande befinner sig fortfarande på en historiskt låg nivå, och kan väntas öka något de närmaste åren. Sammantaget bedöms dessa förhållanden ha en återhållande effekt på konsumtion och investeringar under prognosperioden.

Arbetsmarknaden och de disponibla inkomsterna i USA har utvecklats något sämre under inledningen av 2003 än vad som förväntades i den föregående inflationsrapporten. Detta föranleder en viss nedrevidering av prognosen för BNP-tillväxten på kort sikt. Dollarns försvagning på senare tid verkar dock i motsatt riktning och väntas bidra såväl till att handelsnettot förbättras som att tillväxten blir starkare under andra halvåret 2003 än tidigare bedömning.

### ■ ■ Japan överraskar med högre tillväxt.

Den japanska ekonomin har enligt nationalräkenskaperna återhämtat sig tidigare än vad många bedömare räknat med, trots att flera inhemska indikatorer visat på en svag utveckling. De olika bilderna kan delvis ha sin grund i metodförändringar i statistiken, bl.a. sättet att mäta privat konsumtion. Men under senare tid har allt fler indikatorer visat att den japanska ekonomin förbättras. Sammantaget föranleder detta en viss upprevidering av prognosen på kort sikt jämfört med den föregående inflationsrapporten.

Redan under innevarande år väntas dock de underliggande svaga tillväxtförutsättningarna åter bidra till att tillväxttakten mattas. Krisen i det finansiella systemet fortgår, vilket hindrar ny kreditgivning, och därmed en uppgång i investeringar och privat konsumtionen. Till detta kommer ett växande behov av statsfinansiell åtstramning för att komma tillrätta med den växande statskulden och de offentliga budgetunderskotten. Det medför att deflationstrycket i den japanska ekonomin väntas bestå under hela prognosperioden.

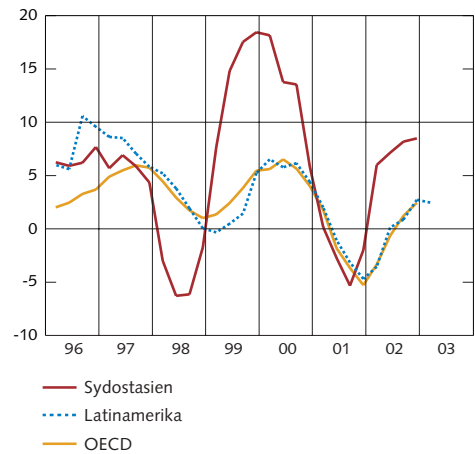
### ■ ■ Sars dämpar Ostasien, men återhämtningen på tillväxtmarknaderna fortsätter.

Världens tillväxtmarknader har det senaste året visat tecken på en vändning, även om utvecklingen inte är entydig. I Latinamerika ökar industriproduktionen i krisekonomierna Argentina och Brasilien (se diagram 18). Samtidigt har en ny inhemsk kris drabbat länderna i Ostasien, framförallt Hongkong och Kina. Utbrottet av lungsjukdomen sars har på kort tid medfört kraftigt minskad turism i området, men också minskad privat konsumtion. Det är i dagsläget oklart hur omfattande epidemin kommer att bli, men de flesta tecknen tyder på att den redan har kulminerat. Sars väntas dock få betydande kortsiktiga effekter på regionen, vilket leder till att tillväxtprognosen revideras ned jämfört med föregående inflationsrapport.

### ■ ■ Oljepriset föll oväntat kraftigt efter kriget i Irak.

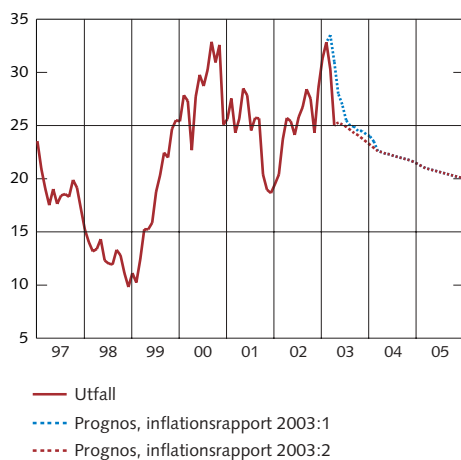
Sedan föregående inflationsrapport har oljepriset fallit kraftigt, främst till följd av den snabba upplösningen av kriget i Irak. Förutom att Opec kompenserade utbudsbortfallet då anfallet inleddes har också de

Diagram 18. Industriproduktion per kvartal på tillväxtmarknader. Årlig procentuell förändring



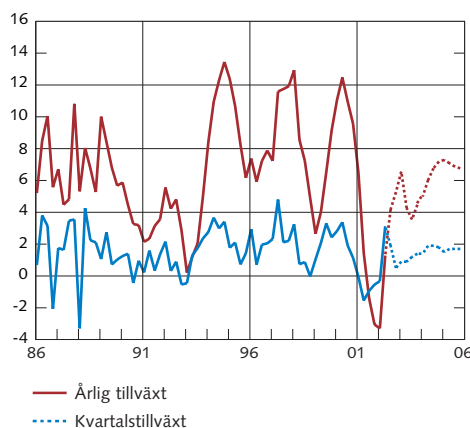
Källor: IMF och OECD.

Diagram 19. Oljepriset, utfall och prognos.  
USD/Fat



Källor: IPE och Riksbanken.

Diagram 20. Svensk exportmarknadstillväxt.  
Procent



Källor: NIESR och Riksbanken.

Tabell 2. Internationella förutsättningar.  
Årlig procentuell förändring

	BNP					KPI				
	2001	2002	2003	2004	2005	2001	2002	2003	2004	2005
USA	0,3	2,4 (2,4)	2,5 (2,9)	3,5 (3,5)	3,2 (3,2)	2,8	1,6 (1,6)	2,4 (2,1)	2,1 (2,3)	2,2 (2,2)
Japan	0,4	0,2 (0,3)	1,1 (0,8)	1,0 (1,1)	1,4 (1,5)	-0,7	-0,9 (-0,9)	-0,6 (-0,7)	-0,4 (-0,2)	0,2 (0,2)
Tyskland	0,6	0,2 (0,2)	0,4 (0,8)	1,6 (1,8)	2,0 (2,0)	1,9	1,3 (1,3)	1,1 (1,1)	1,1 (1,4)	1,4 (1,5)
Frankrike	2,1	1,2 (1,2)	0,9 (1,4)	2,0 (2,4)	2,4 (2,6)	1,8	1,9 (1,9)	1,8 (1,7)	1,5 (1,6)	1,6 (1,6)
Storbritannien	2,1	1,8 (1,6)	2,0 (2,2)	2,4 (2,5)	2,7 (2,7)	2,1	2,2 (2,2)	2,6 (2,5)	2,4 (2,4)	2,5 (2,5)
Italien	1,8	0,4 (0,4)	0,9 (1,4)	2,0 (2,4)	2,5 (2,5)	2,3	2,6 (2,6)	2,4 (2,3)	1,8 (1,9)	2,1 (2,2)
Danmark	1,4	1,6 (1,6)	1,4 (1,8)	2,1 (2,1)	2,2 (2,2)	2,3	2,4 (2,4)	2,3 (2,1)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
Finland	0,6	1,6 (1,6)	2,1 (2,6)	2,8 (3,2)	3,6 (3,6)	2,7	2,0 (2,0)	1,7 (1,8)	1,7 (1,8)	1,8 (1,8)
Norge	1,7	1,3 (1,2)	1,1 (1,3)	2,3 (2,6)	2,6 (2,7)	3,0	1,3 (1,3)	2,8 (3,0)	2,0 (2,0)	2,5 (2,5)
Euro12	1,5	0,9 (0,8)	0,9 (1,4)	2,0 (2,4)	2,5 (2,5)	2,3	2,3 (2,2)	1,9 (1,9)	1,6 (1,8)	1,7 (1,8)
TCW-vägt	1,4	1,2 (1,1)	1,3 (1,7)	2,2 (2,5)	2,5 (2,6)	2,2	1,9 (1,9)	2,0 (1,9)	1,7 (1,8)	1,9 (1,9)
OECD 19	0,9	1,5 (1,5)	1,7 (2,0)	2,5 (2,6)	2,6 (2,6)	2,0	1,4 (1,4)	1,8 (1,6)	1,6 (1,7)	1,7 (1,8)

	2001	2002	2003	2004	2005
Exportmarknadstillväxt	0,8	2,2 (1,9)	4,7 (5,5)	6,3 (6,7)	7,0 (7,2)
Genomsnittliga exportpriser i nationell valuta (OECD)	0,4	-0,4 (-0,4)	0,5 (0,7)	1,3 (1,4)	1,8 (2,1)
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD per fat Brent Blend)	24,5	25,0 (25,0)	26,2 (27,7)	22,3 (22,4)	20,7 (20,7)

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 2000-2001.

Källa: Riksbanken.

allierade säkrat samtliga irakiska oljefält för fortsatt produktion. Prisfallet kom snabbare än de flesta bedömare, inklusive Riksbanken, räknat med. Detta trots att två tredjedelar av produktionen från Nigeria under en tid upphörde till följd av oroligheter i landet. Den närmaste tiden väntas oljepriset ligga kvar runt 25 dollar per fat, då lagernivåerna i Nordamerika är låga och utbudet på kort sikt hålls tillbaka av produktionsproblemen i Irak, Nigeria och Venezuela. I takt med att utbudet av olja från dessa länder ökar väntas oljepriset åter börja falla.

### ■ ■ Världsekonomin tillväxt och prisutveckling svagare än i föregående rapport.

Sammantaget revideras prognosen för tillväxten i världsekonomin ned. De främsta orsakerna är sämre utveckling av de disponibla inkomsterna i USA samt att arbetsmarknaden i både USA och euroområdet utvecklats svagare än vad som väntades i den föregående inflationsrapporten. Utbrottet av sars medför att importprognosen för Ostasien revideras ned på kort sikt. Dessa förändringar ger sammantaget en svagare exportmarknadstillväxt jämfört med den föregående inflationsrapporten. På längre sikt kvarstår de huvudsakliga drivkrafterna bakom återhämtningen i världshandeln, vilket väntas medföra att tillväxten åter närmar sig sin långsiktiga trend (se diagram 20).

De internationella exportpriserna väntas också öka långsammare än vad som prognostiserades i föregående inflationsrapport. Detta följer av ett något lägre globalt resursutnyttjande och lägre oljepriser. Som en följd av att resursutnyttjandet gradvis ökar väntas dock de internationella exportpriserna närma sig den långsiktiga trenden mot slutet av prognosperioden.

## Efterfråge- och utbudsförhållanden i svensk ekonomi

### ■ ■ BNP-tillväxten något lägre i år och nästa år.

I den senaste inflationsrapporten gjordes bedömningen att svensk ekonomi skulle komma ur tillväxtsvackan under andra halvåret 2003. Den senaste tidens statistik och indikatorer har inte givit en entydig bild av konjunkturutvecklingen. Hushållens och företagens förväntningar har försämrats, med undantag för vissa barometerdata över industriutvecklingen. Den samlade bedömningen är ändå att utvecklingen har varit svagare än väntat.

Tecknen på försvagning påverkar framförallt bedömningen i år och nästa år. Den svagare internationella konjunkturen medför även en lägre svensk export i år och nästa år. De svenska företagen bedöms inte kunna öka sina marknadsandelar under prognosperioden, men ökningen i världsmarknadens tillväxt är tillräckligt stor för att ge en stimulans åt exporten. Uppgången i utrikeshandeln väntas inte ge några större positiva bidrag till tillväxten vare sig under 2003 eller 2004. Även investeringstillväxten i näringslivet bedöms bli lägre. Den underliggande banan för bruttoinvesteringarnas tillväxttakt har inte förändrats, men förskjutits framåt i tiden något. BNP-tillväxten under prognosperioden understöds framförallt av hushållens konsumtionsutgifter och, under den senare delen av prognosperioden, av investeringarna. En fortsatt stabil utveckling av inkomster, förmögenhet och sysselsättning talar för en relativt jämn konsumtionsbana för hushållen.

BNP-tillväxten bedöms nu bli 1,2 procent i år, 2,4 procent nästa år och 2,4 procent 2005. Denna bedömning tar hänsyn till att nästa år är ett skottår och sammanlagt innefattar fyra fler arbetsdagar än 2003. Om effekten från de extra arbetsdagarna räknas bort uppskattas den s.k. kalenderkorrigerade tillväxten att bli 2,1 procent nästa år och 2,5 procent 2005. Tillväxten har alltså reviderats ned med 0,5 procentenheter i år och något mindre nästa år. Resursutnyttjandet bedöms därför bli lägre under hela prognosperioden jämfört med bedömningen som gjordes i mars.

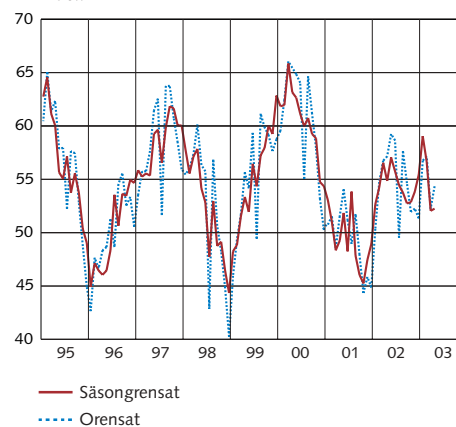
**Tabell 3. Försörjningsbalans i huvudscenariot.  
Årlig procentuell förändring**

	2002	2003	2004	2005
Hushållens konsumtion	1,3	1,8 (1,8)	2,1 (1,8)	1,7 (1,8)
Off. myndigheters konsumtion	2,1	0,3 (0,3)	0,9 (0,7)	0,7 (0,7)
- Statlig konsumtion	1,7	-1,5 (-1,5)	0,0 (0,0)	0,1 (0,1)
- Kommunal konsumtion	2,3	1,0 (1,0)	1,3 (0,9)	0,9 (0,9)
Fasta bruttoinvesteringar	-2,5	-0,8 (2,5)	5,9 (7,1)	5,1 (4,4)
Lagerförändring, bidrag	-0,1	0,3 (0,3)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)
Export	0,4	3,3 (4,0)	4,9 (4,9)	5,8 (6,0)
Import	-2,7	3,4 (4,6)	5,7 (5,7)	5,5 (5,5)
BNP till marknadspris	1,9	1,2 (1,7)	2,4 (2,4)	2,4 (2,4)

Anm. Prognosen avser faktisk tillväxt. Inom parentes redovisas prognosen i föregående inflationsrapport, vilken inte fullt ut tagit hänsyn till kalendereffekter. För att kunna jämföra de båda prognoserna måste en s.k. kalenderkorrigering göras av den nu aktuella prognosen, vilket ger en BNP-tillväxt på 2,1 procent 2004 och 2,5 procent 2005, dvs. en justering ned med 0,3 procentenheter 2004 och upp med 0,1 procentenheter 2005.

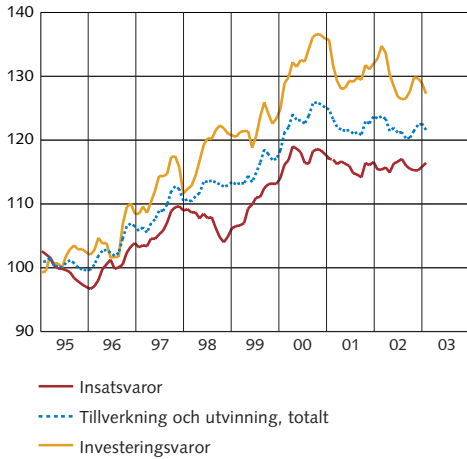
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 21. Inköpschefsindex, Sverige.  
Index**



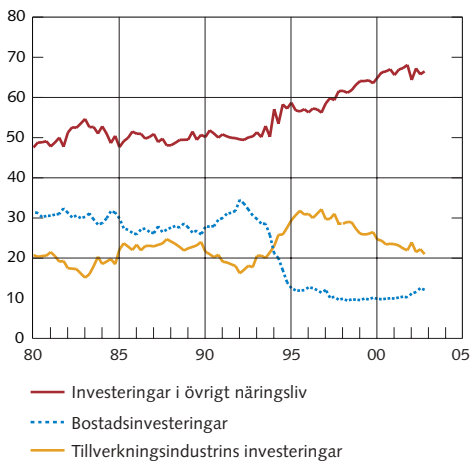
Källa: Föreningssparbanken.

**Diagram 22. Industriproduktion.**  
Index, 1995=100, dagkorrigerade och  
säsongrensade indextal



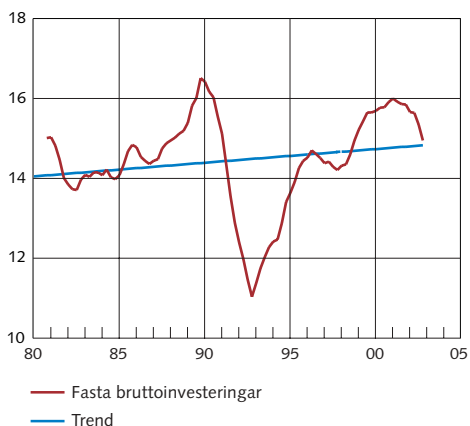
Källa: SCB.

**Diagram 23. Investeringar i bostäder, tillverknings-  
industrin och övrigt näringsliv som andelar av  
näringslivets investeringar.**  
Procent



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 24. Totala fasta bruttoinvesteringar exklusive  
bostäder som andel av BNP i löpande priser.**  
Procent



Källor: SCB och Riksbanken.

## ■ ■ Osäker industrikonjunktur.

Konjunkturinstitutets barometerdata tyder på att industrikonjunkturen återhämtar sig, om än i en långsam takt. I början av året var industriföretagen optimistiska. Den optimismen har dämpats något, men konfidensindikatorn för tillverkningsindustrin ligger fortfarande högre än det historiska genomsnittet. Den senaste konjunkturbarometern pekar på att produktionsvolymen under de senaste månaderna ökat i enlighet med förväntningarna. Signalerna om industrikonjunkturen är dock blandade. Inköpschefsindex föll i mars tillbaka till en nivå som indikerar stagnation dvs. ett index på ungefär 50. I april låg inköpschefsindex kvar på samma nivå (se diagram 21).<sup>7</sup>

Industriproduktionsindex för hela industrin uppvisar en skakig utveckling. Produktionen av insats- och investeringsvaror verkar i stort ha stagnerat sedan år 2000 (se diagram 22). Kemiska produkter stod för den starkaste produktionsökningen under första kvartalet. Petroleumraffinerierna ökade också sin produktion tämligen starkt under inledningen av året. Det kan troligtvis förklaras av den kalla vintern och hamstring av petroleumprodukter inför utsikterna att ett krig skulle kunna bryta ut i Irak.

## ■ ■ Lägre investeringar i näringslivet i år.

Mot slutet av förra året sjönk investeringarna mer än väntat. Under fjärde kvartalet 2002 minskade näringslivets investeringar med 8,5 procent jämfört med motsvarande kvartal året innan. Den svaga utvecklingen förklaras bl.a. av konjunkturläget med ett lågt kapacitetsutnyttjande. Stor osäkerhet och pessimism har troligtvis också verkat hämmande på företagens vilja att investera.

En tillbakablick över investeringsutvecklingen visar att sammansättningen av näringslivets investeringar förändrats kraftigt under 1990-talet (se diagram 23). Bostadsinvesteringarna föll tillbaka i början på 1990-talet från en andel på ca 30 procent och har sedan 1994 varierat runt 10 procent. Tillverkningsindustrins andel har efter en kraftig ökning 1994–1995 återgått till 1980-talets nivå på 20 procent. Investeringarna i övrigt näringsliv har stigit kontinuerligt och ligger i dagsläget strax under 70 procent. En försvagning av investeringsefterfrågan i övrigt näringsliv får därför en mycket stor effekt för de totala investeringarna i näringslivet. Det var framförallt denna sektor som minskade sina investeringar under fjärde kvartalet förra året. Här ingår t.ex. parti- och detaljhandel, post- och teletjänster och transporttjänster.

Sedan inflationsrapporten i mars tycks den allmänna osäkerheten om ekonomin minskat samtidigt som det finns tecken på fortsatt pessimism. Det allmänna stämningläget och det svaga utfallet förra året motiverar att framförallt investeringarna i näringslivet revideras ned. Den investeringsuppgång som väntas i takt med att konjunkturen förstärks skjuts därmed upp. Sänkningen av reporäntan i mars förväntas gradvis få en stimulerande effekt på investeringarna. En be-

<sup>7</sup> Ett index på 50 betyder att aktivitetsnivån är oförändrad och att ingen uppgång eller nedgång kan skönjas.

dömning av investeringsutvecklingen på lång sikt kan också göras genom att analysera investeringarna som andel av förädlingsvärdet (se diagram 24). Nedrevideringen av investeringstillväxten 2003 innebär att investeringsandelen i löpande priser beräknas ligga under trenden. Samtidigt som investeringsprognosen är nedreviderad i år och nästa år bedöms investeringarna 2005 öka något mer än vad som antogs i föregående inflationsrapport (se diagram 25).

Enligt Konjunkturbarometern är industriföretagen alltså nöjda med storleken på sina färdigvarulager medan insatsvarulagren tycks vara något för stora. Storleken på industrins lager tycks sammantaget vara nära den önskade och avviker inte från den bedömning som gjordes i förra inflationsrapporten. I spåren av en långsammare ekonomisk tillväxt kan dock en ofrivillig lageruppbyggnad ske. I dagsläget finns det inget som tyder på att så är fallet. Under prognosperioden förväntas industrin öka sina lager i samband med att den ekonomiska aktiviteten tilltar. Sammantaget väntas bidraget minska successivt (se tabell 3).

#### ■ ■ Uppgång i både exporten och importen av varor.

Förra året växte världsmarknaden med ca 2 procent. Trots att kronan försvagades och relativpriserna utvecklades gynnsamt lyckades inte svenska företag öka sina marknadsandelar mer än marginellt 2002. Efter en svacka under hösten, har nu varuexporten åter börjat öka (se diagram 26).

Världsmarknadstillväxten väntas bli betydligt starkare under de tre kommande åren, jämfört med 2002 (se tabell 4). Det är framförallt de s.k. övriga länderna som beräknas svara för uppgången i världsmarknadstillväxten. Dit hör Central- och Östeuropa, Ryssland, Asien och Latinamerika. EU-länderna bidrar också relativt mycket till uppgången. Det direkta bidraget från USA är inte så stort, men även där bedöms marknaden växa.

**Tabell 4. Marknadstillväxt för svensk export, bidrag från respektive region.**

	Vikter	2003	2004	2005
Norden och Storbritannien	28,2%	0,6	1,4	1,6
EU*	34,4%	1,8	1,8	2,2
USA	10,2%	0,3	0,7	0,8
Övriga	27,2%	2,0	2,3	2,5
Totalt	100%	4,7	6,3	7,0

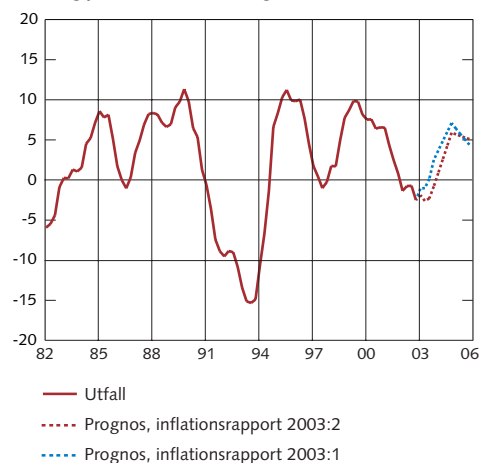
\* Exklusive Storbritannien, Danmark och Finland.

Källa: Riksbanken.

Utvecklingen på exportmarknaderna bedöms således bli gynnsam framöver, även om den väntas bli något svagare i år än bedömningen i den senaste inflationsrapporten. Försvagningen av kronan under förra året ger svenska företag konkurrensfördelar i år, eftersom effekterna kan antas vara fördröjda. Emellertid väntas nedgången i teleproduktindustrin fortsätta att dra ned varuexporten även under 2003. Företagen bedöms inte heller kunna öka sina marknadsandelar de

**Diagram 25. Fasta bruttoinvesteringar inklusive prognos 2003 – 2005.**

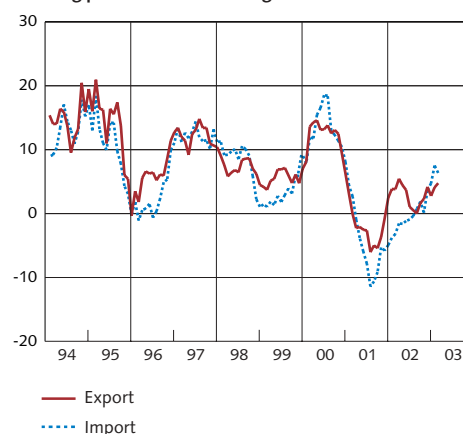
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 26. Export och import av varor.**

Årlig procentuell förändring



Anm. Utjämnade tolv månaderstal.

Källa: SCB.



kommande två åren eftersom konkurrenskraften väntas försämrats bl.a. för att kronan stärks. Sammantaget antas en något svagare exportutveckling i år och nästa år.

Under 2001 och 2002 minskade importen av varor i volym. Det förklaras bl.a. av den låga aktiviteten i industrin och minskande investeringar. Även den svaga kronan bidrog till en lägre importefterfrågan. Utfallet av den senaste utrikeshandelsstatistiken tyder på att importen av varor utvecklats starkt under årets första månader. Importen av varor ökade med omkring 5 procent i värde januari–april jämfört med motsvarande period i fjol. Eftersom importpriserna i stort varit oförändrade under samma period bör ökningen i volym bli ungefär densamma. Den varufördelade statistiken för januari och februari visar att importen av råolja och petroleumprodukter ökade starkt, vilket troligtvis kan förklaras av en kall vinter och hamstring inför ett eventuellt krig i Irak. Det kan alltså vara tillfälliga faktorer som lett till ökningen av importen.

Prognosen för tillväxten i importen av varor är något lägre än den som gjordes i mars. Det är den nedreviderade investeringstillväxten i år som motiverar en svagare ökning av importefterfrågan redan under innevarande år. I takt med att konjunkturen förstärks väntas varuimporten tillta.

#### ■ ■ Svårbedömd tjänstehandel.

Utvecklingen av utrikeshandeln med tjänster är svårbedömd. Drygt hälften utgörs av s.k. övriga tjänster, som bl.a. innefattar ersättning för utnyttjande av patent och andra rättigheter, försäkringstjänster, konsulttjänster och varuförmedling. Turism svarar för omkring 20 procent av tjänsteexporten och 30 procent av tjänsteimporten. Irakkriget och oron för terroristhandlingar i anslutning till detta samt spridningen av sjukdomen sars kan antas påverka utlandsresandet negativt i år. Luftfartsverkets statistik visar också att antalet passagerare i utrikes trafik på de svenska flygplatserna minskade med 5 procent under första kvartalet i år jämfört med samma period i fjol. I förhållande till föregående inflationsrapport revideras därför tillväxten i tjänsteexporten och framförallt tjänsteimporten ned något i år.

#### ■ ■ Finanspolitiken mindre expansiv.

Sedan inflationsrapporten i mars har regeringen och samarbetspartierna presenterat 2003 års ekonomiska vårproposition. I budgeten föreslås besparingar och tekniska justeringar som motsvarar drygt 8 miljarder kronor i år och ytterligare 6 miljarder kronor 2004 för att utgiftstaket inte ska spricka. De besparingar som föreslås är i ungefär samma storleksordning som de som förväntades i föregående inflationsrapport.

En central del i regeringens förslag är att minska kostnaderna för sjukskrivningarna. Regeringen föreslår bl.a. att sjuklöneperioden från och med den 1 juli 2003 förlängs från dagens två veckor till tre. Förslagen väntas påverka företagens lönebikostnader. Vidare föreslår regeringen att sjukersättningen till arbetslösa sänks för att motsvara den

från arbetslöshetsförsäkringen samt att sjukersättningen sänks från den 21:a sjukdagen. Dessutom senareläggs inköp av försvarsmaterial för sammanlagt 1,4 miljarder kronor samtidigt som det sparas totalt 1,5 miljarder kronor på vägar och järnvägar under 2003 och 2004. Beräkningar tyder emellertid på att det kan krävas ytterligare besparingsåtgärder för att de statliga utgifterna inte ska överskrida utgiftstaken.

Den offentliga sektorns finansiella sparande väntas gradvis förbättras under prognosperioden och beräknas uppgå till i genomsnitt 1 procent av BNP under hela prognosperioden (se diagram 27). Ett konventionellt sätt att analysera finanspolitikens inriktning är att rensa bort effekter från konjunkturutvecklingen på de offentliga finanserna och analysera förändringar av ett underliggande saldo, det så kallade strukturella saldot. När hänsyn tagits till olika periodiseringseffekter visar beräkningar att det strukturella saldot ökar något under prognosperioden och närmar sig 2 procent av BNP. Det strukturella saldot bör vara nära 2 procent av BNP varje år för att uppnå målet om 2 procents överskott i det finansiella sparandet i genomsnitt över en konjunkturcykel. Tidigare års försämring av det strukturella saldot till följd av skattesänkningar och utgiftsreformer pekar på att finanspolitikens inriktning varit relativt expansiv dessa år. Det strukturella sparandet förväntas öka i år och nästa år som en följd av de aviserade besparingsåtgärderna och de kommunala skattehöjningar som bedöms bli nödvändiga för att kommunerna ska kunna balansera sina budgetar. Under prognosperioden kan finanspolitikens inriktning därför betecknas som neutral eller svagt åtstramande.

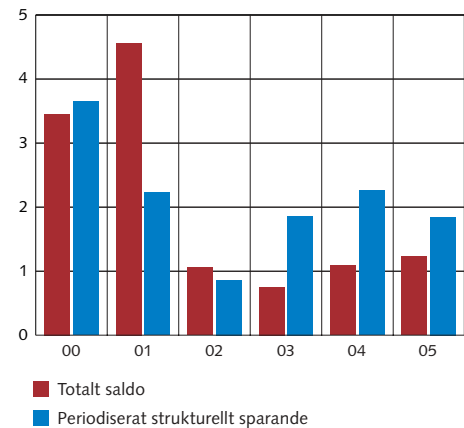
### ■ ■ Ökad kommunal konsumtion nästa år.

Den svaga tillväxten av sysselsättningen påverkar kommunernas ekonomi negativt eftersom det innebär en långsammare tillväxt av skattebasen. Trots att den genomsnittliga totala kommunala skattesatsen höjdes med 0,65 procentenheter till ca 31,2 procent 2003 gjordes bedömningen i förra inflationsrapporten att kommunerna måste höja skatterna ytterligare under 2004. Denna bedömning kvarstår även om kommunerna får ökade statsbidrag nästa år. Efterfrågan på kommunal service är fortsatt stor samtidigt som löneökningarna inom kommunsektorn väntas bli högre än för ekonomin som helhet under hela prognosperioden.

I den offentliga sektorn fortsätter dock sysselsättningen att öka, vilket inte väntades i den bedömning som gjordes i mars. Detta medför en upprevidering av kommunal konsumtion; omkring 70 procent av den kommunala konsumtionen utgörs av lönekostnader. Konflikten mellan Kommunalarbetsförbundet och Svenska Kommunförbundet beräknas dock ge tillfälligt minskad kommunal konsumtion.

I vårbudgeten aviserades att kommunsektorn kommer att tillföras medel nästa år genom att det tillfälliga sysselsättningsstödet förlängs. Dessutom ska den s.k. 200-kronan, de 200 kronor extra som alla betalar i statlig inkomstskatt, tillfalla kommuner och landsting. Dessa tillskott ingick inte i den bedömning som gjordes i inflationsrapporten i

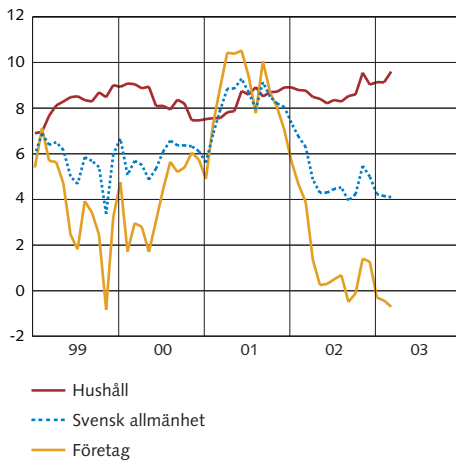
Diagram 27. Den konsoliderade offentliga sektorns finansiella sparande och periodiserat strukturellt saldo. Procent av BNP



Anm. Med strukturellt saldo avses att den konsoliderade offentliga sektorns finansiella sparande är konjunkturrensat med hänsyn till produktionsgapet. Det periodiserade strukturella saldot anger det strukturella saldot efter att omperiodiseringar av vissa skatteinkomster mellan åren har genomförts.

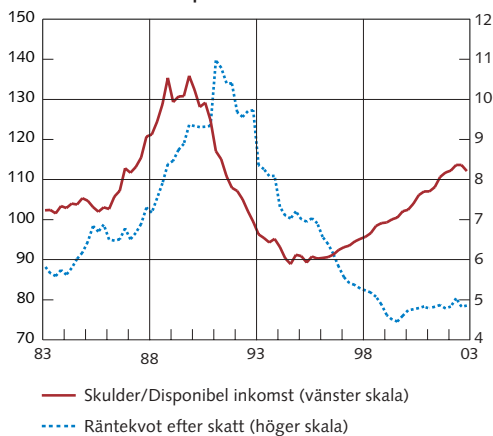
Källor: Finansdepartementet, SCB och Riksbanken.

**Diagram 28. Utlåning till svensk allmänhet.**  
Årlig procentuell förändring



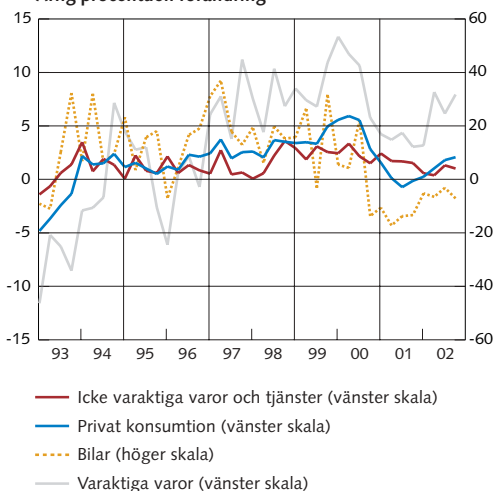
Källa: Riksbanken.

**Diagram 29. Hushållens skuldkvot och räntekvot.**  
Skulder respektive räntekostnader efter skatt i förhållande till disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 30. Hushållens konsumtionsutgifter.**  
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

mars. Tillskotten beräknas till viss del användas för att öka sysselsättningen inom vård, skola och omsorg samt till viss del användas för att förbättra landstingens och kommunernas finansiella situation. Detta beräknas motsvara en uppjustering i tillväxten av den kommunala konsumtionen med ca 0,4 procentenheter 2004 jämfört med bedömningen i den senaste inflationsrapporten (se tabell 3).

### ■ ■ De disponibla inkomsterna utvecklas något svagare i år.

Synen på hushållens inkomster har inte förändrats på något avgörande sätt sedan föregående inflationsrapport. Detta trots att en del nya förslag i vårpropositionen, och en något förändrad bedömning av sysselsättningens utveckling, beräknas dämpa tillväxten i hushållens disponibla inkomster något. Löneinkomsterna förväntas växa långsammare i år till följd av att timlönen stiger mindre än vad som antogs i inflationsrapporten i mars. Offentliga transfereringar till hushållen väntas ge ett relativt stort bidrag till realinkomstutvecklingen i år. Merparten av bidraget är ett resultat av tidigare års beslutade reformer, exempelvis höjd ersättningsnivå vid arbetslöshet samt höjda pensioner. Förslagen om förändringar av sjukersättningen förväntas påverka utvecklingen av de disponibla inkomsterna negativt liksom antagandet om fortsatta kommunala skattehöjningar nästa år.

Utlåningen till den svenska allmänheten har stigit sedan ungefär ett år tillbaka i en stabil årstakt om ca 4 procent (se diagram 28). Framförallt är det hushållen som har ökat sin upplåning i såväl bank som bostadsinstitut. Detta beror förmodligen på att priserna på bostadsmarknaden fortfarande är höga och att omsättningen på bostäder är stor. Hushållens skulder har ökat märkbart under senare år. Under 2002 tycks skuldkvoten, dvs. de totala skulderna i förhållande till den disponibla inkomsten, dock ha stabiliserats. Hushållens skuldkvot är betydligt lägre än i början av 1990-talet då bankkrisen utlöstes (se diagram 29). Trots den allt större skulden är förmågan att betala skulder historiskt sett god.<sup>8</sup> Räntebördan uttryckt som ränteutgifter efter skatt i förhållande till disponibel inkomst är låg, kring 5 procent. Hushållens förmögenhet i bostäder torde också ha ökat något under det senaste kvartalet jämfört med fjärde kvartalet förra året då småhuspriserna fortsatt att stiga, om än i långsammare takt än tidigare. Under prognosperioden väntas småhuspriserna fortsätta att öka till följd av bristen på bostäder, främst i storstadsregionerna. En relativt begränsad nybyggnation och fortsatt stigande inkomster bidrar till detta. Men mot bakgrund av att långräntorna bedöms stiga och att hushållens disponibla inkomster bedöms öka långsammare under 2003 än föregående år väntas, som i tidigare bedömning, småhuspriserna stiga i långsammare takt framöver.

### ■ ■ Hushållens konsumtion återhållen.

Under 2001 stagnerade hushållens konsumtionsutgifter efter att under ca fyra år ökat med omkring 4 procent per år. Hushållens utgifter

<sup>8</sup> Se Finansiell stabilitet, juni 2003, Sveriges riksbank.

för varaktiga varor ökade under hela 2002, medan konsumtionen av icke-varaktiga varor ökade relativt lite (se diagram 30). De totala konsumtionsutgifterna ökade förra året med 1,3 procent och tillväxttakten tilltog mot slutet av året. Utfallet var i linje med bedömningen i den senaste inflationsrapporten.

Enligt livscykelhypotesen bestäms konsumtionen av hushållens framtida förväntade arbetsinkomster och deras förmögenhet. Utöver hushållens förväntningar om framtiden antas konsumtionen även påverkas direkt av arbetslösheten. Denna kan ses som ett mått på osäkerheten i hushållens förväntningar om deras framtida inkomster.

Hushållens reala disponibla inkomster väntas nu öka något mindre både år 2004 och 2005 jämfört med föregående inflationsrapport, men skillnaden är marginell och beräknas inte påverka hushållens konsumtion. Utvecklingen i tillgångspriserna skiljer sig inte heller nämnvärt från bedömningen i marsrapporten. I fjol steg fastighetspriserna med ca 7 procent jämfört med 2001 och har under årets första tre månader fortsatt öka i ungefär samma takt. Andra indikatorer över konsumtionsutvecklingen såsom detaljhandelns omsättning har stigit som väntat (se diagram 31). Hushållens förväntningar har dock överlag blivit mer pessimistiska både avseende landets ekonomi och arbetslösheten (se diagram 32). Det bör dock noteras att hushållens förväntningar om den egna ekonomin är något mer optimistiska. Det är också denna förväntningsvariabel som empiriskt visat sig ha en effekt på hushållens konsumtionsutgifter, även om den är liten.

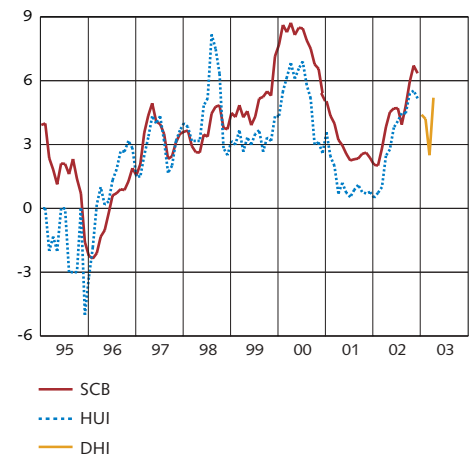
Sedan förra inflationsrapporten har samtliga variabler som förklarar hushållens konsumtion således i stort sett utvecklats enligt den prognos som gjordes i mars. Bedömningen i mars inkluderade däremot inte effekterna fullt ut av det skottår som infaller 2004; hushållena kan konsumera under ytterligare en dag jämfört med 2003 och 2005.

### ■ ■ Arbetsmarknadsläget försämras i år.

Utvecklingen på arbetsmarknaden är fortsatt svag och sysselsättningen fortsätter att falla. Under årets fyra första månader var sysselsättningen i stort oförändrad medan arbetskraften ökade med 27 000 personer jämfört med motsvarande period förra året enligt arbetskraftsundersökningarna (AKU). I den bedömning som gjordes i mars väntades inte inflödet till arbetskraften vara så stort. Den fulla effekten av utfasningen av Kunskapslyftet och neddragningen av AMS utbildningsprogram underskattades. Samtidigt överraskade sysselsättningsutvecklingen positivt, då den föregående bedömningen pekade på ett betydligt kraftigare sysselsättningsfall i början av året. Det var framförallt i offentlig sektor som personalinskränkningar väntades på grund av det ansträngda finansiella läget i kommuner och landsting. Antalet sysselsatta fortsatte dock att öka i denna sektor (se diagram 33). Inom näringslivet som helhet fortsätter sysselsättningen att utvecklas negativt. Den öppna arbetslösheten har ökat kontinuerligt sedan förra hösten. I april låg arbetslösheten på 4,6 procent.

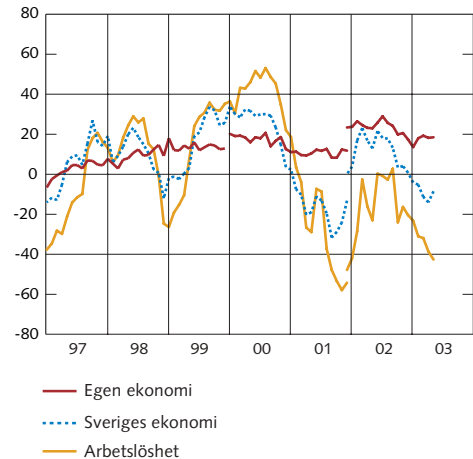
Sysselsättningen väntas utvecklas ungefär som i den senaste bedömningen. I takt med att konjunkturen förbättras ökar efterfrågan

Diagram 31. Tillväxten i detaljhandeln.  
Årlig procentuell förändring



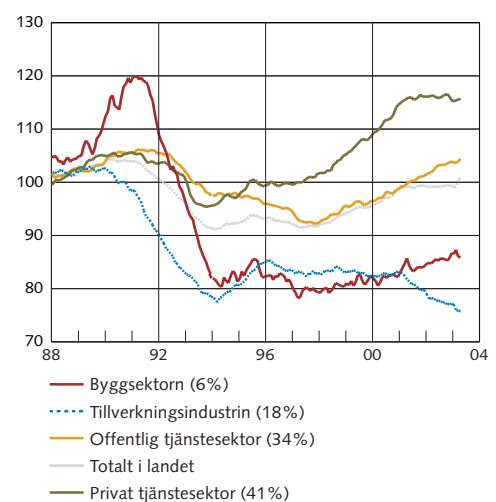
Källor: HUI och SCB.

Diagram 32. Hushållens förväntningar om den egna ekonomin, Sveriges ekonomi samt arbetslösheten.  
Nettotal



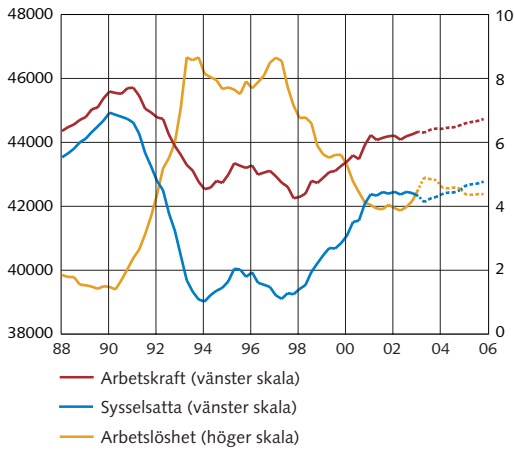
Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 33. Antalet sysselsatta personer i olika sektorer.  
Index 1987=100, säsongrensat tre månaders glidande medelvärde



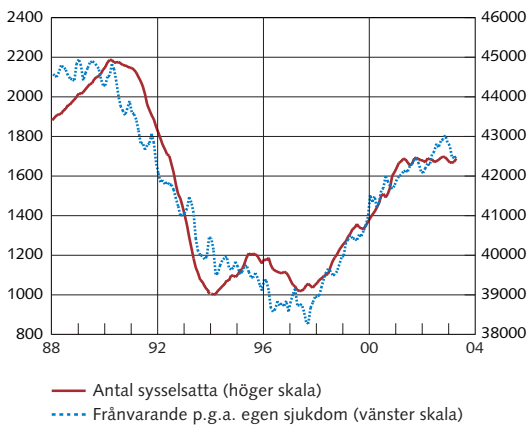
Anm. Inom parentes anges andel av totala sysselsättningen.  
Källa: SCB.

**Diagram 34. Personer i arbetskraften och sysselsättningen samt andelen öppet arbetslösa. 100-tals personer respektive procent**



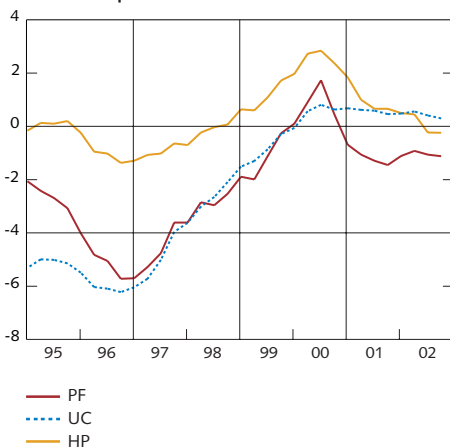
Anm. Streckad linje avser prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 35. Antalet sysselsatta och frånvarande från arbetet på grund av egen sjukdom. 100-tals personer, säsongrensat, tre månaders glidande medelvärde**



Källa: SCB.

**Diagram 36. Skattade produktionsgap enligt tre metoder. Procent av potentiell BNP**



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

Källor: SCB och Riksbanken.

på arbetskraft. Det faktum att antalet sysselsatta ökade över förväntan under inledningen av året leder till en justering uppåt av sysselsättningsbanan under innevarande år (se diagram 34). Sysselsättningen i kommuner och landsting beräknas bli högre 2004 men efterfrågan i näringslivet något mindre. En motsvarande uppjustering görs av banan för arbetskraften jämfört med den senaste inflationsrapporten. Arbetskraften väntas öka i jämn takt under hela prognosperioden. Arbetslösheten bedöms öka i år för att sedan börja falla (se diagram 34 och tabell 5).

■ ■ **Tillväxten i arbetade timmar minskar även i år.**

Förra året minskade antalet arbetade timmar med 1,2 procent, vilket kan förklaras av att arbetstiden per sysselsatt – den s.k. medelarbetstiden – minskade. En orsak till detta är den ökade frånvaron. Antalet frånvarande ökade med nästan 4 procent förra året.<sup>9</sup>

Om en justering görs av medelarbetstiden genom att räkna bort de frånvarande, minskade medelarbetstiden istället med 0,6 procent. Det betyder att hälften av minskningen i medelarbetstiden per sysselsatt beror på frånvaron. Resterande del förklaras bl.a. av att övertidsuttaget och s.k. vanligen arbetad tid har minskat.<sup>10</sup>

Under årets första fyra månader fortsatte sjukfrånvaron att stiga, men ökningstakten avtog. Sjukfrånvaron har en tendens att följa konjunkturutvecklingen och samvarierar därför med hur sysselsättningen utvecklas. Sedan 1997 har såväl sysselsättningen som sjukfrånvaron ökat, med undantag av de senaste två åren då frånvaron fortsatt att öka samtidigt som sysselsättningen varit oförändrad (se diagram 35).

Medelarbetstiden påverkas även av hur helgdagarna infaller under året. I år är t.ex. antalet arbetsdagar färre än förra året. Nästa år innehåller däremot osedvanligt många arbetsdagar. Förutom att det är skottår infaller också flera helgdagar under lördagar och söndagar. Sammanlagt ökar antalet arbetsdagar med 1,6 procent under 2004. Under 2005 blir antalet arbetsdagar färre igen och minskar med 0,4 procent. Det är i huvudsak dessa korrigeringar för antalet arbetsdagar som gör att prognosen för arbetade timmar ändras jämfört med prognosen i föregående inflationsrapport.

■ ■ **Måttligt resursutnyttjande.**

I inflationsrapporten i mars gjordes bedömningen att resursutnyttjandet hade varit något lägre under senare år än de uppskattningar som tidigare gjorts. En förklaring till denna något förändrade syn var att revideringarna av nationalräkenskaperna resulterade i en något högre tillväxt och produktivitetstillväxt samtidigt som inflationstakten inte reviderades. Diagram 36 visar tre olika skattningar av produktionsgapen. Skattningarna visar att produktionsgapet minskat enligt

<sup>9</sup> Av dessa var 38 procent frånvarande på grund av sjukdom, 27 procent frånvarande på grund av semester och 13 procent på grund av vård av barn.

<sup>10</sup> Förra året minskade övertidsuttaget med nästan 7 procent och vanligen arbetad tid med ca 0,5 procent.

både produktionsfunktionsansatsen och det enkla HP-filtret men inte mätt med den s.k. UC-modellen. Att resultaten med UC-metoden tyder på ett högre resursutnyttjande har till viss del att göra med att modellen gör en bedömning av konjunkturläget som baseras på den faktiskt observerade inflationen. Den relativt höga inflationen på senare tid tolkas delvis som ett tecken på högt resursutnyttjande, trots att prisstegringarna i allt väsentligt beror på tillfälliga faktorer. Andra mått på konjunkturläget och indikatorer över bristtal, trängsta sektion enligt barometerundersökningarna och uppgifter om svårigheten att rekrytera personal, stärker bilden av ett måttligt resursutnyttjande.

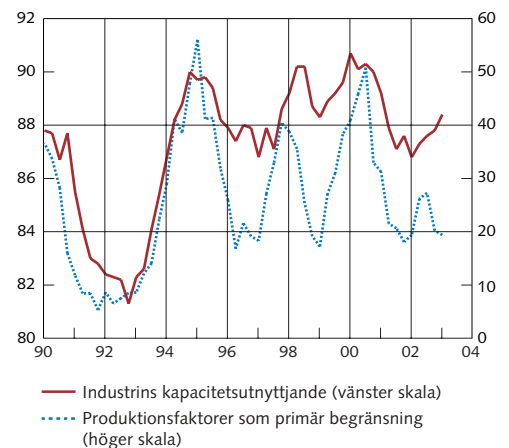
Vidare förefaller resursutnyttjandet ha minskat något under loppet av första kvartalet enligt barometerdata. Både i tillverkningsindustrin och i byggindustrin har andelen företag som upplever produktionsbegränsningar minskat (se diagram 37 och 38). I tillverkningsindustrin har bristen på yrkesarbetare och tekniska tjänstemän fortsatt att minska (se diagram 39). SCB:s undersökning av industrins kapacitetsutnyttjande visar dock en fortsatt uppgång i utnyttjandegraden under första kvartalet och ger därmed en annan bild än barometern. Minskningen av resursutnyttjandet är dock mest påtaglig i branscherna datakonsulter, uppdragsverksamhet och åkerier, där bristen på arbetskraft föll markant (se diagram 40).

Den offentliga sektorn förefaller ha fortsatt svårt att rekrytera högskoleutbildad personal till skolan och vården. Enligt AMS råder det även brist på undersköterskor och personliga assistenter i delar av landet. Antalet kvarstående lediga platser i den offentliga sektorn har dock under de senaste månaderna i genomsnitt varit något lägre än ett år tidigare.

Såväl antalet nyanmälda lediga platser som kvarstående lediga platser ökade under perioden januari – april i år (se diagram 41). Ett mått på svårigheten att rekrytera personal utgörs av antalet kvarstående lediga platser i relation till inflödet av nyanmälda lediga platser. Enligt detta mått har resursutnyttjandet inte förändrats jämfört med motsvarande period förra året.

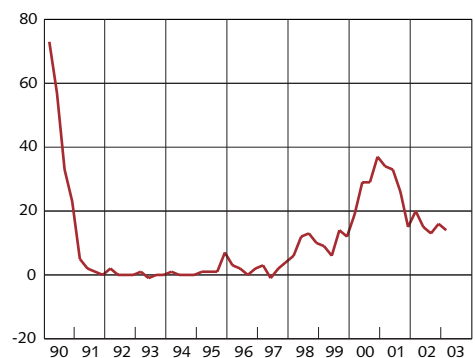
Ett sätt att illustrera problem med resursutnyttjandet på arbetsmarknaden är att utgå ifrån en s.k. Beveridgekurva (se diagram 42). Denna visar på sambandet mellan arbetslösheten och kvarstående lediga platser som andelar av arbetskraften. När konjunkturen försämrades sker en rörelse nedåt utefter Beveridgekurvan eftersom vakanstalet minskar samtidigt som total arbetslöshet ökar. Ett skift utåt av kurvan tolkas som att matchningen mellan arbetsgivare och arbetssökande har försämrats. Sedan 1997 har konjunkturen förbättrats och arbetslösheten minskat. Däremot har vakanstalen legat kvar på en högre nivå än under tidigare högkonjunkturer. Läget på kurvan tycks spegla att svårigheten att rekrytera personal har ökat. Mellan 2000 och 2001 började också vakanserna att minska. Förra året bröts denna utveckling när situationen på arbetsmarknaden försämrades. Under de första fyra månader ökade den totala arbetslösheten samtidigt som vakanstalet steg kraftigt. Trots att arbetslösheten är relativt hög, tycks företagen ha svårt att fylla de vakanser som uppstått; detta brukar förklaras

**Diagram 37. Industrins kapacitetsutnyttjande samt andelen företag med tillgången på produktionsfaktorer som primär begränsning. Procent**



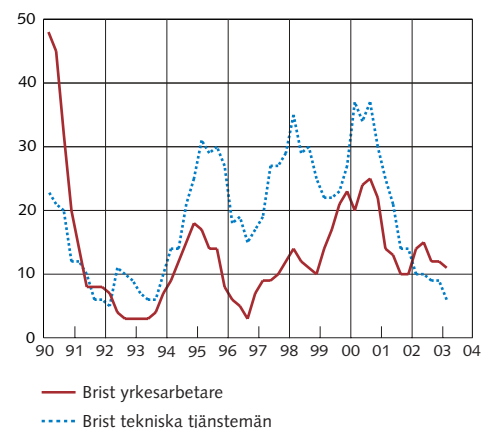
Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

**Diagram 38. Andel företag i byggindustrin med tillgången på arbetskraft som primär begränsning. Säsongsrensad, procent**



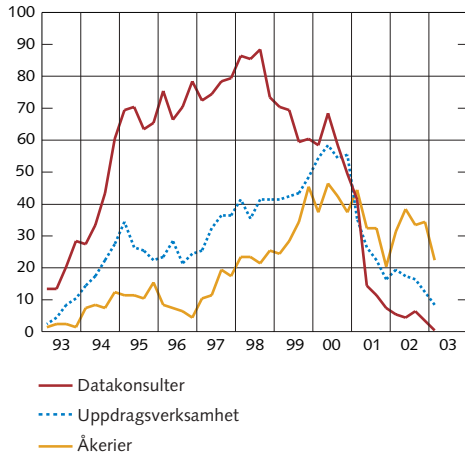
Källa: Konjunkturinstitutet.

**Diagram 39. Andel företag i tillverkningsindustrin med brist på arbetskraft. Säsongsrensad, procent**



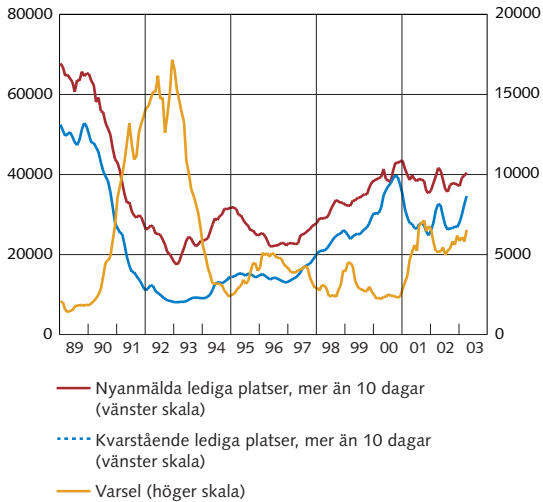
Källa: Konjunkturinstitutet.

**Diagram 40. Andel företag i branscherna datakonsulter, uppdragsverksamhet och åkerier som uppger brist på arbetskraft.**



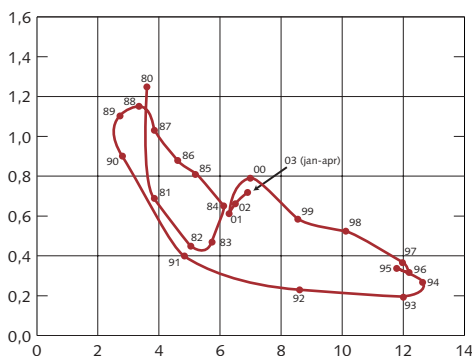
Källa: Konjunkturinstitutet.

**Diagram 41. Antalet nyanmälda och kvarstående lediga platser med en varaktighet på mer än tio dagar samt antalet varsel. Säsongsrensad, tre månaders glidande medelvärde**



Källa: AMS.

**Diagram 42. Beveridgekurva. Procent**



Anm. Total arbetslöshet på horisontell axel och relativ vakanstal på vertikal axel.

Källor: AMS och SCB.

med att arbetsmarknaden inte är tillräckligt flexibel. En slutsats som kan dras av utvecklingen sedan 2001 är att företagen söker arbetskraft med kompetens som inte kan matchas av de arbetssökande. En förklaring kan vara att nya arbetssökande återinträtt på arbetsmarknaden efter att ha studerat i Kunskslyftet eller i andra utbildningsåtgärder.

### ■ ■ Lönekostnaderna i stort oförändrade.

Sedan föregående inflationsrapport har preliminär statistik för löner i privat och offentlig sektor för januari och februari 2003 inkommit. Löneökningstakten är alltså högre i offentlig sektor än i privat men i alla sektorer minskar takten på löneökningarna. Avmattningen beror till viss del på avtalens utformning men sannolikt även på det försämrade arbetsmarknadsläget. Den genomsnittliga löneökningstakten i privat sektor föll i januari och februari tillbaka till 2,9 procent, vilket är en procentenhet lägre än motsvarande period 2002. I offentlig sektor ökade lönerna med i genomsnitt 3,8 procent i januari och februari, vilket likaså var knappt en procentenhet lägre än förra året. Lönerna ökade mer i landstingen än i stat och kommun. Totalt i hela ekonomin ökade lönerna under årets två första månader med i genomsnitt 3,2 procent i årstakt. Detta utfall kommer att revideras upp i takt med att statistiken justeras för retroaktiva löneutbetalningar.

Avtalsrörelsen i höst kommer att inledas i ett läge där arbetslösheten troligen är på väg upp samtidigt som företagens lönebikostnader väntas bli höga. Dessa faktorer väntas sammantaget ha en dämpande effekt på löneökningstakten i den privata sektorn. De nominella lönerna inom näringslivet antas öka något långsammare än bedömningen i marsrapporten till följd av bl.a. att resursutnyttjandet väntas bli lägre och arbetslösheten högre.

Vårpropositionens förslag att arbetsgivarna ska betala ytterligare en sjukvecka fr.o.m. 1 juli i år beräknas medföra att lönebikostnaderna i näringslivet stiger med ytterligare ca 0,1 procentenheter i år och ytterligare 0,2 procentenheter nästa år. Sedan tidigare har företagens kostnader för avtalspensioner väntats stiga i år med 1 procent. Det har i efterhand visat sig att de avtalade arbetsgivaravgifterna för tjänstemännen överskattats i den officiella statistiken 2002. Lönebikostnaderna var därför lägre än beräknat i fjol. Eftersom avgifterna för de avtalade pensionerna bedöms bli lika stora som i bedömningen i mars, innebär utfallet att ökningstakten för lönebikostnaderna i år blir högre. Effekten på de totala lönekostnaderna motverkas dock delvis av att de nominella lönerna i näringslivet väntas öka något långsammare.

Den genomsnittliga arbetsproduktiviteten blev oväntat hög 2002. Under de kommande åren bedöms arbetsproduktiviteten gradvis falla tillbaka. Produktivetsprognosen är i stort densamma som i bedömningen i mars.

Utvecklingen av enhetsarbetskostnaderna medför sammantaget att det inhemska inflationstrycket minskar över prognosperioden (se tabell 5). Jämfört med föregående inflationsrapport väntas enhetsarbetskostnaderna i näringslivet öka något långsammare under 2004 och 2005.

### ■ ■ Vinstandelen i näringslivet stabiliseras.

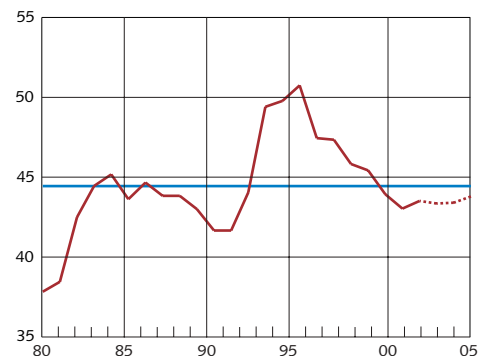
I början av 1990-talet steg vinstandelen i näringslivet, vilket kan förklaras av sjunkande löneökningstakt och god produktivitetstillväxt. En annan bidragande orsak var det faktum att exportföretagen kunde höja priserna i svenska kronor till följd av kronans försvagning. Efter 1995 har vinstandelen i näringslivet sjunkit. Inom industrin steg vinstandelen under 1990-talet medan den sjönk inom bl.a. finans- och byggsektorn. Vinstandelen i näringslivet bedöms stabiliseras under prognosperioden och närma sig genomsnittet under perioden 1980-2002 (se diagram 43).

**Tabell 5. Arbetsmarknadsprognos i huvudscenariot.  
Årlig procentuell förändring**

	2002	2003	2004	2005
Nominallön, näringslivet	3,9	3,5 (3,6)	3,5 (3,7)	3,6 (3,8)
Övriga lönekostnader, näringslivet	-0,3	1,2 (1,0)	0,4 (0,2)	0,2 (0,2)
Total lönekostnad, näringslivet	3,6	4,7 (4,6)	3,8 (3,9)	3,7 (3,8)
Arbetsproduktivitet, näringslivet	4,1	2,7 (2,7)	2,3 (2,3)	2,2 (2,2)
Enhetsarbetskostnader, näringslivet	-0,5	2,0 (2,0)	1,5 (1,6)	1,5 (1,7)
Nominallön, hela ekonomin	4,0	3,7 (3,8)	3,7 (3,9)	3,7 (3,9)
Total lönekostnad, hela ekonomin	3,8	4,9 (4,8)	4,0 (4,0)	3,9 (4,0)
Arbetskraft	4418	0,4 (0,0)	0,2 (0,2)	0,4 (0,4)
Sysselsatta	4242	-0,4 (-0,6)	0,3 (0,5)	0,6 (0,5)
Medelarbetstid	-1,2	-0,2 (0,1)	0,3 (0,1)	-0,2 (0,0)
Arbetade timmar	-1,2	-0,6 (-0,5)	0,8 (0,6)	0,4 (0,5)
Öppen arbetslöshet, procent av arbetskraften	4,0	4,8 (4,6)	4,7 (4,4)	4,5 (4,3)
Arbetsmarknadspolitiska program, procent av arbetskraften	2,6	2,6 (2,6)	2,4 (2,3)	2,2 (2,2)

Anm. Utfallet för övriga lönekostnader 2002 har korrigerats för de korrekta avtalade avgifterna för tjänstemän i näringslivet. Variabeln övriga lönekostnader är beräknad som förändringen av arbetskostnadsindex (AKI) minus årlig löneökningstakt i näringslivet. I övriga lönekostnader ingår förutom avtalade och lagstadgade arbetsgivaravgifter även bl.a. särskild löneskatt, semesterlön, sjuklön, helglön, arbetstidsförändringar för månadsavlönade tjänstemän, kontanta ersättningar och naturaförmåner. Övriga lönekostnader för näringslivet används som en approximation för hela ekonomin. Bedömningen i föregående inflationsrapport inom parentes.

**Diagram 43. Vinstandel i näringslivet.  
Andel av BNP**

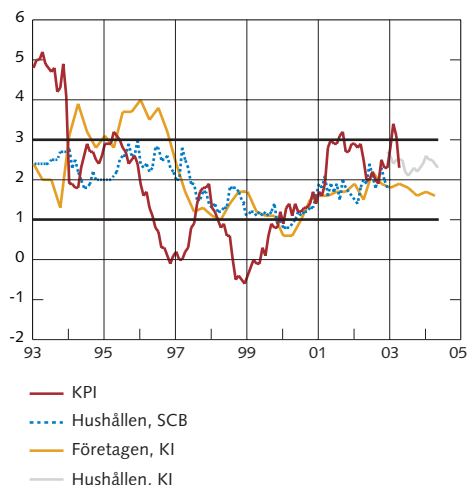


Anm. Den horisontella linjen avser genomsnittet 1980-2002.

Källor: SCB och Riksbanken.



**Diagram 44. Faktisk inflation samt hushållens och företagens inflationsförväntningar. Procent**



Anm. Kurvorna för inflationsförväntningarna har förskjutits 12 månader framåt för att motsvara det utfall som de avser. I januari 2002 förändrades insamlingsförfarandet av hushållens inköpsplaner.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

## Inflationsförväntningar

Sedan föregående inflationsrapport har hushållens förväntningar om inflationen på ett års sikt sjunkit något och uppgår nu till 2,3 procent. Av Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer i april framgår att även företagen tror på en något lägre inflation på ett års sikt (se diagram 44). Deras förväntningar har justerats ned från 1,7 till 1,6 procent sedan föregående undersökning i januari.

Resultaten från Prosperas senaste undersökning i maj visar på små förändringar, både på kort och lång sikt jämfört med undersökningen i mars (se tabell 6). De olika aktörernas förväntningar överskrider inflationsmålet för samtliga tidshorisonter.

Sammanfattningsvis är inflationsförväntningarna, inte bara på ett och två års sikt utan även på fem års sikt något över Riksbankens inflationsmål. Förväntningarna har inte förändrats påtagligt sedan föregående inflationsrapport.

**Tabell 6. Förväntad inflationstakt enligt Prosperas undersökning i maj 2003, där inget annat anges. Årlig procentuell förändring i KPI**

Förväntad inflationstakt om 1 år		
Penningmarknadens aktörer	2,0	(-0,2)
Arbetsgivarorganisationer	2,4	(0,1)
Arbetstagarorganisationer	2,5	(0,1)
Inköpschefer handel	2,4	(0,1)
Inköpschefer industri	2,6	(0,0)
Hushåll (HIP) i maj (april)	2,3	(-0,1)
Företag (Barometern) i april (januari)	1,6	(-0,1)

Förväntad inflationstakt om 2 år		
Penningmarknadens aktörer	2,1	(0,0)
Arbetsgivarorganisationer	2,4	(0,1)
Arbetstagarorganisationer	2,6	(0,2)
Inköpschefer handel	2,4	(0,0)
Inköpschefer industri	2,7	(0,1)

Förväntad inflationstakt om 5 år		
Penningmarknadens aktörer	2,1	(0,0)
Arbetsgivarorganisationer	2,3	(0,2)
Arbetstagarorganisationer	2,5	(0,0)
Inköpschefer handel	2,4	(-0,1)
Inköpschefer industri	2,5	(0,0)

Anm. Inom parentes anges förändringen i procentenheter sedan föregående undersökning.

Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera Research AB.

## Inflationsutsikterna i huvudscenariot

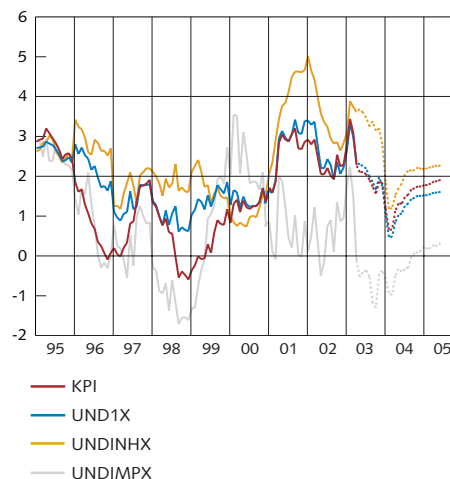
Inflationstakten har fallit tillbaka något mer än vad som prognostiserades i föregående inflationsrapport. Detta förklaras främst av att oljepriset sjunkit oväntat mycket. I april var årstakten för KPI 2,3 procent och UND1X 2,4 procent (se fördjupningsrutan "Den senaste tidens inflationsutveckling"). Inflationen rensad för förändringar i energipriser har under de senaste månaderna inte ändrats nämnvärt och uppgick i april till 1,8 procent (se diagram 1).

Elpriserna har som väntat fallit tillbaka och bidragit till ett lägre inflationstryck (se diagram R1). Liksom i föregående inflationsrapport väntas elpriserna i konsumentledet fortsätta att dämpas under sommaren och hösten och därmed bidra till att inflationstakten faller ytterligare. Prisfallet väntas uppkomma av att elhandelsbolagen minskar sina marginaler. I dag är dessa relativt höga, speciellt på de s.k. tillsvidarekontrakten. Spotpriserna på el väntas däremot vara kvar på ungefär nuvarande nivå under resten av året (se diagram R1). Konsumentpriserna på el kommer också att påverkas av att samtliga elanvändare och elleverantörer sedan maj i år måste köpa en viss mängd el från förnyelsebara energikällor i förhållande till sin elförbrukning. Detta har medfört högre kostnader för elkonsumenterna och väntas ge ett bidrag till KPI- och UND1X-inflationen med ca 0,1 procentenheter fr.o.m. maj i år.

Råoljepriset har fallit snabbare än väntat och bedöms under de närmaste månaderna bli ca 1 dollar lägre än uppskattningen i förra inflationsrapporten. Samtidigt har kronan utvecklats starkare mot dollarn än vad som tidigare förutsågs. Dessa faktorer bidrar till att bensinpriset blir lägre än i förra inflationsrapporten, vilket ger en mer dämpad importerad inflation under de närmaste månaderna. Även lägre internationella exportpriser på bearbetade varor talar för detta. På lite längre sikt är bedömningen av råoljepriset och växelkursen dock oförändrad. Kronan förstärks ytterligare från nuvarande nivå. Tillsammans med svagt fallande oljepriser och en måttlig ökningstakt i övriga internationella priser väntas detta bidra till en låg importerad inflation under hela prognosperioden (se diagram 45). Importpriserna stiger dock i slutet av prognosperioden i takt med att apprecieringen av kronan avtar och att ökningstakten av de internationella exportpriserna tilltar. Då resursutnyttjandet globalt väntas bli något lägre väntas de internationella exportpriserna få en mer dämpad utveckling jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Effekten av detta på importpriserna i Sverige motverkas dock bl.a. av att kronan stärks mindre i slutet av prognosperioden än i förra bedömningen.

Mängden lediga resurser väntas bli något större än i marsrapporten. Detta medför en måttlig ökningstakt av lönekostnaderna inom näringslivet. Detta ger tillsammans med en god produktivitetstillväxt ett svagt inhemskt pristryck under hela prognosperioden. Sammantaget väntas de totala lönekostnaderna inom näringslivet utvecklas något svagare än tidigare prognostiserat. Lönerna bedöms öka i en långsammare takt, vilket bara delvis motverkas av att lönebi-kostnaderna väntas bli något högre till följd av förslaget om ett utökat

Diagram 45. Olika inflationsmått, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

sjuklöneansvar för arbetsgivarna. Ett något lägre resursutnyttjande väntas dessutom minska företagets vinstmarginaler, vilket får en viss dämpande effekt på inflationstrycket under prognosperioden.

Hyrona bedöms i huvudscenariot öka med 2,7 procent i år och 2,3 procent per år under de två följande åren. Lägre energipriser och lägre räntor på kort sikt medför att bedömningen av hyresutvecklingen revideras ner något jämfört med föregående inflationsrapport.

En fortsatt grön skatteväxling väntas medföra att KPI-inflationen kommer att påverkas av högre energi- och koldioxidskatter även under 2004 och 2005 (se tabell 7). Tillsammans med stigande räntekostnader medför detta att KPI-inflationen väntas stiga snabbare än UND1X-inflationen under prognosperioden.

**Tabell 7. Förändring i KPI jämfört med UND1X. Procent och procentenheter**

	juni 2003	juni 2004	juni 2005
UND1X	2,3	1,1	1,6
+ Effekter av förändrade räntekostnader	-0,4	0,0	0,1
+ Effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner	0,2	0,2	0,2
= KPI	2,1	1,3	1,9

Källor: SCB och Riksbanken.

Sammantaget väntas KPI-inflationen överstiga inflationsmålet på 2 procent under 2003 och understiga det under 2004. I slutet av prognosperioden, när effekterna från svängningarna i energipriserna klingat av, väntas KPI-inflationen i huvudscenariot vara strax under inflationsmålet. UND1X-inflationen väntas också understiga inflationsmålet. Jämfört med den bedömning som gjordes i mars är prognoserna för inflationen mätt med KPI och UND1X nedreviderade (se tabell 8 och diagram 2). KPI-inflationen väntas i huvudscenariot uppgå till 1,3 procent på ett års sikt och 1,9 procent på två års sikt. Motsvarande siffror för UND1X-inflationen är 1,1 respektive 1,6 procent (se tabell 8). UND1X-inflationen rensat för effekterna av energipriserna väntas också hamna under 2 procent under i stort sett hela prognosperioden (se diagram 1 och tabell 8).

**Tabell 8. Inflationsprognos i huvudscenariot. Årlig procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal		
	2003	2004	juni 2004	mars 2005	juni 2005
KPI	2,2 (2,5)	1,3 (1,5)	1,3 (1,4)	1,8 (2,0)	1,9
UND1X	2,3 (2,4)	1,1 (1,2)	1,1 (1,2)	1,6 (1,8)	1,6
UNDINHx	3,4 (3,4)	1,8 (2,0)	1,8 (2,0)	2,2 (2,5)	2,3
UNDIMPX	0,0 (0,5)	-0,3 (-0,3)	-0,4 (-0,5)	0,2 (0,2)	0,3
UND1X exklusive energi	1,9 (2,1)	1,8 (2,1)	1,8 (2,1)	1,8 (2,0)	1,8

Anm. Siffrorna inom parentes visar motsvarande prognos i förra inflationsrapporten. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem och direkta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner. UNDINHx avser bara priser på i huvudsak inhemska varor i UND1X. UNDIMPX avser priser på i huvudsak importerade varor i UND1X.

Källor: SCB och Riksbanken.

## Riskbilden

I föregående inflationsrapport gjordes bedömningen att risken för att inflationen skulle bli högre än i det huvudscenario som tecknades var lika stor som risken för att den skulle bli lägre. Den internationella konjunkturbilden ansågs i första hand innebära en risk för lägre inflation än i huvudscenariot, medan den inhemska kostnadsutvecklingen ansågs innebära risker för högre inflation. Både elprisutvecklingen och lönebildningen var faktorer som skulle kunna leda till högre kostnader och inflation än vad som antogs i huvudscenariot. Ytterligare en källa till osäkerhet var situationen i Irak, där kriget ännu inte brutit ut när förra inflationsrapporten presenterades. Irakkrisen bedömdes innefatta risker för såväl lägre som högre inflation, men Riksbanken betonade också att krisen innebar risker för världsekonomin som överhuvudtaget var svåra att analysera.

Den allmänna osäkerheten tycks nu vara något mindre, jämfört med när föregående inflationsrapport publicerades. I och med att själva kriget i Irak avslutats har inflationsriskerna förknippade med detta minskat kraftigt. Riskerna sammanhängande med den internationella konjunkturutvecklingen och den inhemska kostnadsutvecklingen kvarstår emellertid och måste vägas mot varandra. Ett nytt osäkerhetsmoment utgör dollarkursens utveckling. En fortsatt kraftig försvagning av dollarn skulle kunna få mer dramatiska konsekvenser för världsekonomin och antagligen leda till lägre inflation i Sverige.

### ■ ■ Internationell nedåtrisk.

Riskerna för den internationella utvecklingen tycks, åtminstone vad gäller konsekvenserna för Sverige, i första hand vara koncentrerade till euroområdet. Prognoserna för den ekonomiska tillväxten i euroområdet, främst i Tyskland och Frankrike, har reviderats ned sedan förra inflationsrapporten, men fortfarande kvarstår risker för en ännu sämre utveckling. Företagen i området har inte kommit lika långt i anpassningen av balansräkningarna efter aktiebubblan som företagen i USA. Dessutom brottas företagen med kostnadsproblem, delvis på grund av en svag produktivitetutveckling. Detta kan leda till att investeringar skjuts upp ytterligare. Konsumenterna i euroområdet har blivit alltmer pessimistiska vilket gör det osäkert om den privata konsumtionen kan utgöra någon draghjälp den närmaste framtiden. Dessutom finns det fortfarande ett behov i flera europeiska länder av att strama åt finanspolitiken. Bakom dessa problem ligger inte bara konjunkturella orsaker utan även problem av mer strukturell, långsiktig karaktär. Problemen i den tyska banksektorn skulle också kunna leda till lägre tillväxt i Tyskland än vad som antagits i Riksbankens huvudscenario för världsekonomin utveckling. Flera bedömare har pekat på att det svaga efterfrågeläget i Tyskland kan leda till en period med mycket låg inflation eller rent av deflation. En sådan utveckling kan vara förenad med risker om den drar ut på tiden. Samtidigt bör det noteras att en förbättring av de tyska företagens konkurrenskraft sker om prisökningarna är lägre än i andra länder. En samlad

bedömning av konsekvenserna för svensk inflation från denna risk är svår att göra. Risken för en utdragen period med deflation bedöms dock vara begränsad.

Innebörden av de olika signalerna om den amerikanska ekonomins utveckling är ännu svårare att tolka. Vissa tecken tyder på att den ekonomiska utvecklingen även i USA skulle kunna bli svagare än i Riksbankens huvudscenariot, men det finns också en möjlighet att den amerikanska ekonomins tillväxtförmåga underskattats. Anpassningen av hushållens och företagens balansräkningar efter aktieprisernas fall tycks ha kommit längre i USA än i euroområdet. Den ekonomiska politiken kommer också av allt att döma att förbli mer expansiv i USA. Detta talar för att vändningen uppåt i den amerikanska ekonomin skulle kunna gå snabbare än nu prognostiseras, när den väl kommer till stånd.

Dollarkursens utveckling utgör också en källa till osäkerhet. En svagare dollar än vad som förutses i huvudscenariot kommer – allt annat lika – rimligen att stärka den amerikanska konjunkturen och försvaga den europeiska. Sammantaget skulle detta kunna innebära lägre ökningar i import- och konsumentpriser i Sverige än vad som förutspås i huvudscenariot.

Spridningen av lungsjukdomen sars utgör ytterligare en svåranalyserad risk för världsekonomin. Sjukdomen har haft stora konsekvenser för turistnäringen i Asien, men även resandet och handeln med andra tjänster och varor har minskat. Sars innebär en risk för lägre tillväxt i de länder som berörts mest, men effekterna på inflationen på lite sikt är svåra att bedöma och blir för Sveriges del antagligen mycket små.

Samtantaget bedöms det alltså finnas en risk för att den internationella konjunkturutvecklingen leder till lägre inflation än i huvudscenariot. På grund av att riskerna förknippade med Irakkriget bortfallit och de nedrevideringar av tillväxtprognoserna för euroområdet som görs i huvudscenariot, bör risken för en ännu sämre utveckling emellertid betraktas som mindre nu än den gjorde i inflationsrapporten från mars.

#### ■ ■ Den inhemska kostnadsutvecklingen oroar.

Beträffande den inhemska kostnadsutvecklingen är det fortfarande osäkert hur utfallet av avtalsförhandlingarna i den kommunala sektorn kommer att påverka löneökningstakten i hela den svenska ekonomin. Dessutom påverkas de totala lönekostnaderna av höjda premier till avtalspension och ökade kostnader för sjukfrånvaron. Det finns fortfarande en risk för att effekterna på inflationen av dessa faktorer har underskattats. Detsamma gäller eventuella spridningseffekter av de höga elpriserna och att priserna i konsumentledet inte faller tillbaka som väntat. Sedan stoppdatum för förra inflationsrapporten har emellertid spotpriserna på den nordiska elbörsen Nord Pool fallit ungefär enligt förväntan och terminspriserna är kvar på ungefär samma nivå som tidigare. Detta talar för att denna risk nu är mindre än i föregående bedömning.

Riksbankens bedömning är att lönebildningen och elpriserna fortfarande utgör risker för högre inflation än i huvudscenariot. Precis som risken för lägre inflation på grund av den internationella konjunkturutvecklingen, bedöms det lägre svenska resursutnyttjandet under prognosperioden nu minska riskerna förknippade med den inhemska kostnadsutvecklingen sedan föregående inflationsrapport. När det gäller kostnadsutvecklingen har uppåtriskerna minskat något eftersom utvecklingen hittills ungefär följt Riksbankens väntade huvudscenariot, medan nedåtriskerna till följd av den internationella konjunkturutvecklingen minskat på grund av att prognoserna i huvudscenariot reviderats ned. Till detta kommer en nedåtrisk för den svenska inflationen om dollarn utvecklas svagare.

Den samlade bedömningen är att osäkerheten i inflationsprognosen minskat något sedan inflationsrapporten från mars och att riskerna för lägre inflation än i huvudscenariot dominerar över riskerna för högre inflation. Riksbankens bedömning framgår av diagram 46 och 47 som visar uppskattningar av osäkerheten runt prognoserna för KPI- och UND1X-inflationen.

*Sammantaget är Riksbankens samlade bedömning, med beaktande av riskbilden, att inflationen på ett till två års sikt kommer att understiga inflationsmålet.*

**Tabell 9. Inflationsprognos med beaktande av riskbilden. Procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt		Tolv månaderstal	
	2003	2004	juni 2004	juni 2005
KPI	2,2 (2,5)	1,3 (1,5)	1,2 (1,4)	1,8
UND1X	2,2 (2,4)	1,0 (1,2)	1,0 (1,2)	1,5

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 10. UND1X-inflation (tolvmånaderstal). Sannolikhet i procent för olika utfall**

	UND1X<1	1≤UND1X<2	2≤UND1X≤3	UND1X>3	Summa
juni 2004	49 (62)	43 (34)	8 (4)	0 (0)	100
juni 2005	33 (26)	32 (31)	24 (27)	11 (16)	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.

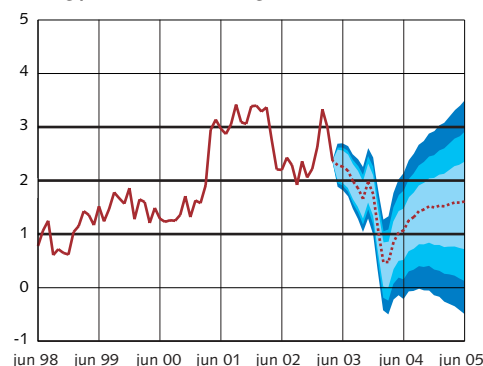
**Tabell 11. KPI-inflation (tolvmånaderstal). Sannolikhet i procent för olika utfall**

	KPI<1	1≤KPI<2	2≤KPI≤3	KPI>3	Summa
juni 2004	37 (47)	49 (44)	13 (9)	1 (0)	100
juni 2005	24 (20)	31 (29)	28 (30)	17 (21)	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.

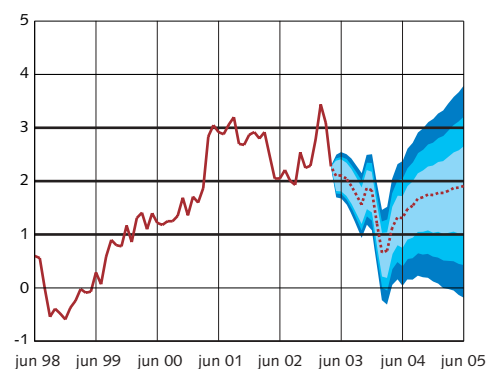
**Diagram 46. UND1X-inflationen med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring**



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 47. KPI-inflationen 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.

## Trender på längre sikt

Penningpolitiken antas vanligen uppnå sin största effekt på inflationen på ett till två års sikt. Av detta skäl är Riksbankens analys av inflationen och den ekonomiska utvecklingen främst inriktad på denna tidshorisont. Detta innebär dock inte att utvecklingen före eller bortom denna tidshorisont skulle vara ointressant för de penningpolitiska besluten. I detta avsnitt diskuteras därför underliggande tendenser i ekonomin som påverkar utvecklingen på medellång sikt och dess implikationer för penningpolitiken. Huvudsakligen rör dessa ekonomins långsiktiga tillväxtförutsättningar.

I huvudscenariot tecknas en bild av en förhållandevis måttlig konjunkturuppgång i den svenska ekonomin. En orsak till detta är att ekonomins totala resursutnyttjande är högre idag än efter krisåren i början av 1990-talet då exempelvis den öppna arbetslösheten var betydligt högre. Möjligheten att ta ledig kapacitet i anspråk för en snabb tillväxt är därför mer begränsad idag. Ekonomins potentiella tillväxt på sikt styrs dock av delvis andra faktorer än de som driver konjunktur-utvecklingen, närmare bestämt den tekniska utvecklingen och den långsiktiga tillväxten i produktionsfaktorer som arbete och kapital. En analys av utvecklingen av produktiviteten och arbetsutbudet i Sverige visar att det skett stora förändringar över tiden och att det finns såväl positiva som negativa tendenser.

Efter en period av fallande produktivitet under 1970-talet och positiva men låga ökningstal i produktiviteten under 1980-talet, runt 1 procent per år eller därunder, skedde en produktivitetstillväxt under 1990-talet som höll sig kring 2 procent per år. Mycket tyder på att detta är en långsiktigt hållbar ökningstakt, vilket är ett skäl till optimism om tillväxten i svensk ekonomi åren bortom Riksbankens normala prognoshorisont. Utvecklingen av utbudet av arbetskraft är mer bekymmersam. Beräkningar av befolkningstillväxten och dess sammansättning visar att andelen yngre och äldre i den arbetsföra delen av befolkningen kommer att öka. Dessa grupper förvärsarbetar i mindre utsträckning än övriga grupper. Om det förhållandet fortsätter kommer det totala arbetsutbudet i ekonomin att växa långsammare i framtiden. För penningpolitiken är detta betydelsefullt i och med att det påverkar den takt som ekonomin kan växa med utan att kapacitetsrestriktioner och högre inflation uppstår.

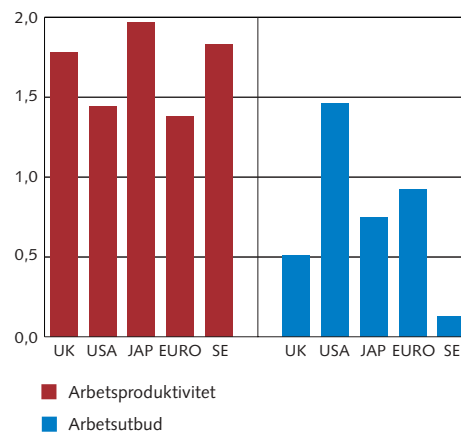
Vid en internationell jämförelse har den genomsnittliga arbetsproduktiviteten varit förhållandevis hög i Sverige samtidigt som utbudet av arbetskraft endast givit ett marginellt bidrag till tillväxten (se diagram 48). Utbudet av arbetskraft har ökat över en längre period på grund av att fler personer i arbetsför ålder ställt sig till arbetsmarknadens förfogande. Antalet sysselsatta har också ökat. Men medelarbetstiden per sysselsatt har sjunkit i motsvarande grad, vilket medför att antalet arbetade timmar idag befinner sig på ungefär samma nivå som för tjugo år sedan (se diagram 49). Med beaktande av en allt äldre befolkning och givet nuvarande tendenser till sjunkande medelarbetstid kommer utvecklingen av arbetsutbudet

sannolikt att vara svag även om frånvaron från arbetet skulle minska från dagens nivåer.

I inflationsrapporten har ett antal risker identifierats som kan ge en lägre eller högre inflation under prognosperioden. En av riskerna i huvudscenariot rör lönebildningen och den långsiktiga utvecklingen på detta område ger skäl att tro att risker kommer att kvarstå även bortom prognoshorisonten. De svenska lönerna har i genomsnitt ökat snabbare än konkurrentländerna i Europa, vilket har varit möjligt att förena med en bibehållen konkurrenssituation tack vare en förhållandevis god produktivitetstrend. Om en del av den produktivitetstillväxten härrör från förekomsten av lediga resurser efter krisen i början av 90-talet måste löneutvecklingen växlas ned för att inte kostnadsproblem skall uppkomma. Genom lägre nominella löneökningar och eventuellt genom en mer åtstramande ekonomisk politik kan en situation med högre inflation undvikas. Lönebildningen avgör förmågan att hålla de reala lönekostnadsökningarna i linje med ekonomins långsiktiga produktivitetstrend och därigenom bidra till att stabilisera sysselsättningen. Lönebildningsprocessen måste samtidigt inom ett begränsat löneutrymme kunna hantera nödvändiga relativlöneförskjutningar mellan olika sektorer och grupper.

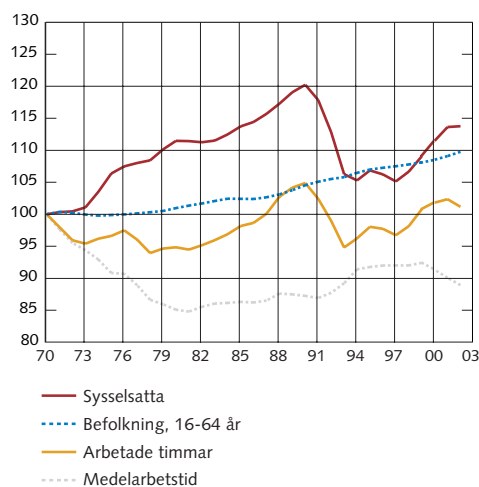
För bedömningar av den framtida inflationsutvecklingen är lönebildningen och arbetsmarknadens funktionssätt uppenbarligen av central betydelse. De utvecklingstendenser i den svenska ekonomin som idag kan identifieras pekar mot en rad framtida förändringar som påverkar förutsättningarna att hålla inflationen på en låg nivå.

**Diagram 48. Arbetsproduktivitet och arbetsutbud 1980-2001.**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Arbetsproduktiviteten är beräknad per sysselsatt.  
Källa: OECD.

**Diagram 49. Befolkning, antalet sysselsatta, arbetade timmar och medelarbetstid.**  
Index 1970=100



Källa: SCB.