

I denna fördjupningsruta analyseras inflationen 2005 och de penningpolitiska beslut som fattades 2003–2004. Syftet är att ge ett underlag till den årliga utvärdering av penningpolitiken som görs av riksdagens finansutskott. Ett liknande underlag finns även i Riksbankens årsredovisning 2005. Trots låga räntor och god tillväxt i ekonomin blev inflationen oväntat låg 2005 – i Riksbankens prognoser överskattades den förhållandevis mycket fram till början av 2005. Den oväntat låga inflationen kan kopplas till utbudsfaktorer som i överraskande stor utsträckning har hållit tillbaka inflationstrycket i ekonomin, framförallt genom en hög produktivitetstillväxt och låga importpriser. Effekterna av sådana strukturella förändringar är svåra att fånga i prognosarbetet på ett tidigt stadium. Ett tecken på det är att de flesta prognosmakare överskattade inflationen 2005.

Målet för penningpolitiken

Enligt riksbankslagen ska målet för penningpolitiken vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat målet till att inflationen ska begränsas till 2 procent per år, med en tolerans för avvikelser från denna nivå på ± 1 procentenhet. Inflationsmålet definieras i termer av förändringen i konsumentprisindex (KPI). Penningpolitiken vägleds ibland också av mått på s.k. underliggande inflation som bedöms ge en bättre bild av det trendmässiga, konjunkturrelaterade inflationstrycket. Det mått som oftast använts är förändringen i UND1X som exkluderar hushållens räntekostnader för egnahem och direkta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner.

Ett syfte med toleransintervallet kring inflationsmålet är att tydliggöra att avvikelser från målet är sannolika och att det inte är en realistisk ambition att hålla inflationen på exakt 2 procent hela tiden. Intervallet ger också ett utrymme för tillfälliga avvikelser från målet som kan vara motiverade med hänsyn till utvecklingen av

t.ex. tillväxt och sysselsättning. Detta är i linje med förarbetena till riksbankslagen i vilka det förutsätts att Riksbanken, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, bör stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.¹⁶

Men toleransintervallet har också syftet att betona att det inte är acceptabelt med för stora avvikelser från inflationsmålet och att Riksbankens ambition är att försöka begränsa dessa. En vägledande princip för penningpolitiken är att Riksbanken normalt strävar efter att föra tillbaka inflationen till målet inom två år om en avvikelse inträffat. Reporäntan sätts således normalt så att inflationsmålet förväntas vara uppnått inom en tvåårsperiod.¹⁷

I vissa situationer kan Riksbanken dock finna det motiverat att göra avsteg från principen att föra tillbaka inflationen till målet inom två år. För det första kan inflationen påverkas av faktorer som visserligen medför att prisutvecklingen avviker från målet under en förhållandevis lång tid men ändå inte bedöms ha någon varaktig inverkan på inflationen. Riksbanken kan då välja att inte motverka störningen. För det andra kan det ha inträffat störningar som gjort att inflationen kommit att avvika kraftigt från inflationsmålet. I detta fall kan Riksbanken välja att låta det ta något längre tid att föra inflationen tillbaka till målet för att undvika alltför stora svängningar i den ekonomiska aktiviteten.

Utfall och målavvikelse 2005

Trots låga räntor och god tillväxt i ekonomin blev inflationen lägre än målet 2005. Enligt UND1X-måttet uppgick inflationen till 0,8 procent och enligt KPI till 0,5 procent i genomsnitt för året (se tabell R3). Att inflationen skiljer sig åt mellan måtten beror bland annat på att hushållens räntekostnader för egnahemsboende exkluderas i UND1X-inflationen. Hur räntekostnaderna i KPI förändras beror dels på förändringar av bostads-

¹⁶ Se t.ex. Regeringens proposition 1997/98:40, "Riksbankens ställning".

¹⁷ För en utförligare diskussion om Riksbankens penningpolitiska strategi, se Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", Penning- och valutapolitik, nr.1, 1999 samt fördjupningsruta "Riksbankens penningpolitik – mål och indikatorer", Inflationsrapport 2003:3.

räntorna men också på förändringar av priserna på egna hem. Under 2005 dominerade effekterna av räntesänkningar effekterna av stigande egna hempriser. Inflationen blev därför lägre mätt med KPI än med UND1X. Denna tillfälliga effekt på KPI är något som Riksbanken vanligtvis inte önskar motverka med penningpolitiken, varför politiken under senare år i huvudsak vägletts av inflationsutvecklingen mätt med UND1X.

Under året bidrog prisökningarna på importerade varor i hög utsträckning till det låga inflationsutfallet. UNDIMPX, som visar priset på i huvudsak importerade varor och tjänster, ökade med 0,2 procent i genomsnitt medan UNDINHX, som mäter priset på inhemskt producerade varor och tjänster, ökade med 1,0 procent. Den importerade inflationen skulle ha varit ännu lägre om den inte hållits uppe av kraftigt stigande priser på oljeprodukter. Exklusive oljeprodukter föll priserna på importerade konsumtionsvaror med 1,7 procent. Det var tredje året i rad som dessa importpriser sjönk. Att den importerade inflationen i genomsnitt är lägre än den inhemska är visserligen vanligt eftersom importpriserna huvudsakligen avser varor medan inhemska priser i högre utsträckning avser tjänster. Produktivitetstillväxten är normalt högre inom varuproducerande sektorer än inom tjänstesektorerna. Den importerade inflationen har dock under året även varit betydligt lägre än prisökningarna på inhemska varor.

För att ge perspektiv på fjolårets målavvikelse visar tabell R3 även genomsnittlig inflation mellan 1995, då inflationsmålet officiellt blev vägledande för penningpolitiken, och 2004. I genomsnitt har inflationen enligt UND1X (beräknat med den tidigare metoden) varit 1,9 procent, dvs. i princip på målet. Att inflationen enligt KPI varit en halv procentenhet lägre än UND1X-inflationen i genomsnitt är främst en följd av den kraftiga nedgången i det allmänna ränteläget under perioden, vilket bl.a. är ett resultat av att inflationsmålspolitiken varit lyckosam med att säkra en låg inflation.

Varför blev inflationen 2005 så låg?

De viktigaste orsakerna till att inflationen var låg 2005 är olika utbudsfaktorer som inneburit låga prisökningar på varor i producentledet och som också hållit tillbaka prispåslaget i distributionssektorn.

Priserna på konsumtionsvarorna i producentledet ökade visserligen under hösten 2005 men hade innan dess i princip varit oförändrade sedan 2003. En uppdelning visar att detta delvis förklaras av förhållandevis låga prisökningar på inhemskt producerade varor men framförallt av att priserna på importerade varor fallit under större delen av den senaste treårsperioden (se diagram R9). Under andra halvan av 2005 började dock importpriserna att stiga vilket också

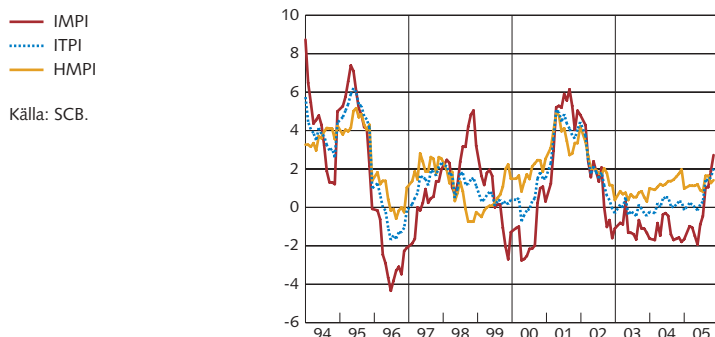
Tabell R3. Jämförelse mellan olika inflationsmått. Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt			Standardavvikelse		
	2005	1995–2004	1995–2004*	2005	1995–2004	1995–2004*
KPI	0,5	1,2	1,4	0,3	1,1	1,1
UND1X	0,8	1,6	1,9	0,3	0,8	0,8
UNDIMPX	0,2	0,3	0,6	0,8	1,4	1,4
UNDIMPX exkl. oljeprodukter	-1,7	0,1		0,5	1,5	
UNDINHX	1,0	2,2	2,4	0,2	1,0	1,0

Anm. *inflationsmått beräknat enligt den metod som användes fram till 1 januari 2005.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R9. Producentpriser på konsumtionsvaror enligt hemmamarknadsprisindex (HMPI), importprisindex (IMPI) samt ett vägt genomsnitt (ITPI). Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

medförde att priserna på konsumtionsvaror i producentledet sammantaget steg något.

Det pris på importerade varor som importörer betalar bestäms av priserna i utländsk valuta i importländerna samt växelkursens utveckling. Kronan stärktes mer eller mindre kontinuerligt från 2002 och fram till slutet av 2004, men under 2005 vände utvecklingen och kronan försvagades. Växelkursförändringar antas normalt påverka prissättningen i svenska kronor med viss fördröjning.¹⁸ Det talar för att den tidigare växelkursförstärkningen sannolikt spelade en viss roll för de låga varuimportpriserna i början av året men också för att kronförsvagningen under 2005 bidrog till importprisökningen under det andra halvåret.

En annan viktig anledning till att importpriserna har fallit under senare år förefaller vara ett förändrat importmönster där import från länder med relativt höga priser i allt större grad bytts ut mot import från länder där priserna är relativt låga. Denna förskjutning av importen till billigare länder har bidragit till att sänka de priser som svenska importörer betalar.¹⁹ EU:s slopande av importkvoter på kläder och textilier i början av 2005 kan ha bidragit till att sänka importpriserna ytterligare. Återinförandet av begränsningar på den kinesiska exporten av kläder bör visserligen ha haft en motverkande effekt under det andra halvåret men sammantaget bedöms

trenden med ökad andel import från länder med låg prisnivå ha varit ett viktigt skäl till att den importerade inflationen exklusive oljeprodukter fortsatte att falla 2005.

Det bör också påpekas att den låga importerade inflationen åtminstone till någon del skulle kunna vara en effekt av övergången till den nya beräkningsmetoden för inflationstakten som SCB genomförde i januari 2005.²⁰ Den tidigare metoden innebar, något förenklat, att inflationen beräknades som prisökningen på en oförändrad varukorg. Med den nya metoden beaktas även de förändringar i konsumtionsmönstret som normalt sker när varornas relativpriser ändras. Den nya beräkningsmetoden tenderar att sänka inflationstakten med i genomsnitt 0,2 procentenheter sett över en längre period, men effekten kan vara större enstaka år.

Beräkningar har visat att särskilt den importerade inflationen kan bli betydligt lägre enskilda år med den nya beräkningsmetoden. Importen har en relativt sett större andel varor och eftersom substitutionen mellan varor är större än mellan tjänster blir substitutionseffekten större för den importerade inflationen. Som diskuterats ovan har importandelen från lågkostnadsländer ökat. Det är därför tänkbart att de låga importprisökningarna delvis är en effekt av metodbytet. Importpriserna har dock utvecklats svagt under en längre tid vilket talar för att det är mer än bara bytet av beräkningsmetod som har hållit tillbaka den importerade inflationen 2005.

En annan av huvudfaktorerna bakom den låga inflationen de senaste åren är produktivitetstillväxten som har hållit nere kostnadstrycket i ekonomin. Löner är en av de största kostnadsposterna för de flesta företag. Hur mycket löneökningar påverkar arbetskostnaden per producerad enhet, och således i förlängningen produktpriset, beror i hög grad på produktiviteten. Produktivitetstillväxten har under senare år varit påfallande hög vilket lett till ett lågt kostnads-

¹⁸ Se fördjupningsrutan "Växelkursen och den importerade inflationen" i Inflationsrapport 2004:2.

¹⁹ Se fördjupningsrutan "Varför är de svenska importpriserna så låga?" i Inflationsrapport 2005:2.

²⁰ För en utförligare beskrivning av metodförändringen, se pressmeddelande 2004-05-05, "Ändrade beräkningsmetoder för konsumentprisindex och inflationstakten från januari 2005", SCB samt fördjupningsrutan "Ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten" i Inflationsrapport 2004:2.

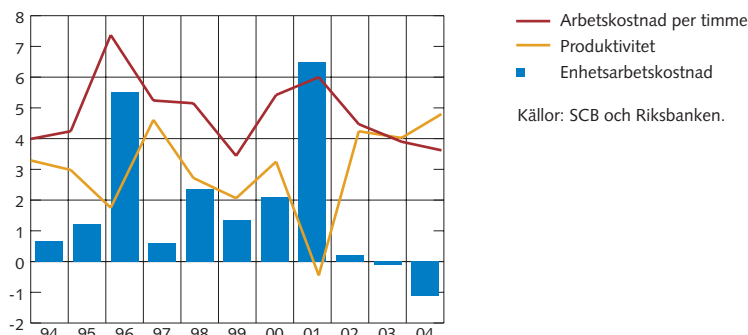
tryck i företagen. Under 2003 och 2004 sjönk t.o.m. arbetskraftskostnaderna per producerad enhet i näringslivet (se diagram R10). Den höga produktivitetstillväxten tillsammans med relativt låga lönekostnadsökningar har inte bara hållit nere prisökningarna på inhemskt producerade varor och tjänster utan har också bidragit till den låga importerade inflationen. Importerade varor bearbetas och distribueras inom landet innan de säljs vidare till konsumenter. Det innebär att produktivitetstillväxten spelar en roll även för prisökningstakten på varor som importeras.

Orsakerna till de snabba produktivetsförbättringarna är inte helt klarlagda. Sannolikt finns det ett visst konjunkturellt inslag i utvecklingen. I början av konjunkturuppgångar är det normalt med en period då produktionen ökar snabbare genom ett intensivare utnyttjande av befintlig arbetskraft, vilket innebär en högre produktivitetstillväxt. Produktivetsutvecklingen har dock varit stark även med hänsyn tagen till sådana effekter. Det finns därför sannolikt även förklaringar av mer varaktig karaktär. En möjlighet är att de omfattande investeringar i informationsteknologi som gjordes inom många sektorer under slutet av 1990-talet har börjat ge resultat.²¹

Den höga produktivitetstillväxten bör troligen också ses i ljuset av en ökad inhemsk och internationell konkurrens. Den har bland annat medfört rationaliseringar inom många sektorer. I kombination med utflyttning av arbetsmoment till låglöneländer kan det ha skapat möjligheter att förbättra produktiviteten i snabbare takt än tidigare. Den hårdnande konkurrensen har sannolikt också varit en drivkraft bakom förskjutningen av importen mot en allt högre import från lågkostnadsländer.

Hårdnande konkurrens bör i sig också ha bidragit till att hålla tillbaka prisökningstakten genom att företagens påslag på kostnaderna krympt. Under 2005 var fokus i stor utsträckning på utvecklingen inom livsmedelsbranschen

Diagram R10. Enhetsarbetskostnad, arbetsproduktivitet och arbetskostnad i näringslivet. Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



— Arbetskostnad per timme
— Produktivitet
■ Enhetsarbetskostnad

Källor: SCB och Riksbanken.

och den prispress som den ökande etableringen av lågprisedjor innebär. Livsmedelspriserna föll under året men inte så mycket som många, inte minst aktörerna inom branschen, hade förväntat sig. Livsmedel utgör dock en förhållandevis stor del av konsumtionskorgen i UNDIHX, så detta bidrog ändå till en viss minskning av den inhemska inflationen under året.

Företagens möjligheter att höja sina priser påverkas även av efterfrågeläget. När efterfrågan är låg i förhållande till produktionskapaciteten kan företagen välja att minska sina vinstmarginaler. Ett lågt utnyttjande av tillgänglig arbetskraft håller också tillbaka lönekraven. Den snabba produktivitetstillväxten har bidragit till att hålla nere efterfrågan på arbetskraft. Den låga inflationen bör därför också ses mot bakgrund av att det funnits gott om lediga resurser i ekonomin.

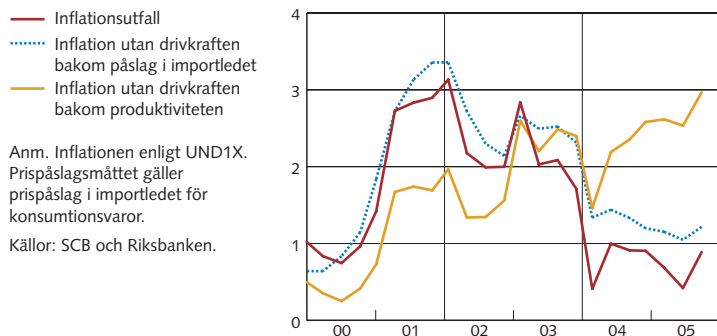
Varför inflationen 2005 blev så låg – en analys gjord med Riksbankens makroekonomiska modell

Under det senaste året har Riksbanken använt en ny makroekonomisk modell i prognosarbetet och den penningpolitiska analysen. Modellen har kommit till användning bl.a. i arbetet med att tolka varför den faktiska inflationsutvecklingen skiljt sig från den av Riksbanken förväntade utvecklingen.²²

21 Se Andersson, B. och M. Ådahl, "Den 'nya ekonomin' och svensk produktivitet på 2000-talet", *Penning- och valutapolitik* 1, 2005, Sveriges riksbank.

22 För en utförlig beskrivning av modellen, se Adolfson, M., Laseén, S., Lindé, J. och M. Villani, "Bayesian Estimation of an Open Economy DSGE Model with Incomplete Pass-Through", Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 179, 2005.

Diagram R11. Inflationsutfall samt inflation i frånvaro av olika drivkrafter enligt Riksbankens makroekonomiska modell.
Årlig procentuell förändring



Anm. Inflationen enligt UND1X. Prispåslagsmättet gäller prispåslag i importledet för konsumtionsvaror.

Källor: SCB och Riksbanken.

Modellen tillhör en ny generation av s.k. dynamiska allmänjämviktsmodeller.²³ Dessa beskriver utvecklingen av ekonomin på makroplanet – dvs. i den aggregerade ekonomin – samtidigt som de uttryckligen är baserade på mikroekonomisk teori, dvs. teorier för hur företag och individer fattar beslut om produktion, investeringar, konsumtion, etc. Denna typ av ekonomiska modeller används idag av allt fler centralbanker.

Riksbankens modell beskriver utvecklingen av ett dussintal observerbara ekonomiska storheter som t.ex. BNP, konsumtion, investeringar, arbetade timmar och inflation. Parametrarna i modellen bestäms via en ekonometrisk metod för att få en så god beskrivning av den historiska utvecklingen i den svenska ekonomin som möjligt. Förutom de observerbara variablerna innehåller modellen även ett antal icke-observerade variabler som beräknas via den ekonometriska metoden, t.ex. mått på teknisk utveckling och företags prispåslag på produktionskostnader.

Modellen kan bl.a. användas för att studera varför inflationen varit så låg de senaste åren. Detta kan analyseras genom att de olika icke-observerade storheterna – drivkrafterna i modellen – först tas fram via den ekonometriska analysen. Sedan beräknas konsumtion, investeringar, BNP-tillväxt, inflation osv. under antagandet att en viss drivkraft exkluderas. Detta experiment svarar alltså på frågan vad t.ex. inflationen hade blivit i frånvaron av en viss drivkraft. Genom

att göra denna analys för var och en av de olika drivkrafterna och jämföra inflationsutfallet i varje experiment, går det att få en uppfattning om vilken/vilka drivkrafter som varit av störst betydelse för det låga inflationsutfallet.

En sådan analys visar att det främst är kraftigt nedpressade prispåslag i importledet och hög produktivitet via snabb teknisk utveckling som, enligt den makroekonomiska modellen, varit orsakerna till den låga inflationen de senaste åren. I diagram R11 illustreras det faktiska inflationsutfallet samt vad inflationen, enligt modellen, skulle ha blivit i frånvaron av drivkrafterna bakom produktiviteten respektive påslagen. Från att ha bidragit till att hålla uppe inflationen har produktivetsutvecklingen enligt modellen bidragit till att hålla nere inflationen från mitten på 2003 och framåt (inflationen hade blivit högre utan dessa förändringar) och denna effekt har varit särskilt stor sedan 2004.²⁴ Minskade prispåslag i importledet har bidragit till en låg inflation under en förhållandevis lång period men effekten har varit särskilt tydlig de senaste åren.

Resultaten av denna modellanalys är således väl i linje med slutsatserna från diskussionen i förra avsnittet, dvs. produktivetsförbättringar och låga prispåslag i importledet har bidragit till att hålla nere inflationen 2005. Modellen lägger större vikt vid effekten av pressade påslag i importledet än effekten av låga internationella priser i sig. Detta resultat bör dock inte övertolkas i och med att det mått på internationella priser som används i modellen sannolikt inte fångar den förskjutning av importen mot billigare länder som diskuterats ovan. Denna förskjutning kan innebära att för stor vikt läggs vid effekten av att prispåslagen krympts.

Prognoserna för utvecklingen 2005 gjorda 2003–2005

Hur väl lyckades Riksbanken med sina prognoser för utvecklingen 2005? Penningpolitiken verkar med viss fördröjning och måste därför vara fram-

²³ Dessa modeller kallas även ofta för DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium)-modeller.

²⁴ Den exakta storleken på effekterna i diagram R11 bör inte övertolkas bl.a. eftersom resultaten inrymmer en viss grad av statistisk osäkerhet. Det är dessutom viktigt att notera att modellen är en abstraktion av den faktiska ekonomin.

Tabell R4. Riksbankens prognoser och utfall 2005 för ett urval av variabler. Årsgenomsnitt

	IR 03:1	IR 03:2	IR 03:3	IR 03:4	IR 04:1	IR 04:2	IR 04:3	IR 04:4	IR 05:1	IR 05:2	IR 05:2 IT	IR 05:3 IT	IR 05:3	IR 05:4 IT	IR 05:4	Utfall
BNP-tillväxt 2004	2,4	2,4	2,4	2,4	2,8	2,9	3,6	3,6								3,7
BNP-tillväxt 2005	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,8	3,2	3,0	3,2	1,9	1,9	2,3	2,3	2,4		
BNP-tillväxt 2006					2,8	3,1	3,2	3,2	3,2	2,7	2,6	3,0	3,3	3,2		
BNP OECD19 2004	2,7	2,5	2,8	2,9	3,2	3,3	3,5	3,4								3,2
BNP OECD19 2005	2,6	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8	2,6	2,6	2,5		2,4		2,5		
TCW 2005	123,7	124,0	123,7	123,7	123,7	123,7	124,7	123,8	123,6	125,4		127,6		128,5		128,0
Oljepris USD 2005	20,7	20,7	22,8	22,8	28,2	29,4	38,4	40,3	43,3	48		55		54,0		54,5
Produktivitet i näringslivet 2004	2,3	2,3	2,1	2,2	2,7	3,2	3,5	3,4	3,6	3,6						3,9
Produktivitet i näringslivet 2005	2,2	2,2	2,1	2,1	2,4	2,5	2,7	2,7	2,8	2,6		2,3		2,3		
Lön i näringslivet, KL (Nominal-lön) 2005	3,8	3,6	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,4	3,3	3,3		3,3		3,3		
Enhetsarbetskostnad i näringslivet 2005	1,7	1,5	1,7	1,6	1,3	1,2	1,0	0,9	0,7	0,6		1,1		1,0		
Öppen arbetslöshet 2005	4,3	4,5	4,5	4,6	4,9	5,2	5,1	5,2	5,1	5,2		5,9a		5,9a		
Internationella producentpriser 2005	2,1b	1,8b	1,9b	1,9b	1,6	1,6	2,1	2,3	2,3	2,5		3,1		3,4		
UNDINHx 2005	2,5c	2,3c	2,2	2,3	1,9	1,6	1,6	1,7	0,9	1,1		1,0		1,0		1,0
UNDIMPX 2005	0,2c	0,3c	0,4	0,3	0,0	0,1	0,5	0,5	-1,3	-0,8		0,2		0,2		0,2
UND1X 2005	1,8c	1,6c	1,6	1,6	1,2	1,1	1,2	1,3	0,2	0,5	0,3	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
UNDIMPX exkl. olja 2005			0,7		0,3	0,3	0,5	0,6	-1,6	-2,2		-1,8		-1,6		-1,7
KPI 2005	2,0c	1,9c	1,9	1,9	1,5	1,2	1,3	1,2	0,1	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5

Anm. a = prognoserna gäller arbetslöshet enligt ny definition (uppskattningsvis innebär den en 0,4 procentenheters högre arbetslöshet jämfört med den tidigare definitionen), b = genomsnittliga exportpriser i nationell valuta, c = tolv månaderstal, KL = konjunkturlönestatistik, IT = prognoser betingade på implicita terminräntor. I den första och andra inflationsrapporten 2005 redovisades prognoser baserade på antagandet om implicita terminräntor i fördjupningsrutor och då endast prognoser för BNP-tillväxt och inflation. I den tredje och fjärde inflationsrapporten 2005 baserades prognoserna i huvudskenariot på implicita terminräntor och en inflationsprognos baserad på konstant reporänta publicerades separat i en fördjupningsruta.

Källor: Intercontinental Exchange, OECD, SCB och Riksbanken.

åtblickande. Det är därför främst de prognoser som gjordes, och de räntebeslut som fattades, under 2003 och 2004 som är relevanta vid en utvärdering av penningpolitiken 2005. I tabell R4 presenteras prognoserna för olika mått på inflationsutvecklingen 2005 samt prognoserna för några variabler som är särskilt viktiga för inflationsprognosen.

En svårighet vid analysen av träffsäkerheten i Riksbankens prognoser är att de fram till och med den andra inflationsrapporten 2005 baserades på antagandet att reporäntan är oförändrad under två år. Eftersom reporäntan vanligtvis ändras under prognosperioden,

och därmed påverkar utfallet för inflationen och andra ekonomiska storheter, är det svårt att få en god uppfattning om träffsäkerheten i prognosen. Fr.o.m. den tredje inflationsrapporten 2005 baseras prognoserna istället på antagandet att reporäntan följer marknadens förväntningar såsom de avspeglas i de s.k. implicita terminräntorna.²⁵ Detta nya antagande för penningpolitiken underlättar en utvärdering av prognoserna eftersom det i normala fall är mer realistiskt.²⁶

BNP-tillväxten 2004, som kan antas ha påverkat inflationsutfallet 2005, underskattades förhållandevis kraftigt i de prognoser som

25 För en beskrivning av de nya förutsättningarna för Riksbankens prognoser, se fördjupningsrutorna "Metodförändringar i Riksbankens prognosarbete" i Inflationsrapport 2005:1.

26 Det bör dock noteras att inte heller med impliciträntebaserat antagande går det att få en exakt uppfattning om träffsäkerheten i prognoserna eftersom den av marknaden förväntade utvecklingen av räntan inte nödvändigtvis är den som Riksbanken bedömer vara den mest sannolika.

gjordes under 2003 och i början av 2004. Trots detta överskattade samtidigt prognoserna som gjordes under 2003 utfallet för inflationen 2005. Bedömningen var att konjunkturen, bl.a. stimulerad av en mer expansiv penningpolitik, skulle förbättras under de kommande åren och att inflationstrycket samtidigt skulle öka i linje med ett traditionellt konjunkturmönster.

Men medan konjunkturen förstärktes blev inflationen samtidigt lägre än väntat och synen på det internationella och inhemska kostnadsstrycket omvärderades gradvis i slutet av 2003 och början av 2004. Uppgången i inflationstakten väntades nu bli långsammare och prognoserna för både den importerade och inhemska inflationen justerades därför ned.

Omvärderingen hängde bland annat samman med de låga importpriserna. Prognosen för den importerade inflationen exklusive olje-produkter hade successivt justerats ned under andra halvan av 2003 men utfallet blev trots det betydligt lägre än väntat. Detta påverkade bedömningen av det internationella pristrycket och det konstaterades att den ökade handeln och hårdnande konkurrensen, bl.a. från länder med ett mycket lågt kostnadsläge, kunde ha medfört en hårdare internationell prispress än vad som tidigare bedömts vara fallet. Omvärderingen var till viss del även ett resultat av en mer optimistisk syn på produktivitet utvecklingen. Arbetsmarknaden hade också utvecklats svagare än väntat och det fanns därför anledning att vara något mer pessimistisk om den framtida sysselsättningen och arbetslösheten och även räkna med något mer dämpade löneökningar. Sammantaget bidrog detta till att synen på det inhemska kostnadsstrycket reviderades.

I maj 2004 beslutade SCB, som tidigare nämnts, att göra vissa förändringar i beräkningsmetoderna för inflationstakten och att dessa nya metoder skulle börja gälla fr.o.m. januari 2005. För Riksbankens del innebar detta att prognoserna för inflationen 2005 enligt KPI och de underliggande måtten (beräknade fr.o.m. den andra inflationsrapporten 2004) reviderades ned något.²⁷ Beräkningar visade att skillnaden mellan

det gamla och nya måttet historiskt sett hade varierat kraftigt mellan olika år och att skillnaden generellt sett hade varit större för den importerade inflationen än för den inhemska inflationen. I genomsnitt hade dock KPI-inflationen varit endast 0,2 procentenheter lägre i genomsnitt per år med det nya beräkningssättet. Prognoserna sänktes därför något.

Efter sommaren 2004 justerades tillväxtprognosen upp till en nivå i linje med det slutliga utfallet då ny statistik visade att den svenska exporten under året utvecklats bättre än väntat beroende på en något starkare internationell konjunkturuppgång. Den mer optimistiska synen på konjunkturutsikterna innebar att även prognosen för BNP-tillväxten 2005 höjdes. Bedömningen var att den inhemska efterfrågan, som ett resultat av högre tillväxt och expansiv finans- och penningpolitik, gradvis skulle ta över och bli den drivande kraften i konjunkturuppgången.

Trots att prognoserna för tillväxten 2004 och 2005 justerades upp förändrades inflationsprognoserna inte särskilt mycket. Analyserna tydde på att inflationsimpulserna från den starkare tillväxten och ett högre oljepris skulle komma att motverkas av gynnsamma kostnadsförhållanden till följd av en ytterligare något högre produktivitetstillväxt samt av ledig produktionskapacitet i utgångsläget. Prognoserna för den inhemska och underliggande inflationen höjdes därför endast marginellt. Prognosen för den importerade inflationen justerades däremot upp något, bl.a. som ett resultat av en höjning av oljeprisprognosen.

I den första inflationsrapporten 2005 reviderades inflationsprognosen ned förhållandevis mycket. Detta var inte ett resultat av någon avgörande förändring i synen på konjunkturutsikterna utan berodde på ett antal specifika faktorer som bedömdes påverka inflationsutsikterna i större utsträckning än vad som tidigare hade förutspåtts. Priserna på t.ex. livsmedel och kläder hade utvecklats ovanligt svagt och hade till och med fallit under det senaste året. Hårdnande konkurrens inom livsmedelsbranschen bedömdes vara en orsak till de fallande livsmedels-

27 I tabellen är således prognoserna fr.o.m. den andra inflationsrapporten 2004 inte direkt jämförbara med prognoserna gjorda tidigare.

priserna. EU:s slopande av importkvoter på kläder och textilier i början av året hade sannolikt bidragit till att hålla nere ökningstakten av klädpriiserna. Priserna på importerade konsumtionsvaror exklusive oljeprodukter hade dessutom överlag fortsatt att falla oväntat mycket, vilket pekade mot att effekterna av ökad import från lågkostnadsländer tidigare hade underskattats. Både prognoserna för den importerade och inhemska inflationen justerades därför ned.

Efter denna nedrevidering skulle prognosen för den inhemska inflationen visa sig vara i linje med det slutliga utfallet för 2005 medan prognoserna för KPI och UND1X underskattade inflationen. Den kortsiktiga utvecklingen av dessa inflationsmått justerades upp något i de två följande inflationsrapporterna, bl.a. som ett resultat av att ett högre oljepris drev upp den importerade inflationen.

Jämförelse med andra prognosmakare

I diagram R12 jämförs ett tjugotal konjunkturbedömares prognoser för tillväxten 2004 vid olika tillfällen. Att döma av diagrammet innebar den starka tillväxten på 3,7 procent under 2004 en överraskning för samtliga prognosmakare. Uppskattningen av tillväxten 2004 var i intervallet 2–3 procent i början av 2003 och även efter Riksbankens räntesänkningar under första halvåret höll sig genomsnittet av prognoserna, liksom Riksbankens prognos, kvar på ungefär 2,5 procent.

Riksbanken, tillsammans med några andra prognosmakare, justerade upp BNP-prognosen under våren 2004 och med viss eftersläpning höjdes också prognosgenomsnittet. Det är dock slående att tillväxten 2004 underskattades med drygt 0,5 procentenheter så sent som i juni 2004 av både Riksbanken och genomsnittet av övriga bedömare. Uppjusteringen av Riksbankens prognos under hösten var till största delen ett resultat av att ny statistik över exporten under året visade på en högre tillväxt än tidigare beräknat. Utvecklingen av prognoserna hos övriga

Diagram R12. Prognoser för BNP-tillväxten 2004 vid olika tidpunkter, Riksbanken samt ett genomsnitt av andra prognosmakare. Årsgenomsnitt

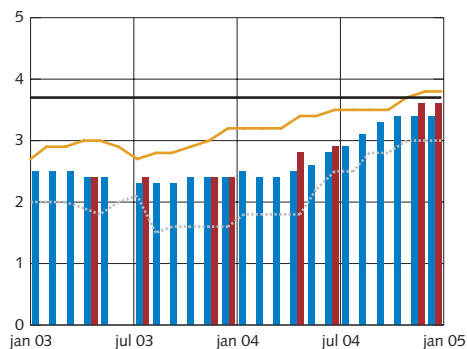
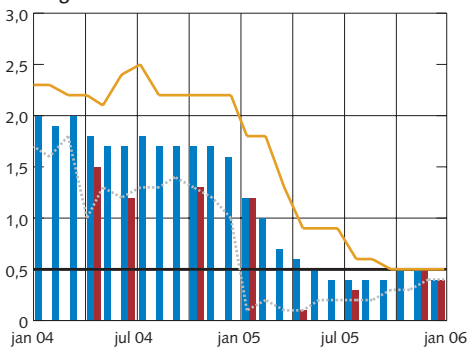


Diagram R13. Prognoser för inflationen 2005 vid olika tidpunkter, Riksbanken samt ett genomsnitt av andra prognosmakare. Årsgenomsnitt



bedömare visar att denna starka exportuppgång var något som överraskade de flesta.

Av diagram R13 framgår att underskattningen av BNP-utvecklingen inte motsvarades av en liknande underskattning av inflationstrycket. Tvärtom överskattades inflationen 2005 av i stort sett samtliga konjunkturbedömare. Som framgår av förra årets prognosutvärdering överskattades inflationen 2004 på liknande sätt.²⁸ En rimlig tolkning är således att de faktorer som har hållit tillbaka de internationella prisökningarna och de inhemska kostnadsökningarna har varit starkare och haft en mer långvarig effekt än de flesta bedömare räknat med. Majoriteten av konjunkturbedömare justerade gradvis ned inflationsprognosen till en nivå i linje med det slutliga utfallet på 0,5 procent under början av 2005 i takt med att insikterna om dessa effekter

— Utfall
— Högsta prognosen
- - - - - Lägst prognosen
■ Medel utan RB
■ Riksbanken

Anm. Prognoserna hämtas från Consensus sammanställning av svenska och internationella prognosmakare. Sammanställningen har kompletterats med prognoser av LO och prognoser från vår- och budgetpropositioner. Dateringen av prognoserna följer Consensus sammanställning vilken kan skilja sig från faktisk publiceringstidpunkt med någon månad.

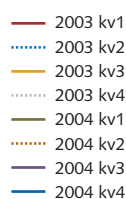
Källor: Consensus Inc., Finansdepartementet, LO och SCB.

— Utfall
— Högsta prognosen
- - - - - Lägst prognosen
■ Medel utan RB
■ Riksbanken

Anm. Prognoserna hämtas från Consensus sammanställning av svenska och internationella prognosmakare. Sammanställningen har kompletterats med prognoser av LO och prognoser från vår- och budgetpropositioner. Dateringen av prognoserna följer Consensus sammanställning vilken kan skilja sig från faktisk publiceringstidpunkt med någon månad.

Källor: Consensus Inc., Finansdepartementet, LO och SCB.

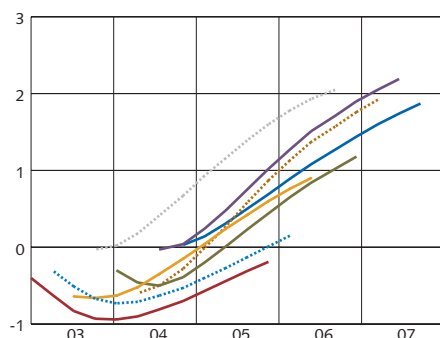
28 Se fördjupningsrutan "Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2002-2004" i Inflationsrapport 2005:1.



Anm. De implicita terminsräntorna avser 15 dagars genomsnitt. Reporäntan är den ränta som gällde vid prognostillfället, dvs. kvartalet innan.

Källa: Riksbanken.

Diagram R14. Skillnaden mellan implicita terminsräntor och konstant reporänta vid olika prognostillfällen.



växte och som ett resultat av att konjunkturuppgången tillfälligt bromsade in i början av året.

Medan Riksbankens bedömning av tillväxten 2004 i princip höll sig på samma nivå som den genomsnittliga prognosen var bedömningen av inflationen 2005 genomgående lägre än genomsnittet och ofta bland de lägsta prognoserna. Detta kan tolkas som att Riksbanken var bland de prognosmakare som jämförelsevis tidigt började ta hänsyn till de effekter som dämpade det underliggande inflationstrycket i ekonomin.

Jämförelsen med övriga prognosmakare är dock något missvisande eftersom reporäntan sänktes under perioden medan Riksbankens prognoser baserades på ett antagande om att räntan skulle hållas konstant. Som tidigare nämnts ändrades det antagandet under 2005 till ett antagande om att räntan följer den av marknaden förväntade ränteutvecklingen enligt de implicita terminsräntorna. I diagram R14 illustreras skillnaden mellan de implicita terminsräntor som rådde under perioden och den konstanta ränta som användes vid prognostillfällena. Av diagrammet framgår att de implicita terminsräntorna, förutom vid några tillfällen, pekade på en mer expansiv penningpolitik (differensen är negativ) än vad antagandet om konstant ränta innebar.²⁹ Hade således Riksbankens prognoser 2003–2004 baserats på implicita terminsräntor skulle sannolikt prognoserna för både tillväxten 2004 och inflationen 2005 ha varit något högre

än de som visas i diagram R12 och R13. Det är dock inte möjligt att i efterskott säga exakt vad prognoserna i så fall hade varit.

Direktionens penningpolitiska beslut 2003–2004

Eftersom inflationen under 2005 främst påverkas av den penningpolitik som bedrevs 2003 och 2004 måste en analys av penningpolitiken i första hand inriktas mot de bedömningar som gjordes och de reporäntebeslut som fattades under dessa år.

I slutet av 2002 sänkte Riksbanken reporäntan i två steg till 3,75 procent. Under 2003 fortsatte Riksbanken att föra penningpolitiken i mer expansiv riktning och reporäntan sänktes i mars, juni och juli med sammanlagt 1 procentenhet till 2,75 procent. Sänkningarna genomfördes mot bakgrund av att den internationella och svenska konjunkturbilden gradvis fortsatte att försämrans och den förväntade återhämtningen fick skjutas framåt i tiden. Utvecklingen föreföll bland annat bekräfta farhågor för att anpassningen efter den dramatiska börsnedgången sedan 2000 skulle bli utdragen och under förhållandevis lång tid dämpa konsumtion och investeringar. I början av året bidrog även säkerhetspolitisk oro i samband med kriget i Irak till förväntningar om en svagare utveckling.

Efter sänkningen i juli gjordes inga fler reporänteförändringar under 2003. Inom Riksbankens direktion var uppfattningen att den återhämtning som en tid hållits tillbaka nu hade inletts, bl.a. understödd av de reporäntesänkningar som genomförts. Inflationen exklusive energipriser blev under hösten något lägre än väntat, vilket bl.a. var en effekt av oväntat svag importerad inflation och inhemskt kostnadstryck. Den samlade inflationen utvecklades ändå i linje med prognoserna. Förväntningarna var att inflationen framöver skulle komma att utvecklas enligt banor som normalt kunde förväntas under en konjunkturuppgång. Den svaga arbetsmarknadsutvecklingen var i detta sammanhang ett orosmoment och dess relativa betydelse för riskbilden, ställd

²⁹ Räntan sänktes ju också mycket riktigt i början av 2003 och i början av 2004.

RÄNTEBESLUT 2003

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

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

24 april: Reporäntan hölls oförändrad på 3,5 procent. Lars Nyberg och Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter. Som skäl anfördes bl.a. att resursutnyttjandet och inflationen förväntades bli något lägre än i den senaste bedömningen och att Riksbankens normala sätt att agera talade för en räntesänkning. Dessutom kunde de internationella nedåtriskerna för inflationen antas vara något större än de inhemska uppåtriskerna.

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

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

15 oktober: Reporäntan hölls oförändrad på 2,75 procent. Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter bl.a. med hänvisning till att arbetsmarknaden var fortsatt svag och att det skulle komma att dröja ytterligare en tid innan företagen börjar nyanställa och konjunkturuppgången stabiliserar sig. Eftersom hon bedömde att de inhemska uppåtriskerna var små ansåg hon att det var lämpligt att sänka räntan ytterligare.

4 december: Reporäntan hölls oförändrad på 2,75 procent. Villy Bergström och Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter mot bakgrund av att den svenska konjunkturen riskerade att utvecklas svagare än i bedömningen i inflationsrapporten. För det bedömdes bl.a. den dittills svaga arbetsmarknadsutvecklingen tala.

RÄNTEBESLUT 2004

5 februari: Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 2,5 procent. Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,5 procentenheter med hänvisning till att inflationsprognosen redan i december förra året pekat på ett utrymme att sänka räntan och att utvecklingen därefter indikerat ett ännu svagare pristryck, bl.a. till följd av att produktivitetstillväxten fortsatt att förbättras.

31 mars: Reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter till 2,0 procent. Villy Bergström och Eva Srejber reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med endast 0,25 procentenheter. De förordade en större försiktighet med den penningpolitiska stimulansen, bl.a. för att inte uppmuntra till ökad skuldsättning hos hushållen. Ett annat skäl var osäkerheten om styrkan och varaktigheten i den produktivitetsutveckling och växande internationella konkurrens som hållit inflationen nere trots en expansiv ekonomisk politik på flera håll i världen.

28 april: Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

27 maj: Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

23 juni: Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

19 augusti: Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

13 oktober: Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

8 december: Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

bl.a. mot eventuella spridningseffekter av de höga elpriserna i den kommande avtalsrörelsen, var något som diskuterades i direktionen.

I början av 2004 föll så inflationen. Det var till viss del en förutsedd utveckling som kunde förklaras av de tidigare elprisökningarna, men nedgången i inflationen var återigen större än väntat. Det gjorde att Riksbanken stärktes i sin syn att det underliggande inflationstrycket, trots en allt tydligare internationell och inhemsk konjunkturuppgång, var lägre än tidigare bedömt. Såväl lägre importpriser som svagare arbetsmarknad och högre produktivitet än tidigare prognostiserat talade för ett lägre löne- och pristryck. Reporäntan sänktes därför i februari och mars 2004 med ytterligare sammanlagt 0,75 procentenheter till 2 procent.

Reporäntan lämnades sedan oförändrad under resten av 2004. Synen på den svenska konjunkturutvecklingen blev mer optimistisk under sommaren och hösten då ny information pekade på en allt starkare internationell och inhemsk utveckling. Mot slutet av året såg tillväxtutsikterna ut att vara något mer dämpade men det fanns fortfarande skäl att anta att inflationstrycket gradvis skulle komma att öka och att penningpolitiken förr eller senare skulle behöva läggas om i en mindre expansiv riktning. Inflationen förväntades fortsätta att öka i takt med ett stigande resursutnyttjande samtidigt som gynnsamma kostnadsförhållanden, bl.a. en fortsatt hög produktivitetstillväxt, bedömdes bidra till att inflationsuppgången var måttlig och i linje med målet på ett par års sikt.

Alternativ utformning av penningpolitiken

Som framgår ovan överskattade Riksbanken inflationen 2005 framförallt i de prognoser som gjordes under 2003. I början av 2004 förutsågs att inflationen skulle bli lägre än målet 2005 men i efterhand står det klart att inflationen blev ännu lägre än vad som då prognostiserades. En naturlig fråga att ställa i det sammanhanget är om det hade varit möjligt, givet den information som fanns tillgänglig, att bättre förutse den låga inflationen 2005. En angränsande frågeställning

är i vilken utsträckning det med mer träffsäkra prognoser hade varit lämpligt med en annan utformning av penningpolitiken.

För att förutspå det låga inflationstrycket 2005 hade det fordrats att Riksbanken tidigt hade gjort en korrekt analys av de strukturella förändringar som pågick i ekonomin och som var viktiga för inflationen, bl.a. den höga produktivitetstillväxten. Förändringar av strukturell karaktär är dock svåra att fånga i prognosarbete på ett tidigt stadium eftersom de är svåra att identifiera. Det tar tid innan det går att dra säkra slutsatser om att oväntade skeenden i ekonomin faktiskt speglar strukturella förändringar och inte bara är resultatet av tillfälliga faktorer. Bedömningar av hur kraftigt och varaktigt de strukturella skeendena kommer att påverka inflationen är också mycket osäkra eftersom de historiska samband som prognosmetoderna utnyttjar inte längre gäller.

Ett tecken på att den låga inflationen 2005 var en följd av strukturella förändringar som var svåra att förutse är att den överskattades av de flesta prognosmakare trots att tillväxten 2004 blev betydligt starkare än väntat. Konjunktur- och inflationsutsikterna hos andra prognosmakare skiljde sig med andra ord inte i några avgörande avseenden från Riksbankens. Vissa bedömare har under perioder visserligen varit något mer optimistiska i sin syn på produktivitetstillväxtens utveckling än Riksbanken, men synen på inflationsutsikterna har dock ändå inte varit särskilt annorlunda.

I samband med att insikterna om den inflationsdämpande styrkan hos de strukturella förändringarna växte i början av 2004 reviderades inflationsprognoserna ned och inflationen förutsågs bli i linje med målet först på ett par års sikt och således lägre än målet 2005. Inflationen 2005 blev dock ännu lägre än dessa prognoser indikerade, något som kan tala för att penningpolitiken hade kunnat vara ännu något mer expansiv under 2004. Inflationen skulle därigenom, bl.a. via växelkurskanalen, troligen ha kommit något närmare målet 2005.

Det är dock tveksamt om det hade varit lämpligt att sänka räntan så mycket mer än de

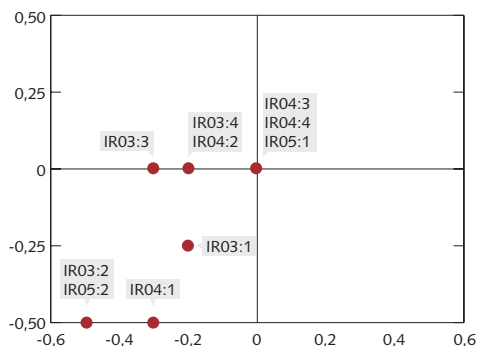
sänkningar på totalt 0,75 procentenheter som faktiskt genomfördes under 2004, bl.a. med tanke på den snabba ökningen av hushållens upplåning och priserna på bostadsmarknaden. Dessutom kan det vara värt att notera att effekterna på den inhemska efterfrågan och på arbetsmarknaden av en ännu mer expansiv penningpolitik än den faktiskt förda sannolikt hade varit små eftersom efterfrågan ändå ökade starkt. Förändringarna på utbudssidan av ekonomin har dock inneburit att arbetsmarknaden trots detta har utvecklats svagt. Med facit i hand är det därför sannolikt ingen avgörande skillnad på den faktiskt förda penningpolitiken under perioden och den som skulle ha valts om effekterna av utbudstörningarna till ekonomin helt hade kunnat förutses. Sett över hela den räntesänkingsperiod som inleddes i slutet av 2002 hade möjligtvis sänkningarna kunnat inledas något tidigare och genomföras något snabbare.

Relationen mellan räntebeslut och prognoser

Ett krav som kan ställas på penningpolitiken är att den ska framstå som rimlig och konsekvent givet de förutsättningar som råder vid olika beslutstillfällen. Ett sätt att undersöka om så har varit fallet är att försöka besvara frågan om Riksbankens ränteförändringar varit lättförståeliga givet de prognoser som gjordes. I linje med Riksbankens strategi att normalt föra tillbaka inflationen till målet inom två år då avvikelser inträffat bör reporäntan normalt ha höjts i de fall inflationsprognosen (under antagande om konstant reporänta under prognosperioden) överstigit målet medan inflationsprognoser under målet normalt bör ha resulterat i en räntesänkning.

Det är emellertid viktigt att ha i åtanke att det inte finns någon mekanisk handlingsregel som säger att reporäntan alltid ändras när UND1X-prognosen avviker tillräckligt mycket från inflationsmålet på två års sikt. Det kan t.ex. uppstå lägen då ekonomin påverkas av en stör-

Diagram R15. Relationen mellan räntebeslut och prognoser, reporänteförändringar på vertikal axel och prognostiserad målavvikelse på horisontell axel.



Anm. Prognoserna avser riskjusterad UND1X på två års sikt under antagandet att reporäntan inte ändras.

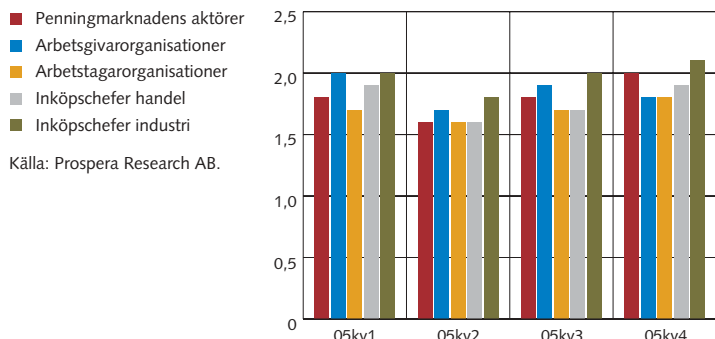
Källa: Riksbanken.

ning vars effekt på inflationen är tillfällig men ändå inte fullt ut hinner klinga av inom två år. Det kan även vara så att en större störning till inflationen gör att en återgång till målet på två års sikt bedöms vara förenad med alltför stora oönskade effekter på den reala ekonomin. Sådana överväganden lägger vissa begränsningar på hur starkt samband man kan förvänta sig mellan reporänteförändringar och UND1X-prognoser på två års sikt.

Att det ändå i genomsnitt finns ett positivt samband mellan förväntad målavvikelse på två års sikt och räntebeslut framgår av diagram R15 där prognostiserad avvikelse från målet och reporäntebeslut vid olika prognostillfällen 2003–2005 illustreras. Diagrammet visar också, som förväntat, att små prognostiserade målavvikelser inte alltid lett till en förändring av reporäntan.³⁰ Dessutom framgår att målavvikelsen normalt måste vara ganska stor för att räntan ska förändras med mer än 0,25 procentenheter. Det bör noteras att i diagrammet har räntebeslut till och med Inflationrapport 2005:2 inkluderats. Efter denna rapport används, som tidigare nämnts, inte längre antagandet om konstant reporänta. Istället baseras prognoserna på antagandet att räntan under prognosperioden förändras enligt de så kallade implicita terminräntorna. Med ett sådant antagande är illustrationen i diagrammet inte längre lika informativ eftersom inflations-

30 För utförliga motiveringar till de olika räntebesluten i diagrammet, se respektive inflationsrapport och pressmeddelande.

Diagram R16. Olika aktörers inflationsförväntningar för 2007 under 2005. Procent



Källa: Prospera Research AB.

prognosen, liksom således räntebeslutet vid prognostillfället, beror på den serie av ränteförändringar som antas under prognosperioden.

Inflationsförväntningarna

Inflationsförväntningarna kan ses som ett mått på allmänhetens förtroende för att Riksbanken kommer att uppnå sitt mål. Ett högt förtroende för inflationsmålet ger ökad möjlighet att i utformningen av penningpolitiken ta viss hänsyn till andra faktorer än inflationen såsom exempelvis tillväxt och sysselsättning. I diagram R16 visas inflationsförväntningar för 2007 hos penningmarknadens aktörer, arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer och inköpschefer i handel och industri. Trots att inflationen 2005 blev klart lägre än målet förefaller det finnas ett brett förtroende för inflationsmålet. På ett par års sikt förväntar sig samtliga aktörer att inflationen kommer att ligga på eller nära 2 procent.

Slutsatser

Sammanfattningsvis kan det konstateras att Riksbankens prognoser överskattade inflationen förhållandevis mycket fram till början av 2005. Det berodde inte på att konjunkturuppgången överskattades. BNP-tillväxten under 2004, som kan antas ha påverkat inflationsutfallet 2005, visade sig bli betydligt starkare än vad prognoserna indikerade. Även styrkan i den internatio-

nella konjunkturen underskattades, framförallt under 2003. Överskattningen av inflationen kan inte heller kopplas till synen på växelkursen eftersom kronan var svagare under 2005 än vad prognoserna 2003–2004 indikerade.

Att Riksbankens prognoser under 2003 och 2004 överskattade inflationsutfallet 2005 kan istället kopplas till utbudsfaktorer som i överraskande stor utsträckning hållit tillbaka inflations- och kostnadstrycket i ekonomin trots en växande efterfrågan. En av de främsta faktorerna är den överraskande (framförallt 2004) starka produktivitetstillväxten som har hållit tillbaka kostnadstrycket i ekonomin. Den höga produktivitetstillväxten kan delvis ha sin förklaring i att företagen i en historisk jämförelse dröjt ovanligt länge med att nyanställa i denna konjunkturuppgång men det beror sannolikt också på mer varaktiga förändringar, t.ex. effekter av de tidigare investeringarna i informationsteknologi och en hårdnande konkurrens inom många sektorer.

En ökad inhemsk och internationell konkurrens kan också vara en förklaring bakom de låga prisökningarna på importerade varor. Att den importerade inflationen skulle bli låg förutsågs under 2003 och 2004. Den precision som prognoserna för UNDIMPX uppvisar är emellertid i viss mån skenbar. Utvecklingen av UNDIMPX har i hög grad drivits av oljeprisuppgången och oljeprisprognoserna har, framförallt 2004–2005, reviderats upp kraftigt. Exkluderas oljeprodukter från UNDIMPX har i själva verket priserna på importerade varor och tjänster fallit med 1,7 procent i genomsnitt 2005, vilket är ett betydligt större fall än det Riksbanken prognostiserade 2003–2004.

En bidragande faktor till överskattningen av importpriserna är sannolikt förskjutningen av importmönstret mot en allt högre import från lågkostnadsländer de senaste åren. Det är svårt att få en klar bild av omfattningen på detta men sannolikt har det mått som använts i prognosarbetet för att mäta utvecklingen av internationella priser i utländsk valuta inte till fullo fångat effekterna av denna förskjutningseffekt. Det kan vara en

förklaring till att prognoserna inte lyckats fånga importprisfallet. Liksom i fallet med den inhemska inflationen kan de prisdämpande effekterna av den ökade konkurrensen ha underskattats.

Det står således klart att det i stor utsträckning är strukturella förändringar i ekonomin som är orsaken till att inflationen överskattats. Ett tecken på att den låga inflationen 2005 var en följd av strukturella förändringar är att den överskattades av de flesta prognosmakare trots att tillväxten 2004 blev betydligt starkare än väntat.

Förändringar av strukturell karaktär är svåra att fånga i prognosarbetet på ett tidigt stadium. Det är samtidigt viktigt att, när det blivit tydligt att strukturella förändringar påverkat de vanliga sambanden, söka ökad förståelse för orsakerna till dessa och för deras betydelse för inflationsutsikterna. I detta syfte har Riksbanken under

senare år bedrivit fördjupade studier av bl.a. de låga importpriserna och den höga produktivitetstillväxten. Studierna har bl.a. publicerats i fördjupningsrutor i inflationsrapporterna.³¹

I början av 2004 förutsåg Riksbanken att inflationen skulle bli lägre än målet 2005. Inflationen bedömdes bli i linje med målet först på ett par års sikt. I efterhand står det klart att inflationen 2005 blev ännu lägre än de prognoser som gjordes under 2004, något som skulle ha kunnat tala för en ytterligare något mer expansiv penningpolitik under perioden. Det är dock tveksamt om det, även med perfekta prognoser, hade varit lämpligt att sänka räntan så mycket mer, bl.a. med tanke på att efterfrågan ändå utvecklades starkt och att hushållens höga skuldsättning och de höga bostadspriserna dessutom talade för en försiktig politik.

31 Se fördjupningsrutorna "Varför är de svenska importpriserna så låga?" i Inflationsrapport 2005:2 och "Hur uthållig är den senaste tidens produktivitetssuppgång?" i Inflationsrapport 2004:1.