

## ■ Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2004-2006

I denna fördjupningsruta analyseras inflationen 2006 och de penningpolitiska beslut som fattades 2004-2005. 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 2006.

Inflationen 2006 var inom toleransintervallet på 1-3 procent men hamnade under målet på 2 procent. Det är gynnsamma förändringar på ekonomins utbudssida, framförallt en snabb produktivitetstillväxt, som hållit ned inflationen. Inflationen blev lägre än vad Riksbanken räknade med i de prognoser som gjordes under 2004, men väl i linje med de prognoser som gjordes under 2005.

### Utfall och målavvikelse 2006

Inflationen blev högre 2006 än 2005 och låg inom toleransintervallet på 1-3 procent, men hamnade ändå under målet på 2 procent. KPI steg med i genomsnitt 1,4 procent. Inflationen var marginellt lägre mätt med UND1X, 1,2 procent i genomsnitt under året (se tabell R1). Att KPI-inflationen blev något högre än UND1X-inflationen beror bland annat på att räntorna steg under året. Det medförde högre räntekostnader för egnahemsboende, vilket påverkar KPI-inflationen men inte UND1X-inflationen. Åt andra hållet verkade den begränsning av fastighetsskatten som genomfördes 2006. Den bidrog till att dämpa ökningstakten i KPI i förhållande till UND1X.

Tabell R1. Jämförelse mellan olika inflationsmått, årlig procentuell förändring samt standardavvikelse

	Årsgenomsnitt			Standardavvikelse		
	2006	1995-2006	1995-2006*	2006	1995-2006	1995-2006*
KPI	1,4	1,1	1,3	1,2	1,0	1,0
UND1X	1,2	1,5	1,7	0,3	0,8	0,8
UNDIMPX	-0,2	0,2	0,5	1,2	1,3	1,3
UNDIMPX exkl. oljeprodukter	-0,8	-0,2	0,2	0,5	1,5	1,5
UNDINHX	1,8	2,1	2,3	0,5	1,0	1,0

Anm. Inflationsmått beräknat enligt den nya metod som började gälla från och med januari 2005.

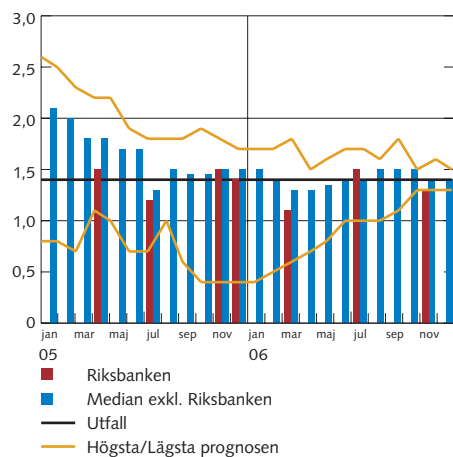
\* Inflationsmått som för perioden 1995-2004 beräknats enligt den metod som användes fram till 1 januari 2005 och för 2005-2006 enligt den nya metoden. Standardavvikelsen är beräknad på månadsdata för inflationen (12-månaders förändring).

Källor: SCB och Riksbanken

I likhet med tidigare år var den importerade inflationen betydligt lägre än den inhemska. UNDINHX, som avser att mäta priserna på inhemska producerade varor och tjänster, steg med 1,8 procent i genomsnitt. UNDIMPX, som avser att mäta priserna på importerade varor och tjänster, sjönk däremot något.

En viktig orsak till att inflationen i genomsnitt blev högre 2006 än 2005 var att energipriserna ökade kraftigt. Exklusive priserna på energi uppgick UND1X-inflationen till 0,5 procent i genomsnitt under året, vilket var oförändrat jämfört med 2005.

**Diagram R5. Prognoser för inflationen (KPI) 2006 vid olika tidpunkter, Riksbanken och andra prognosmakare**  
Årsgenomsnitt



Anm. I jämförelsen med andra prognosmakare ingår prognoser från de prognosmakare som finns med i den sammanställning som görs av Consensus Economics Inc. (vilken bland annat inkluderar Konjunkturinstitutet och svenska och utländska banker) samt Finansdepartementet, LO och några internationella organisationer. Medianen är den prognos bland övriga prognosmakare som storleksmässigt ligger i mitten. Jämfört med medelvärdet påverkas medianen mindre av enstaka extremvärden.

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

### Prognoseerna för 2006 var relativt träffsäkra

En naturlig utgångspunkt när penningpolitiken ska utvärderas är att jämföra utfallet för inflationen med Riksbankens prognoser, eftersom de utgör en grund för räntebesluten.

En svårighet vid en sådan jämförelse är att Riksbankens prognoser fram till och med den andra inflationsrapporten 2005 baserades på antagandet att reporäntan skulle vara oförändrad under prognosperioden. Därefter baserades prognoserna istället på antagandet att reporäntan följer marknadens förväntningar såsom dessa avspeglas i de så kallade implicita terminräntorna. Det antagandet underlättar en utvärdering av prognoserna eftersom det i normala fall är mer realistiskt.

Reporäntan ändras vanligtvis under prognosperioden och därmed påverkas utfallet för inflationen. Därför är det svårt att få en exakt uppfattning om träffsäkerheten i de prognoser som gjordes under antagande om konstant reporänta. För de prognoser som gjordes under det första halvåret 2005 finns dock viss vägledning att få. I fördjupningsrutorna i de två första inflationsrapporterna 2005 presenterades alternativa prognoser med en reporänta som utvecklades i linje med de implicita terminräntorna. Av dessa framgår att skillnaden för KPI-inflationen mellan de båda sätten att göra prognoser vid dessa tillfällen bedömdes vara ganska liten.

Penningpolitiken verkar med viss fördröjning och måste således vara framåtblickande. Det är därför främst de prognoser som gjordes under 2004 och 2005 som är relevanta vid en utvärdering av måluppfyllelsen 2006.

Under 2004 räknade Riksbanken med att inflationen skulle öka gradvis i takt med ett stigande resursutnyttjande i ekonomin. Inflationen väntades vara nära 2 procent i slutet av 2006 vilket skulle visa sig vara en överskattning. I början av 2005 justerades dock inflationsprognoserna ned över hela prognosperioden. Det berodde bland annat på en omvärdering av pristrycket i ekonomin. Olika strukturella faktorer såsom den skärpta konkurrensen inom flera sektorer bedömdes hålla tillbaka inflationen mer än vad som tidigare hade antagits. Efter denna nedjustering var prognoserna för inflationen 2006 relativt träffsäkra (se diagram R5).

Att inflationen blev fortsatt låg under 2006 beror inte på att tillväxten i ekonomin varit oväntat svag. BNP-tillväxten 2005, som kan antas ha påverkat inflationsutfallet 2006, blev om något starkare än vad Riksbanken räknade med (se diagram R6). Noterbart är att prognoserna i slutet av 2004 och början av 2005 var närmare utfallet än prognoserna senare under 2005. Det berodde bland annat på att nationalräkenskapsstatistiken till att börja med pekade på en oväntat svag tillväxt under slutet av 2004 och början av 2005. Riksbankens bedömning var att det rörde sig om en tillfällig konjunktursvacka men prognosen för tillväxten justerades ändå ned förhållandevis mycket. I efterhand skulle det visa sig att konjunktursvackan var mer kortvarig än väntat och att utfallet första kvartalet enligt reviderad statistik

dessutom inte blev lika svagt som först indikerades. Resultatet blev att de BNP-prognoser för helåret 2005 som gjordes under resten av året underskattade tillväxten relativt mycket.

I diagram R5 och R6 visas också de prognoser för inflationen 2006 och BNP-tillväxten 2005 som andra bedömare har gjort. En jämförelse med en sammanvägning (medianen) av andras prognoser för inflationen visar att avvikelserna i förhållande till Riksbankens prognoser överlag är små. Inflationen 2006 tenderade att överskattas i de prognoser som gjordes i början av 2005 (se diagram R5). Under loppet av 2005 justerade även andra prognosmakare ned inflationsprognoserna.

Om man i stället jämför Riksbanken med enskilda prognosmakare var Riksbanken en av dem som i genomsnitt gjorde de minsta felen i prognoserna för inflationen 2006 (se diagram R7).

Även de flesta andra prognosmakare underskattade styrkan i konjunkturuppgången på ett liknande sätt som Riksbanken (se diagram R6). Vid en jämförelse av hur stora prognosfel för BNP-tillväxten 2005 som olika enskilda prognosmakare i genomsnitt gjorde under 2004 och 2005 placerar sig Riksbanken i den sämre halvan (se diagram R8). Det klart största prognosfelet för Riksbanken var den stora nedrevidering som gjordes våren 2005.

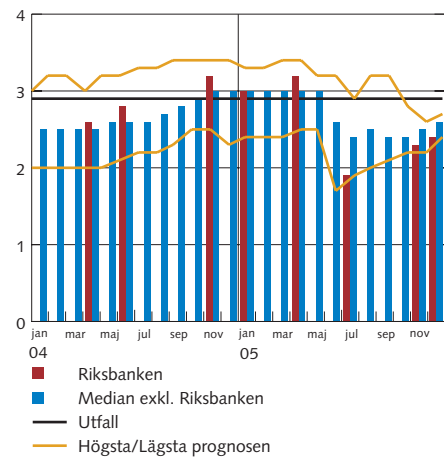
Det är dock vanskligt att av dessa beräkningar av prognosfel dra några generella slutsatser om olika bedömares prognosförmåga, bland annat eftersom den period som utvärderas är kort (sju prognostillfällen för Riksbankens del).

Sammanfattningsvis blev inflationen 2006 lägre än vad Riksbanken räknade med under 2004. Däremot var träffsäkerheten god i de prognoser som gjordes under 2005. Inflationens delkomponenter utvecklades dock annorlunda än väntat. Energipriserna blev betydligt högre än vad Riksbanken räknat med medan inflationen exklusive energi steg mindre än väntat. Samtidigt blev BNP-tillväxten 2005 starkare än vad Riksbanken och andra prognosmakare överlag antog i de prognoser som gjordes under 2004 och 2005. Kombinationen av låg inflation och stark tillväxt indikerar att det är förändringar på ekonomins utbudssida som har fortsatt att hålla nere inflationen.

### Ökad produktivitet och låga importpriser

En huvudförklaring till den låga inflationen är att produktivitetstillväxten i ekonomin har varit överraskande hög under senare år. Detta har gjort att produktionen har kunnat öka snabbt utan att företagens arbetskraftskostnader per producerad enhet ökat särskilt mycket. Under ett par års tid sjönk kostnaderna till och med. Under 2005 saktade produktivitetstillväxten in vilket medförde att enhetsarbetskostnaderna då ökade något. Men sammantaget har ändå arbetskraftskostnaderna per producerad enhet utvecklats mycket gynnsamt för företagen under senare tid (se diagram R9). De låga kostnadsökningarna har inneburit att behovet att höja priserna varit begränsat.

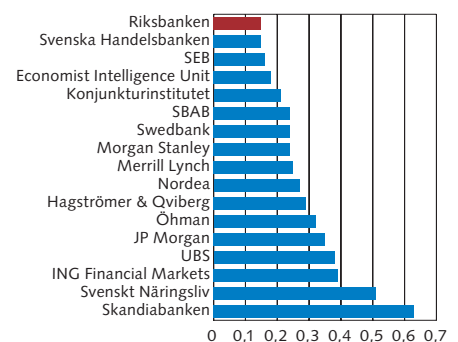
**Diagram R6. Prognoser för BNP-tillväxten 2005 vid olika tidpunkter, Riksbanken och andra prognosmakare**  
Årsgenomsnitt



Anm. I jämförelsen med andra prognosmakare ingår prognoser från de prognosmakare som finns med i den sammanställning som görs av Consensus Economics Inc. (vilken bland annat inkluderar Konjunkturinstitutet och svenska och utländska banker) samt Finansdepartementet, LO och några internationella organisationer. Medianen är den prognos bland övriga prognosmakare som storleksmässigt ligger i mitten. Jämfört med medelvärdet påverkas medianen mindre av enskilda extremvärden.

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

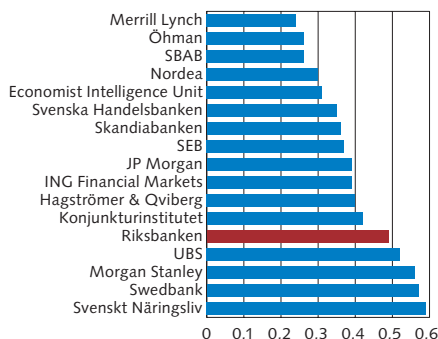
**Diagram R7. En jämförelse av prognosfel, Riksbanken och andra prognosmakare**  
Genomsnittligt prognosfel KPI-inflationen 2006



Anm. Prognosfelet är beräknat som RMKF (roten ur medelkvadratfelet) och avser det fel som respektive prognosmakare i genomsnitt gjorde i prognoserna under 2005 och 2006 för inflationen 2006. De andra prognosmakare som ingår i jämförelsen är de prognosmakare som finns med i den sammanställning som görs av Consensus Economics Inc.

Källor: Consensus Economics Inc. och Riksbanken

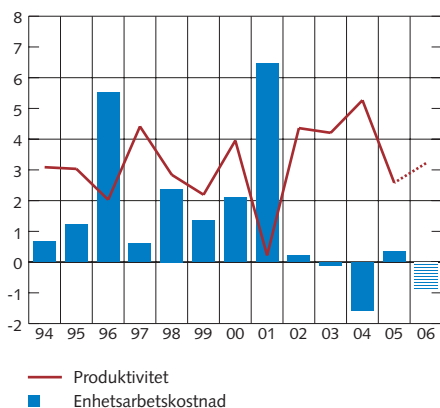
**Diagram R8. En jämförelse av prognosfel, Riksbanken och andra prognosmakare**  
Genomsnittligt prognosfel BNP-tillväxt 2005



Anm. Prognosfelet är beräknat som RMKF (roten ur medelkvadratfelet) och avser det fel som respektive prognosmakare i genomsnitt gjorde i prognoserna under 2004 och 2005 för BNP-tillväxten 2005. De andra prognosmakare som ingår i jämförelsen är de prognosmakare som finns med i den sammanställning som görs av Consensus Economics Inc.

Källor: Consensus Economics Inc. och Riksbanken

**Diagram R9. Enhetsarbetskostnad och produktivitet i näringslivet**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos. Kalenderkorrigerade data.

Källor: SCB och Riksbanken

Orsakerna till att produktiviteten har förbättrats så snabbt är inte helt klarlagda. En möjlighet är att de stora investeringarna i informationsteknologi som gjordes i slutet av 1990-talet har börjat ge resultat under senare år. Det är också tänkbart att den högre produktivitetstillväxten är en följd av att företag i många sektorer upplever ökad konkurrens, inte minst som en följd av globaliseringen. Som en konsekvens har de sett sig tvingade att rationalisera verksamheten. Med effektivare produktionsprocesser har företagen därmed kunnat tillgodose en stigande efterfrågan utan att behöva nyanställa i samma omfattning som i tidigare konjunkturuppgångar. Sysselsättningen har därför utvecklats relativt svagt sett i relation till den snabba tillväxten av produktionen.

Att bedöma varaktigheten i den här typen av förändringar i ekonomins produktionsförutsättningar är genuint svårt. Riksbankens bedömning i de prognoser som gjordes under 2004 och 2005 var att produktivitetstillväxten gradvis skulle dämpas kommande år, men att den likväl skulle fortsätta att vara betydligt högre än till exempel under 1980-talet. När produktivitetstillväxten sjönk under 2005 var det en nedgång i ungefär den storleksordning som Riksbanken hade räknat med. Men under de tre första kvartalen 2006 tilltog produktivitetstillväxten åter.

Bedömningarna kompliceras av att revideringar av data kan göra att historieber beskrivningen ibland ändras. Till exempel reviderades produktivitetstillväxten för 2004 upp förhållandevis mycket i samband med att SCB i november 2006 publicerade definitiva nationalräkenskaper för 2004.

En annan utbudsfaktor som bidragit till den låga inflationen är de låga prisökningarna på importerade varor. Sedan början av 2003 har konsumentpriserna på importerade varor och tjänster, exklusive oljeprodukter, sjunkit. Den starka produktivitetstillväxten har bidragit till den svaga prisutvecklingen också för importerade varor eftersom de bearbetas och distribueras inom landet innan de säljs till konsumenter. Men att det också finns andra förklaringar illustreras av att producentpriserna för importerade konsumtionsvaror, det vill säga priserna i svenska kronor då varorna kommer in i landet, har sjunkit under en stor del av de senaste åren. Producentpriserna på hemmamarknaden har samtidigt ökat, om än måttligt (se diagram R10).

Hur importpriserna utvecklas beror bland annat på växelkursen. Att växelkursen har stärkts sedan 2002 har bidragit till de låga varuimportpriserna. Uppgången i prisökningstakten för importerade varor under andra halvåret 2005 sammanföll också med en försvagning av kronan. En annan anledning till att importpriserna har fallit förefaller vara ett förändrat importmönster. En växande andel av importen kommer från så kallade lågkostnadsländer. Importen från Kina har till exempel ökat stadigt de senaste åren. Denna förskjutning av importen till billigare länder bidrar till att sänka de priser som svenska

importörer betalar. Det är svårt att uppskatta betydelsen av denna effekt på de priser som svenska konsumenter möter. Riksbanken har under senare år gradvis justerat ned prognosen för prisöknings-takten för importerade varor och tjänster (exklusive oljeprodukter) i konsumentledet, men trots det fortsatte den att vara överraskande svag under 2006.

### Varför inflationen hamnade under målet – en analys gjord med Riksbankens makroekonomiska modell

Riksbankens makroekonomiska modell, RAMSES, kan användas i analysen av varför den faktiska inflationsutvecklingen skiljt sig från den av Riksbanken förväntade.<sup>32</sup> Modellen beskriver utvecklingen av ett dussintal ekonomiska storheter, som t.ex. BNP, konsumtion, investeringar, arbetade timmar och inflation. Parametrarna i modellen bestäms genom en ekonometrisk metod i syfte att få en så god beskrivning som möjligt av den historiska utvecklingen i den svenska ekonomin.

För att man ska kunna studera varför inflationen varit så låg de senaste åren måste modellen först ge svar på vilka olika störningar som ekonomin drabbats av under senare år, dvs. vilka drivkrafterna i modellen har varit. Därefter exkluderas en drivkraft i taget och modellen får visa hur konsumtion, investeringar, BNP-tillväxt, inflation osv. hade utvecklats under senare år i frånvaro av dessa drivkrafter. Genom att göra denna analys för var och en av de olika drivkrafterna och jämföra inflationsutfallet i varje experiment kan man få en uppfattning om vilken eller vilka drivkrafter som varit av störst betydelse för att inflationen blivit låg.

En sådan analys visar att det främst är en hög produktivitetstillväxt, via en snabb teknisk utveckling, som varit orsaken 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 drivkraften bakom den starka produktiviteten. Om produktivitetstillväxten inte hade blivit ovanligt hög från 2002 och framåt hade inflationen, enligt modellen, istället varierat runt 2 procent under senare år.

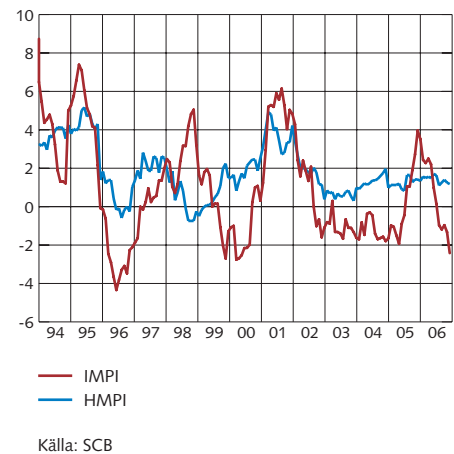
Resultaten av denna modellanalys stöder således slutsatserna från det föregående avsnittet, dvs. att ovanligt snabba produktivetsförbättringar har bidragit till att hålla nere inflationen de senaste åren.

### Direktionens penningpolitiska beslut 2004-2005

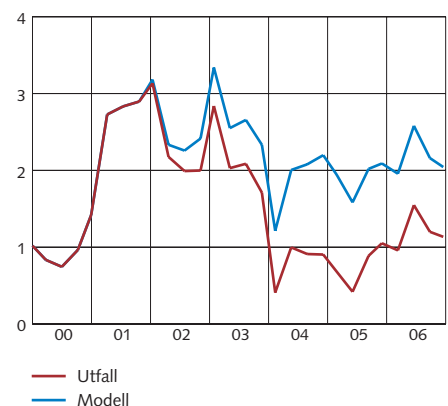
De prognoser och bedömningar som gjordes under 2004 och 2005 låg till grund för direktionens beslut att vid tre tillfällen under dessa år sänka räntan, från 2,75 till 1,5 procent.

I februari och mars 2004 sänktes reporäntan med 0,25 respektive 0,5 procentenheter till 2 procent. Inflationen hade fallit i början

**Diagram R10. Producentpriser på konsumtionsvaror enligt hemmamarknadsprisindex (HMPI) och importprisindex (IMPI)**  
Årlig procentuell förändring



**Diagram R11. Inflationsutfall samt inflation i frånvaro av störning till produktivitetstillväxten enligt Riksbankens makroekonomiska modell**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Inflationen enligt UND1X.  
Källor: SCB och Riksbanken.

32 Se fördjupningsrutan "RAMSES – ett verktyg för penningpolitisk analys" i denna rapport.

av 2004. Det var delvis förutsett och sammanhängande med att den snabba uppgången i elpriset ett år tidigare försvann ur inflationstalen. Men inflationen blev ännu lägre än väntat. Riksbanken gjorde bedömningen att det underliggande inflationstrycket sannolikt var lägre än man tidigare räknat med, trots en allt tydligare internationell och inhemsk konjunkturuppgång. Lägre importpriser, svagare arbetsmarknad och högre produktivitetstillväxt än man tidigare hade prognostiserat talade för ett mer dämpat löne- och pristryck.

Under resten av 2004 lämnades reporäntan oförändrad. Riksbankens syn på den svenska konjunkturutvecklingen blev under sommaren och hösten mer optimistisk, då ny information pekade på en allt starkare internationell och inhemsk utveckling. Det bedömdes finnas skäl att räkna med att konjunkturen skulle fortsätta att stärkas framöver och prognosen för tillväxten justerades upp både för 2004 och 2005. Därmed väntades också inflationstrycket öka i takt med att resursutnyttjandet steg. Detta talade för att penningpolitiken efter hand skulle behöva bli mindre expansiv. Låga kostnadsökningar, bland annat till följd av en fortsatt hög produktivitetstillväxt, bidrog till att ökningen i inflationen dock bedömdes bli måttlig.

I början av 2005 tydde tillgänglig information på att tillväxten hade mattats något. Den svenska konjunkturutvecklingen bedömdes alltjämt bli god, även om den framöver förmodades gå in i en lugnare fas. Resursutnyttjandet väntades öka gradvis och medföra stigande inflation. Uppgången i inflationen bedömdes dock ske långsammare än vad Riksbanken tidigare räknat med. Olika strukturella faktorer, såsom skärpt konkurrens, bedömdes dämpa inflationen mer än vad som tidigare hade förutspåtts.

Under våren 2005 tilltog osäkerheten om styrkan i konjunkturuppgången. Flera konjunkturindikatorer tydde på en svagare utveckling än väntat. I juni sänktes reporäntan med 0,5 procentenheter till 1,5 procent. Det främsta skälet var att nyinkommen nationalräkenskapsstatistik visade att ekonomin hade vuxit betydligt långsammare än väntat i slutet av 2004 och början av 2005. Tillväxtprognosen justerades därför ned förhållandevis kraftigt på kort sikt. Bedömningen var dock att det handlade om en tillfällig upp- och bromsning och att det mesta trots allt talade för en förhållandevis god tillväxt framöver.

Under resten av 2005 lämnades reporäntan oförändrad. Synen att den svaga tillväxten varit tillfällig fick alltmer stöd och reviderad statistik visade dessutom att konjunkturutvecklingen i slutet av 2004 och början av 2005 varit något starkare än vad som först framkommit. Den mer expansiva penningpolitiken bidrog till en viss upp- och revidering av prognoserna för tillväxten och inflationen. Bedömningen var alltjämt att inflationen skulle komma att öka framöver, om än i ganska måttlig takt. Det stod alltmer klart att ekonomin närmade sig ett läge där penningpolitiken skulle behöva läggas om i mindre expansiv riktning.

**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 2003 pekat på ett utrymme att sänka räntan och att utvecklingen därefter indikerat ett ännu svagare pristryck, bland annat 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, bland annat för att inte uppmuntra till ökad skuldsättning hos hushållen. Ett annat skäl var osäkerheten om styrkan och varaktigheten i den produktivitetstillväxt och den 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.

**Räntebeslut 2005**

**27 januari:** Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

**14 mars:** Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

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

**20 juni:** Reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter till 1,5 procent.

**23 augusti:** Reporäntan hölls oförändrad på 1,5 procent.

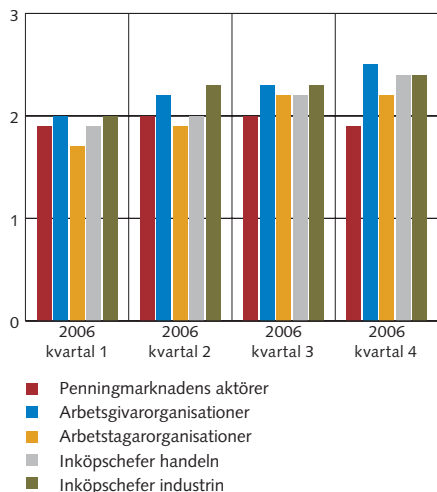
**19 oktober:** Reporäntan hölls oförändrad på 1,5 procent.

**1 december:** Reporäntan hölls oförändrad på 1,5 procent. Villy Bergström, Lars Nyberg och Eva Srejber reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,25 procentenheter. De menade att tecknen på en stabil och varaktig konjunkturuppgång hade blivit fler och att det nu var önskvärt att inleda den gradvisa åtstramningen av penningpolitiken de såg framför sig. Detta för att minska risken att kronan skulle försvagas ytterligare till följd av stigande räntor i Europa och för att en räntehöjning skulle sända en signal till bostadsmarknaden om att nuvarande prisökningstakt inte var hållbar.

**Inflationsförväntningarna**

Om inflationsförväntningarna är stabila och ligger nära inflationsmålet på ett par års sikt är det ett tecken på att allmänheten har förtroende för att Riksbanken ska uppnå sitt mål. Ett högt förtroende för inflationsmålet ökar möjligheten att i utformningen av penningpolitiken ta hänsyn till andra faktorer än inflationen, såsom tillväxt och sysselsättning. Diagram R12 visar inflationsförväntningarna för 2008 hos penningmarknadens aktörer, arbetsgivar- och arbetstagarorganisationerna samt inköpschefer i handeln och industrin. Även om inflationsförväntningarna har ökat något under 2006 hos de flesta av dessa aktörer förefaller förtroendet för inflationsmålet alltså vara stort. Förväntningarna om inflationen på ett par års sikt är väl samlade kring målet på 2 procent.

**Diagram R12. Olika aktörers inflationsförväntningar för 2008 under 2006**  
Procent



Källa: Prospera Research AB

## Sammanfattning

Inflationen blev högre 2006 än 2005 och var inom toleransintervallet på 1-3 procent, men hamnade ändå under målet. Inflationsutfallet 2006 blev lägre än vad Riksbanken räknade med i de prognoser som gjordes under 2004, men väl i linje med de prognoser som gjordes under 2005. Inflationens delkomponenter utvecklades dock annorlunda än väntat. Energipriserna bidrog till att pressa upp inflationen mer än vad som förutsetts. Inflationen rensad för energipriser var samtidigt lägre än väntat.

Den låga inflationen var inte ett resultat av en svag tillväxt i ekonomin. BNP-tillväxten 2005, som kan antas ha påverkat inflationsutfallet 2006, blev tvärtom god och underskattades i Riksbankens prognoser.

Kombinationen av låg inflation och hög tillväxt indikerar att ekonomin påverkats av förändringar på ekonomins utbudssida. Det har framförallt handlat om att produktivitetstillväxten återigen har blivit överraskande hög. En hög produktivitetstillväxt bidrar till att hålla ned företagets kostnader och efterfrågan kan därmed öka utan att det uppstår ett tryck att höja priserna i alltför snabb takt. Det är alltså i grunden gynnsamma förändringar som påverkat den svenska ekonomin under senare år.

Det låga inflationstrycket i ekonomin har fått till följd att Riksbanken bedrivit en starkt expansiv penningpolitik, trots den goda tillväxten. Den period av räntesänkningar som inleddes i slutet av 2002 fortsatte under 2004 och 2005. Räntan sänktes vid två tillfällen under våren 2004 och en gång i mitten av 2005. Sänkningarna under 2004 motiverades av att inflationen fallit mer än väntat och att det underliggande inflationstrycket sannolikt var lägre än vad som tidigare bedömts vara fallet. Skälet till räntesänkningen 2005 var att det fanns tecken på att konjunkturen försvagats kraftigt, om än tillfälligt.

I och med dessa räntesänkningar hade räntan kommit ned till en historiskt låg nivå på 1,5 procent. Under 2005 räknade Riksbanken ändå med att inflationen skulle vara låg även under 2006, om än stigande. Bedömningen grundades på att olika strukturella förändringar, bland annat den höga produktivitetstillväxten, fortfarande skulle verka återhållande på inflationen. Samtidigt väntades efterfrågan växa starkt, delvis till följd av den expansiva penningpolitiken. Det låga ränteläget hade också medfört att hushållens upplåning och huspriserna stigit snabbt. Det bedömdes därför inte som rimligt att genom ytterligare räntesänkningar försöka driva upp inflationen i snabbare takt. Under hösten 2005 framstod det istället som allt tydligare att räntan skulle komma att behöva höjas gradvis för att säkerställa en inflation i nivå med målet på ett par års sikt.