



Sveriges riksbank

Inflationsrapport september 1998

Innehåll

■ Förord	3
■ Sammanfattning	4
■ Kapitel 1 Utvecklingen sedan föregående rapport	7
Priser	7
Räntor, växelkurs och penningmängd	13
■ Kapitel 2 Inflationsbedömning	21
Internationell konjunktur och inflation	23
Ränte- och växelkursbedömning	26
Importpriser	30
Efterfrågan och utbud	31
Temporära effekter	38
Inflationsförväntningar	39
Inflationsprognosen i huvudscenariot	40
Osäkerheten i inflationsbedömningen	42
■ Kapitel 3 Slutsatser för penningpolitiken	47
■ Bilaga	53
■ <i>Fakta- respektive fördjupningsrutor</i>	
Underliggande inflation	9
Synen på den framtida penningpolitiken	15
Råvarupriser och växelkurs	17
Hur påverkas den svenska ekonomin av ökad internationell konkurrens?	24
Kronkursens långsiktiga utveckling	27
Implicita fördelningar för OMX-index	33
Inflation nära toleransintervallets nedre gräns	48
Inflationsbedömningens betydelse för penningpolitiken	50



Förord

Målet för penningpolitiken är att begränsa den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) till 2 procent med en tolerans om ± 1 procentenhet.

Syftet med inflationsrapporterna är att ta fram underlag för penningpolitiska beslut samt sprida kännedom om de bedömningar som görs och därmed göra det lättare för utomstående att följa och förstå penningpolitiken. Avsikten är också att uppmuntra till diskussion kring penningpolitiska frågor.

Denna rapport följer samma uppläggning som föregående inflationsrapport. Kapitel 1 koncentreras på en diskussion om vad som hänt med priserna och på de finansiella marknaderna framför allt under den tid som förflutit sedan föregående rapport. I kapitel 2 redovisas bedömningen av inflationsutsik-

terna två år framåt. Kapitlet är strukturerat på ett sätt som är avsett att tydligt illustrera vilka faktorer som är av störst betydelse för den framtida inflationen. Avslutningsvis, i kapitel 3, presenteras den penningpolitiska bedömningen. I en bilaga redovisas delar av det statistiska underlagsmaterialet.

Inflationsrapporten har utgjort underlag för fullmäktiges penningpolitiska diskussion den 17 september 1998. Slutsatserna från denna diskussion redovisas i kapitel 3.

Stockholm i september 1998

Urban Bäckström
Riksbankschef

Sammanfattning

■ I augusti var inflationen, mätt som den årliga förändringen i KPI, 0,0 procent. Prisutvecklingen under sommaren har legat väl i linje med vad Riksbanken förutsåg. Den inhemskt genererade inflationen har dock stigit något snabbare än väntat samtidigt som prisutvecklingen på importerade varor varit mer dämpad. Detta sammanhänger bl.a. med en oväntat stark prisutveckling inom byggnadssektorn och fortsatt nedgång av råvarupriserna.

■ I inflationsrapporten presenteras Riksbankens syn på inflationen fram till och med tredje kvartalet 2000 samt de slutsatser som kan dras av denna för penningpolitiken. För att belysa konsekvenserna för penningpolitikens utformning tar analysen sin utgångspunkt i att reporäntan hålls oförändrad. Detta tekniska antagande ligger till grund för ett huvudscenariot för inflationsutvecklingen som också kompletteras med en osäkerhetsbedömning.

■ Inflationen påverkas främst av följande faktorer:

Den internationella konjunktur- och prisutvecklingen. De internationella konjunkturutsikterna framstår nu som något svagare bl.a. mot bakgrund av den omfattande finansiella oron. Den internationella inflationen bedöms därför bli något lägre än vad som tidigare förutsågs. Detta motverkas dock för Sveriges del av en svagare krona. Sammantaget bedöms inflationsstrycket från omvärlden som oförändrat lågt.

Efterfråge- och utbudsförhållanden. I huvudscenariot antas att kronkursen förstärks under de kommande åren. Sammantaget verkar de s.k. monetära förhållandena ändå i expansiv riktning och bidrar till en gradvis ökning av den inhemska efterfrågan. Detta motverkar de reala effekterna av Asienkrisen. I huvudscenariot väntas BNP-tillväxten bli god, knappt 3 procent per

år. Inflationstrycket framstår emellertid som måttligt bl.a. mot bakgrund av en stark produktivitetstillväxt och att en viss överkapacitet i ekonomin som helhet kan komma att finnas kvar även på två års sikt. Lönerna antas stiga med 3,5–4 procent per år, vilket inte bedöms komma i konflikt med Riksbankens inflationsmål.

Temporära effekter. Den sammantagna inverkan av temporära effekter, som förändringar i indirekta skatter och ändringar i ränteläget, är betydande under 1998. Under 1999 förändras ett fåtal indirekta skatter samtidigt som hushållens räntekostnader faller. För 2000 är utgångspunkten att taxeringsvärdena för bostäder åter indexeras i linje med gällande beslut och att prisutvecklingen på bostäder mellan juli 1996 och juni 1999 kommer att ligga till grund för denna indexering. Detta bedöms höja inflationen, mätt med KPI, med 0,5 procentenheter men denna effekt väntas i stort sett motverkas av fortsatt fallande räntekostnader för hushållen. De temporära effekterna under 1999 och 2000 bedöms sammantaget vara marginella.

Inflationsförväntningarna, som de kommer till uttryck på såväl de finansiella marknaderna som i olika enkäter, tyder på låg inflation de närmaste tolv månaderna. På längre sikt indikerar förväntningarna ett fortsatt starkt förtroende för penningpolitiken och en inflation i linje med Riksbankens inflationsmål.

■ I huvudscenariot bedöms den underliggande inflationen, som den mäts med UNDI, öka från 1,1 i augusti 1998 till 1,6 procent i december 1999 och till 2,0 procent tredje kvartalet 2000. Inflationen, mätt som tolv månaderstal i KPI, väntas understiga inflationsmålet något på den tidshorisont – ett till två år – som är mest betydelsefull för penningpolitikens utformning. Vid slutet av perioden bedöms den dock



uppgå till ungefär 2 procent. Sammantaget innebär detta att inflationen är relativt väl i linje med Riksbankens mål i slutet av den tidsperiod som överblickas.

■ Som situationen nu framstår är det framför allt två – mot varandra balanserade faktorer – som kommer att vara avgörande för inflationsutsikterna och penningpolitikens fortsatta uppläggning. Å ena sidan kan den internationella konjunkturen utvecklas svagare än vad som förutses i huvudscenariot, vilket kan

leda till lägre inflation. Å andra sidan har osäkerheten kring bl.a. kronkursen förstärkts. En mer varaktigt svag kronkurs som inte återspeglar en svagare real-ekonomisk utveckling kan medföra ett ökat inflationstryck. Till bilden hör också att den finansiella oron i världsekonomin med snabba scenförändringar gör att situationen är svårbedömd. Riksbanken fortsätter mot denna bakgrund att analysera händelseutvecklingen och prövar fortlöpande penningpolitikens uppläggning i ljuset av ny information.

Utvecklingen sedan föregående rapport

I detta kapitel diskuteras utvecklingen sedan föregående inflationsrapport. Först redovisas inflationsutvecklingen under de senaste månaderna. Därefter görs en genomgång av den senaste tidens förändringar i räntor och växelkurs.

Priser

FORTSATT DÄMPAD KONSUMENT- PRISUTVECKLING

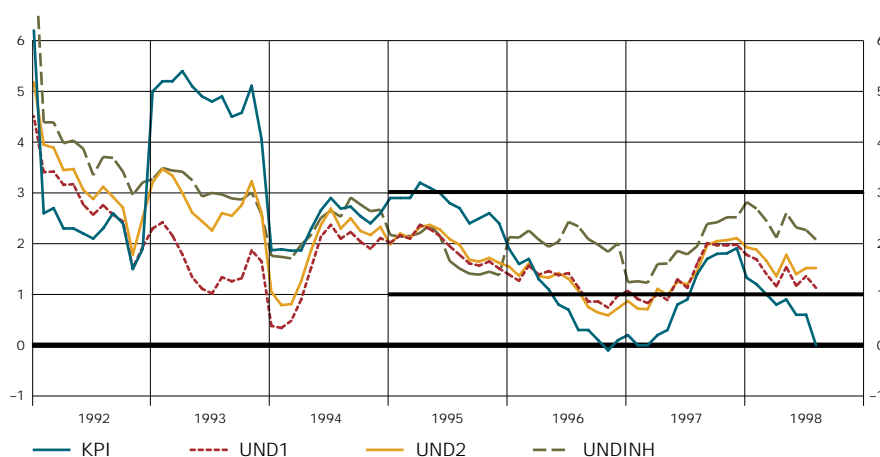
Inflationen, mätt som den årliga förändringen i konsumentprisindex (KPI), har avtagit i stort sett hela tiden sedan januari 1998 och uppgick till 0,0 procent i augusti. Utvecklingen förklaras främst av fallande priser på importerade varor, lägre boendekostnader och sänkta indirekta skatter.

Sedan föregående inflationsrapport har konsumentpriserna sammantaget utvecklats i stort sett som

väntat. Importpriserna och hushållens räntekostnader har dock utvecklats något svagare än förutsett, samtidigt som de inhemska priserna stigit snabbare.

I föregående inflationsrapport förutsågs en viss prisökning på råvaror, framför allt råolja. Denna har inte realiserats. Även de internationella priserna på bearbetade varor har utvecklats svagare än förutsett. De svenska marknadsräntorna sjönk något under sommaren, vilket har medfört lägre räntekostnader för hushållen. Den inhemska inflationen exklusive räntekostnader har däremot ökat något mer än väntat. Utvecklingen kan delvis tillskrivas stigande av-

Diagram 1.
KPI och underliggande
inflation.
Årlig procentuell förändring



Anm. De horisontella linjerna för 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI. Källor: SCB och Riksbanken.

skrivningskostnader för egnahemsägare. Avskrivningskostnaderna beräknas i KPI bl.a. med ledning av hur byggnadsprisindexet (BPI) utvecklas. BPI, som mäter priserna på nyproducerade bostäder, steg mycket snabbt under 1997, vilket medfört att avskrivningarna under 1998 har ökat kraftigt.

Sedan föregående inflationsrapport har konsumentpriserna utvecklats i stort sett som väntat.

Även inflationen mätt med det internationellt harmoniserade konsumentprisindexet HIKP har utvecklats svagt. Sedan maj har årstakten sjunkit och stannade i augusti vid 0,6 procent. Skillnaden mellan KPI och HIKP beror främst på att räntekostnader för egnahem inte ingår i HIKP. Sedan föregående inflationsrapport har inflationen i Sverige, mätt som den årliga förändringen i HIKP, legat något under genomsnittet i det blivande euroområdet.

Sedan föregående inflationsrapport har inflationen i Sverige, mätt som den årliga förändringen i HIKP, legat något under genomsnittet i det blivande euroområdet.

Nedgången i den underliggande inflationen, som inleddes i början av 1998, har avstannat. Sedan föregående inflationsrapport har den underliggande inflationen enligt UND1 och UND2 legat mellan

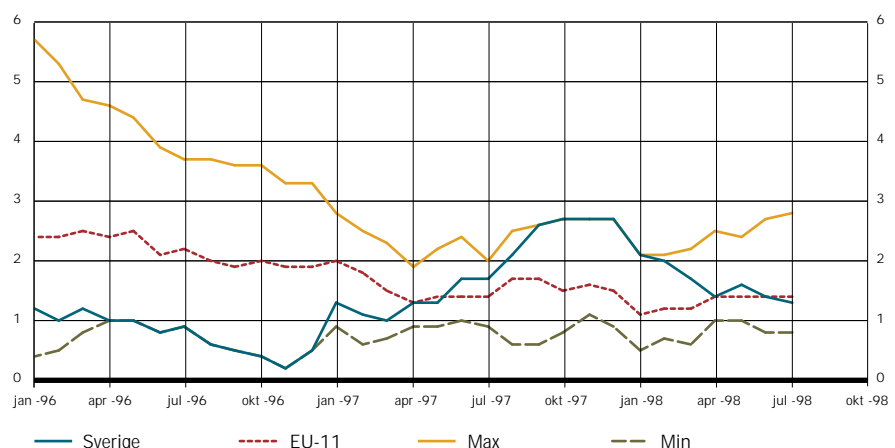
1,1 och 1,5 procent, (se diagram 1).¹ Detta är i stort sett i linje med vad som förutsågs i föregående rapport.

Nedgången i den underliggande inflationen, som inleddes i början av 1998, har avstannat.

Den inhemska underliggande inflationen, UNDI-NH, har ökat något snabbare än väntat. Detta beror bl.a. på stigande avskrivningskostnader för egnahemsägare, höjda kommunala taxor och teleavgifter.

Under de senaste åren har UNDI-NH överstigit UNDI. Denna utveckling är emellertid inte överraskande. För det första är produktivitetsutvecklingen i regel, både i Sverige och internationellt, högre i exportsektorn än i den skyddade sektorn. Vid stabil kronkurs och likartad kostnadsutveckling i Sverige och utlandet medför detta att importpriserna stiger långsammare än priserna på inhemska varor. För det andra är skillnaden mellan UNDI-NH och UNDI ett väntat inslag i den svenska ekonomins anpassning till låg och stabil inflation, fullt kapacitetsutnyttjande och balans i utrikeshandeln. Sverige befinner sig i dagsläget i en situation med lediga resurser i ekonomin och med betydande överskott i bytesbalansen. Normalt sett borde inte detta bestå. En anpassning är att därför trolig genom en appreciering av den

Diagram 2.
HIKP i Sverige och i EU.
Årlig procentuell förändring



Anm. Max anger den högsta siffran som noterats vid det aktuella tillfället inom EU exkl. Grekland.
Min anger den lägsta siffran som noterats vid det aktuella tillfället inom EU exkl. Grekland.
Källor: SCB och Eurostat.

reala växelkursen. Denna kan i sin tur ske genom en förstärkning av den nominella växelkursen, vilket diskuteras i faktarutan "Kronkursens långsiktiga utveckling", sid. 27–29 i kapitel 2. Det är i varje fall det naturliga om den inhemska pris- och löneutvecklingen begränsas av inflationsmålet. De inhemska priserna kommer då att stiga snabbare än den importerade inflationen som påverkas av växelkursens förstärkning. Med en anpassning av detta slag skulle hushållens reallöner (löneökning relativt konsumentprisökning) stiga snabbare än företagets reala lönekostnader (löneökning relativt prisökningar på inhemsk produktion). Det gynnar i sin tur produktion och ökad sysselsättning.² En annan förklaring till

den svaga utvecklingen av importpriserna och UND1 kan också vara att den internationella konkurrensen på varumarknaderna har ökat. Detta diskuteras i faktarutan "Hur påverkas den svenska ekonomin av ökad internationell konkurrens?", sid. 24–26 i kapitel 2.

1 I både UND1 och UND2 har räntekostnader för egnahem exkluderats från KPI. I UND2 har även olje- och bensinpriser exkluderats. Båda måtten har även justerats för effekter av förändringar av indirekta skatter och subventioner. UNDINH erhålls genom att dessutom exkludera varor som huvudsakligen importeras.

2 Se Bean, C. (1994), "European Unemployment: A Survey", Journal of Economic Literature, Vol. XXXII (June 1994), sid. 573–619, för en mer utförlig diskussion.

UNDERLIGGANDE INFLATION

SCB har, på uppdrag av Riksbanken, beräknat mått på underliggande inflation. Måtten utgår ifrån Riksbankens definitioner av UND1 och UNDINH.

Riksbanken har i sina beräkningar av underliggande inflation utgått från publicerade tolv månaders tal och aktuella årsvikter i KPI för de poster som exkluderas. Detta överensstämmer inte exakt med SCB:s metod.³ Exempelvis beaktar SCB att alla tolv månaders tal (utom i december) innehåller prisförändringar från två intilliggande kalenderår och utnyttjar därför två olika vikter, till skillnad från Riksbanken som bara utnyttjar det senare årets vikter. De kvantitativa konsekvenserna av skillnaderna i metod för perioden januari 1997 till och med juni 1998 är dock i stort sett försumbara.

I beräkningarna av underliggande inflation är grundprincipen att hushållens räntekostnader för egnahem och *förändringar* i indirekta skatter och subventioner, till följd av bl.a. finanspolitiska beslut, exkluderas från KPI. Vid beräkningen av inhemsk underliggande inflation ska dessutom varor som är "i huvudsak importerade" rensas bort.

SCB och Riksbanken definierar hushållens räntekostnader för egnahem och vilka varor som ska betraktas som "i huvudsak importerade" på exakt samma sätt. Vad gäller indirekta skatter och subventioner beaktar SCB samma indirekta skatter och subventioner som vid

beräkningarna av nettoprisindex (NPI), med undantag av lönerelaterade indirekta skatter. Denna avgränsning stämmer i stort sett överens med täckningen i Riksbankens beräkningar. Den främsta skillnaden ligger i att Riksbanken klassificerat förändringar i vissa taxor, t.ex. avgiften för läkarbesök, som subventionsförändringar.

I SCB:s beräkningar beaktas enbart de direkta effekterna på konsumentpriserna av förändrade indirekta skatter och subventioner, vilket är i linje med Riksbankens beräkningar. Denna metodik innebär följaktligen att skatte- och subventionsförändringar som påverkar priset på insatsvaror i produktionen av konsumentvaror (och därmed också konsumentpriserna indirekt på sikt) inkluderas i måtten på den underliggande inflationen. SCB antar dessutom att effekterna får ett omedelbart och fullständigt genomslag på konsumentpriserna, vilket inte alltid har varit fallet i Riksbankens beräkningar.

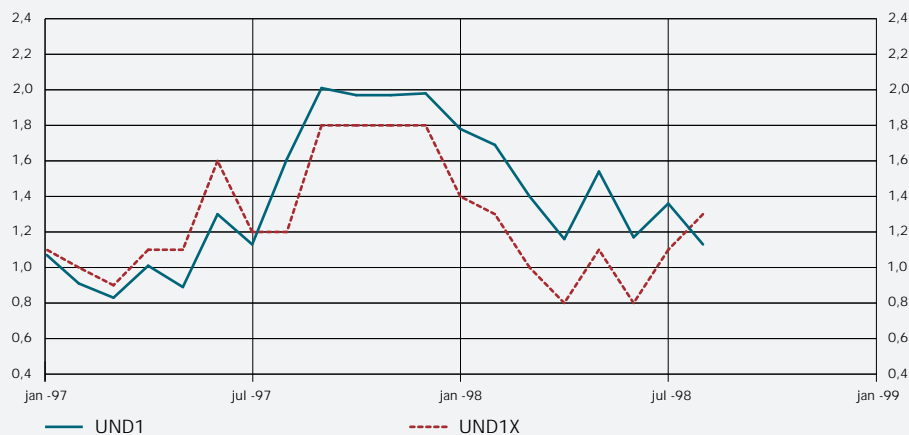
I diagram R1 och R2 illustreras SCB:s och Riksbankens mått på den underliggande inflationen. Där framgår att skillnaderna under första halvåret 1997 är

3 Se PM "UND1X och UNDINH: beräkningar efter en SCB-modell", daterat 1998-09-15 för en närmare beskrivning av SCB:s metod.

små och samma sak gäller för augusti 1998. Under perioden juli 1997 t.o.m. juli 1998 ligger Riksbankens mått högre än SCB:s. Orsakerna till detta är att Riksbanken till skillnad från SCB antog att de omfattande skatteökningar som genomfördes i juli 1997 inte skulle få ett omedelbart och fullständigt genomslag på kon-

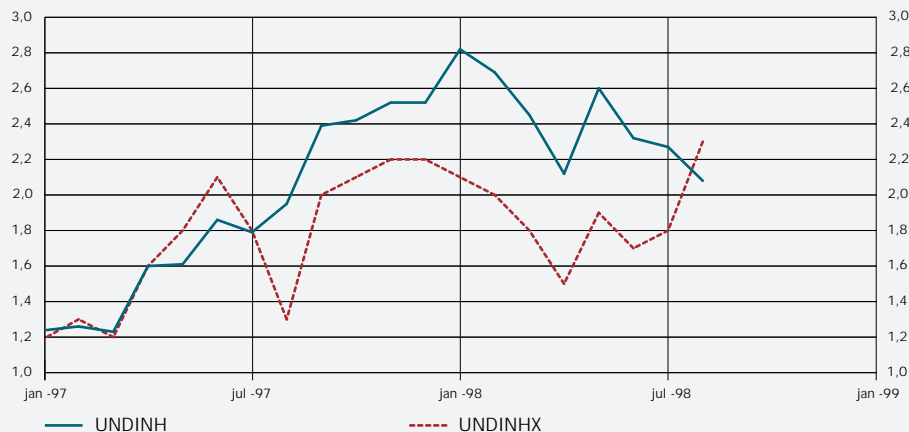
sumentpriserna. Vidare fördelade Riksbanken pris-effekterna av höjningen av tobaksskatten i augusti 1997 på tre månader och inte bara på augusti 1997 vilket är fallet i SCB:s kalkyler. Det sistnämnda förklarar varför skillnaderna mellan måtten minskar kraftigt i augusti 1998.

Diagram R1.
Underliggande inflation
mätt som UND1.
Årlig procentuell
förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R2.
Underliggande inflation
mätt som UNDINH.
Årlig procentuell
förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

För varor som i huvudsak importeras har priserna fallit under de senaste månaderna och i augusti hade dessa priser minskat med 1,2 procent på årsbasis (se diagram 4 i bilagan). Det är framför allt energi-relaterade varor och teleprodukter som har bidragit till nedgången.

För varor som i huvudsak importeras har priserna fallit under de senaste månaderna.

Prisökningstakten på marknadsprissatta varor och tjänster, exklusive indirekta skatter och subventioner, har varit förhållandevis stabil under de senaste månaderna trots fallande priser på importerade varor. Prisförändringen mätt över de senaste tolv månaderna uppgick till 0,5 procent i augusti. Bland varor och tjänster som stigit i pris märks livsmedel, transporter och teletjänster.

En stor del av den inhemskt genererade inflationen utgörs av administrativt prissatta varor och tjänster. Prisökningstakten för dessa, exklusive skatter, har successivt minskat sedan föregående inflationsrapport, från 2,0 till 1,6 procent. En förklaring är att hyresökningarna, den enskilt största komponenten, minskat kraftigt i år bl.a. till följd av lägre räntor. Kostnadsutvecklingen för andra egnahemsutgifter, som gas- och elström har också varit dämpad.

Hushållens räntekostnader för egnahem har fortsatt att minska och har alltså en dämpande effekt på inflationen. I augusti uppgick effekten på förändringen i KPI till 0,7 procentenheter på årsbasis, vilket är i linje med vad som förutsågs i föregående rapport. Långa bindningstider gör att hushållens räntekostnader anpassas med en viss eftersläpning till det allmänna ränteläget.

Hushållens räntekostnader för egnahem har fortsatt att minska och har alltså en dämpande effekt på inflationen.

Under de senaste tolv månaderna har det skett betydande förändringar i indirekta skatter och subventioner. Den sammantagna nettoeffekten på inflationstakten i augusti 1998 uppgick enligt Riksbankens beräkningar till -0,3 procentenheter.

Sammantaget har konsumentprisutvecklingen under det senaste kvartalet varit i stort sett i linje med huvudscenariot i föregående inflationsrapport.

PRODUCENT- OCH RÅVARUPRIS- UTVECKLINGEN FORTSATT SVAG

Priserna på importvaror i producentledet har utvecklats fortsatt svagt sedan föregående inflationsrapport. I juli uppmättes den årliga förändringen till -2,3 procent. Utvecklingen beror främst på kraftiga prisfall för energirelaterade varor, men också på lägre priser på investeringsvaror och varaktiga konsumtionsvaror. Bland de importerade varorna är det endast icke varaktiga konsumtionsvaror som uppvisar stigande priser, med 2,4 procent under de senaste tolv månaderna och med 3,9 procent sedan årsskiftet.

Även exportpriserna har i genomsnitt gått ner under de senaste tolv månaderna. I juli registrerades en prisnedgång med 1,4 procent på årsbasis. Prisfall noterades för alla användningsområden, med undantag för konsumtionsvaror som inte är varaktiga.

Hemmamarknadsprisindex, som mäter prisutvecklingen för industrivaror producerade i Sverige, har också utvecklats svagt. Årstakten har sjunkit kraftigt sedan föregående inflationsrapport och var -0,3 procent i juli. Prisnedgången beror på lägre priser på insats- och energirelaterade varor. Den inhemska efterfrågan har emellertid ökat starkt under första halvåret 1998, vilket möjliggjort prisökningar på konsumtions- och investeringsvaror.

Sammanfattningsvis visar utvecklingen i olika prisindex i producent- och importledet, att priserna på konsumtionsvaror med ett högt importinnehåll för närvarande utvecklas svagt.

Förändringen i priserna på konsumtionsvaror, så som de mäts i index för inhemsk tillgång⁴, har historiskt visat sig vara en bra indikator på prisutvecklingen i konsumentledet på en eller ett par månaders sikt. I

⁴ Prisindex för inhemsk tillgång är en sammanvägning av import- och hemmamarknadsprisindex.

juli 1998 uppgick den årliga prisökningstakten till 1,8 procent, vilket var 0,1 procentenheter högre än i april, (se diagram 5 i bilagan). Vid en fördelning av prisförändringarna på olika typer av konsumtionsvaror framgår att priserna på varaktiga konsumtionsvaror som har ett betydande importinnehåll har fallit. Priserna på varor som inte är varaktiga har däremot ökat med drygt 2 procent under de senaste tolv månaderna.

Sammanfattningsvis visar utvecklingen i olika prisindex i producent- och importledet att priserna på konsumtionsvaror med ett högt importinnehåll för närvarande utvecklas svagt. Detta tillsammans med låga priser på petroleumrelaterade produkter bidrar sammantaget till att hålla tillbaka priserna i producentledet.

Inom byggindustrin ser företagen möjligheter att höja priserna.

Enligt Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer har försäljningspriserna på hemmamarknaden för tillverknings- och byggindustri totalt sett inte ändrats nämnvärt under andra kvartalet. Exportpriserna har sjunkit något, främst på teleprodukter. I de flesta branscher bedöms priserna framöver ligga kvar på samma nivå eller sjunka något. Det finns dock betydande skillnader mellan olika branscher. Inom tele-

produktindustrin och inom stålindustrin bedöms priserna fortsätta sjunka även framöver. Inom byggindustrin ser man däremot nu, för första gången på två år, möjligheter att höja priserna på lämnade anbud. Inom tjänstesektorn märks också förskjutningar i relativpriserna. Inom partihandeln har priserna varit oförändrade eller sjunkit något, samtidigt noteras prisökningar för olika former av uppdragsverksamhet. Dessa tendenser bedöms fortsätta framöver.

Fallet i råvarupriserna har fortsatt sedan föregående inflationsrapport. Prisutvecklingen under sommaren har varit något svagare än vad som antogs då. Dämpad efterfrågan har pressat priserna liksom förväntningar om en amerikansk konjunkturavmattning och fortsatt utdragen Asienkris med spridningseffekter till bl.a. Ryssland och Latinamerika.

Under perioden augusti 1997 till augusti 1998 sjönk råoljepriset från 18,5 USD/fat till 12,0 USD/fat, vilket uttryckt i svenska kronor motsvarar en nedgång med ungefär 35 procent. Låg efterfrågan, som bidragit till oväntat stora råoljelager, men också osäkerhet huruvida OPEC kommer att uppfylla aviserade produktionsnedskärningar, har pressat priserna.

Råvaruprisindex exklusive olja sjönk med drygt

Diagram 3.
Importvägt råvaruprisindex.
Dagsnoteringar, index
januari 1996=100



Anm. Följande varor ingår i råvaruprisindexet: oljerelaterade produkter, aluminium, koppar, nickel, zink, guld, bly och tenn. Varje varas vikt beräknas på basis av dess andel av Sveriges import respektive år.
Källa: Riksbanken.

25 procent under samma period, (se diagram 9 i bilagan). Prisfallet på basmetaller har emellertid bromsats upp på senare tid av en viss ökning i efterfrågan från europeisk och nordamerikansk industri.

Sammantaget är inflationstrycket från producentledet alltså jämt lågt. Råvarupriserna har fortsatt att falla och har utvecklats svagare än vad som antogs i föregående inflationsrapport.

Räntor, växelkurs och penningmängd

LÄGRE RÄNTOR OCH SVAGARE KRONA

De svenska långräntorna har fallit under flera år. Detta är en följd av att statsfinanserna förbättrats och låginflationspolitiken vunnit förtroende. Till detta kommer ett lågt internationellt ränteläge. Under början av sommaren föll de långa marknadsräntorna i Sverige ytterligare när de följde med i en internationell räntenedgång, som framför allt var ett

resultat av fortsatt oro i Asien. Fallande inflationsförväntningar, lägre internationell efterfrågan och portföljomfördelning från aktier till mindre riskfyllda räntebärande tillgångar var faktorer som påverkade utvecklingen. Mot slutet av sommaren tilltog marknadsoron, framför allt i Ryssland. Sverige har också påverkats av problemen i den norska ekonomin. De nordiska länderna, däribland Sverige, drabbades av kraftiga svängningar på obligationsmarknaden och stigande räntor. Sammantaget har dock den tioåriga svenska obligationsräntan fallit med 0,3 procentenheter till ca 4,8 procent sedan föregående inflationsrapport (se diagram 10 i bilagan).

Tyska långräntor har fallit mer än svenska, vilket inneburit att räntedifferensen ökat med ca 0,6 procentenheter sedan föregående inflationsrapport (se diagram 11 i bilagan). Det är svårt att peka på någon inhemsk faktor som orsak till detta. Möjligen har en viss osäkerhet om den ekonomiska politikens långsiktiga inriktning påverkat de långa räntorna under valrörelsen. Den ökade ränteskillnaden mot Tysk-

PENNINGPOLITIKENS GENOMSLAG PÅ EKONOMIN

Reporäntan är Riksbankens penningpolitiska instrument. Något förenklat så påverkar Riksbanken övriga svenska räntor genom att ändra sin utlåningsränta till de privata bankerna. Via dessa marknadsräntor påverkas i sin tur den ekonomiska aktiviteten i ekonomin, t.ex. företagets investeringar och hushållens konsumtion, och därigenom i sin förlängning också prisutvecklingen. Riksbankens agerande har dock inte samma inverkan på alla typer av räntor. Räntorna med de kortaste löptiderna styrs mer eller mindre direkt via reporäntan medan räntor med längre löptider också influeras starkt av faktorer som ligger utanför Riksbankens direkta kontroll. Sådana faktorer är exempelvis finanspolitikens utformning, den internationella ränteutvecklingen och förtroendet för den samlade ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet. I sammanhanget är det också viktigt att påpeka att hushåll och de flesta företag oftast finansierar sina inköp och investeringar till andra räntesatser än de som noteras

på penningmarknaden. Vanligtvis är det banker och bostadsinstitut som står för utlåningen och deras räntesättning bestäms till viss del också av kreditrisker och av konkurrensen mellan olika låneinstitut.

Penningpolitiken har också ett inflytande över inflationsutvecklingen via växelkursen eftersom förändringar i växelkursen har effekter bl.a. på efterfrågan och investeringar i den utrikeshandelsberoende delen av ekonomin. Under normala förhållanden leder en reporäntehöjning, eller förväntningar om en höjning, till en starkare krona. Det beror på att högre räntor gör svenska finansiella tillgångar mer attraktiva än motsvarande placeringar i andra valutor. Detta gör i sin tur att utländskt kapital lockas till Sverige och efterfrågan på kronor ökar. Om växelkursen försvagas eller förstärks mer varaktigt kommer detta – allt annat lika – att inverka på efterfrågan och inflation. En ändrad kronkurs har även en mer direkt påverkan på inflationen via ändrade importpriser.

land kan dock i huvudsak kopplas till utvecklingen på de internationella finansiella marknaderna, t.ex. Ryssland och Norge. Internationella investerare har dragit sig ur obligationsmarknader som bedömts vara förenade med högre risk och placerat i tyska och amerikanska statspapper med fallande räntor som följd. Den implicita terminsräntedifferensen mellan Sverige och Tyskland på tio års sikt är fortfarande liten (se diagram 34 i bilagan). Detta stödjer bilden av ett fortsatt förtroende för den svenska låginflationspolitiken.

Fortsatt förtroende för den svenska låginflationspolitiken.

Räntedifferenserna har ökat inom hela EU under sommaren. Detta kan delvis ses som en korrigerings av de sammanpressade nivåer som etablerades i samband med konvergensprocessen inför EMU-starten. Utvecklingen tycks nu gå in i en ny fas där marknadsaktörerna lägger större vikt vid faktorer som skulle kunna motivera räntedifferenser inom EMU, t.ex. kreditrisker. För de länder som inte deltar i EMU kan möjligen också ökade växelkursrisk-premier ligga bakom de vidgade räntedifferenserna under senare tid.

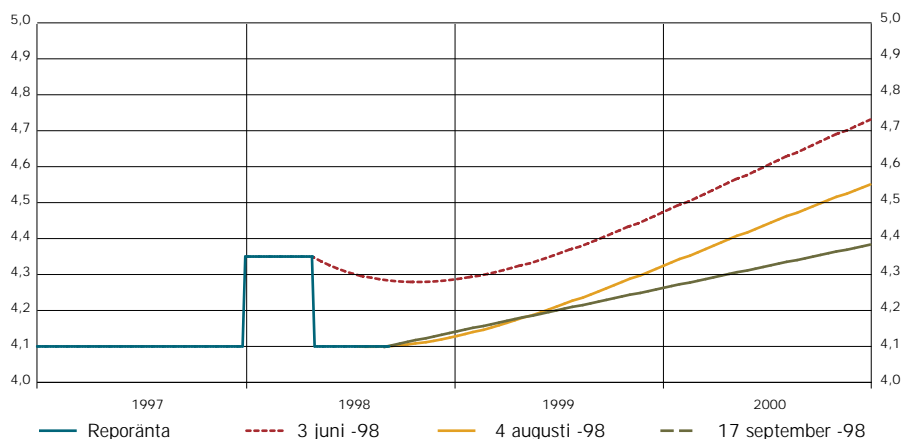
De korta penningmarknadsräntorna är ungefär lika höga som efter sänkningen av reporäntan i juni

och tremånadersräntan uppgår för närvarande till ca 4,2 procent. Sänkningen av reporäntan bidrog i början av sommaren till vissa förväntningar om ytterligare lättnader i penningpolitiken. Den senaste tidens marknadsoro har inneburit att dessa förväntningar minskat (se diagram 4). Denna uppfattning styrks också av enkätresultat som visar att penningmarknadens aktörer i genomsnitt förväntar sig en oförändrad reporänta under det närmaste kvartalet, även om förväntningsbilden tycks vara något splittrad.⁵ Prissättningen på de finansiella marknaderna indikerar också att osäkerheten i marknadens bedömning om den framtida penningpolitiken blivit något större under den allra senaste tiden (se ruta "Synen på den framtida penningpolitiken", sid. 15–16).

Penningmarknaden förväntar sig en oförändrad reporänta under 1998.

⁵ Enligt Riksbankens enkät om inflationsförväntningar som genomförts av Prospera Research AB och utökats till att även innefatta frågor riktade till penningmarknadens aktörer om ränte- och växelkursförväntningar. Resultaten från enkäten, som genomfördes den 27 augusti, ska jämföras med förväntningar från implicita terminsräntor motsvarande datum.

Diagram 4.
Faktisk och förväntad
reporänta enligt
terminsräntor.
Procent



Källa: Riksbanken.

SYNEN PÅ DEN FRAMTIDA PENNINGPOLITIKEN

Den implicita termräntekurvan ger information om marknadens genomsnittliga förväntningar om den framtida penningpolitiken och reporäntan. Det går också att skapa en bild av marknadens osäkerhet i bedömningen av den framtida penningpolitiken, dvs. spridningen i förväntningarna om reporäntan. En modell som kan användas för detta ändamål är Longstaff och Schwartz (LS) (1992) jämviktsmodell,⁶ som gör det möjligt att estimeras en fördelning för marknadsaktörernas förväntningar om den framtida räntan givet dagens räntenoteringar på penningmarknaden.⁷ Genom att anpassa modellens parametrar till rådande marknadspriser erhålls en skattning av den implicita fördelningen för den framtida räntan.⁸

Den skattade fördelningen kan åskådliggöras med hjälp av osäkerhetsintervall för den framtida reporäntan. Diagram R3 visar detta för den 17 september 1998, då prognoshorisonten sträcker sig ett år framåt i tiden. Osäkerhetsintervallen visar det område inom vilket reporäntan, enligt modellen, väntas befinna sig med 10, 30, 50, 70 respektive 90 procents sannolikhet. Enligt diagrammet väntas reporäntan om ett år med 90 pro-

cents sannolikhet ligga mellan 3,6 och 4,9 procent, med ett medelvärde på 4,2 procent.

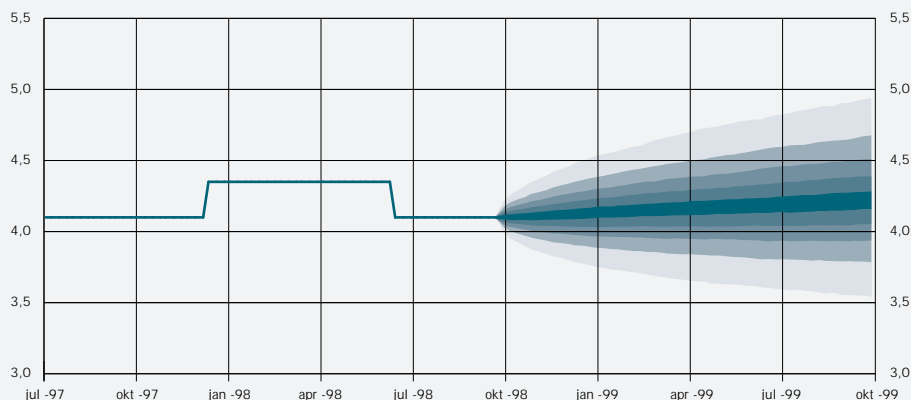
För att få en uppfattning om hur osäkerheten i ränteprognosen för en viss prognoshorisont utvecklats över tiden kan gränserna för ett specifikt konfidensintervall visas som tidsserier i ett diagram. Diagram R4 visar medelvärdet och det 90-procentiga konfidensintervallet för sexmånadershorisonten från och med januari 1996. Av diagrammet framgår att osäkerheten har minskat avsevärt de senaste åren, men att en viss ökning har skett under den allra senaste tiden.

6 Modellen bygger på dagens nivå på den korta räntan samt dess volatilitet. Se Longstaff, F.A. och E.S. Schwartz (1992), "Interest Rate Volatility and the Term Structure: A Two-Factor General Equilibrium Model", *Journal of Finance* 47, sid. 1259–1282, för detaljer.

7 För en mer utförlig metodbeskrivning se Hörtdahl, P. (1998), "Estimating the Implied Distribution of Future Short Term Interest Rates Using the Longstaff-Schwartz Model", kommande arbetsrapport, Sveriges riksbank.

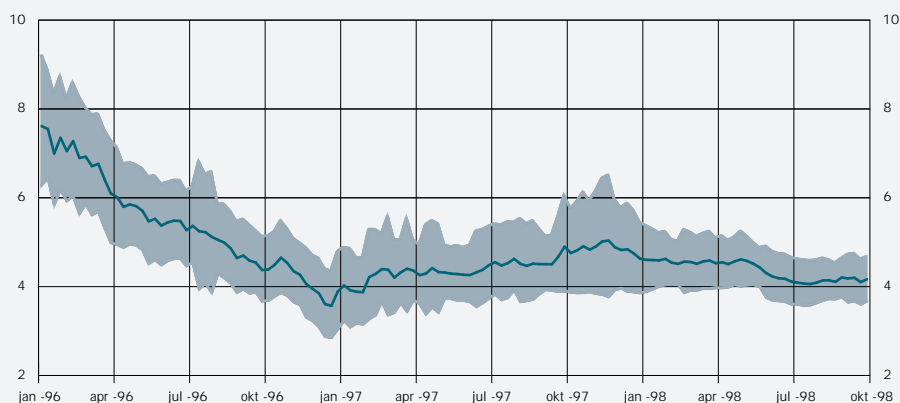
8 Den fördelning som erhålls är den riskneutrala fördelningen. Om investerarna på penning- och obligationsmarknaden har riskaversion kommer den sanna fördelningen att skilja sig något från den implicita.

Diagram R3.
Reporänta med
osäkerhetsintervall,
17 september 1998.
Procent



Källa: Riksbanken.

Diagram R4.
Medelvärde och 90-procentigt konfidensintervall för reporäntan på sex månaders sikt, 96-01-02-98-09-17. Procent



Källa: Riksbanken.

Den svenska kronan, mätt som nominellt konkurrensvägt TCW-index, bedömdes i föregående inflationsrapport komma att stärkas något under den tvååriga prognosperioden och i genomsnitt uppgå till drygt 117 första året och drygt 116 andra året. Kronan har sedan dess försvagats med nästan 4 procent till ca 124 (se diagram 13 i bilagan).

Försvagningen har skett mot de flesta valutor. Detta förefaller främst sammanhänga med oron på de internationella finansiella marknaderna. Investorare har flyttat sina placeringar från mindre valutor till större valutor som upplevs som stabilare, t.ex. dollarn och D-marken. Osäkerhet inför riksdagsvalet i september kan även ha bidragit till att försvaga växelkursen, i varje fall i den meningen att en återgång till mer rimliga nivåer på växelkursen fördröjts. Likaså kan portföljförändringar till följd av den allmänna börsoron världen över ha påverkat kronkursen i viss utsträckning. Dessa effekter bedöms vara av tillfällig karaktär och bör avta när den finansiella turbulensen lägger sig.

Kronan har försvagats av oron på de finansiella marknaderna.

Den svenska ekonomins utrikeshandelsberoende, och svenska exportföretags exponering mot Asien, kan

också ha bidragit till kronförsvagningen. Slutligen kan troligen sänkningen av reporäntan, som minskat korträntedifferensen mot omvärlden, förklara en mindre del av avvikelsen från kronantagandet i föregående inflationsrapport, som gjordes med utgångspunkt från oförändrad reporänta.

Den kraftiga nedgången i råvarupriserna har lyfts fram som en förklaring till den svaga växelkursutvecklingen i traditionellt råvaruexporterande länder som Kanada och Australien. Även Sverige har pekats ut som ett land med hög andel råvarubaserad produktion. Det har också hävdats att detta kan ha bidragit till att försvaga kronan. En genomgång av sammansättningen och prisutvecklingen i svensk utrikeshandel visar dock att nedgången i de internationella råvarupriserna om något borde ha stärkt kronkursen, inte försvagat den (se ruta "Råvarupriser och växelkurs", sid. 17–18).

Sammantaget bedöms den senaste tidens kronförsvagning främst kunna förklaras av oron på de finansiella marknaderna men i viss mån också av förväntningar om hur Asienkrisen kan tänkas påverka exportindustrin och konjunkturen i Sverige. Sänkningen av reporäntan i början av sommaren kan också ha försvagat kronan något. Vad gäller kronkurseffekterna från den finansiella oron bör dessa i huvudsak vara av mer tillfällig karaktär och minska allt eftersom de finansiella marknaderna stabiliseras.

RÅVARUPRISER OCH VÄXELKURS

Ett fall i världsmarknadspriset för råvaror minskar realinkomsterna i råvaruproducerande länder samtidigt som realinkomsterna ökar i de ekonomier som netto-importerar råvaror. Ju större andel nettoexporten av råvaror utgör av BNP desto större blir effekterna. Den reala efterfrågan på varor och tjänster anpassas vanligtvis inte omedelbart till inkomstförändringar, vilket resulterar i bytesbalansunderskott i de råvaruexporterande länderna och ett överskott i de nettoimporterande länderna. Det tar alltså tid innan relativprisförändringar får effekt på import- och exportvolymerna. De underskott som uppstår i bytesbalansen i det råvaru-

producerande landet, eller förväntningar om sådana underskott, minskar efterfrågan på landets valuta och den försvagas. Deprecieringen bidrar slutligen till att föra ekonomin tillbaka till balans, bl.a. genom att högre importpriser minskar efterfrågan på importerade varor. Varaktiga försämringar i "terms of trade" leder till att den reala växelkursen stabiliseras på en svagare nivå.

Mot denna bakgrund är det rimligt att anta att länder som har betydande nettoexport av råvaror får se sina valutor försvagas när de internationella råvarupri- serna faller. Till den gruppen kan dock Sverige inte räknas.

Om förädlade råvaror⁹ inbegrips i begreppet råva- ror utgör dessa visserligen en betydande andel av svensk export, nästan 30 procent, men samtidigt svarar råva- rorna enligt denna definition för nästan lika stor andel av importen. Jämfört med Australien och Kanada, som också har en hög andel råvaruexport, har Sverige en betydligt högre andel råvaruimport. Det framgår av tabell R1.

Nettoexporten av råvaror gav under 1997 ett bety- dande överskott. Räknat i löpande priser uppgick det till över 50 miljarder kronor eller 3 procent av BNP, vilket framgår av tabell R2. Trots att Sverige är netto- exportör av råvaror enligt denna breda definition har vi gynnats av fallande råvarupriser på världsmarknaden.

Tabell R1.

Råvaror, enligt bred definition, som andel av landets totala export respektive totala import. Procentandel

	Export	Import
Australien	58	12
Kanada	31	16
Sverige	29	27

Källa: Riksbanken.

Tabell R2.

Råvaror enligt bred definition (utrikeshandeln 1997). Miljarder kronor respektive procentandel

Varugrupp	Export		Import		Netto Mdr SEK
	Mdr SEK	Andel i %	Mdr SEK	Andel i %	
Skog	91	14	15	3	76
Mineral	58	9	42	8	16
Energi	16	3	39	8	-23
Livsmedel	18	3	36	7	-18
Summa råvaror	183	29	133	27	50
Övrigt	448	71	367	73	81
Summa	631	100	500	100	131

Anm. Summan av delposterna kan avvika från de redovisade talen till följd av avrundningar.
Källa: Riksbanken.

⁹ I förädlade råvaror ingår pro- dukter från skogsbruk (såväl trä och papper som massa), utvinning av mineral (malm och stål), energire- laterade varor samt livsmedel (obe- arbetade och förädlade varor).

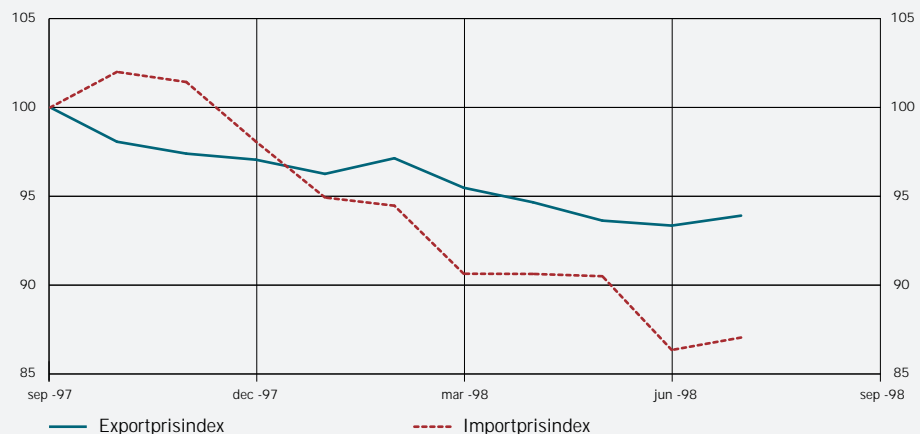
Detta beror på att den internationellt bestämda råvaruprisutvecklingen får ett betydligt mindre genomslag i svenska exportpriser för råvaror än i importpriserna eftersom förädlingsgraden i de svenska råvaror som exporteras är högre än i de som importeras. Dessutom har skillnaden i råvarusammansättningen mellan export och import verkat gynnsamt för Sveriges del i och med att världsmarknadspriserna på energirelaterade råvaror, t.ex. råolja, har sjunkit mer än priserna på t.ex. pappersmassa under det senaste året.¹⁰

Sammantaget har prisindex för de råvaror, enligt bred definition, som Sverige exporterar fallit omkring 6

procent sedan hösten 1997 då råvarupriserna på världsmarknaden började sjunka. Under samma period har priserna på importerade råvaror fallit ca 13 procent, allt räknat i kronor (se diagram R5). Utvecklingen av råvarupriserna har därmed, allt annat lika, förstärkt handelsbalansen ca 10 miljarder kronor under det senaste året. Nedgången i de internationella råvarupriserna borde alltså om något ha stärkt kronkursen, inte försvagat den.

10 Både Kanada och Australien är enligt grova uppskattningar nettoexportörer på samtliga råvaruområden, vilket gör dem känsligare för råvaruprisfall.

Diagram R5.
Export- och importpriser för bred definition av råvaror.
Index: september 1997=100



Anm. I den breda definitionen av råvaror ingår: produkter från skogsbruk, utvinning av mineral, energirelaterade varor samt livsmedel. EXPI och IMPI ur PPI och vikter enligt tabell R2 (skogsprodukter i EXPI har approximerats med skogsprodukter i HMPI i brist på tillgängliga data).
Källor: Riksbanken och SCB.

EXPANSIVA EFFEKTER AV RÄNTOR OCH VÄXELKURS

Den samlade effekt som realränteläget och reala växelkursen bedöms ha på den totala efterfrågan i ekonomin har blivit mer expansiv sedan föregående inflationsrapport. Den korta realräntan¹¹ har mellan maj och augusti, mätt som månadsgenomsnitt, minskat med 0,2 procentenheter till ca 3,1 procent (se diagram 5). Detta beror på att de nominella korträntorna, till följd av sänkningen av reporäntan i juni, fallit under sommaren. Hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt har under samma period minskat med 0,1 procentenheter till 1,1 procent.

Den långa realräntan uppgår i dagsläget till ca 2,8 procent, vilket är en nedgång med 0,2 procentenheter sedan föregående inflationsrapport. Den svenska femåriga statsobligationsräntan har i sin tur sjunkit med 0,3 procentenheter till ca 4,6 procent samtidigt som de femåriga inflationsförväntningarna minskat med 0,1 procentenheter till 1,8 procent.¹²

Mellan maj och augusti deprecierade den reala effektiva kronkursen (TCW-vägd) ca 5 procent. Den reala kronkursen har således en mer expansiv effekt på efterfrågan än tidigare.

Den reala växelkursen har en mer expansiv effekt på efterfrågan än tidigare.

Sammanfattningsvis innebär försvagningen av kronan tillsammans med de något lägre räntorna att de s.k. monetära förhållandena är mer expansiva än inför föregående inflationsrapport.

HUSHÅLL OCH FÖRETAG LÅNAR TILL ALLT LÄGRE RÄNTOR

Hushåll och de flesta svenska företag lånar huvudsakligen i banker och andra kreditinstitut och inte direkt på penningmarknaden. Skillnaden mellan kreditinstitutens räntor och penningmarknadsräntorna återspeglar skillnader i kreditrisker och konkurrensförhållanden. Förändringar i räntemarginalerna kan innebära att effekter av styrränteändringar förstärks eller försvagas. Nyutlåningsräntan följer i stort sett marknadsräntornas rörelser medan räntan på befintliga lån ändras med viss eftersläpning på lån med rörlig ränta och vid ränteförfall på lån med fast ränta. Bättre säkerheter, lägre riskinnehåll och större konkurrens på marknaden för bostadskrediter medför att bostadsinstitutens rörliga ränta generellt ligger lägre än bankräntan. Skillnaden mellan rörliga bolåneräntor och jämförbara korta penningmarknadsräntor var drygt 1 procentenhet andra kvartalet i år, medan motsvarande räntemarginal för bankernas utlåning till hushåll respektive företag var ungefär 3,9 och 2,0 procentenheter.

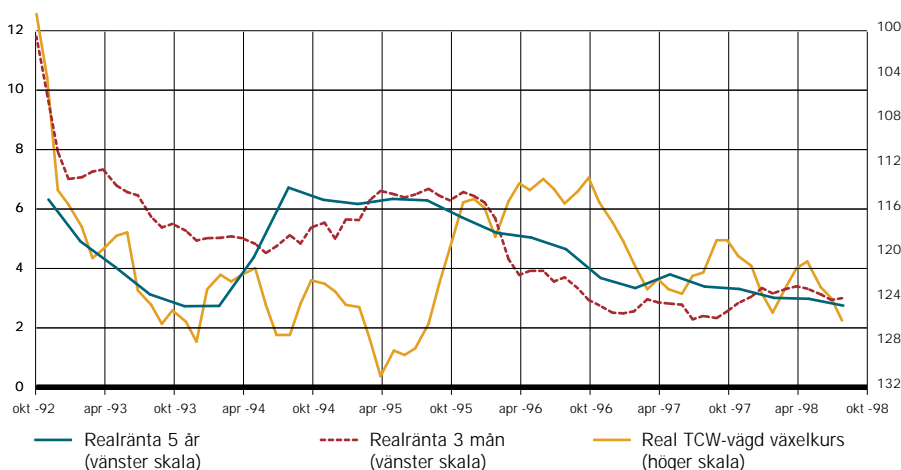
Bankernas räntor på lån till hushåll och företag sjönk inte lika mycket som de korta penningmarknadsräntorna under andra kvartalet i år, vilket i någon mån håller tillbaka ökningen av kreditutbudet. Penningmarknadsräntan föll med 0,5 procentenheter medan utlåningsräntan till hushållen minskade med 0,2 procentenheter. Räntorna på företagskrediter föll något mer, med 0,3 procentenheter. Detta mönster, med en viss eftersläpning i bankernas reaktion på förändringar i ränteläget, är förhållandevis normalt och bidrar till att fördröja penningpolitikens genomslag på efterfrågan och inflation.

Räntebindningstiden för krediter har också betydelse för penningpolitikens genomslag. Andelen lån med rörliga räntevillkor ökade från 7 procent till 9 procent mellan andra kvartalet 1997 och motsvarande kvartal i år. Under den senaste tiden har det dock kommit indikationer på att framför allt hushållen nu väljer att återgå till lån med bunden ränta.

11 Räntan på en tremånaders statsskuldväxel justerad med hushållens förväntade utveckling av KPI under det kommande året.

12 Finansiella placerares inflationsförväntningar på fem års sikt enligt Aragons enkät.

Diagram 5.
Realräntor, fem år och tre månader, och real effektiv växelkurs.
Procent och index:
18 november 1992=100



Källa: Riksbanken.

FORTSATT KREDITEXPANSION
I HUSHÅLLSSEKTORN

Den bild av konsumtions- och inflationsutvecklingen som ges av de finansiella aggregaten har inte ändrats på någon avgörande punkt sedan föregående inflationsrapport. Det snäva penningmängdsaggregatet M0, dvs. svenska hushålls och företags innehav av sedlar och mynt, har visat sig vara en bra inflationsindikator på omkring sex kvartals sikt. Den årsvisa tillväxttakten i M0 uppgick i augusti 1998 till 6,4 procent, vilket är något högre än vid föregående inflationsrapport (se diagram 15 i bilagan). M0 har tidigare i år utvecklats relativt måttligt. Den relativt starka ökningstakten i augusti hänger samman med uppgången i detaljhandeln under samma månad och indikerar en fortsatt stark utveckling av privat konsumtion.

Den bild av konsumtions- och inflationsutvecklingen som ges av de finansiella aggregaten har inte ändrats på någon avgörande punkt sedan föregående inflationsrapport.

Även det breda penningmängdsaggregatet M3¹³ är en användbar inflationsindikator. Måttet påverkas dock starkt av portföljomplaceringar mellan bankinlåning och tillgångar som inte ingår i detta aggregat. I augusti var den årsvisa ökningstakten i M3 3,9 procent, vilket är högre än vid tidpunkten

för senaste inflationsrapporten (se diagram 15 i bilagan). Huvudförklaringen till ökningen är att hushållen nu ökar sin bankinlåning.

Kreditinstitutens samlade utlåning till svenska hushåll, företag och kommuner ökade med närmare 6 procent på årsbasis i juli, vilket är en viss uppgång sedan föregående inflationsrapport (se diagram 17 i bilagan). Det är företrädesvis bankerna som står för den ökade kreditgivningen.

Ökningstakten i utlåningen till hushållssektorn fortsätter stiga. I juli 1998 ökade utlåningen med 6,5 procent på årsbasis (se diagram 17 i bilagan). Det är främst utlåningen i banker och finansbolag som ökar. Denna typ av utlåning antas i första hand gå till konsumtion. Utlåningen till villor och bostadsrätter ökade med knappt 4 procent. Den förhållandevis starka utvecklingen ligger i linje med Riksbankens bedömning om en fortsatt gynnsam utveckling av privat konsumtion.

Inflationstrycket såsom det kommer till uttryck i penningmängdsaggregaten bedöms vara lågt men växande. Den ökande skuldsättningen i hushållssektorn indikerar en gynnsam utveckling av privat konsumtion. Detta bekräftas också av uppgången i M0.

¹³ Penningmängdsaggregatet M3 innehåller, förutom sedlar och mynt, även bankinlåning och bankcertifikat.

Inflationsbedömning

I detta kapitel redovisas bedömningen av prisutvecklingen t.o.m. tredje kvartalet 2000. Inledningsvis analyseras den internationella utvecklingen följt av en genomgång av efterfråge- och utbudsförhållandena i svensk ekonomi. Därefter diskuteras de temporära effekter som kommer att inverka på konsumentprisutvecklingen under de kommande två åren samt inflationsförväntningarna. Slutligen presenteras en inflationsprognos tillsammans med en bedömning av osäkerheten i denna prognos.

Liksom i tidigare inflationsrapporter är utgångspunkten för prognosen oförändrad reporänta. Antagandet är av teknisk karaktär och görs i första hand av pedagogiska skäl för att tydliggöra om reporäntan behöver justeras, och i så fall i vilken riktning. En inflationsbedömning som resulterar i slutsatsen att inflationen blir högre (lägre) än inflationsmålet över den tidshorisont som Riksbanken i huvudsak arbe-

tar med – ett till två år – innebär normalt att det finns skäl att höja (sänka) reporäntan. Det bör dock betonas att Riksbanken, vid sidan av huvudprognosen för inflationen, gör en osäkerhetsbedömning som bl.a. baseras på en analys av ett antal riskscenarier för inflationsutsikterna. Denna osäkerhetsbedömning vägs in i det penningpolitiska beslutsunderlaget.

FAKTORER SOM AVGÖR INFLATIONENS UTVECKLING

Målet för penningpolitiken är att inflationen, mätt som den årliga förändringen i KPI, ska vara 2 procent. Eftersom penningpolitiken påverkar den ekonomiska utvecklingen och inflationen med fördröjning måste politiken vägledas av en *prognos* över inflationens utveckling. Följande faktorer är i tidsperspektivet ett till två år avgörande för inflationens utveckling.

1) Internationell konjunktur och inflation

Sverige är i hög grad en utrikeshandelsberoende ekonomi och den ekonomiska utvecklingen i vår omvärld är därför en betydelsefull faktor i inflationsbedömningen.

Konjunkturutvecklingen i utlandet påverkar efterfrågan på svensk export och är därmed en viktig komponent vid bedömningen av ekonomins samlade efterfrågeläge.

Inflationstakten i omvärlden påverkar priset i utländsk valuta på de varor som importeras till Sverige. *Växelkursutvecklingen* är väsentlig för vilket genomslag förändrade världsmarknadspriser har på *importpriserna* i svenska kronor. Om kronan stärks blir effekterna på den inhemska inflationen av en given ökning av exportpriserna i omvärlden mindre. Även utvecklingen av vinstmarginalerna i importledet har betydelse för genomslaget på den svenska inflationstakten. Ändrade priser på världsmarknaden – som inte motverkas av växelkursens utveckling – påverkar också konkurrensläget för exportindustrin, vilket kan återverka på den inhemska löneökningstakten och andra produktionskostnader.

2) Efterfråge- och utbudsläget

Om den samlade efterfrågan i ekonomin överstiger den

långsiktiga produktionskapaciteten uppstår normalt sett ett inflationstryck. Penningpolitiken måste därför avvägas så att efterfrågan i möjligaste mån utvecklas i linje med ekonomins produktionsförmåga. Flera olika indikatorer kan användas för att få en samlad bild av graden av inflationstryck som härrör från efterfråge- och utbudsförhållandena i ekonomin. En indikator är *kapacitetsutnyttjandet* inom industrin som det avspeglas i t.ex. Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer. En annan är *arbetsmarknadsläget*, där exempelvis förhållandevis höga löneökningar trots en hög arbetslöshet kan indikera att det finns begränsade möjligheter att öka den samlade efterfrågan utan att löneinflation uppstår. En tredje indikator är ekonometriska skattningar av det s.k. *produktionsgapet*, som är skillnaden mellan BNP:s faktiska nivå och en uppskattning av den potentiella produktionsnivån.

Ju högre den faktiska produktionen är i förhållande till den potentiella produktionsnivån, desto större är sannolikheten att det uppstår kapacitetsbrist i delar av ekonomin. Förekomsten av flaskhalsar i ekonomin kan därför vara tecken på att ekonomin närmar sig den långsiktiga produktionspotentialen. Det kan t.ex. ta sig uttryck i brist på viss arbetskraft. En svårighet i sammanhanget är dock att hög efterfrågan på, och höga löneökningar för, viss typ av arbetskraft också kan vara tecken på att produktiviteten och lönsamheten utvecklas bättre i vissa sektorer av ekonomin än i andra. Löneökningar inom dessa delar av ekonomin utgör i så fall i sig inget inflationsshot, men ställer krav på en väl fungerande lönebildning och rörlighet på arbetsmarknaden. I bedömningen måste också vägas in att en hög investeringsnivå, ett ökat arbetsutbud eller förbättrad teknologi på sikt ökar produktionskapaciteten.

Det är dock inte alla priser i ekonomin som på ett marknadsmässigt sätt styrs av förändringar i efterfrågan. Inom vissa områden sätts priserna genom administrativa beslut, där hänsyn framför allt tas till hur kostnadssidan utvecklas eller där betydande subventions-element ingår. Exempel på administrativt bestämda priser i Sverige är lägenhetshyror och avgifter för sjukvård och vissa typer av kommunala tjänster. För penningpolitiken innebär det att ränteförändringar har en särskilt fördröjd verkan på vissa prisgrupper. Penningpolitiken kan endast påverka dessa priser via effekter

på den allmänna kostnadsutvecklingen i ekonomin, t.ex. löneutvecklingen.¹⁴

3) *Andra kostnadschocker och temporära effekter*

Förändrade inflationsimpulser kan också komma från specifika kostnadsökningar som varken härrör från en generell internationell inflationsökning eller från efterfrågeläget. Exempel på sådana kostnadschocker är förändrade råvarupriser. Likartade impulser kan även komma från finanspolitiken i form av ändrade *indirekta skatter och subventioner*. Inflationsimpulser av denna karaktär är ofta temporära i den meningen att de leder till en omedelbar förändring av den allmänna prisnivån utan att den långsiktiga inflationsstakten för den skall påverkas. Det är emellertid inte uteslutet att sådana impulser har en varaktig inverkan på inflationsprocessen genom att inflationsförväntningarna påverkas. För att skapa sig en uppfattning om inflationen rensat för temporära impulser arbetar Riksbanken bl.a. med olika mått på underliggande inflation.

4) *Förväntningarna om inflationen*

Ett högt efterfrågeläge i ekonomin leder producenter till att höja sina priser och löntagare att kräva höjda löner. Men förväntningar om hög inflation i framtiden kan också i sig själva leda till inflationsdrivande pris- och löneökningar, eftersom ekonomins aktörer strävar efter att bibehålla eller öka sina inkomster i reala termer. Inflationsförväntningarna riskerar på så sätt, om penningpolitiken är alltför passiv, att bli självuppfyllande.

Vid en bedömning av inflationsförväntningarnas betydelse för penningpolitiken är det viktigt att beakta att förväntningarna ofta är betingade på en viss förväntad politik. Att inflationsförväntningarna är i linje med målet kan därför inte alltid tas som intäkt för att penningpolitiken är väl avvägd eftersom förväntningarna i sig kan vara baserade just på att centralbanken justerar sin styrränta.

Ovanstående faktorer är de som enligt vedertagen ekonomisk teori – och praktiska erfarenheter – påverkar inflationen. En analys av dessa faktorer är således en viktig del av det penningpolitiska beslutsunderlaget.

¹⁴ Se Inflationsrapport 1997:3 för en närmare beskrivning av de administrativt bestämda priserna i KPI.

Internationell konjunktur och inflation

Tillväxten inom OECD-området i sin helhet bedöms bli mellan 2 och 2,5 procent per år vilket är en mindre nedrevidering jämfört med föregående inflationsrapport. Denna beror främst på markant försämrade tillväxtutsikter i Japan. Detta innebär en måttlig konjunkturavmattning för omvärlden i sin helhet jämfört med 1997 då BNP växte med omkring 3 procent. Risken att konjunkturen blir svagare än detta huvudscenario är relativt stor vilket diskuteras i avsnittet "Osäkerheten i inflationsbedömningen", sid. 42–45.

Tillväxten inom OECD-området bedöms bli lägre än i föregående inflationsrapport – mellan 2 och 2,5 procent per år – främst beroende på markant försämrade tillväxtutsikter i Japan.

I den japanska ekonomin har tillväxtutsikterna försämrats ytterligare och BNP bedöms minska i år för att sedan öka svagt under resten av prognosperioden. Statistik för första halvåret 1998 indikerar ett betydligt kraftigare produktionsbortfall än väntat. Den uppgång i den inhemska japanska efterfrågan som kunde skönjas 1997 bröts i slutet av året. En bidragande orsak var de finanspolitiska åtstramningar som genomfördes 1997, mot bakgrund av ett långsiktigt behov av att konsolidera de offentliga finanserna. Finanspolitiken har därefter lagts om i mer expansiv riktning och riktlinjer för ytterligare stimulansåtgärder 1999 har presenterats. Det är dock osäkert på vilket sätt finanspolitiska åtgärder kan bidra till att stimulera efterfrågan eftersom statsskulden redan är relativt hög. Problemen i den finansiella sektorn fortsätter samtidigt att inverka negativt på den inhemska efterfrågan både via inverkan på hushålls och företags framtidsförväntningar och via bristande tillgång på krediter.

I USA har den inhemska efterfrågan utvecklats starkare än väntat hittills i år. Det finns dock tecken på en försvagning av industrikonjunkturen. Ökning-

en i industriproduktionen på årsbasis har avtagit markant under 1998. Företagsvinsterna har också blivit lägre under loppet av 1998, bl.a. till följd av försvagad produktivitet utveckling och stigande lönekostnader. Under senare år har konsumtionstillväxten till viss del baserats på att hushållen minskat sparandet, sannolikt på grund av förmögenhetsökningar till följd av stigande aktiekurser. Styrkan i den amerikanska konjunkturen kan därför komma att påverkas av tillgångsprisernas fortsatta utveckling. Den senaste tidens börsoro kan bidra till att konsumtionen mattas snabbare än vad som tidigare räknats med. Sammantaget förväntas i likhet med föregående inflationsrapport att aktiviteten i den amerikanska ekonomin mattas under prognosperioden, främst beroende på en långsammare ökningstakt i privat konsumtion. Till försvagningen bidrar också svagare nettoexport orsakad av Asienkrisen och sämre tillväxtutsikter i Latinamerika.

Inom det kommande euroområdet bedöms utvecklingen blir fortsatt gynnsam under prognosperioden med en tillväxt på ca 3 procent per år, vilket är väl i linje med prognosen i föregående inflationsrapport. Även om den europeiska industrikonjunkturen utvecklades oväntat svagt under andra kvartalet i år är de senaste indikatorerna på inhemsk efterfrågan i euroområdet positiva. Konsumentförtroendet fortsätter att förbättras i regionen, förutom i Italien, med särskilt god utveckling i Tyskland och Frankrike, samtidigt som aktiviteten inom byggindustrin och tjänstesektorn ökar. Tillväxten har kommit att vara alltmer inhemskt genererad samtidigt som bidraget från nettoexporten till länder utanför euroområdet avtagit. Denna utveckling bedöms fortsätta under prognosperioden, främst beroende på Asienkrisen.

Den ekonomiska krisen i Ryssland bedöms inte ge några *direkta* reala effekter av betydelse på OECD-ekonomierna.

Den ryska ekonomiska krisen bedöms inte ge några *direkta* reala effekter av betydelse på OECD-ekonomierna. Rysslands BNP motsvarar endast någon pro-

cent av OECD-ländernas samlade BNP. Däremot kan finansiella störningar och fortsatta låga råvarupriser ha globala effekter, vilket främst bedöms drabba länder i Asien, Mellersta Östern och Latinamerika som har stora råvaruinnehåll i exporten och betydande bytesbalansunderskott.

Inflationen i OECD-området bedöms bli något mer dämpad jämfört med föregående inflationsrapport.

Inflationen inom det samlade OECD-området bedöms bli något lägre än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Orsaken är till stor del fortsatt fallande *olja- och råvarupriser* som påverkar inflationen i konsumentledet direkt, men som också innebär lägre produktionskostnader. Dessa kan förväntas slå igenom i konsumentpriserna successivt framöver. Inflationen inom OECD-länderna väntas i genomsnitt uppgå till 1,6 procent 1998, 1,7 procent 1999 och knappt 2 procent 2000. Detta är en viss ned-

revidering jämfört med föregående rapport.

Omvärldens exportpriser på *bearbetade varor* i nationella valutor revideras också nedåt jämfört med föregående inflationsrapport och väntas utvecklas mer dämpat än konsumentpriserna de kommande två åren. För 1998 väntas nu ett mindre prisfall, för 1999 en uppgång på 1 procent och för 2000 en uppgång på 1,5 procent. Exportpriserna hålls nere av ett ökat globalt konkurrenstryck i kölvattnet på den inbromsning av världsmarknadstillväxten som efterfrågefallet i Sydostasien och Japan medför och av de fallande olje- och råvarupriserna.

Sammanfattningsvis har inga dramatiska omvärderingar gjorts av de internationella konjunktur- och inflationsutsikterna i huvudscenariot jämfört med föregående rapporter. Tillväxten i OECD-området bedöms bli något svagare. Den internationella exportprisutvecklingen framstår också som svagare än väntat och inflationsimpulserna till den svenska ekonomin bedöms därför bli små.

HUR PÅVERKAS DEN SVENSKA EKONOMIN AV ÖKAD INTERNATIONELL KONKURRENS?

Under hela 1990-talet har inflationen varit dämpad i nästan hela västvärlden. Skillnaderna mot 1970-talet och det tidiga 1980-talet är påtagliga, både vad beträffar nivå och variation i inflationen.

Denna utveckling är ett resultat av flera samverkande faktorer. Den viktigaste förklaringen är förmodligen att allt fler länder har kommit till insikt om att hög inflation är skadligt för ekonomin och har därför valt att föra en penningpolitik inriktad mot låg och stabil inflation. En tänkbar kompletterande förklaring, vars betydelse dock är mindre klarlagd, kan vara en successivt ökande internationell konkurrens, exempelvis till följd av ökande möjligheter att förlägga även förhållandevis avancerad produktion till länder med betydligt lägre löner än i västvärlden.¹⁵

Medan en omorientering av penningpolitiken har varaktiga effekter på inflationen, är det rimligt att anta att en ökad konkurrens i huvudsak resulterar i en tem-

porär press nedåt på inflationen. I det senare fallet handlar det snarast om en engångseffekt på *prisnivån* – låt vara en utdragen sådan – där företag tvingas justera sina priser nedåt så länge konkurrensen intensifieras. I en inflationistisk miljö avspeglas detta i lägre inflation.¹⁶

Hur ökande internationell konkurrens kan påverka den svenska ekonomin kan illustreras med hjälp av en starkt förenklad makromodell:

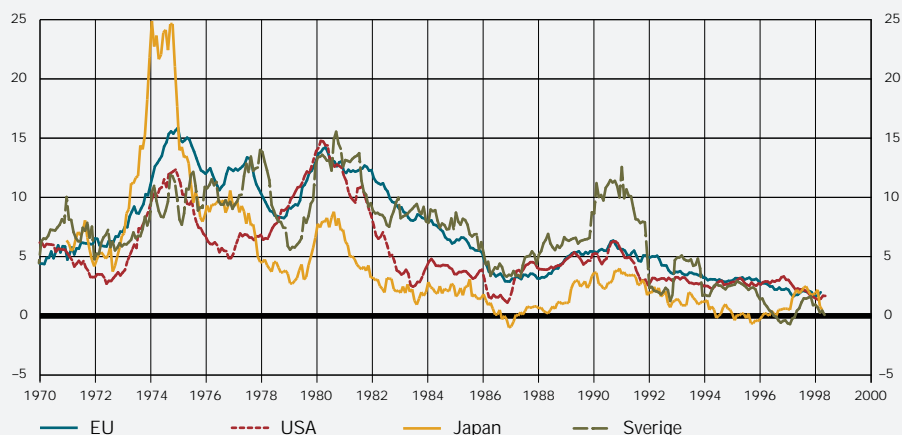
$$\pi_t^c = \delta \pi_t + (1 - \delta) (\pi_t^* + s_t - s_{t-1}) \quad (1)$$

$$\pi_t = \pi_t^e + \alpha (y_t - \bar{y}_t) + \beta Z_t \quad (2)$$

π_t^c är inflationen mätt med KPI, π_t den del av inflationen som bestäms av inhemska förhållanden, π_t^* internationell inflation, s_t växelkursen, π_t^e den av allmänheten förväntade inhemska bestämda långsiktiga

Diagram R6.

Inflationen i EU, USA, Japan och Sverige. Årlig procentuell förändring



Källor: OECD, Bureau of Labour Statistics, Management and Coordination Agency och SCB.

inflationen, $(y_t - \bar{y}_t)$ ett mått på det inhemska efterfrågeläget representerat av något mått på kapacitetsutnyttjandet och Z_t övriga faktorer som påverkar den inhemska bestämda prisutvecklingen, t.ex. skatteförändringar.

Ekvation (1) säger att inflationen mätt i KPI består av en del som bestäms av inhemska förhållanden och en del som styrs av den utländska inflationen justerad för växelkursrörelser. Ekvation (2) säger att den inhemska genererade inflationen bestäms av förväntad inhemska inflation, det inhemska efterfrågeläget samt olika typer av störningar. Den andra termen i (1) avspeglar prisutvecklingen på importerade varor, men kan även sägas representera prisutvecklingen på inhemskt producerade varor som utsätts för en stark internationell konkurrens.¹⁷

Ökad internationell konkurrens kan i modellen tänkas få främst tre effekter på den svenska inflationen på kort och medellång sikt, även om det bör betonas att såväl effekternas relativa betydelse som storleken på den samlade inverkan i praktiken är i hög grad osäker.¹⁸ För det första skulle den internationella inflationen, π_t^* sjunka som ett resultat av en global prispress. Importerade och importkonkurrerade varor skulle bli billigare. Detta får inte bara en direkt effekt i konsumentledet utan kan också förmodas få en indirekt effekt, via lägre priser på insats- och investeringsvaror.¹⁹

För det andra kan man tänka sig att fler inhemska företag än tidigare kommer att utsättas för konkurrens från omvärlden och därmed bidra till prispress på

inhemskt producerade varor. I modellen skulle detta förenklat kunna illustreras med att inflationen i allt högre grad kommer att beskrivas av den andra termen i (1), dvs. att vikten δ minskar.²⁰

För det tredje förefaller det rimligt att även inhemska företag som i viss mån kan anpassa sina priser till efterfrågeläget i Sverige tvingas till ökad effektivitet i produktionen. I modellen skulle detta motsvaras av att den potentiella produktionen \bar{y}_t blir större än vad den annars skulle ha varit, dvs. en större efterfrågan y_t kan

15 Det bör noteras att en motverkande kraft kan uppstå om fusioner av multinationella företag leder till att ett fåtal företag dominerar den globala marknaden. I ett längre perspektiv kan en ökad internationalisering också leda till en ökad grad av specialisering, såtillvida att produktionen av vissa varor koncentreras till vissa länder eller regioner.

16 Se vidare artikel av Asplund, M. och Friberg, R. i kommande nummer av Penning- och valutapolitik där en utförlig genomgång av främst de empiriska sambanden mellan konkurrens och inflation görs.

17 I praktiken kan naturligtvis de varor och tjänster som konsumeras knappast delas upp i en del som helt styrs av den utländska prisutvecklingen och en del som enbart påverkas av inhemska förhållanden. Snarare är det fråga om en kontinuerlig skala där en stor mängd varor och tjänster påverkas av såväl det inhemska efterfrågeläget som internationella priser. En vara som framställs i Sverige kan exempelvis innehålla importerade komponenter eller framställas med hjälp av importerade maskiner samtidigt som prissättningen på vissa importerade varor kan påverkas av det inhemska efterfrågeläget.

18 På lång sikt kan inflationen, såväl i Sverige som utomlands, förväntas utvecklas i linje med de explicita eller implicita inflationsmålen, främst därför att centralbankerna kommer att vidta åtgärder om inflationen avviker från den målsatta.

19 I praktiken kan dessa effekter dämpas eller förstärkas av växelkursfluktuationer. För enkelhets skull antas här att den nominella växelkursen är konstant.

20 En motverkande effekt kan uppkomma om lägre priser på importerade och importkonkurrerade varor ger lägre relativa vikter i KPI-korgen.

tillfredställas utan att något påtagligt inflationstryck uppstår på grund av kapacitetsrestriktioner.

En implikation av en process där en allt större del av den inhemska produktionen utsätts för internationell konkurrens är att det inhemska kapacitetsutnyttjandet, såsom det mäts, kan bli en sämre indikator på den framtida inflationen.²¹ Det kan t.ex. uppstå en situation där kapacitetsutnyttjandet är mycket högt i företag som utsätts för hård internationell konkurrens men måttligt i företag som i högre grad kan anpassa sin prisättning efter svenska efterfrågeförhållanden. Det uppmätta aggregerade kapacitetsutnyttjandet skulle då indikera ett förhållandevis högt samlat resursutnyttjande. Detta skulle kunna tolkas som att inflationstrycket är tämligen högt, trots att de företag som har ett ansträngt kapacitetsläge har begränsade möjligheter att höja priserna.

Samtidigt bör man ha i åtanke att även om ökad

internationell konkurrens kan göra att värdet av efterfrågeläget eller resursutnyttjandegraden som indikatorer på den framtida prisutvecklingen på *produktmarknaden* minskar, så är det inte säkert att dess informationsvärde vad beträffar löneutvecklingen på *arbetsmarknaden* reduceras i samma utsträckning. Ett högt efterfrågeläge skulle exempelvis kunna leda till avsevärda lönestegringar men endast måttliga prisstegringar. I förlängningen skulle detta kunna leda till en svag sysselsättningsutveckling.

21 Riksbanken har i olika sammanhang fört en diskussion om möjligheten att relationen mellan den reala ekonomin och inflationen har förändrats på senare år; se t.ex. Berg och Lundkvist, "Har inflationsprocessen förändrats?", Penning- och valutapolitik 1997:2 och Borg och Croneborg, "Strukturomvandlingen och prisbildningen", Penning- och valutapolitik 1997:1. Ökad konkurrens är dock bara en av flera tänkbara förklaringar. En annan är att inflationsmålet fungerar som ett mer trovärdigt och konkret riktmärke för pris- och lönesättningsbeslut än vad den fasta växelkursen gjorde.

Ränte- och växelkursbedömning

Inflationstrycket påverkas i hög grad av hur räntor och växelkurs utvecklas. Den bedömning som görs av ränte- och växelkursutvecklingen styrs i sin tur till viss del av det tekniska antagandet om oförändrad reporänta inom prognoshorisonten, dvs. den kommande tvåårsperioden. För räntor med korta löptider är detta antagande av stor betydelse och tremånadersräntan antas ligga stilla under prognosperioden. Räntor med längre löptider påverkas i mindre utsträckning av reporäntebestämningen. Såväl internationella som svenska långräntor antas på sikt stiga något från de historiskt låga nivåer som råder för närvarande.

Den svenska kronan bedöms appreciera under prognosperioden. Utgångspunkten för denna bedömning är att kronans reala växelkurs är svagare än vad som är förenligt med långsiktig balans i ekonomin.²² Den kraftiga kronförsvagningen under

senare tid gör dock att anpassningen av kronkursen mot jämvikt antas ske från en lägre nivå än i föregående inflationsrapport. De faktorer som har försvagat kronan bedöms dock i huvudsak vara av mer tillfällig karaktär och deras betydelse antas därmed avta relativt snabbt. För en kronförstärkning talar också de ekonomiska grundförutsättningarna med god tillväxt, låg inflation, växande överskott i offentliga finanser och ett stort förtroende för den ekonomiska politiken.

De ekonomiska grundförutsättningarna med god tillväxt, låg inflation, växande överskott i offentliga finanser och ett stort förtroende för den ekonomiska politiken talar för en kronförstärkning.

22 Se ruta "Kronkursens långsiktiga utveckling" i detta avsnitt eller ruta "Växelkursens bestämningsfaktorer" i Inflationsrapport 1997:2.

KRONKURSENS LÅNGSIKTIGA UTVECKLING

I huvudscenariot förutsätts att kronan kommer att stärkas de kommande åren. Detta synsätt tar sin utgångspunkt i pris- och kostnadsutsikterna relativt omvärlden samt en bedömning av hur kronans reala växelkurs kommer att utvecklas mot bakgrund av det stigande kapacitetsutnyttjandet i ekonomin och överskotten i utrikeshandeln. Den reala växelkursen mäter ett lands kostnads- eller prisnivå jämfört med konkurrentländerna uttryckt i gemensam valuta och kan beräknas på olika sätt genom att olika pris- eller kostnadsmått används.

Sedan övergången till rörlig växelkurs och fram till andra kvartalet 1998 har kronans reala växelkurs försvagats med ca 27 procent i termer av relativa enhetsarbetskostnader per producerad enhet. Den relativa löne- och produktivitet utvecklingen har i sig stärkt konkurrenskraften med ca 13 procent, medan deprecieringen av kronans nominella kurs bidrar med den resterande delen.²³ I termer av relativa konsumentpriser är den reala deprecieringen också betydande, omkring 17 procent. Mätt med relativa exportpriser är dock försvagningen jämförelsevis liten. Detta beror bl.a. på att exportföretagen har utnyttjat det nominella kronfallet till att förbättra sina vinstmarginaler. Den svenska kon-

kurrenskraften har således förbättrats kraftigt under senare år. Löne-, pris-, och produktivitet utvecklingen har varit gynnsam samtidigt som den nominella växelkursen har försvagats. Denna utveckling återspeglas i överskotten i bytes- och handelsbalansen under senare år. Efter två decennier med bytesbalansproblem har det blivit möjligt för Sverige att inleda återbetalningar på utlandsskulden

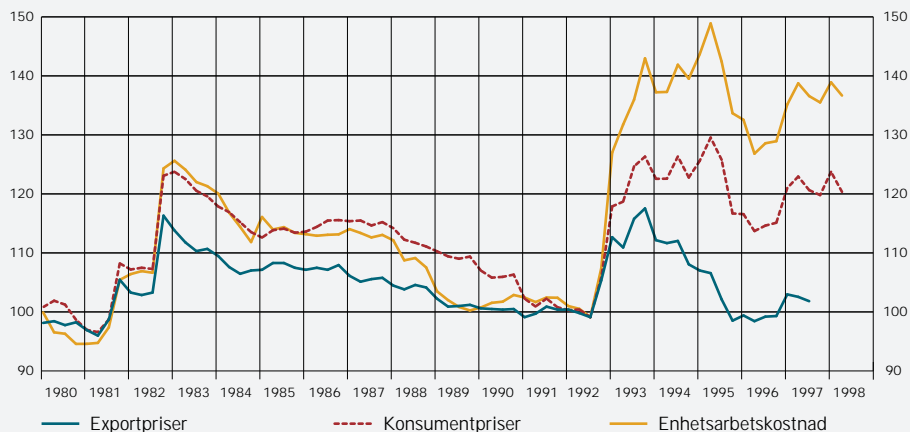
För att avgöra om en valuta är över- eller undervärderad, och därmed hur den kan förväntas utvecklas i framtiden, används ofta begreppet *real jämviktsväxelkurs*. Med real jämviktsväxelkurs avses en växelkursnivå som är förenlig med intern och extern balans i ekonomin.²⁴ Med intern balans avses fullt kapacitetsutnyttjande och prisstabilitet. Extern balans skulle i detta sammanhang kunna innebära att utlandsskulden, mätt som procent av BNP, är stabil över tiden. Denna förhållandevis strikta definition av extern balans förutsät-

23 Den nominella TCW-vägda växelkursen var 119,2 i genomsnitt andra kvartalet 1998. Kronan har sedan dess försvagats med 4 procent och TCW-index uppgick till 124,5 den 17 september.

24 En närmare beskrivning av denna ansats återfinns t.ex. i "Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Framework for Analysis", International Monetary Fund (1994), Occasional Paper No. 115.

Diagram R7.

Real effektiv växelkurs baserad på exportpriser, konsumentpriser och enhetsarbetskostnader.
Index: 18 november 1992=100



Anm. De reala växelkurserna är uttryckta som utländska priser/kostnader dividerade med svenska priser/kostnader i gemensam valuta. Ett högre index återspeglar följaktligen en depreciering av kronans reala växelkurs och en konkurrensförstärkning.
Källor: IMF och Riksbanken.

ter att ekonomin nått en situation där de finansiella skuld- och tillgångsstockarna har stabiliserats i förhållande till BNP. Om så är fallet anses den reala växelkursen ha nått sin *långsiktiga* jämvikt.

En annan inte lika strikt definition av extern balans är att bytesbalansen utvecklas på ett sätt som ger jämvikt för utlandsskulden inom en viss specificerad tids-horisont. Så skulle exempelvis en hög utlandsskuld kunna motivera en svagare växelkurs med överskott i bytesbalansen under en viss tid så att skulden sjunker och till sist stabiliseras på en mer normal nivå. Under sådana omständigheter anses den reala växelkursen vara i *medelfristig* jämvikt om ekonomin samtidigt är i intern balans.

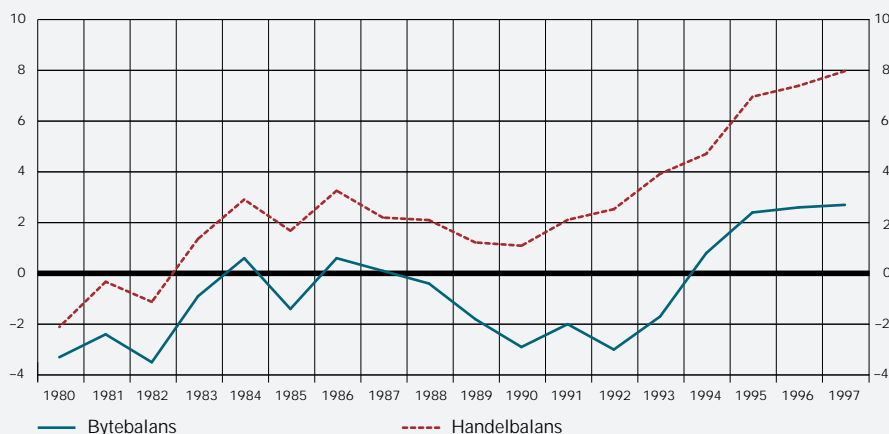
Jämviktsbegreppet kan även vidgas till att beakta de skillnader som föreligger mellan olika länders konjunkturläge och penningpolitik och den inverkan detta har på växelkursen. Den *kortsiktiga* reala jämviktskursen kan definieras som den växelkurs som är konsistent med att intern balans nås inom en viss tidsperiod och att bytesbalansen utvecklas på ett sätt som till sist ger jämvikt för utlandsskulden. Antag t.ex. att inflationsutsikterna är dämpade och efterfrågan i den inhemska ekonomin är svag relativt omvärlden. I så fall skulle penningpolitiken behöva vara expansiv och räntorna låga, vilket inledningsvis försvagar växelkursen. När ekonomin sedan närmar sig fullt kapacitetsutnyttjande med

prisstabilitet, dvs. intern balans, skulle penningpolitiken behöva föras i en mindre expansiv riktning och växelkursen stärkas.

Till saken hör naturligtvis att beräkningar av den reala jämviktskursen är osäkra och i viss mån också subjektiva beroende på den bedömning som måste göras av en rad strukturella faktorer i ekonomin som t.ex. det långsiktiga sparandet och den potentiella tillväxten. Dessutom kan den långsiktiga jämvikten förändras över tiden beroende på strukturella faktorer och förskjutningar i "terms of trade". Inte desto mindre kan beräkningar av den här typen ge en viss vägledning om hur kronan kommer att värderas i framtiden och ett första steg kan då vara att föra ett resonemang utifrån begreppen intern och extern balans.

Vad gäller den *interna balansen* i Sverige så har den svaga kronkursen inneburit att produktion och sysselsättning återigen har ökat i den konkurrensutsatta sektorn, medan den inhemska efterfrågan varit dämpad. Produktionsgapet är därför av allt att döma fortfarande negativt och det kan komma att finnas kvar en viss överskotts-kapacitet i ekonomin även mot slutet av 2000 (se diagram 30 i bilagan). Inflationstrycket i ekonomin är således svagt. Penningpolitiken är därför fortfarande expansiv och räntedifferensen mot utlandet därmed lägre än vad den annars skulle vara. Detta försvagar kronan.

Diagram R8.
Utrikeshandel.
Procent av BNP



Källor: Riksbanken och SCB.

Hur förhåller det sig då med den *externa balansen*? De senaste åren har exporten utvecklats stark och överskotten i bytesbalansen har uppgått till 2 à 3 procent av BNP. Dessa överskott förefaller rimliga med tanke på att utlandsskulden är hög i ett historiskt perspektiv samt att andelen av befolkningen i arbetsför ålder minskar en bit in på 2000-talet. Å andra sidan kan inte överskotten i bytesbalansen förväntas vara av den storleksordningen i längden. När väl den inhemska efterfrågan tar fart och importen ökar kommer överskotten också att minska. De beräkningar som Riksbanken gjort indikerar dock att bytesbalansen vid rådande växelkurs skulle ge ett överskott även om den inhemska efterfrågan ökade så pass att ekonomin nådde fullt resursutnyttjande. Beräkningarna är naturligtvis osäkra men de stödjer intrycket att det finns ett visst apprecieringsutrymme även när ekonomin når intern balans.

I det längre perspektivet gör andra krafter sig gällande. Med de överskott som är att vänta de närmaste åren kommer utlandsskulden att minska. Lägre utlandsskuld betyder lägre räntebetalningar och om räntebetalningarna minskar kommer det inte att behövas lika stora överskott i handelsbalansen för att finansiera dessa. Utlandsskulden kan i så fall stabiliseras med en svagare handelsbalans. Ett lägre handelsbalansöverskott i den långsiktiga jämvikten förutsätter i sin tur en starkare växelkurs. Med dessa utgångspunkter är

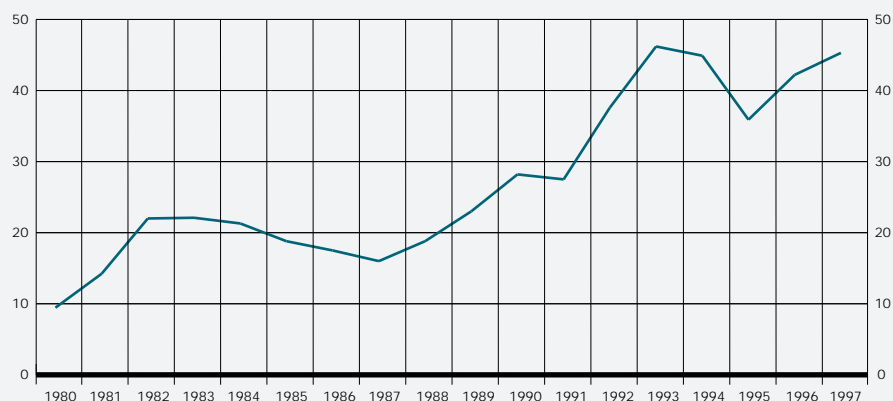
kronan undervärderad ur ett långsiktigt perspektiv.

En real appreciering av kronan under de närmaste åren förfaller således rimlig, men vad kommer att hända med den nominella kronkursen? Den reala förstärkningen kan i princip ske på två sätt. Antingen genom att pris- och kostnadsutvecklingen i Sverige överstiger den i omvärlden eller genom att den nominella kronkursen förstärks. De bedömningar som nu föreligger pekar samstämmigt mot att prisutvecklingen i Sverige kommer att ligga väl i linje med våra viktigaste konkurrentländer. Detta innebär att den reala apprecieringen i huvudsak kommer att äga rum genom en förstärkning av den nominella kronkursen.

Sammantaget förefaller därför den realekonomiska situationen tillsammans med penningpolitikens nuvarande expansiva inriktning tala för att kronan kommer att stärkas under de närmaste åren. Hur stor apprecieringen till sist blir är osäkert, men de beräkningar som Riksbanken tidigare har presenterat ger en viss vägledning.²⁵ Kronans långsiktiga anpassning påverkas dock från tid till annan av olika störningar på de finansiella marknaderna, som temporärt försvagar kronan. Detta har också varit fallet under de senaste månaderna.

25 Se A. Alexius och H. Lindberg "Kronans reala jämviktskurs", Penning- och valutapolitik 1996:1.

Diagram R9.
Utlandsskuld, netto.
Procent av BNP



Anm. Med utlandsskuld avses nettot av samtliga inhemska sektors tillgångar och skulder mot utlandet.
Källa: Riksbanken.

Sammantaget bedöms den nominella TCW-vägda kronkursen appreciera och i genomsnitt uppgå till ca 120 det närmaste året (fjärde kvartalet 1998 till och med tredje kvartalet 1999) och drygt 117 nästföljande år (fjärde kvartalet 1999 till och med tredje kvartalet 2000). Detta innebär en växelkursutveckling som är något svagare än i föregående inflationsrapport.²⁶

Sammanfattningsvis antas de korta räntorna, som en direkt följd av antagandet om oförändrad penningpolitik, vara stabila under prognosperioden. De längre marknadsräntorna, såväl utomlands som i Sverige, bedöms stiga något från de låga nivåer som råder för tillfället. Den svenska kronan bedöms stärkas något under de kommande två åren.

Importpriser

Den internationella inflationens inflytande på de svenska importpriserna i producentledet beror på flera faktorer, bland annat den svenska kronans utveckling. Förhållandet mellan växelkursutveckling och importpriser kompliceras emellertid av att växelkursens sammantagna genomslag på priserna tycks vara ofullständigt.²⁷

På kort sikt beror detta på prisstelheter och andra anpassningskostnader, särskilt i de fall där växelkur-

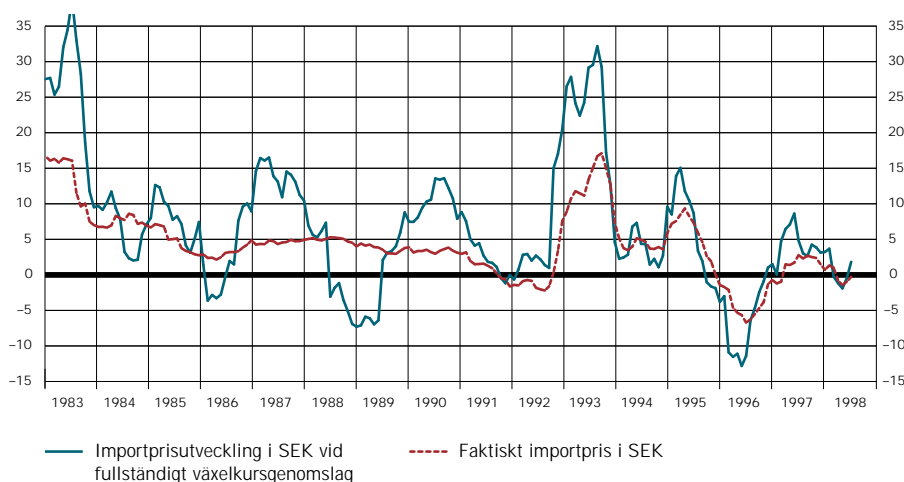
sens förändring anses vara kortvarig. På längre sikt är även andra marknadsförhållanden av betydelse för genomslaget. Utländska exportörer såväl som svenska importörer kan, om det råder begränsad konkurrens på marknaden, styra prissättningen och därigenom kontrollera sina vinstmarginaler. Växelkursförändringar föranleder normalt att vinstmarginaler och försäljningspriser justeras av företagen i avsikt att uppnå en så gynnsam vinstutveckling som möjligt på lång sikt.

Effekterna på importpriserna i producentledet av en växelkursförändring varierar med olika varuslag. Råvaror med ett väldefinierat världsmarknadspris i en utländsk kontraktvaluta utgör en homogen vara där genomslaget oftast är snabbt och omedelbart. Effekten på importpriserna på heterogena produkter som bearbetade varor påverkas emellertid av det inhemska efterfrågeläget. Dessa effekter är därför ofta utdragna och slår inte igenom fullt ut ens på lång sikt.

En fjärdedel av KPI utgörs av importerade varor och ytterligare en del av importsubstitut. Växelkursförändringar och dess effekt på importpriserna är således av stor betydelse för den sammantagna inflationsbedömningen.

De internationella exportpriserna bedöms som tidigare nämnts utvecklas svagt medan den TCW-

Diagram 6.
Importpriser för bearbetade varor.
Årlig procentuell förändring



Källor: Riksbanken och SCB.

vägda kronkursen antas appreciera under de närmaste två åren. I genomsnitt antas dock kronan vara ca 1 procent svagare i slutet av prognosperioden än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. Råvarupriserna antas bli fortsatt låga på kort sikt. På lite längre sikt är utvecklingen svårbedömd av flera skäl. Nuvarande priser på basmetaller ligger i de flesta fall under produktionskostnaden och flertalet producenter går med förlust. Detta är inte hållbart på sikt. Vidare är kapacitetsutnyttjandet högt och lagren små. Oljeprisutvecklingen framöver präglas av osäkerhet kring såväl svag efterfrågan, stigande lager som aviserade utbudsbegränsningar. Sammantaget antas råvarupriserna framöver följa utvecklingen i terminspriserna på råolja. Dessa indikerar en uppgång med drygt 10 procent under 1999 och knappt 4 procent 2000.

Sammantaget bedöms importpriserna i producentledet sjunka med ca 0,5 procent under 1998, vara i stort sett oförändrade under 1999 och stiga med knappt 0,5 procent 2000, vilket är i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport. Det slutliga genomslaget i konsumentledet beror i sin tur på trögheter i prissättningen och hur vinstmarginalerna i konsumentledet utvecklas.

Sammantaget bedöms den svagare internationella inflationen motverkas av en svagare växelkursutveckling och med-

föra att importpriserna utvecklas fortsatt dämpat, i linje med föregående inflationsrapport.

Efterfrågan och utbud

UTRIKESHANDELN MATTAS

Nationalräkenskaperna för andra kvartalet visade en tydlig avmattning i exporttillväxten. Exporten steg totalt med 6,8 procent under första halvåret i år jämfört med första halvåret 1997. Utfallet var i linje med den bedömning som gjordes i föregående inflationsrapport. Effekterna av Asienkrisen börjar nu göra sig märkbara i handelsstatistiken. Exporten till Europa växte dock fortfarande starkt.

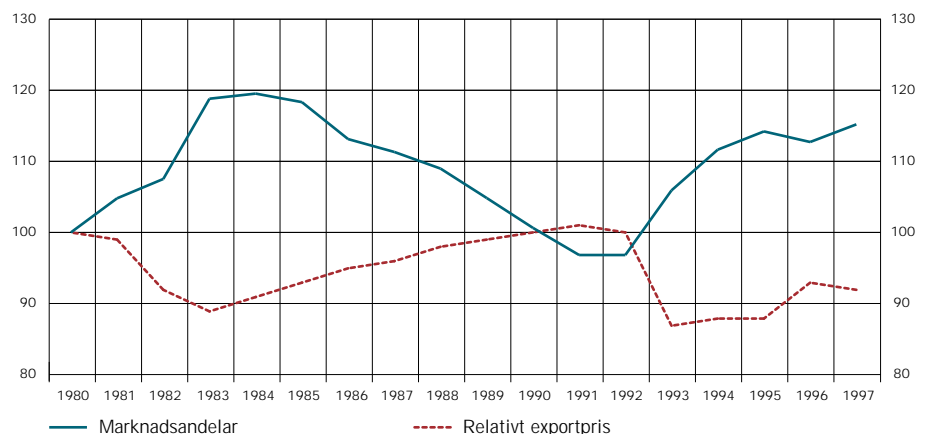
Utvecklingen hittills i år överensstämmer med bedömningen i föregående inflationsrapport, men det finns indikationer på att exporttillväxten fram-

26 Växelkursen antogs även i föregående inflationsrapport följa en apprecierande bana. Enligt Riksbankens enkät, som genomförts av Prospera Research AB, om växelkursförväntningar per den 19 maj räknade även privata bedömare i genomsnitt med en starkare krona under samma prognosperiod.

27 Det långsiktiga genomslaget för bearbetade varor har uppskattats till 60–80 procent i Sverige, vilket ligger något högre än internationella resultat (ca 40 procent för mindre utlandsberoende stora länder och 60 procent för små länder), se Alexius, A. (1997), "Import Prices and Nominal Exchange Rates in Sweden", Finnish Economic Papers Vol. 10 No. 2.

Diagram 7.

Marknadsandelar för svensk export av varor och relativt exportpris för tillverkade varor.
Index: 1980=100



Källa: OECD.

gent kan bli svagare än förväntat. Exportorder-
ingången har exempelvis försämrats samtidigt som
tillförsikten bland inköpscheferna minskat.

Exporttillväxten dämpas på grund av en svagare
utveckling i OECD-området än vad som tidigare
förväntats.

Konjunktoren i OECD-området bedöms utvecklas
något svagare än i tidigare bedömningar. Utsikter-
na för marknadstillväxten för svenska exportvaror
har således försämrats något. Ett svagare utgångs-
läge för kronkursen förbättrar å andra sidan de sven-
ska relativpriserna. De senaste årens goda lönsamhet
och kronförsvagningen under sommaren gör att före-
tagen inte behöver låta den kronappreciering som
förutses slå igenom i nämnvärt ökande priser under
1999. Under 2000 kan dock den förväntade appre-
cieringen av kronan innebära en viss försvagning av
konkurrenskraften och vissa förluster av marknads-
andelar. Sammantaget förväntas ändå en fortsatt god
exportutveckling under prognosperioden. Mot bak-
grund av de försämrade utsikterna för marknadstill-
växten kan dock exporten komma att utvecklas
något svagare mot slutet av prognosperioden än vad
som förutsågs i föregående inflationsrapport.

Importen steg totalt med 10,3 procent under för-
sta halvåret, vilket var mer än väntat. Det var fram-

för allt importen av tjänster som ökade. Importen
förväntas fortsätta att öka starkt under prognospe-
rioden. Detta hänger delvis samman med förskjut-
ningen av efterfrågans sammansättning, men också
på att priserna på importvaror förväntas öka lång-
sammare än priserna på inhemskt producerade
varor.

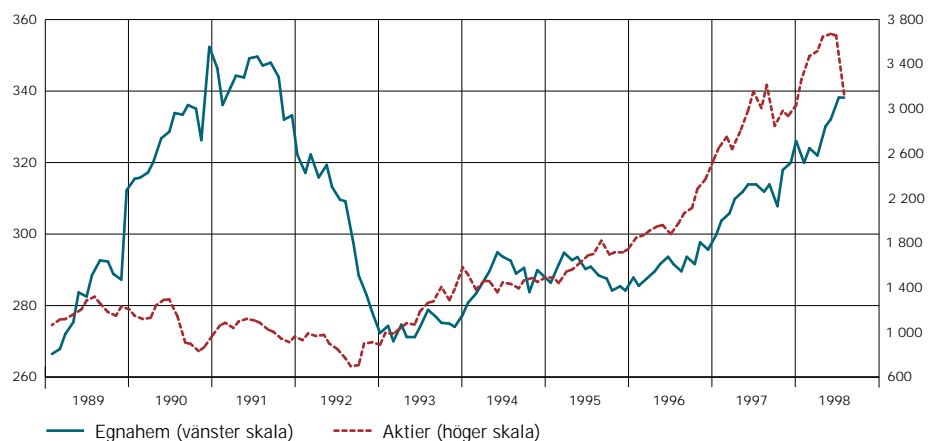
*Sammantaget bedöms nettoexporten ge ett mindre bidrag
till BNP-tillväxten i första hand i år, men i viss mån även
1999 och 2000 jämfört med vad som förutsågs i föregående
inflationsrapport.*

PRIVAT KONSUMTION STIGER

Privat konsumtion har uppvisat en uppåtgående
trend sedan andra halvåret 1996 (se diagram 21 i
bilagan). I huvudsak har uppgången drivits av kon-
sumtionen av varaktiga varor, som bilar, möbler, vit-
varor, elektronik och övriga fritidsartiklar. Dessa
varor har ett stort importinnehåll. Även vissa typer av
tjänster såsom underhållning och nöje, restaurang,
teletjänster och utlandsresor har uppvisat stora
ökningstal. Konsumtionen av livsmedel och boende-
tjänster har inte ökat i samma takt men dessa har
normalt heller inte något uttalat konjunkturmönster.
Denna del utgör drygt 40 procent av den totala pri-
vata konsumtionen. Flera faktorer bidrar till att för-
klara konsumtionsuppgången. Hushållens förmö-

Diagram 8.

Prisindex egnahem,
löpande priser, (index:
1981=100) och
Stockholms Fondbörs
generalindex* (index:
1979-12-30=100)



*Senaste observationen 1998-08-31.
Källor: SCB och Stockholms Fondbörs.

genhet, framtidsförväntningar och inkomstutveckling drar nu åt samma håll.

Under första halvåret 1998 ökade den privata konsumtionen med 2,5 procent, vilket var något mer än väntat. Den senaste statistiken tyder på att denna utveckling fortsätter även under andra halvåret.

Tillgångspriserna speglar hushållens framtidsförväntningar och är samtidigt en indikator på hur hushållens förmögenhet utvecklas. Småhuspriserna har hittills i år ökat med 8 procent. Under den senaste tiden har oro och fallande kurser präglat utvecklingen på världens börser. Stockholmsbörsen har stigit mycket kraftigt de senaste tre åren. Sedan

toppen i juli 1998 har börsen emellertid fallit tillbaka till den nivå som rådde vid årsskiftet 1997/98 (se diagram 8).

Kortsiktiga kursrörelser torde ha ett begränsat genomslag på konsumtionsutvecklingen. En djupare och mer långvarig nedgång skulle dock kunna få vissa negativa återverkningar, i första hand via förväntningsbildningen. Prissättningen av s.k. OMX-optioner visar att marknadsaktörerna bedömer sannolikheten för en fortsatt nedgång i aktiepriserna som större än sannolikheten för en uppgång (se fördjupningsruta "Implicita fördelningar för OMX-index" nedan).

IMPLICITA FÖRDELNINGAR FÖR OMX-INDEX

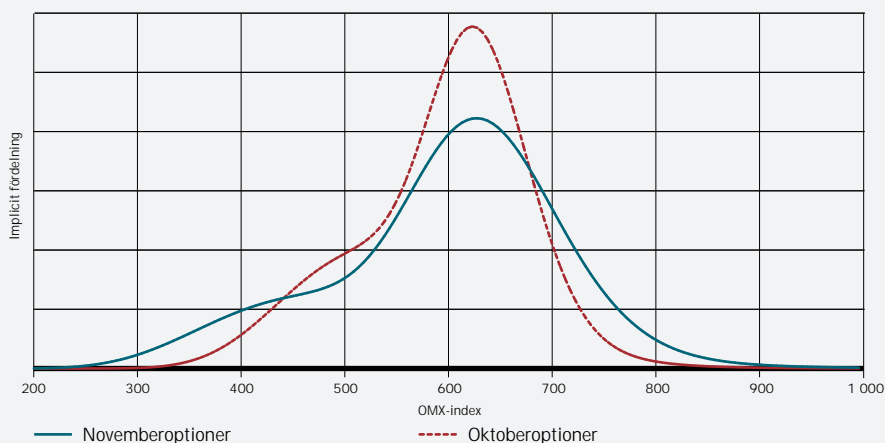
Med utgångspunkt från priserna på olika derivatinstrument²⁸ går det att skapa en bild av marknadens förväntningar om aktieprisutvecklingen. Om det finns ett tillräckligt stort antal optionsnoteringar med samma löptid är det möjligt att uppskatta marknadsaktörernas sannolikhetsfördelning för de framtida aktiepriserna och avgöra om sannolikheten för ett aktieprisfall bedöms som större än sannolikheten för en aktieprisuppgång.

Beräkningar av detta slag har gjorts för det svenska OMX-indexet. Eftersom OMX innehåller de 30 mest omsatta aktierna (värdeviktat) på Stockholmsbörsen bör detta index fungera som en god indikator på marknadens förväntningar om börsen som helhet. Metoden

28 Derivatinstrument är finansiella instrument vars värde beror på en eller flera underliggande tillgångars pris. Exempel på derivatinstrument är optioner som ger innehavaren en rättighet, men inte en skyldighet, att köpa eller sälja en viss tillgång i framtiden till ett förutbestämt pris.

Diagram R10.

Implicit fördelning för OMX-index 23 oktober respektive 27 november 1998 enligt optionsnoteringar per den 17 september 1998. Värdet på OMX-index var vid skattningstillfället 598,1.



Källa: Riksbanken.

som används för att skatta de implicita fördelningarna bygger på ett antagande om den underliggande fördelningens funktionsform.²⁹ Metoden gör det möjligt att erhålla såväl symmetriska som skeva sannolikhetsfördelningar. Det går även att fånga upp implicita fördelningar med hög sannolikhet för extremvärden, dvs. fördelningar med tjocka "svansar". Dessutom är det möjligt att erhålla implicita fördelningar med två "toppar", vilket kan vara användbart i situationer där marknaden bedömer att det finns två mycket olika scenarier som kan inträffa med relativt stor sannolikhet.

Diagram R10 visar de implicita fördelningarna för OMX-index den 23 oktober respektive 27 november 1998, estimerade med hjälp av optionsnoteringar per den 17 september 1998.³⁰ Som framgår av diagrammet har den implicita fördelningen för novemberoptionerna större spridning än fördelningen för oktoberoptioner-

na. Detta är naturligt eftersom osäkerheten om det framtida utfallet blir större då prognoshorisonten blir längre. Båda fördelningarna uppvisar klart markerad negativ skevhet, dvs. vänstersvansarna är längre och tjockare än högersvansarna. Sannolikheten för stora nedgångar bedöms alltså vara större än sannolikheten för stora uppgångar vilket tyder på att marknadsaktörerna är oroliga för fortsatta prisfall på aktier.

29 Mer specifikt används en blandning av viktade lognormalfördelningar. Se Hörtdahl, P. (1998), "Implicita fördelningar för OMX-index", Metod-PM, Sveriges riksbank, för en mer utförlig beskrivning av metoden. Se även Melick, W.R. och C.P. Thomas (1997), "Recovering an Asset's Implied PDF from Option Prices: An Application to Crude Oil during the Gulf Crisis", Journal of Financial and Quantitative Analysis, 32, sid. 91–115.

30 Notera att de skattade fördelningarna är de som skulle gälla om marknadens aktörer vore riskneutrala.

Utvecklingen av hushållens inkomster, förmögenheter och framtidsförväntningar pekar på en god tillväxt av privat konsumtion de närmaste åren.

Hushållens förväntningar om den egna ekonomin har fortsatt stiga sedan föregående inflationsrapport och hushållen är trots oron på senare tid optimistiska i ett historiskt perspektiv (se diagram 22 i bilagan).

Hushållens reall disponibla inkomster bedöms stiga väsentligt under prognosperioden. Utvecklingen beror på flera faktorer; stigande reallöner, ökad sysselsättning och mindre åtstramande effekter från finanspolitiken.

Den samlade bedömningen är att uppgången i privat konsumtion förväntas ske tidigare och bli något starkare än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Tillväxttakten förväntas därför bli något starkare i år och nästa år men något svagare 2000.

Hushållens sparkvot sjönk till 0,8 procent 1997. Den gynnsamma utvecklingen av de disponibla inkomsterna förväntas dock kunna möjliggöra en viss uppgång i sparandet under prognosperioden trots den starka konsumtionstillväxten.

Sammantaget bedöms utvecklingen av privat konsumtion bli något starkare i år och nästa år än bedömningen i förra inflationsrapporten. Tillväxttakten förväntas i huvudscenariot bli knappt 3 procent i år, drygt 3 procent nästa år samt omkring 2,5 procent 2000.

OFFENTLIG KONSUMTION ÖKAR NÅGOT
Finanspolitiken är viktig för penningpolitikens utformning av flera skäl. I ett konjunkturellt perspektiv påverkar finanspolitiken efterfrågeläget i ekonomin och därmed inflationstrycket. Samtidigt är finanspolitiken i ett längre perspektiv av central betydelse eftersom tvivel på den långsiktiga hållbarheten i de offentliga finanserna kan få negativa återverkningar, t.ex. i form av en svagare växelkurs, vilket ökar inflationsriskerna.

I vårpropositionen aviserade regeringen en satsning på kommunal sysselsättning motsvarande 4 miljarder kronor årligen 1998–2001. I föregående inflationsrapport antogs att denna satsning skulle få ett visst genomslag redan i år. Enligt nationalräkenskaperna har den kommunala konsumtionen ökat snabbare än väntat under första halvåret i år. Detta tyder på att de ökade statsbidragen till kommunerna

kan komma att få ett något starkare och snabbare genomslag på verksamheten än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport.

De ökade statsbidragen till kommunerna får ett något starkare genomslag på verksamheten än förväntat.

Finanspolitiken måste fortfarande beskrivas som stram men kommer i mindre utsträckning än under de senaste åren att bidra till att dämpa efterfrågan i ekonomin. Effekten av förändrade skatter och transfereringar bedöms dock vara dämpande på hushållens inkomster både i år och nästa år. Hushållens disponibla inkomster förväntas trots detta växa till följd av ökad sysselsättning och reallön.

De offentliga finanserna har förbättrats markant under senare år. Den offentliga sektorns finansiella sparande förväntas i år bli positivt för första gången sedan 1990. De kommande åren bedöms de offentliga finanserna stärkas ytterligare.

Saneringen av statsfinanserna har bidragit till ett ökat förtroende för den samlade ekonomiska politiken. Det är viktigt att det förtroende som uppnåtts bibehålls och att ett visst finanspolitiskt handlingsutrymme skapas genom överskott i de offentliga finanserna under kommande år.

Offentlig konsumtion bedöms utvecklas något starkare under prognosperioden än vad som tidigare förväntades.

BRUTTOINVESTERINGARNA STIGER LÅNGSAMMARE

Under första halvåret 1998 ökade de totala bruttoinvesteringarna med 10,6 procent jämfört med motsvarande period 1997 (se diagram 24 i bilagan). Det innebär att investeringsvolymen under helåret 1998 sannolikt kommer att överträffa bedömningen i föregående inflationsrapport. Det är särskilt vissa branscher utanför industrin, såsom energisektorn, handeln och uthyrning/företagsservice, som uppvisat stora volymökningar under första halvåret, men även de offentliga investeringarna har ökat mer än väntat. Industrins bruttoinvesteringar ökade med 9,0 procent under första halvåret, vilket ligger i linje med Riksbankens tidigare bedömning

SCB:s investeringsenkät, som genomfördes under

maj, visade att många av de tillfrågade företagen hade reviderat upp sina investeringsplaner för 1998.

Inom industrin är dock konjunkturbilden något splittrad. Enligt Konjunkturinstitutets barometerundersökningar har bedömningen av orderstock och färdigvarulager indikerat ett gott konjunkturläge. Vidare tyder företagens produktionsplaner och planerade ökning av produktionskapaciteten på fortsatt optimism. Samtidigt tycks emellertid orderingen ha utvecklats tämligen svagt. SCB:s orderstatistik indikerar att orderingen från såväl hemmamarknaden som exportmarknaden dämpats sedan slutet av 1997. Inköpschefsindex för både juli och augusti visade också lägre indextal än för motsvarande månader i fjol. Detta tyder på att den svenska industrikonjunkturen kan vara på väg att försvagas.

Effekterna på bruttoinvesteringarna av den försämring av industrikonjunkturen, som nu kan skönjas, är svarbedömd. Investeringsutvecklingen i industrin bedöms dämpas under 1999 och bli svagare jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport.

En något svagare industrikonjunktur antas dämpa investeringarna under 1999 och 2000.

Bostadsinvesteringarna var i stort sett oförändrade under första halvåret 1998 jämfört med första halvåret 1997. Det finns dock tydliga tecken på en vändning. Enligt preliminär statistik från SCB ökade antalet påbörjade lägenheter i nybyggnad med 12 procent under första halvåret 1998. Konjunkturinstitutets junibarometer visade också på en förbättring av byggkonjunkturen. Bostadsinvesteringarna förväntas därför öka såväl i år som de närmast kommande åren. Stocken av lediga lägenheter är fortfarande mycket stor, i synnerhet utanför storstadsregionerna. Byggandet förväntas därför ligga under den nivå som långsiktigt krävs för att kompensera för kapitalförslitning och befolkningstillväxt.

Sammantaget bedöms bruttoinvesteringarna komma att öka tämligen starkt i år men ökningen mattas av något under 1999 och 2000. Industrikonjunkturen försvagas, vilket kan komma att dämpa investeringarna i industrin något de närmaste åren. Bedömningen att bostadsinvesteringarna kommer

att återhämta sig har fått ytterligare stöd sedan föregående inflationsrapport.

BNP ÖKAR MED Knappt 3 procent

Den svenska ekonomin befinner sig i vad som förefaller vara en stabil konjunkturuppgång. Tillväxten förväntas i Riksbankens huvudscenario bli god under hela prognosperioden. Bilden av BNP-utvecklingen och dess sammansättning från föregående inflationsrapport är i stort oförändrad. Nettoexportens bidrag till tillväxten bedöms dock avta något snabbare samtidigt som den inhemska efterfrågans betydelse ökar.

BNP bedöms öka med knappt 3 procent per år under prognosperioden.

Sammantaget bedöms BNP i huvudscenariot öka med knappt 3 procent per år under prognosperioden. Detta innebär en viss upprevidering för 1998 och en mindre nedrevidering för 1999 och 2000 jämfört med föregående inflationsrapport.

ÖKANDE SYSSELSÄTTNING

Sysselsättningsläget fortsätter att förbättras inom alla sektorer. Antalet sysselsatta ökade med nästan 60 000 personer mellan maj–augusti i år och motsvarande period förra året. En tredjedel av denna ökning skedde inom den offentliga tjänstesektorn. Arbetslösheten

har fortsatt att falla jämfört med föregående år, om än i långsammare takt än i början av året. När konjunkturen vänder och efterfrågan på arbetskraft börjar öka, brukar personer som av olika skäl valt att stå utanför arbetsmarknaden åter börja söka arbete. Arbetskraften har efter en nedgång under slutet av 1997 åter börjat öka, (se diagram 9).

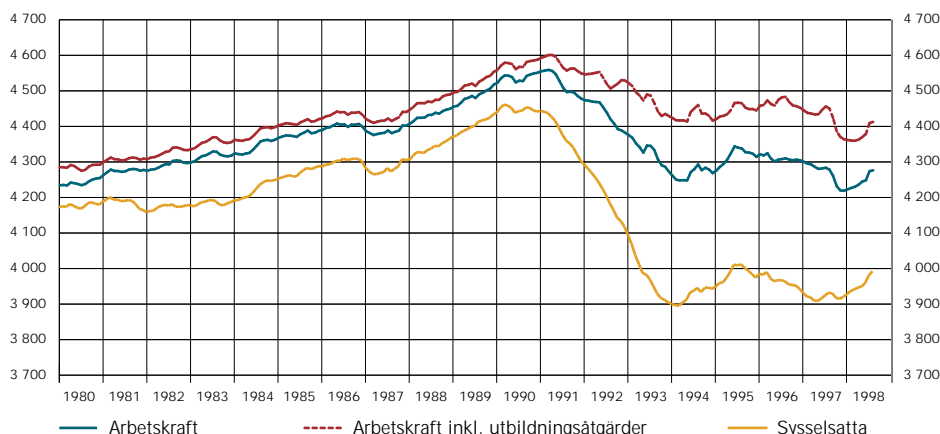
De närmaste åren bedöms sysselsättningen komma att öka i takt med att efterfrågan förstärks, men inga dramatiska förändringar väntas.

Flera tecken visar på att aktiviteten stiger på arbetsmarknaden. Antalet fasta tjänster har börjat öka och antalet undersysselsatta har fortsatt att minska. Där emot fortsätter arbetsmarknaden uppvisa trögheter i rekryteringen till nyanmällda lediga platser. Antalet kvarstående lediga platser var dubbelt så stort 1997 som 1993, trots en likartad nivå för den totala arbetslösheten. Detta indikerar att det idag tar längre tid att tillsätta vakanser.

De närmaste åren bedöms sysselsättningen fortsätta att öka i takt med att inhemska efterfrågan förstärks. En god produktivitetsutveckling i kombination med vissa svårigheter att fylla vakanser gör att ingen dramatisk ökning i sysselsättningen förväntas. Den kraftiga minskningen av arbetslösheten fram till sommaren bedöms avta, eftersom arbetskraften beräknas öka redan under nästa år.

Diagram 9.

Arbetskraft och sysselsatta. Säsongsrensade värden, tre månaders glidande medeltal, tusental



Anm. Med utbildningsåtgärder menas utbildning som klassificeras som arbetsmarknadspolitiska åtgärder t.ex. arbetslivsutveckling, arbetsplatsintroduktion och arbetsmarknadsutbildning. Dessa ingår inte i arbetskraften enligt SCB:s definition.
Källa: SCB.

LÖNER OCH PRODUKTIVITET GENERERAR

MÅTTLIGT MEN STIGANDE PRISTRÖCK

Löneökningarna i hela ekonomin har sjunkit under första kvartalet 1998 men väntas stiga under resten av året i takt med att lönepåslagen från avtalsrörelsen registreras. I genomsnitt har löneökningarna hittills under 1998 varit 2,4 procent. Tjänstemännen i den privata sektorn har fått de största löneökningarna under 1998, i genomsnitt 4,1 procent. De flesta avtal är treåriga, med rätt att säga upp avtalet efter två år. Utvecklingen väntas ligga i linje med huvudscenariot i föregående inflationsrapport där lönerna bedömdes öka med 3,5–4,0 procent per år under perioden 1998–2000.

Produktivitetens utvecklingen förväntas dämpas något men förbli på en relativt hög nivå. Lönerna väntas stiga 3,5–4 procent per år.

Produktivitetstillväxten har varit god de senaste åren och denna utveckling har fortsatt under första halvåret i år. I ekonomin som helhet ökade arbetsproduktiviteten med 2,6 procent under årets första sex månader jämfört med motsvarande period i fjol. Arbetsproduktiviteten har historiskt varierat procyklistiskt med undantag av första hälften av 1990-talet. I inledningsskedet till en konjunkturuppgång kan produktionen öka utan att nya produktionsresurser

behöver tas i anspråk. När kapacitetsutnyttjandet är tillräckligt högt, avtar generellt ökningen i arbetsproduktiviteten. Det är därför rimligt att förvänta sig en lägre produktivitetstillväxt framöver, i takt med en fortsatt produktionsuppgång och sysselsättningsökningar. Den bedöms dock förbli på en relativt hög nivå.

Synen på löne- och produktivitetens utvecklingen har inte ändrats på någon avgörande punkt. Sammantaget väntas lönerna stiga med 3,5–4 procent per år 1998–2000. I kombination med en relativt hög produktivitetstillväxt innebär detta att lönekostnaderna per producerad enhet utvecklas gynnsamt under prognosperioden.

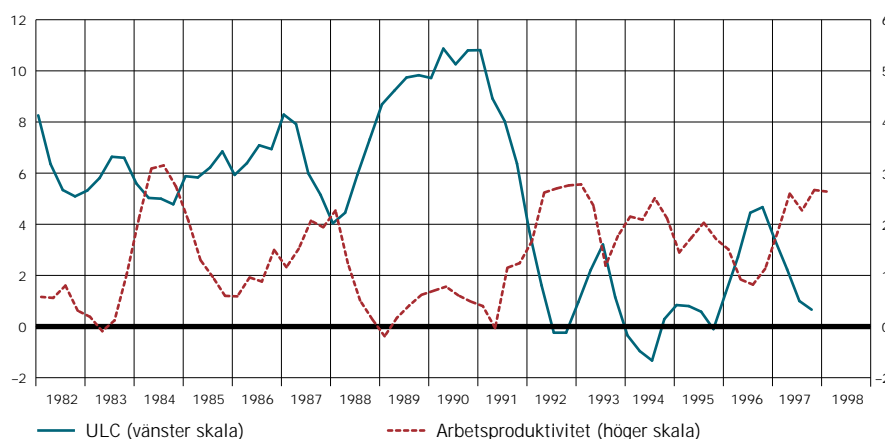
KAPACITETSUTNYTTJANDET STIGER

Det faktiska kapacitetsutnyttjandet i industrin uppgick, enligt SCB, till 90,1 procent under andra kvartalet 1998. Det får betraktas som högt i ett historiskt perspektiv. Enligt Konjunkturinstitutets barometerundersökningar har kapacitetsutnyttjandet de senaste fem kvartalen pendlat mellan 85 och 86 procent³¹. Enligt junibarometern uppgick kapacitetsutnyttjandet till 86 procent. Kapacitetsutnyttjandet i den svenska ekonomin är därmed fortsatt högt.

Konjunkturbarometern för juni visar att det för 27 procent av företagen i tillverkningsindustrin i första hand är tillgången på maskin- och anläggnings-

Diagram 10.

Arbetskraftskostnader per producerad enhet (ULC) och arbetsproduktivitet. Fyra kvartals glidande medeltal, årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

kapacitet som begränsar produktionen, vilket är oförändrat från föregående kvartalsbarometer. I ett historiskt perspektiv är andelen relativt hög, men fortfarande betydligt under de nivåer som noterades så sent som 1995.

Tillgången på arbetskraft tycks generellt inte vara något stort problem för industriföretagen och situationen tycks inte ha ändrats nämnvärt sedan föregående kvartalsbarometer. Närmare 30 procent av företagen uppger dock att de har brist på tekniska tjänstemän.

Inom byggnadsindustrin, som upplevt en markant förbättring av konjunkturläget, har andelen företag som uppger att brist på arbetskraft hindrar en produktionsökning ökat betydligt, från 2 procent enligt marsbarometern till 17 procent i junibarometern.

Kapacitetsutnyttjandet är högt i delar av ekonomin. Både investeringsutvecklingen och tillgången på arbetskraft bedöms dock bli tillräcklig för att generella kapacitetsproblem inte ska uppstå.

Inom tjänstesektorn är det främst tillgången på arbetskraft som kan innebära kapacitetsrestriktioner. Generellt förefaller bristen på arbetskraft inte vara allvarlig även om den stigit under senare tid. Inom vissa branscher och yrkeskategorier tycks dock problemen vara allvarligare. Enligt Konjunkturinstitutets junibarometer rapporterar 29 procent av företagen inom åkeribranschen brist på chaufförer, vilket är den högsta andel som noterats sedan 1990, då Konjunkturinstitutet började med barometerundersökningar av denna bransch. Inom branschen datakonsulter och dataservice har bristen på personal med branschspecifik kompetens, enligt barometern, snarast minskat något även om bristtalet fortfarande är mycket högt. Också inom annan uppdragsverksamhet är bristen på arbetskraft hög. Detta tyder på att kapacitetsutnyttjandet i tjänstesektorn för närvarande är relativt högt.

Enligt de ekonometriska ansatser som används uppskattas produktionsgapet till mellan 0,6 och -1,1 procent andra kvartalet 1998, vilket i stort är oförändrat från föregående inflationsrapport. Dessa mätt

har dock påverkats av det starka utfallet för andra kvartalet. Med den BNP-tillväxt som prognosticeras, kan produktionsgapet förväntas vidgas något under andra halvåret 1998. Mycket tyder på att det fortfarande finns en överkapacitet i ekonomin som helhet, varför produktionen torde kunna öka i enlighet med prognosen utan att inflationstrycket ökar påtagligt.

Sammantaget tyder tillgängliga undersökningar av kapacitetsutnyttjandet och tillgången på produktionsfaktorer på att resursutnyttjandet är högt inom delar av ekonomin. Investeringsutvecklingen och tillgången på arbetskraft bedöms dock bli tillräckligt stort för att generella kapacitetsproblem inte ska uppstå. Det kan därför komma att finnas kvar en viss överkapacitet i ekonomin även på två års sikt. Inom vissa sektorer i ekonomin kan dock flaskhalsproblem uppstå, till följd av brist på personal.

Temporära effekter

Riksbanken utgår normalt i sin inflationsbedömning från kända förändringar i finanspolitiken. Sedan föregående inflationsrapport har inga nya förslag lagts på förändringar av indirekta skatter och subventioner för 1998, 1999 eller 2000.

Under 1998 påverkas konsumentpriserna främst av sänkningen av tobaksskatten och fastighetsskatten samt höjningen av ROT-avdraget. Sammantaget bidrar dessa åtgärder med -0,6 procentenheter till KPI:s förändring.

Under 1999 påverkas KPI främst av att ROT-avdraget och den särskilda fastighetsskatten på vattenkraftverk avskaffas, att avtrappningen av vissa räntebidrag för flerfamiljshus minskas, att taxeringsvärdena för småhus fryses samt av införandet av en avfallsskatt. Dessa förslag beräknas sammantaget höja KPI med 0,1 procentenheter.

För 2000 är utgångspunkten att taxeringsvärdena för bostäder åter indexeras i linje med nu gällande beslut. I föregående inflationsrapport antogs att fastighetsskatten endast skulle påverkas av prisutvecklingen på bostäder mellan 1998 och 1999, vilket bedömdes höja KPI med 0,1 procent. Den information som nu föreligger indikerar dock att

prisutvecklingen under perioden juli 1996 till juni 1999 kommer att ligga till grund för indexeringen. Detta bedöms höja KPI med ca 0,5 procent. Förändringen i beräkningsförfarandet påverkar bedömningen av KPI men inte måtten på underliggande inflation. I nuläget är det emellertid osäkert om indexeringen kommer att realiseras under 2000.

Räntekostnader för egnahem har fallit med 5,4 procent hittills under 1998. Trots att långräntorna under prognosperioden förväntas stiga något fortsätter hushållens räntekostnader sjunka och hålla tillbaka förändring i KPI, med 0,2 till 0,5 procentenheter per år. Orsaken till att hushållens räntekostnader fortsätter att falla trots att räntorna förväntas stiga något sammanhänger med hushållens bundna lån. De bundna lån som omsätts under prognosperioden kommer att sättas om till en lägre ränta, vilket medför lägre räntekostnader hushållen.

Tabell 1.

Temporära effekter. Bidrag till förändringen i konsumentpriserna, december till december 1998 och 1999, september till september 2000

	1998	1999	2000
Ändrade indirekta skatter och subventioner, exkl. indexering av taxeringsvärden	-0,6	0,3	0,0
Tillfällig frysning av taxeringsvärden för bostäder	-0,2	-0,2	0,4
Ändrade räntekostnader	-0,5	-0,2	-0,3
Summa temporära effekter	-1,3	-0,2	0,1
Indexering av taxeringsvärden för bostäder	0,0	0,0	0,1
Summa effekter på KPI	-1,3	-0,2	0,3

Anm. Summan av delposterna kan avvika från de redovisade talen till följd av avrundningar.
Källa: Riksbanken.

Totalt sett bedöms temporära effekter dämpa inflationen mätt med KPI med 1,3 procentenheter under 1998. Den enda skillnaden sedan föregående inflationsrapport kommer från räntekostnader för egnahemsägarna som bedöms utvecklas svagare.

Under 1999 bedöms temporära effekter hålla tillbaka inflationen med ca 0,2 procentenheter. De första tre kvartalen 2000 bedöms temporära effekter och höjd fastighetsskatt höja inflationen med 0,3 procentenheter.

Inflationsförväntningar

INFLATIONSFÖRVÄNTNINGAR PÅ LÅNG SIKT I LINJE MED MÅLET

Genom att studera de implicita terminsräntorna kan man få en uppfattning om hur de korta räntorna förväntas utvecklas över tiden. Terminsräntornas förlopp på kort- och medellång sikt kan i huvudsak sägas bero på marknadens förväntningar om framtida penningpolitik och inflation. De långa terminsräntornas utveckling beror å andra sidan främst på hur förtroendet för den samlade ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet utvecklas.

Den medelfristiga implicita terminsräntan (med likvid om ett till två år) påverkas både av förväntningar om kommande penningpolitik och inflationsförväntningar. Inflationsförväntningarna har varit förhållandevis stabila sedan föregående inflationsrapport, men till följd av reporäntesänkningen i början av juni har de medelfristiga terminsräntorna sjunkit ca 0,2 procentenheter (se diagram 32 i bilagan).

De långa terminsräntorna (med likvid om tio år) avspeglar förväntningar om inflationsutvecklingen på längre sikt. De långa terminsräntorna har sjunkit med ca 0,2 procentenheter sedan föregående inflationsrapport. Nedgången hittills under 1998 uppgår därmed till ungefär 1,2 procentenheter (se diagram 32 i bilagan). De långa svenska terminsräntorna påverkas också i hög utsträckning av den internationella långränteutvecklingen. De långa tyska terminsräntorna har sjunkit ca 0,8 procentenheter och de amerikanska med ca 0,3 procentenheter sedan före-

31 Till skillnad från SCB:s undersökning av kapacitetsutnyttjandet, som avser kvartalet som helhet, avser konjunkturbarometerens kapacitetsutnyttjande en uppskattning vid undersökningstillfället. Kapacitetsutnyttjandet enligt barometern redovisas endast som hela procenttal.

gående inflationsrapport (se diagram 33 i bilagan).

Ett sätt att kvantitativt uppskatta trovärdigheten för den svenska ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet är att beräkna den långa terminsräntedifferensen mot Tyskland. Denna differens, som i föregående inflationsrapport var negativ, har stigit ungefär 0,6 procentenheter och ligger nu på ca 0,5 procentenheter (se diagram 34 i bilagan). Trots att den långa terminsräntedifferensen har ökat något tycks trovärdigheten för inflationsmålet vara fortsatt hög.

Trots att den långa terminsräntedifferensen har ökat något tycks trovärdigheten för inflationsmålet vara fortsatt hög.

Den höga trovärdigheten för inflationsmålet avspeglas även i de långsiktiga inflationsförväntningarna härledda ur skillnaden mellan långsiktiga nominella och reala terminsräntor (6–16 år).³² De långsiktiga inflationsförväntningarna, mätta på detta sätt, har gått ned 0,2 procentenheter sedan föregående inflationsrapport och ligger för närvarande på ca 2,4 procent. Då måttet även inkluderar riskpremier betyder detta att de långsiktiga inflationsförväntningarna ligger väl i linje med inflationsmålet på 2 procent.

ENKÄTERNA INDIKERAR FORTSATT LÅG INFLATION

Hushållens inflationsförväntningar har visat sig vara en god indikator på konsumentprisutvecklingen på ett års sikt.³³ Under senare år har dessa pendlat mellan 1 och 3 procent. Hittills i år har de legat stabilt strax över 1 procent.

Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer mäter en gång per kvartal inflationsförväntningarna på ett års sikt inom industri- och tjänstesektorn. Båda undersökningarna visade i juni förväntningar på 1,1 procent. Inom industrin har de sjunkit något sedan föregående kvartal, medan de var oförändrade inom tjänstesektorn.

Prospera, som på uppdrag av Riksbanken mäter inflationsförväntningarna på ett, två och fem års sikt hos arbetsmarknadens parter, inköpschefer och penningmarknadsaktörer, visar en något splittrad

bild i undersökningen i september. Aktörerna på penningmarknaden har fortsatt att revidera ned förväntningarna sedan föregående undersökning i maj. Samtidigt har inköpscheferna reviderat upp förväntningarna något, mest på kort sikt (se tabell 2 i bilagan). Förväntningarna bland arbetsmarknadens parter var i stort sett oförändrade. För alla kategorier som tillfrågats är den väntade inflationen på fem års sikt i linje med Riksbankens mål.

Den förväntade inflationen är låg på kort sikt och i linje med inflationsmålet på längre sikt.

Aragon mäter kvartalsvis vilken inflation investerarna på den svenska obligationsmarknaden förväntar sig i genomsnitt under de kommande två respektive fem åren. Dessa förväntningar har sjunkit något under sommaren och uppgick i augusti till 1,3 respektive 1,8 procent. Inflationförväntningarna på tre till fem års sikt kan beräknas implicit. Dessa var i augusti 2,2 procent vilket är samma nivå som vid undersökningen i maj (se diagram 37 i bilagan).

I de prognoser som presenteras av externa bedömare sedan föregående inflationsrapport har inflationsutsikterna reviderats ner ytterligare och ligger i genomsnitt något under 1 procent för 1998 och något över 1 procent för 1999. För 2000 ligger prognoserna ungefär i linje med Riksbankens inflationsmål (se diagram 39 i bilagan).

Sammantaget är inflationsförväntningarna, såsom de avspeglas på de finansiella marknaderna och i olika enkäter, fortsatt låga på kort sikt. På längre sikt förväntas inflationen vara i linje med Riksbankens inflationsmål.

Inflationsprognosen i huvudscenariot

Riksbankens inflationsbedömning baseras på antagandet att reporäntan hålls oförändrad under den kommande tvåårsperioden. De monetära förhållandena har efter sänkningen av reporäntan i juni och kronförsvagningen under sommaren blivit mer expansiva. Kronan antas emellertid följa en appre-

cierande bana samtidigt som de långa räntorna väntas stiga något. Den sammantagna effekten av räntor och växelkurs bedöms därmed successivt bli mindre expansiv under prognosperioden.

Trots att en viss nedrevidering av den *internationella inflationen* gjordes i föregående inflationsrapport finns det skäl att tro att utvecklingen blir ännu något svagare än vad som då bedömdes troligt. De viktigaste orsakerna är ett fortsatt fall i priserna på olja och andra råvaror samt något sämre tillväxtutsikter i OECD-området till följd av bl.a. Asienkrisen. Detta innebär att de internationella exportpriserna väntas utvecklas svagare än vad som förutsågs tidigare. Detta motverkas dock av en svagare krona. Sammantaget framstår importprisutvecklingen som fortsatt dämpad, vilket ligger i linje med den bedömning som gjordes i föregående inflationsrapport.

Importprisutvecklingen bedöms bli svag under prognosperioden, i linje med tidigare bedömningar.

Bedömningen av *aktivitetsnivån* i den svenska ekonomin är i stort oförändrad även om efterfrågans sammansättning förskjutits något. Inhemsk efterfrågan och i synnerhet privat och offentlig konsumtion förväntas utvecklas något starkare i år än vad som antogs i föregående inflationsrapport, samtidigt som nettoexporten utvecklas svagare.

Den samlade bedömningen av aktivitetsnivån i den svenska ekonomin är i stort oförändrad.

I huvudscenariot förväntas tillväxten bli knappt 3 procent per år de kommande åren. Denna ökning av den aggregerade efterfrågan förväntas kunna realiseras med endast ett måttligt stigande inflationstryck. Investeringsutvecklingen och tillgången på arbetskraft bedöms bli tillräcklig för att undvika att mer generella kapacitetsproblem uppstår för ekonomin som helhet. Det kan därför komma att finnas kvar en viss överkapacitet i ekonomin även på två års sikt. Bedömningen av utvecklingen av produktivitet och löner är oförändrat positiv i detta tidsperspektiv.

Ingen ny information om förändringar av indirekta skatter eller subventioner som ger upphov till

temporära effekter på KPI har tillkommit sedan föregående inflationsrapport. Beräkningen av genomslaget av ett återinförande av indexeringen av fastighets-skatten 2000 har dock reviderats upp vilket påverkar KPI med knappt en halv procentenhet detta år. I det fall indexeringen inte genomförs, kommer detta att innebära att konsumentprisutvecklingen dämpas under 2000. Nedgången i långräntan har å andra sidan föranlett en viss nedjustering av prognosen för hushållens räntekostnader. Under det närmaste året bidrar skattesänkningar och räntekostnader till att dra ner förändringen i KPI med drygt 1 procentenhet. Dessa effekter kommer dock successivt att avta.

Inflationsförväntningarna är på kort sikt dämpade. På längre sikt ligger de i linje med inflationsmålet.

Inflationsförväntningarna ligger till grund för pris- och lönesättningsbeslut och är därför en viktig komponent i inflationsprocessen. Den samlade bilden av inflationsförväntningarna som den mäts i enkäter, från långräntor eller i olika bedömares prognoser, är att marknadsaktörerna räknar med en fortsatt dämpad inflationsutveckling. På kortare sikt förväntas inflationstakten komma att underskrida inflationsmålet. På längre sikt, från två år och framåt, ligger förväntningar mer i linje med målet.

Riksbankens bedömning av inflationen i huvudscenariot är i huvudsak oförändrad från föregående inflationsrapport. Inflationstakten väntas bottna under andra halvåret 1998 för att sedan successivt stiga under prognosperioden, bland annat som ett resultat av en stigande aktivitetsnivå i svensk ekonomi.

Riksbankens inflationsbedömning i huvudscenariot är i huvudsak oförändrad från föregående inflationsrapport. Inflationen förväntas bottna under det andra halvåret 1998 och sedan successivt stiga under prognosperioden.

32 De nominella och reala terminsräntorna utgörs av de idag överenskomna tio-åriga nominal- och realräntorna, om sex år.

33 Se fördjupningsruta "Hushållens inflationsförväntningar" i Inflationsrapport 1997:4.

Den bedömning som Riksbanken gör är att inflationen, mätt som tolv månaderstal, vid oförändrad reporänta kommer att uppgå till 0,1 procent i december 1998, 1,3 procent i december 1999 och 1,9 procent september 2000. Den underliggande inflationen, som den mäts med UND1, bedöms uppgå till 1,4 procent i december 1998, 1,6 procent i december 1999 och 2,0 procent september 2000.

Vid oförändrad reporänta bedöms den underliggande inflationen stiga svagt. Inflationen, mätt som tolv månaderstal i KPI, väntas uppgå till 0,1 procent i december 1998, 1,3 procent i december 1999 och 1,9 procent september 2000. Årsgenomsnittet beräknas uppgå till 0,6 procent 1998 och 0,8 procent 1999.

Osäkerheten i inflationsbedömningen

Inflationsbedömningen i huvudscenariot är det utfall som Riksbanken anser vara mest sannolikt. Den konjunktur- och inflationsprognos som redovisas är av olika orsaker förenad med osäkerhet. Det är därför viktigt att penningpolitiken också beaktar alternativa utvecklingsvägar för inflationen. Dessa alternativa utvecklingsvägar liksom den allmänna osäkerhet som inflationsbedömningar alltid är förenade med, kan åskådliggöras med osäkerhetsintervall kring inflationsprognosen i huvudscenariot.³⁴

Osäkerhetsintervallen och inflationsprognosen i huvudscenariot är uppskattade under antagandet om oförändrad penningpolitik under den kommande tvåårsperioden. Intervallen illustrerar med andra ord osäkerheten i den prognos över inflationen som penningpolitiken baseras på.³⁵ Osäkerheten i inflationsutvecklingen är emellertid i verkligheten mindre än vad intervallen ger sken av eftersom penningpolitiken löpande avvägs för att föra inflationen i linje med målet.

Osäkerhetsintervallen och prognosen i huvudscenariot utgår också normalt sett från kända förändringar i finanspolitiken. Detta innebär att den osäkerhet som kan finnas beträffande framtida för-

ändringar av indirekta skatter och subventioner inte återspeglas i osäkerhetsintervallen. Detta gäller t.ex. indexeringen av fastighetskatten 2000. En utebliven indexering skulle innebära att inflationen, mätt med KPI, dämpades med 0,5 procentenheter jämfört med huvudscenariot.

I de tre senaste inflationsrapporterna har Asienkrisen och dess effekter på den internationella konjunkturen varit en källa till osäkerhet. Sedan rapporten i juni har krisen fördjupats. Råvaruprisfallet har fått konsekvenser för Ryssland, Norge och flera länder i Latinamerika. Dessutom har osäkerheten om den japanska ekonomin ökat. Den inhemska efterfrågan i Japan har ännu inte tagit fart trots stimulerande monetära förhållanden och expansiv finanspolitik.

Svagare internationell konjunktur och ytterligare försvagningar av de asiatiska valutorna kan komma att få avsevärda negativa effekter på svensk export.

Även om Asienkrisen har fördjupats och fått följdverkningar i andra delar av världen är det fortfarande osäkert hur stor återhållande effekt detta kommer att ha på den internationella konjunkturen. Effekterna kan mycket väl bli större än vad som förutses i huvudscenariot. Svagare internationell konjunktur och ytterligare försvagningar av de asiatiska valutorna kan komma att få avsevärda negativa effekter på svensk export.

Den i huvudscenariot antagna långsamma konjunkturdämpningen i Storbritannien och USA kan därmed också bli kraftigare än väntat eftersom en stor del av amerikansk export går till Asien.³⁶ Risken för detta bedöms vara större än i föregående inflationsrapport. Dessutom har en del av ökningen i privat konsumtion i USA kommit till stånd genom att hushållen sparat mindre, sannolikt beroende på förmögenhetsökningar via stigande aktiekurser. Lägre tillgångspriser i kölvattnet av Asienkrisen kan då ha den omvända effekten och dämpa den privata konsumtionen.

Sammantaget innebär detta att konjunkturutvecklingen i omvärlden kan komma att bli svagare än vad som är utgångspunkten i huvudscenariot. För

Sverige innebär detta att såväl den importerade inflationen som inflationstrycket i övrigt kan bli lägre än i huvudscenariot.

Den svaga kronkursen utgör en uppåtrisk på inflationen.

Å andra sidan utgör den svaga kronutvecklingen sedan föregående inflationsrapport en uppåtrisk för inflationen. Den nominella TCW-vägda växelkursen har försvagats med nästan 4 procent till ca 124 (se diagram 13 i bilagan). I huvudscenariot bedöms kronförsvagningen vara av temporär natur, huvudsakligen orsakad av kortsiktiga marknadsreaktioner som bl.a. börsoron har genererat. Det går emellertid inte att utesluta att kronkursen förblir på dagens svaga nivå under en längre tid eller sätts under förnyad press i framtiden. Importprisökningar och stimulans effekter som kommer av en sådan utveckling medför i sig ett ökat inflationstryck i ekonomin.

Även den förestående inhemska konjunkturuppgången rymmer på sikt uppåtrisker för inflationen. Mot bakgrund av bl.a. en ökad utlåning till hushållssektorn och tilltagande privat konsumtion finns det risk för att ekonomin framöver kommer att uppvisa överhettningstendenser som kan ge en snabbare uppgång i inflationen än vad som bedöms i huvudscenariot. Det finns också tecken på stigande arbetsbrist

inom tjänste- och byggsektorn trots fortsatt hög arbetslöshet.

Nedåtriskerna för inflationsutvecklingen i huvudscenariot bedöms vara lika stora som uppåtriskerna. Osäkerheten i inflationsbedömningen är större än i junirapporten.

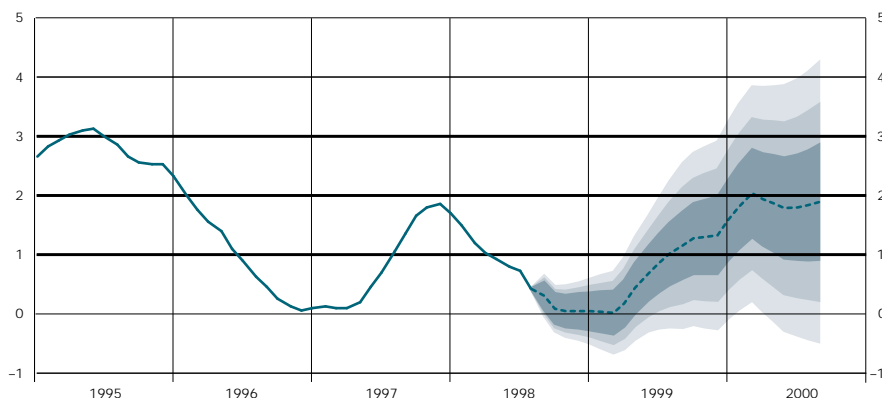
Sammantaget finns det fortfarande betydande nedåtrisker i den internationella utvecklingen främst i form av en sämre än förväntad utveckling i viktiga länder såsom Japan och USA. Å andra sidan finns det uppåtrisker i en varaktigt försvagad krona och i

34 Metoden beskrevs i föregående inflationsrapport. Beräkningen sker med utgångspunkt från en bedömning av osäkerheten i de för inflationen viktigaste variablerna och den precision Riksbanken anser sig ha i sin inflationsbedömning. Uppskattningarna är till viss del subjektiva men baseras på en skattning av historiska samband. En utförligare beskrivning finns i: Blix, Märten och Peter Sellin (1998), "Uncertainty Bands for Inflation Forecasts", Working Paper No. 65, Sveriges Riksbank.

35 Bredden på osäkerhetsintervallet ovanför prognosen i huvudscenariot jämfört med intervallen nedanför illustrerar var tyngdpunkten på osäkerheten bedöms vara. Mer konkret innebär detta att om intervallen ovanför inflationsprognosen är bredare (smalare) än nedan så bedöms risken vara större (mindre) att inflationen kommer att överstiga prognosen än att den kommer att understiga den. Detta innebär att det mest sannolika utfallet, typvärdesprognosen i huvudscenariot, understiger (överstiger) genomsnittet. Annorlunda uttryckt, asymmetrier i osäkerhetsbilden förskjuter det genomsnittliga utfallet från det mest sannolika värdet. Om det inte bedöms finnas någon asymmetrisk risk så kommer intervallen ovan respektive nedan prognosen i huvudscenariot att vara lika stora.

36 Runt 25 procent av den amerikanska exporten går till Asien jämfört med runt 10 procent för de stora europeiska länderna.

Diagram 11.
KPI med osäkerhetsintervall, tre månaders glidande medelvärde.
Procent



Anm: Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket inflationen med 50, 75 och 90 procent 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: Riksbanken och SCB.

den starka svenska konjunkturuppgången. Totalt sett bedöms nedåtriskerna vara lika stora som uppåtriskerna. Med andra ord bedöms sannolikheten för att inflationen på ett till två års sikt ska bli lägre än den i huvudscenariot vara lika stor som att inflationen ska bli högre än den i huvudscenariot. Detta går att utläsa ur diagram 11 som visar hur de ovan skisserade alternativa utvecklingsvägarna och andra riskfaktorer har vägts samman till ett osäkerhetsintervall runt inflationsprognosen i huvudscenariot. Att uppåtriskerna bedöms vara lika stora som nedåtriskerna avspeglas i att osäkerhetsintervallen är symmetriska runt inflationsbanan, vilket skiljer sig från föregående inflationsrapport där nedåtriskerna bedömdes var något större. Osäkerhetsintervallen är bredare än i föregående inflationsrapport beroende på att osäkerheten i inflationsbedömningen är större.

För den underliggande inflationen mätt med UND1, som visas i diagram 12, är osäkerhetsintervallens bredd något mindre än KPI-inflationen. Detta beror i huvudsak på att UND1 bl.a. exkluderar räntekostnader för egna hem som bidrar till ökad osäkerhet i KPI-prognosen. Dock är riskbilden för UND1 på ett till två års sikt ungefär den samma som

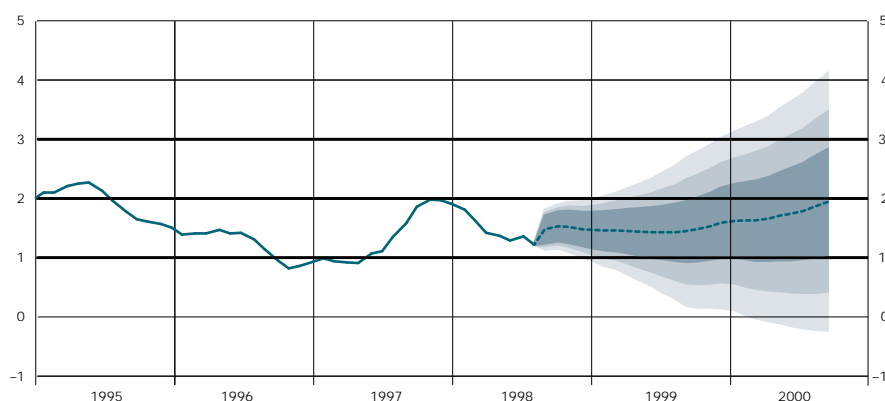
för KPI-inflationen, vilket följer av att osäkerheten i bedömningen i huvudsak härrör från osäkerhet om det framtida utbuds- och efterfrågeläget i ekonomin och dess effekter på prisutvecklingen.

Penningpolitiken avvägs främst med utgångspunkt från en bedömning av inflationen ett till två år framåt i tiden. I huvudscenariot väntas inflationen, mätt som tolv månaderstal i KPI, uppgå till 1,2 procent i september 1999 och 1,9 procent i september 2000.³⁷ Tabell 2 visar med vilken sannolikhet inflationen bedöms hamna inom olika intervall på dessa horisonter. Den samlade bedömningen är att sannolikheten för att inflationen, mätt som KPI, ska hamna över 2 procent på ett års sikt, dvs. i september 1999, är liten. Däremot är risken betydande att inflationen ska understiga den nedre gränsen för toleransintervallet. Mot slutet av prognosperioden är risken ungefär lika stor att inflationen ska understiga den nedre gränsen som att den ska överstiga den övre gränsen. Riskerna är denna gång mer jämt fördelade mellan de olika intervallen än i föregående inflationsrapport.

³⁷ December–december-utvecklingen anges i avsnittet "Inflationsprognosen i huvudscenariot", sid. 40–42.

Diagram 12.

Underliggande inflation (UND1) med osäkerhetsintervall, tre månaders glidande medelvärde. Procent



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket den underliggande 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: Riksbanken och SCB.



Tabell 2.
KPI-inflation.
Sannolikhet i procent för
olika utfall.
Tolvmånaderstal

Sannolikheter KPI-utfall	KPI<1	1<KPI<2	2<KPI<3	KPI>3	Summa
1999 (sep-sep)	39	43	16	2	100
2000 (sep-sep)	26	26	25	23	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för en inflation under 1 procent, mellan 1 och 2 procent, mellan 2 och 3 procent samt över 3 procent.
Källa: Riksbanken.

Slutsatser för penningpolitiken

I detta kapitel diskuteras inflationsutsikterna och de slutsatser som kan dras av detta för penningpolitikens utformning

PENNINGPOLITIKEN SEDAN

DECEMBER 1997

I december 1997 bedömde Riksbanken i den rapport som då publicerades att inflationen skulle överstiga inflationsmålet om 2 procent på ett till två års sikt. Utgångspunkten var bl.a. att ekonomin skulle nå sitt kapacitetstak i slutet av 1999 och att lönerna skulle öka med 4 procent per år 1998–1999. Detta föranledde en höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter som syftade till att minska inflationstrycket på sikt och hålla tillbaka inflationsförväntningarna som hade ökat tidigare under hösten. Inflationsutsikterna var dock inte entydiga. Det konstaterades att den begynnande Asienkrisen skulle kunna leda till en markerad försvagning av den internationella konjunkturen, med större dämpande effekter på prisutvecklingen. Det fanns emellertid även en risk för att högre löneökningar och en svagare produktivitetutveckling skulle kunna resultera i en högre inflation än i huvudscenariot.

I mars 1998 framstod inflationsutsikterna som mer dämpade bl.a. mot bakgrund av Asienkrisen som nu bedömdes vara mer omfattande och långvarig. Olje- och råvarupriserna hade också fallit kraftigt. De löneavtal som hade slutits under vintern pekade mot en förhållandevis återhållsam löneutveckling, i storleksordningen 3,5–4 procent per år under 1998–2000. Därmed hade en av de faktorer som var oroande i december utvecklats relativt väl.

Inflationsförväntningarna hade minskat rejält och låg väl i linje med inflationsmålet också på lång sikt. Den inhemska konjunkturbilden var emellertid i stora drag oförändrad med ett långsamt stigande inflationstryck, men de något svagare tillväxtutsikterna, till följd av den internationella utvecklingen, gjorde att ekonomin som helhet bedömdes nå fullt kapacitetsutnyttjande först någon gång under 2000. I inflationsrapportens huvudscenario förutsågs att inflationen skulle överskrida målet marginellt på ett till två års sikt, vilket talade för en viss skärpning av penningpolitiken under det kommande året. Samtidigt gick det dock inte att utesluta att Asienkrisen kunde förvärras ytterligare. Riksbanken lämnade därför reporäntan oförändrad tills vidare.

Prisutvecklingen under varen var därefter mer dämpad än vad Riksbanken väntat. Prisutvecklingen var speciellt svag på varor och tjänster som importeras eller utsätts för importkonkurrens, delvis beroende på att de internationella olje- och råvarupriserna fortsatte att minska. Bakom denna utveckling låg bl.a. den svaga tillväxten i Asien, som nu också började få vissa återverkningar i andra delar av världsekonomin. Samtidigt ledde de låga inflationsförväntningarna till en fortsatt återhållsamhet i de löneavtal som slöts under året. Riksbankens konjunktursyn var i stort sett oförändrad, men den starka produktivitetutvecklingen indikerade att det skulle finnas kvar en viss överskottskapacitet i ekonomin även på två

års sikt. Sammantaget framstod därför inflationsutsikterna som mer dämpade än tidigare. Inflationen bedömdes i huvudscenariot underskrida inflationsmålet om 2 procent på ett till två års sikt. Den osäkerhetsbedömning som förelåg – med en risk för en

mer betydande internationell konjunktur nedgång – understödde bilden av en mer dämpad inflationsutveckling. Mot denna bakgrund sänktes reporäntan med 0,25 procentenheter den 4 juni.

INFLATION NÄRA TOLERANSINTERVALLETS NEDRE GRÄNS

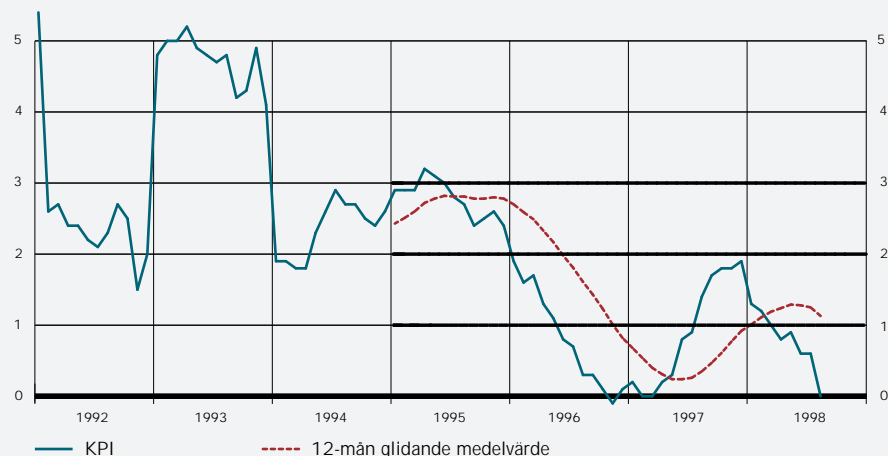
Det toleransintervall som omgärdar Riksbankens inflationsmål avspeglar att penningpolitiken varken kan eller bör försöka kontrollera inflationen på kort sikt. Inflationstal utanför detta toleransintervall kan heller inte uteslutas till följd av t.ex. överraskande råvaruprisfall eller skatteförändringar. Penningpolitiken och inflationsmålet uppfyllelse bör utvärderas i ett lite längre, årligt perspektiv och inte utifrån inflationstal för enskilda månader. Bakgrunden är att det tar tid för penningpolitiken att motverka en oväntad inflationsutveckling och att tillfälliga effekter bör ges en underordnad betydelse i utvärderingen.

Sedan inflationsmålet började gälla 1995 har konsumentpriserna ökat med 1,4 procent i genomsnitt per år. Det innebär att det genomsnittliga utfallet ligger under målet, men inom toleransintervallet. Den underliggande inflationen, mätt med olika mått, har under motsvarande period varit närmare 2 procent. De temporära effekter som håller tillbaka konsumentprisut-

vecklingen har således under de dryga tre år som gått varit större i genomsnitt än de som höjer den.

I augusti 1998 var tolv månaderstalet för KPI 0,0 procent och underskred följaktligen den nedre toleransgränsen. Till stor del berodde detta på de sjunkande räntekostnaderna för egnahem, som höll tillbaka KPI med 0,7 procentenhet. De temporära effekterna, som följde av ändrade skatter och subventioner, verkade i samma riktning och drog i sin tur ned KPI med 0,3 procentenheter. Det största bidraget till detta kom från sänkningen av tobaksskatten i augusti. Det årliga genomsnittet av tolv månaderstalen uppgick till 1,1 procent, vilket alltså var inom toleransintervallet. De temporära effekterna har inte haft ett lika starkt nettogenomslag på tolv månaderstalen i KPI tidigare under året eftersom höjda skatter och minskade subventioner då har motverkat effekterna av de sjunkande räntekostnaderna.

Diagram R11.
Konsumentprisindex (KPI). Årlig procentuell förändring och tolv månaders glidande medelvärde av årlig procentuell förändring



Anm. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.
Källor: Riksbanken och SCB.

INFLATIONSUTSIKTERNA

Konsumentpriserna har i stort sett utvecklats som Riksbanken väntat under sommaren. Asienkrisens förlopp har dock bidragit till att råvaru- och oljepri- serna fortsatt att falla. De internationella konjunk- turutsikterna framstår nu som något svagare bl.a. mot bakgrund av den omfattande finansiella oron. Prisnedgången på aktiemarknaden i USA och de effekter detta kan få på den amerikanska konjunk- turen, som hittills har understötts av stigande till- gångspriser, pekar också i en svagare riktning. Den internationella inflationen bedöms därför bli något lägre än vad som tidigare förutsågs. Detta motver- kas dock för Sveriges del av att kronan – trots en antagen förstärkning – bedöms bli något svagare under prognosperioden jämfört med föregående rap- port. Sammantaget bedöms inflationstrycket från omvärlden som oförändrat lågt.

Sänkningen av reporäntan, något lägre lång- räntor och kronförsvagningen bidrar till att de s.k. monetära förhållandena har blivit mer expansiva. Detta motverkar de reala effekterna på svensk eko- nomi av Asienkrisen. Bedömningen att den inhem- ska efterfrågan stiger successivt under de kommande åren kvarstår, medan exportens andel av tillväxten minskar. I huvudscenariot väntas BNP- tillväxten bli god, knappt 3 procent per år. Tidsprofilen är dock något annorlunda nu än i den senaste rapporten. Tillväxten förväntas nu vara som starkast 1998 och därefter avta något. Som ett resultat bl.a. av en gynnsam produktivitetsutveckling behöver den förhållan- devis höga tillväxten inte leda till ett besvärande inflationstryck. Det bör framhållas att finanspoliti- ken är viktig i detta sammanhang. De offentliga finanserna har förbättrats markant under senare år. Utgångspunkten är att konsolideringen av stats- finanserna fullföljs i enlighet med fattade beslut. Finanspolitikens återhållande effekt på den inhemska efterfrågan bedöms dock inte bli lika stor som tidi- gare.

Det stora flertalet löntagare omfattas nu av avtal som är treåriga, med rätt att säga upp avtalen efter två år. En central komponent i en väl fungerande lönebildning – låga inflationsförväntningar – är nu

på plats. Detta kan också innebära att löneglidning- en blir låg i ett historiskt perspektiv. Sammantaget väntas lönerna stiga med 3,5–4 procent de kom- mande åren, vilket inte behöver komma i konflikt med Riksbankens inflationsmål. För att bereda vägen för en mer gynnsam sysselsättningsutveckling kan det emellertid inte uteslutas att den ekonomiska poli- tiken behöver kompletteras med reformer av löne- bildningen.

Sammanfattningsvis bedöms den inhemska efterfrågan öka under de närmaste åren, i stort sett i linje med tidigare bedömningar. Detta sker mot bak- grund av ett svagt internationellt inflationstryck, låga inflationsförväntningar, förhållandevis återhållsam- ma löneavtal och förbättrade statsfinanser. Kron- kursen har dock försvagats till följd av Asienkrisen och oron på de finansiella marknaderna. Orsaker- na till kronans försvagning är dock sådana att kron- nan i huvudscenariot bedöms återhämta sig. De eko- nomiska grundförutsättningarna med god tillväxt, låg inflation och växande överskott i de offentliga finanserna är gynnsamma. Om detta kombineras med ett fortsatt förtroende för den ekonomiska politiken talar det mesta för en förstärkning av kronan på sikt.

Inflationen är relativt väl i linje med Riksbankens mål i slutet av den tidsperiod som överblickas.

I huvudscenariot väntas den stigande inhemska efter- frågan leda till en relativt begränsad uppgång i den underliggande inflationstakten i ekonomin. Den underliggande inflationen, som den mäts med UND1, bedöms öka från 1,1 i augusti 1998 till 1,6 procent i december 1999 och till 2,0 procent tredje kvartalet 2000. Inflationen, mätt som tolv månaders- tal i KPI, väntas understiga inflationsmålet något på ett till två års sikt. Vid slutet av perioden bedöms den dock uppgå till ungefär 2 procent. Sammantaget innebär detta att inflationen är relativt väl i linje med Riksbankens mål i slutet av den tidsperiod som över- blickas.

Osäkerheten i inflationsbedömningen är påtagligt större än vanligt till följd av oron på de finansiella marknaderna.

Riskbilden är också viktig för penningpolitikens utformning och denna gång är osäkerheten i inflationsbedömningen påtagligt större än vanligt till följd både av oron på de finansiella marknaderna och de konsekvenser denna och andra faktorer kan få för den internationella ekonomins utveckling. Under september förefaller också en viss osäkerhet om den politiska utvecklingen i Sverige ha prissatts framför allt på valutamarknaden.

Risken för en internationell konjunkturedgång har förstärkts. En internationell konjunkturedgång skulle innebära att inflationen skulle utvecklas svagare än vad som förutses i huvudscenariot, vilket i sin förlängning också skulle påverka penningpolitikens uppläggning. Den svaga kronkursen utgör å

andra sidan en uppåtrisk på inflationen. Den appreciering som förutses i huvudscenariot kan dröja. Detta skulle kunna resultera i ett något starkare inflationstryck, men med tanke på den svaga prisutvecklingen i övrigt innebär det sannolikt inte att inflationsmålet överskrids i det korta perspektivet. Det går dock inte helt att utesluta att kronan förblir på en svag nivå under en längre tid. Detta skulle i sin förlängning kunna ge inflationsimpulser som inte vore önskvärda. Till bilden hör också en fortsatt osäkerhet om hur väl den svenska ekonomin från inflationssynpunkt kan hantera hög tillväxt under flera år. Sammantaget förefaller därför uppåt riskerna i inflationsbedömningen vara ungefär lika stora som nedåt riskerna.

INFLATIONSBEDÖMNINGENS BETYDELSE FÖR PENNINGPOLITIKEN

Penningpolitiken avvägs med utgångspunkt från en bedömning av inflationen ett till två år framåt i tiden. I varje inflationsrapport flyttas tidsperspektivet ungefär ett kvartal framåt i tiden. Innebörden av detta är att även om Riksbankens syn på inflationsutvecklingen vore oförändrad kan det behöva dras andra penningpolitiska slutsatser som en följd av att fokus för bedömningen har flyttats framåt. Penningpolitiken kommer den närmaste tiden främst att baseras på en bedömning av konsumentprisutvecklingen under fjärde kvartalet 1999 till och med tredje kvartalet 2000.

Penningpolitiken brukar ibland beskrivas med hjälp av en enkel tumregel: Om inflationsprognosen i huvudscenariot – under antagande om oförändrad styrränta – talar för att inflationen kommer att avvika från målet på ett till två års sikt bör styrräntan ändras i motsvarande utsträckning. Den framtida inflationsutvecklingen är emellertid inte enkel att förutse. Riksbanken arbetar därför också med osäkerhetsbedömningar av den framtida inflationsutvecklingen.

Den samlade bilden av inflationsutsikterna ges i

praktiken av en slags sannolikhetsbedömning. Förutom ett huvudscenario, som anses vara det mest sannolika, vägs ett antal riskscenarier in i den slutliga bedömning som ligger till grund för penningpolitiken. Osäkerheten runt huvudscenariot behöver inte alltid vara symmetrisk. Ibland dominerar uppåt riskerna, men vid andra tillfällen verkar det mer troligt att inflationen blir lägre än i huvudscenariot. Värderingen av riskbilden kompletterar således bedömningen i huvudscenariot och kan utgöra ett viktigt argument för att penningpolitiken stramas åt eller förs i en mer expansiv riktning. I det sammanhanget kan det vara värt att betona att också själva osäkerheten i inflationsbedömningen påverkar utformningen av penningpolitiken. En hög osäkerhet i inflationsbedömningen kan utgöra ett skäl för en mer försiktig utformning av politiken för att därmed undvika för stora kast i ränte- och förväntningsbildningen. Det bör också understrykas att Riksbanken beaktar olika mått på den underliggande inflationen för att ta hänsyn till den information dessa tillsammans ger om inflationsutvecklingen och om temporära effekter.

PENNINGPOLITIKENS UTFORMNING

Inflationsbedömningen i huvudscenariot tar sin utgångspunkt i att kronkursen successivt förstärks under de kommande åren. Sammantaget innebär detta ändå att den ekonomiska utvecklingen får en stimulans både från ett lågt ränteläge och en under en stor del av perioden relativt svag växelkurs.

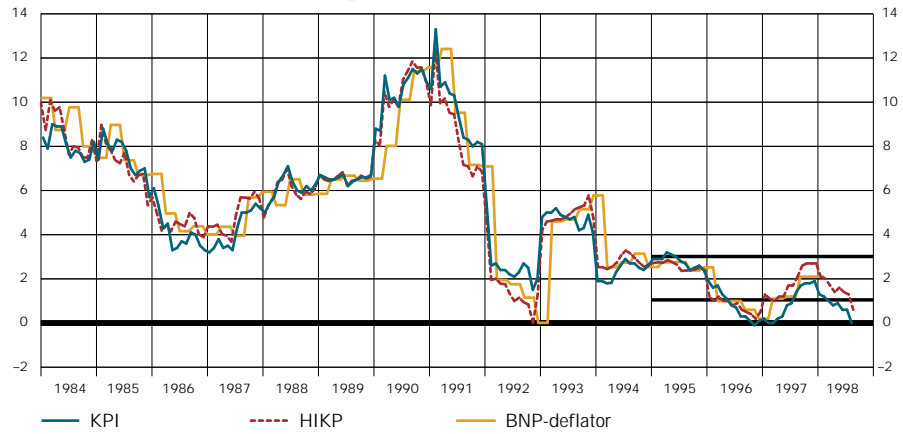
Riksbanken fortsätter att analysera händelseutvecklingen och prövar fortlöpande penningpolitikens uppläggning i ljuset av ny information.

I huvudscenariot bedöms inflationen, mätt med KPI, något understiga målet om 2 procent på den tids-horisont – ett till två år – som är mest betydelsefull för penningpolitikens utformning. Den underliggande inflationen, UND1, stiger successivt till omkring 2 procent. Som situationen nu framstår är det fram-

för allt två – mot varandra balanserade – faktorer som kommer att vara avgörande för inflationsutsikterna och penningpolitikens fortsatta uppläggning. Å ena sidan kan den internationella konjunkturen utvecklas svagare än vad som förutses i huvudscenariot, vilket kan leda till lägre inflation. Å andra sidan har osäkerheten kring bl.a. kronkursen förstärkts. En mer varaktigt svag kronkurs som inte återspeglar en svagare realekonomisk utveckling kan medföra ett ökat inflationstryck. Till bilden hör också att den finansiella oron i världsekonomin med snabba scenförändringar gör att situationen är svårbedömd. Riksbanken fortsätter mot denna bakgrund att analysera händelseutvecklingen och prövar fortlöpande penningpolitikens uppläggning i ljuset av ny information.

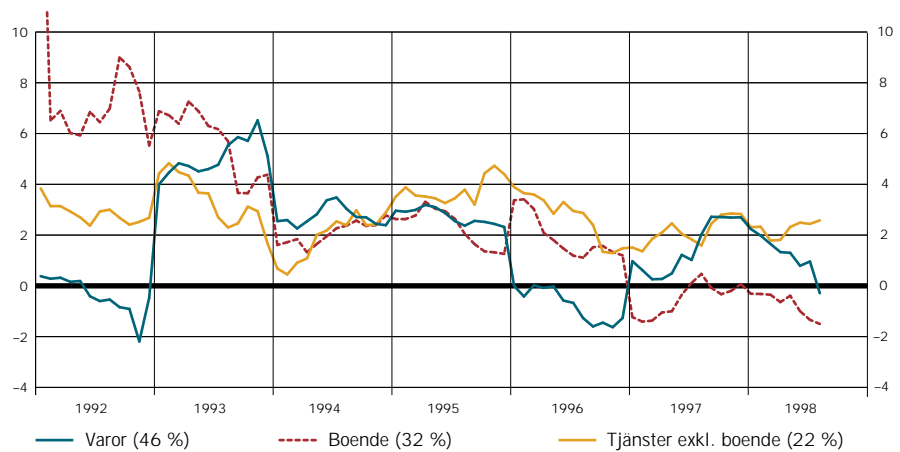
Bilaga

Diagram 1.
Konsumentprisindex (KPI),
HIKP* och BNP-deflator.
Årlig procentuell förändring



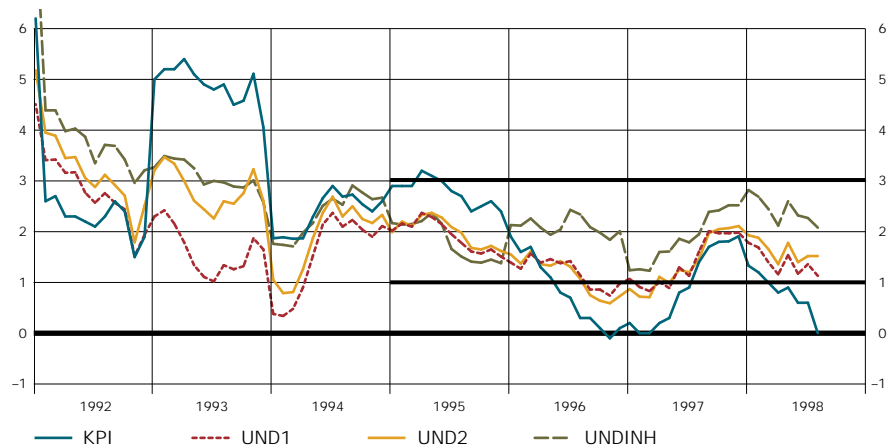
*Harmoniserat index för konsumentpriser. Data före 1996 är en approximativ beräkning.
Anm. De horisontella linjerna från 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 2.
Konsumentprisindex för
olika produktområden.
Årlig procentuell förändring



Anm. Vikten i KPI för 1998 anges inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken.

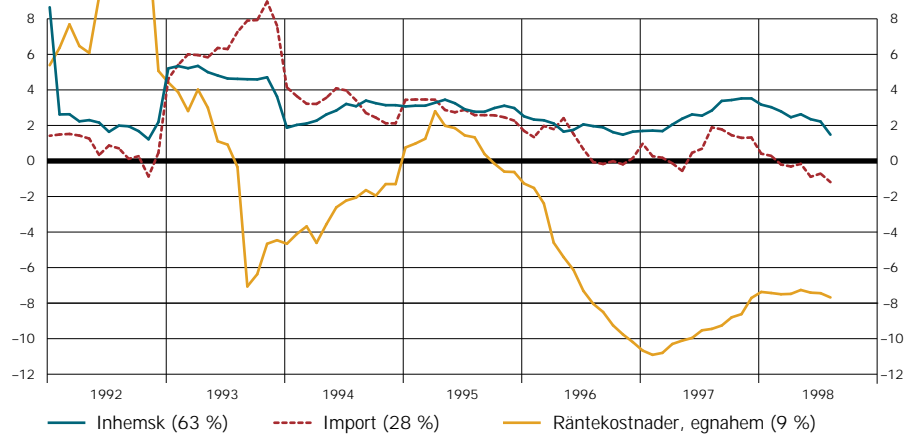
Diagram 3.
KPI och underliggande
inflation.
Årlig procentuell förändring



Anm. De horisontella linjerna för 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.
Källor: SCB och Riksbanken.

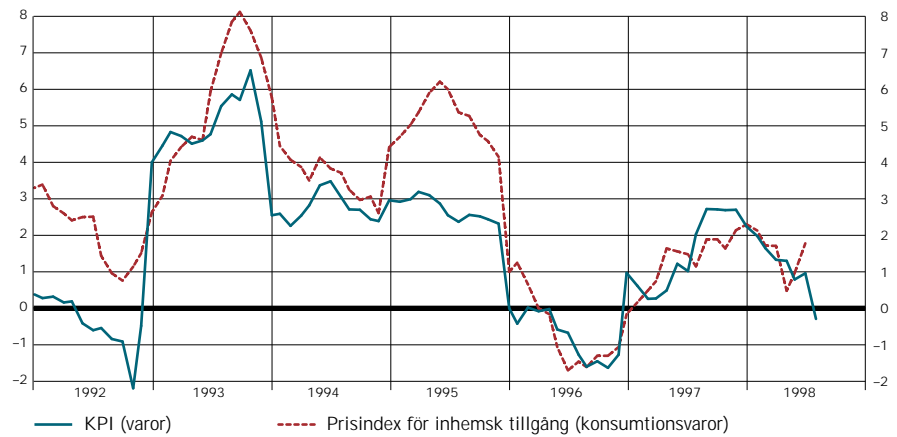


Diagram 4.
Konsumentprisutvecklingen
uppdelat på olika områden.
Årlig procentuell förändring



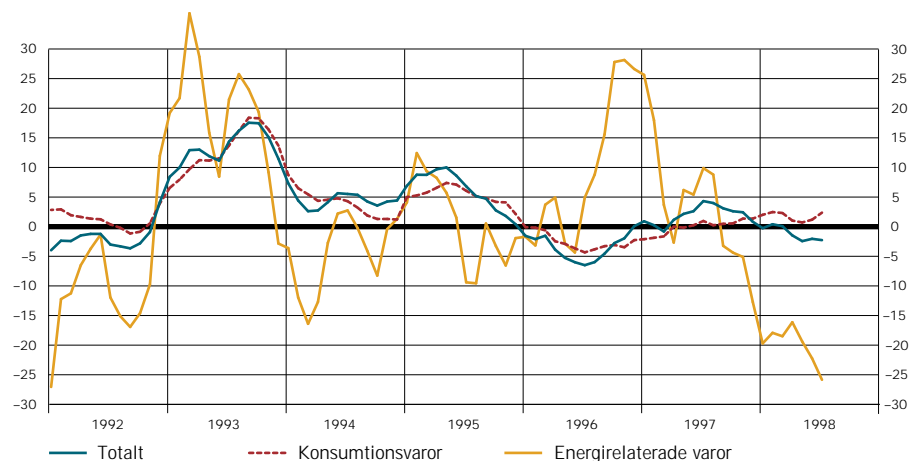
Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1998.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 5.
Konsument- och producent-
prisutvecklingen på varor.
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Diagram 6.
Importprisutvecklingen i
producentledet.
Årlig procentuell förändring

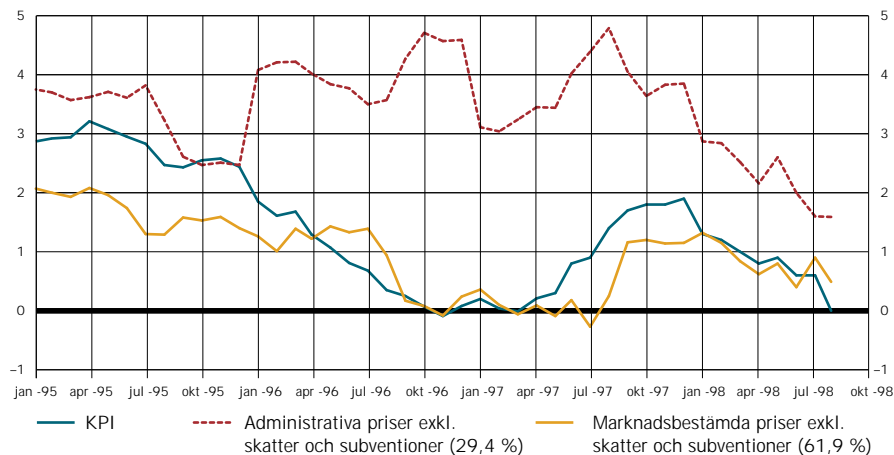


Källor: SCB och Riksbanken.



Diagram 7.

Marknadsbestämda priser
och administrativt
bestämda priser i KPI.
Årlig procentuell förändring

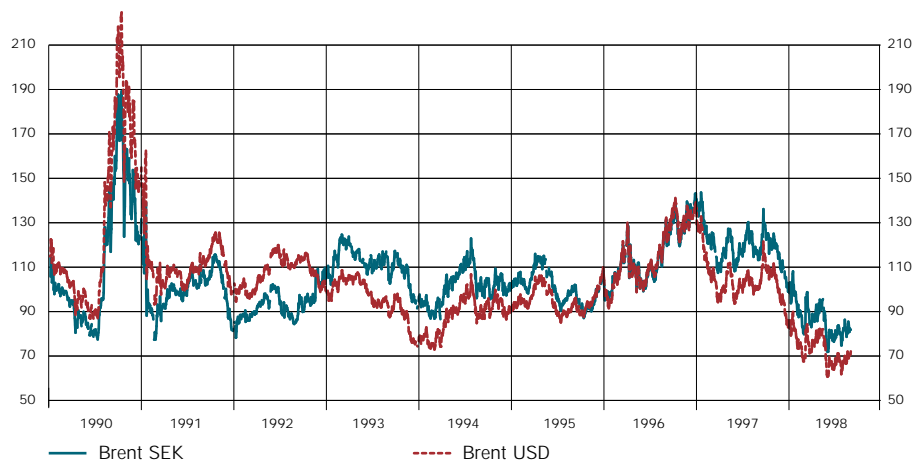


Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1998.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 8.

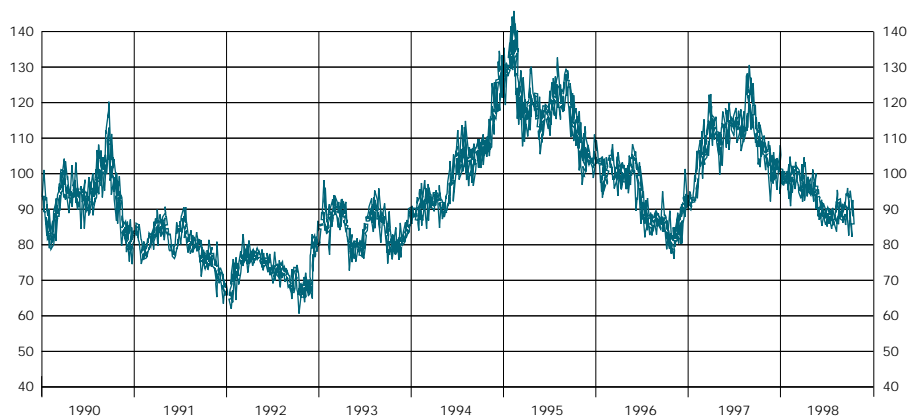
Råoljeprisindex.
Dagsnoteringar, index:
januari 1996=100



Källa: Riksbanken.

Diagram 9.

Importvägt råvaruprisindex,
olja exkluderat.
Dagsnoteringar, index:
januari 1996=100

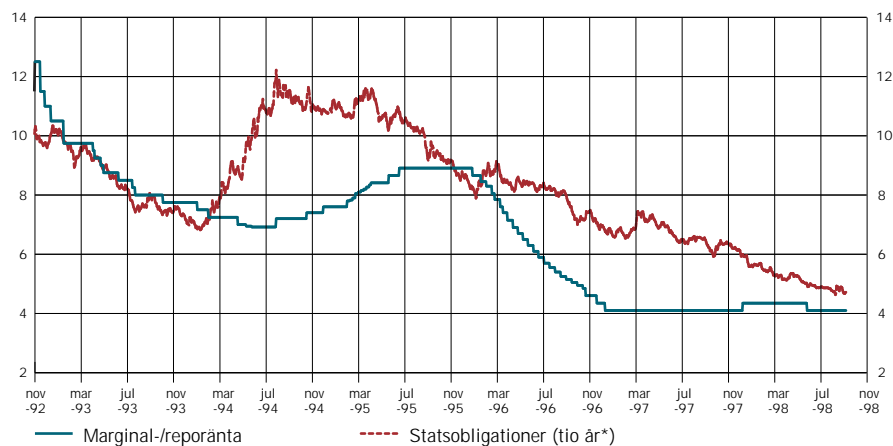


Anm. Följande varor ingår i råvaruprisindexet: aluminium, koppar, nickel, zink, guld, silver, bly och tenn. Varje varas vikt i indexet beräknas på basis av dess andel av Sveriges import respektive år. Totalt summerar importen av ovanstående varor upp till ca 2 procent av Sveriges import.

Källa: Riksbanken.

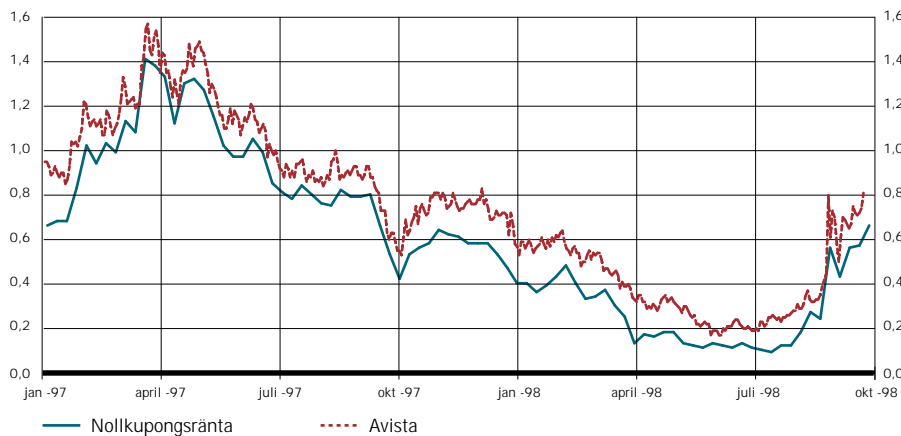


Diagram 10.
Räntor.
Dagsnoteringar, procent



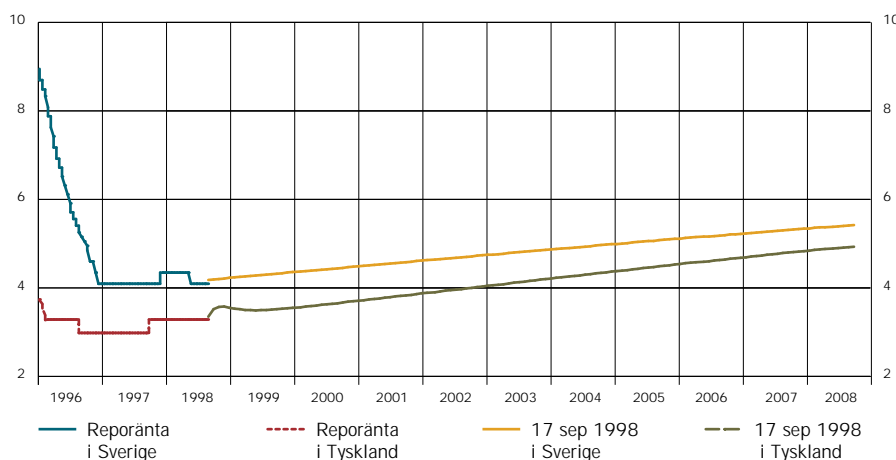
* Svensk tioårig statsobligationsränta avser för 1992 obligationslån 1030 med förfall 2001-06-15, för 1993 obligationslån 1033 med förfall 2003-05-05, för 1994, 1995 och 1996 obligationslån 1035 med förfall 2005-02-09 (mellan 1996-10-31 och 1996-12-31 obligationslån 1038 med förfall 2006-10-25), för 1997 obligationslån 1037 med förfall 2007-08-15 och för 1998 obligationslån 1040 med förfall 2008-05-05.
Källa: Riksbanken.

Diagram 11.
Tioårig långräntedifferens mot
Tyskland.
Dags- resp. veckonoteringar,
procentenheter



Källa: Riksbanken.

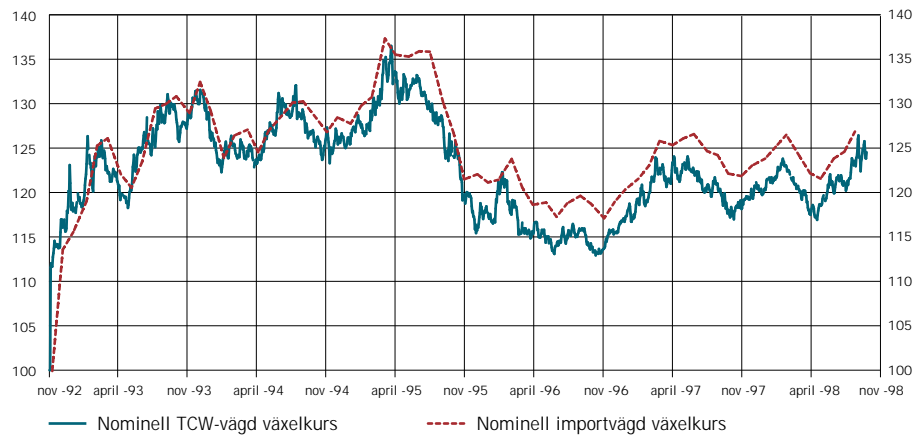
Diagram 12.
Faktisk och förväntad
reporänta i Sverige och
Tyskland.
Effektiv årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

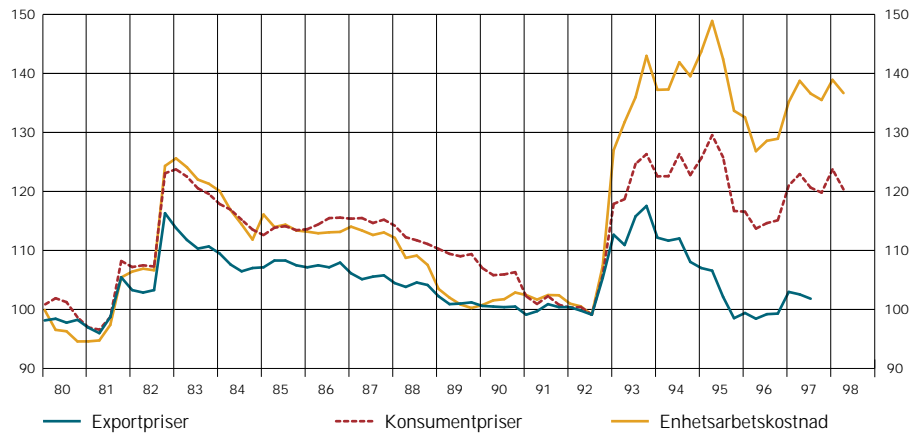


Diagram 13.
Nominell effektiv växelkurs
TCW-vägd samt importvägd.
Dags- resp. månadsnoteringar,
index: 18 november
1992=100



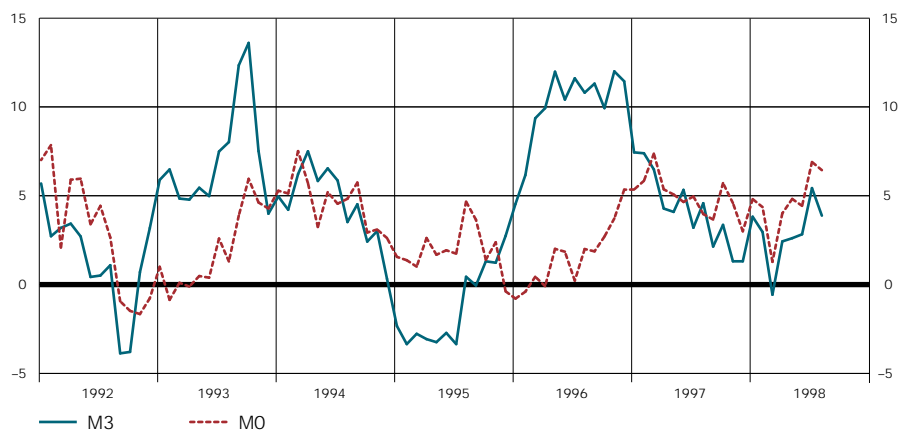
Källa: Riksbanken.

Diagram 14.
Real effektiv växelkurs
baserad på exportpriser,
konsumentpriser och
enhetsarbetskostnader.
Index: 18 november
1992=100



Anm. De reala växelkurserna är uttryckta som utländska priser/kostnader dividerade med svenska priser/kostnader i gemensam valuta. Ett högre index återspeglar följaktligen en depreciering av kronans reala växelkurs och en konkurrensförstärkning.
Källor: IMF och Riksbanken.

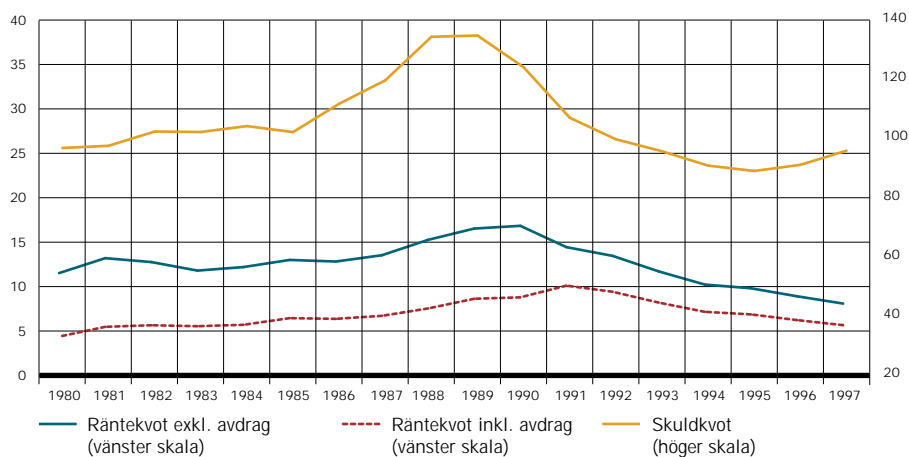
Diagram 15.
Peningmängd.
Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

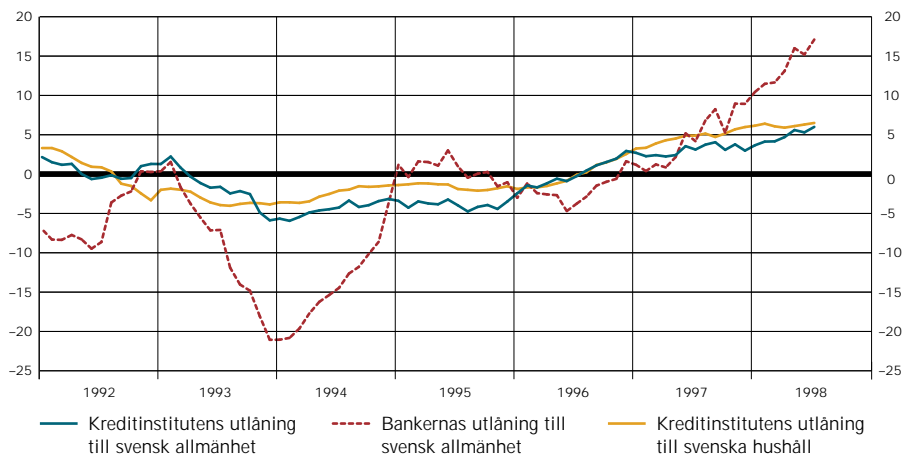


Diagram 16.
Hushållens skuldsättning.
Procent



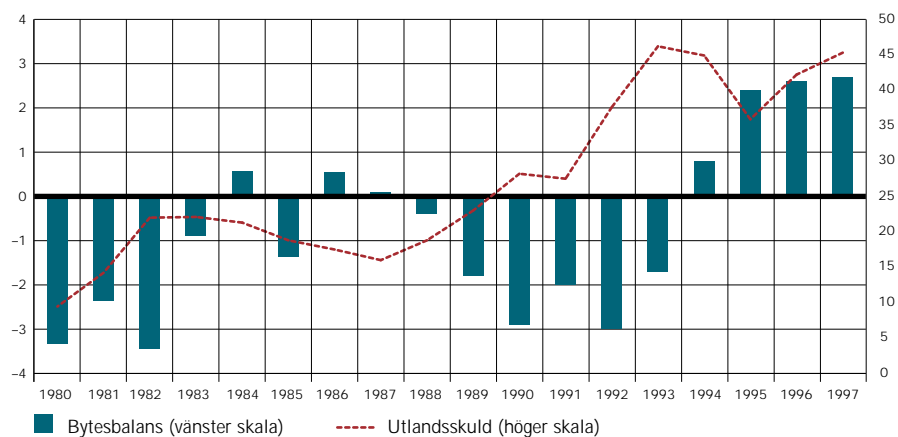
Anm. Räntekvoten anger hushållens räntebetalningar som andel av disponibel inkomst före resp. efter skatteavdrag. Skuldkvoten är hushållens skulder som andel av den disponibla inkomsten.
Källor: Riksbanken och SCB.

Diagram 17.
Kreditinstitutens utlåning
till svensk allmänhet och
hushållssektorn samt
bankernas utlåning till
svensk allmänhet.
Årlig procentuell förändring



Anm. Statistiken inkluderar bankernas återköpsavtal (repor) med allmänheten från och med januari 1995. Bostadsinstitutens utlåning har justerats för överföringen av statliga bostadslån till bostadsinstituten i juli 1995.
Källa: Riksbanken.

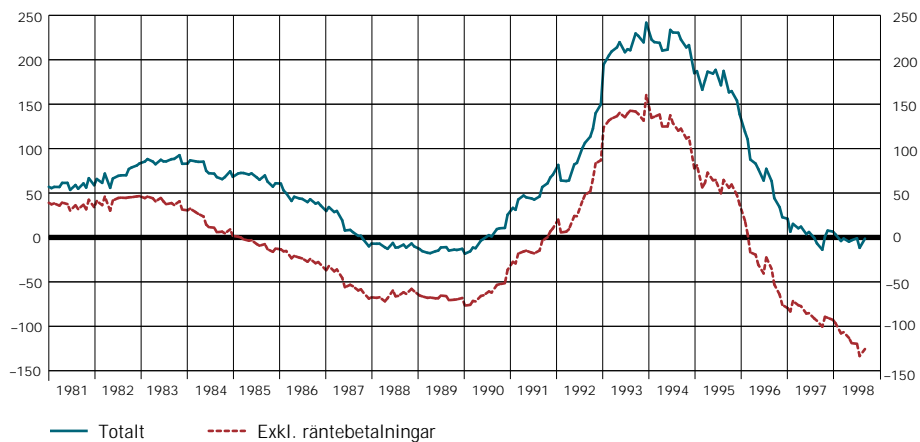
Diagram 18.
Utlandsskuld och bytesbalans.
Procent av BNP



Anm. Med utlandsskuld avses nettot av samtliga inhemska sektors tillgångar och skulder mot utlandet.
Källa: Riksbanken.

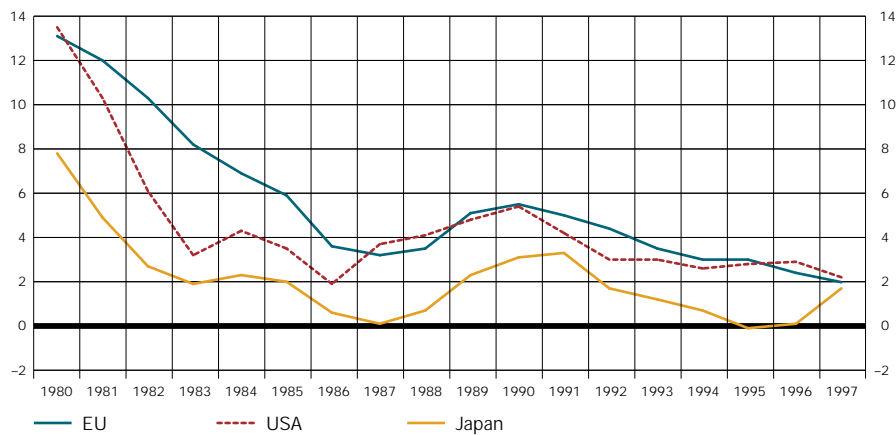


Diagram 19.
Statens lånebehov, totalt
och exklusive ränte-
betalningar.
Ackumulerade tolv-
månaderstal, miljarder
kronor



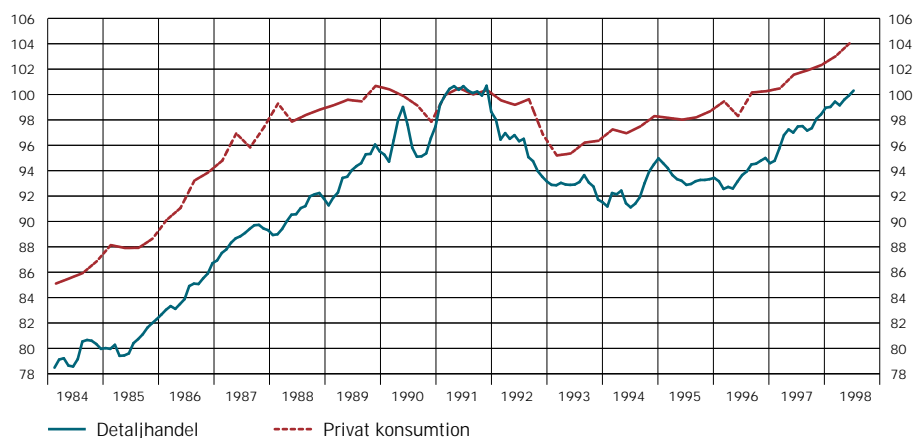
Källa: Riksgäldskontoret.

Diagram 20.
Inflationen i EU, USA
och Japan.
Årsgenomsnitt, procent



Källa: OECD.

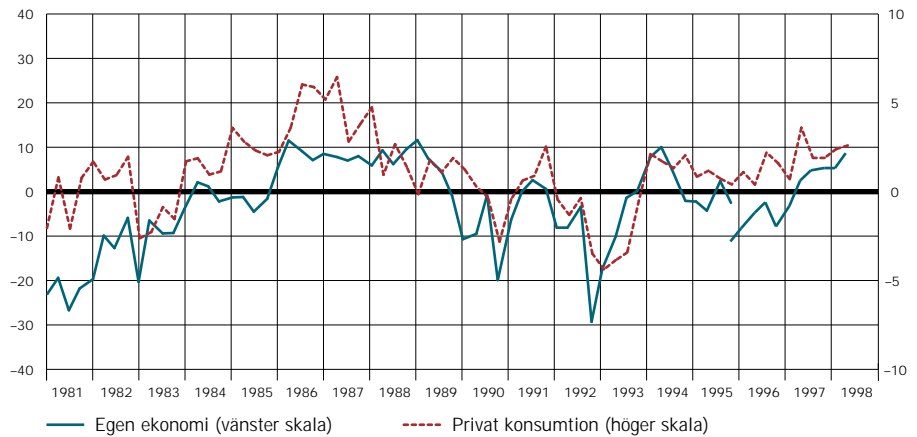
Diagram 21.
Privat konsumtion och
omsättning i detaljhandeln.
Volym, säsongkorrigerade
kvartalsdata respektive
tremånaders glidande
medeltal.
Index: 1991=100



Källa: SCB.

Diagram 22.

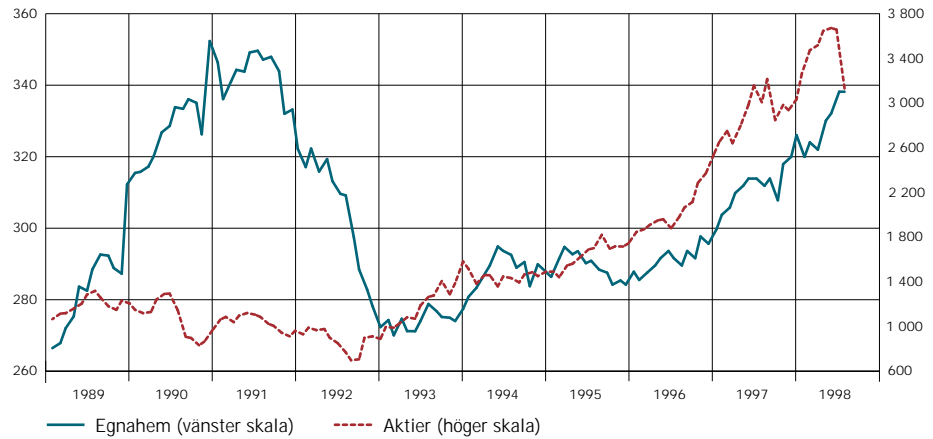
Hushållens förväntningar om den egna ekonomin* och faktisk privat konsumtion. Nettotal och årlig procentuell förändring



*I oktober 1995 genomfördes en omläggning av HIP-statistiken.
Källa: SCB.

Diagram 23.

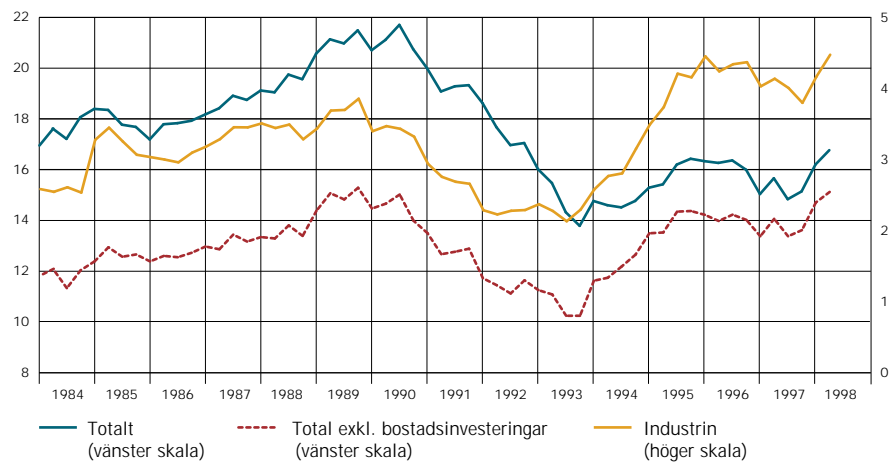
Prisindex egnahem, löpande priser, (index: 1981=100) och Stockholms Fondbörs generalindex* (index: 1979-12-30=100)



*Senaste observationen 1998-08-31.
Källor: SCB och Stockholms Fondbörs.

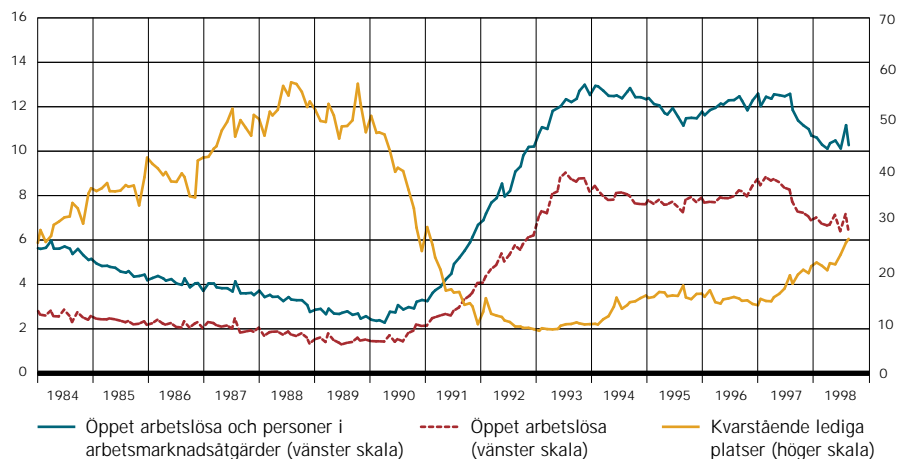
Diagram 24.

Bruttoinvesteringar som andel av BNP. Säsongsrensade volymer, procent



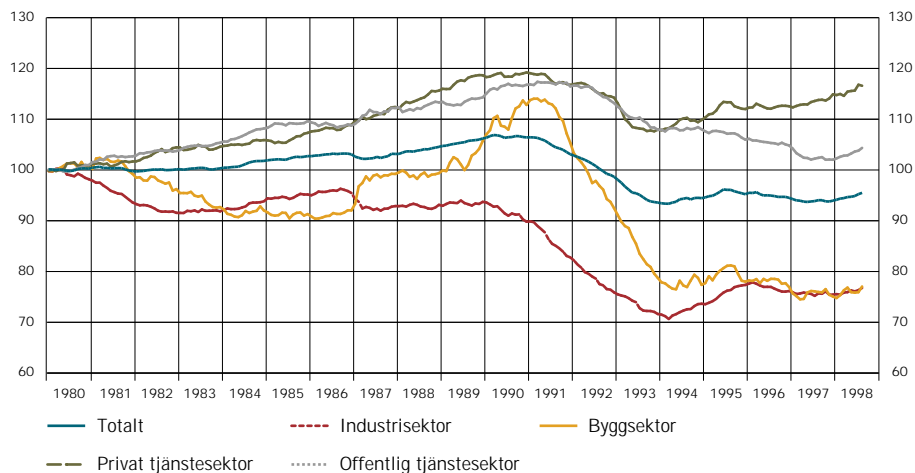
Källa: SCB.

Diagram 25.
Arbetslöshet och vakanser.
Säsongrensade data,
procent respektive
1 000-tal platser



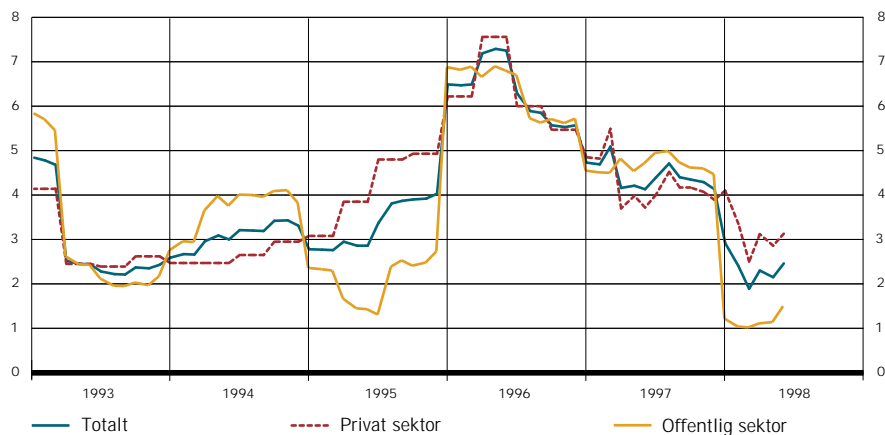
Källor: SCB och AMS.

Diagram 26.
Syssestatta personer.
Säsongrensade tremånaders
glidande medeltal.
Index: tredje kvartalet
1980=100



Källa: SCB.

Diagram 27.
Löneutveckling totalt och i
olika sektorer.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB, Kommunförbundet, Landstingsförbundet och beräkningar inom Riksbanken.

Tabell 1.

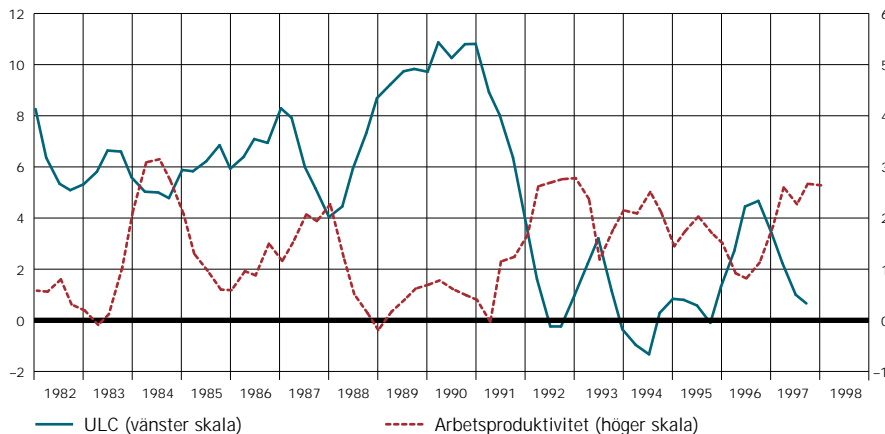
Löneutveckling i olika sektorer.
Årlig procentuell förändring

	Utfall 1995	1996	1997	1998 Jan-jun
Privat sektor	4,2	6,3	4,3	3,2
varav industri	4,8	7,5	4,5	3,0
varav handel	3,9	5,2	4,3	3,3
varav byggnadsindustri	4,1	4,0	3,0	2,3
Offentlig sektor	2,1	6,3	4,7	1,2
Stat	3,9	7,0	4,1	1,0
Kommun	1,0	5,3	4,3	0,9
Landsting	2,7	7,8	6,0	1,8
Totalt	3,3	6,3	4,4	2,4

Anm. Justeringar har gjorts för retroaktiva utbetalningar, men ej för överföring mellan olika sektorer.
Källor: SCB, Kommunförbundet och Landstingsförbundet samt beräkningar inom Riksbanken.

Diagram 28.

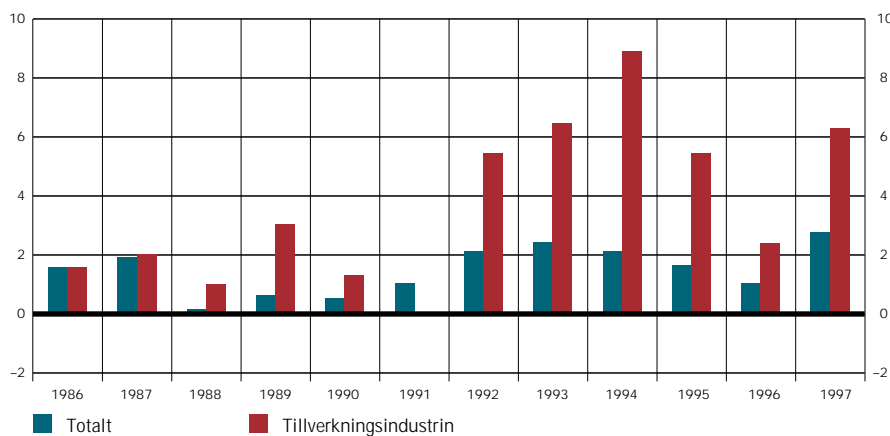
Arbetskraftskostnader per producerad enhet (ULC) och arbetsproduktivitet. Fyra kvartals glidande medeltal, årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Diagram 29.

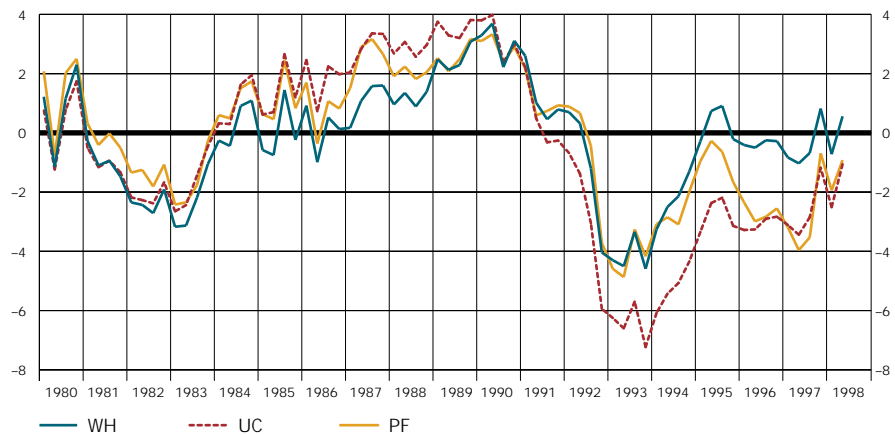
Produktivitet, totalt i hela ekonomin och i tillverkningsindustrin. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

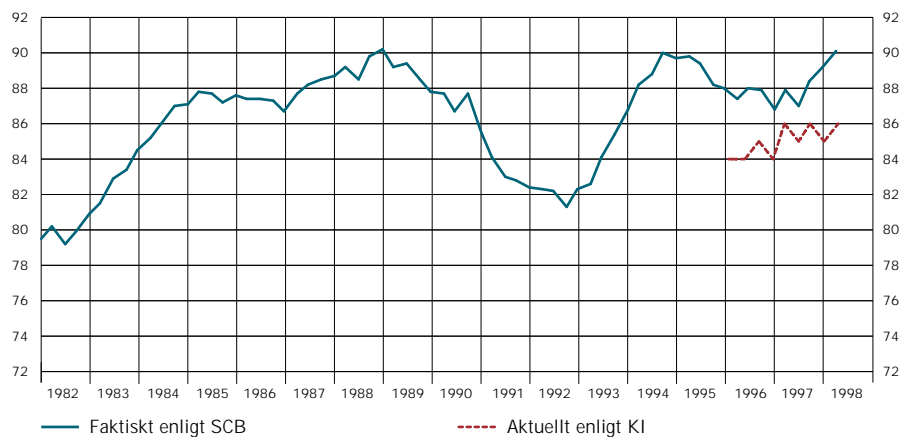


Diagram 30.
Produktionsgapet med tre olika metoder: Whittaker-Henderson-filtret (WH), Unobserved Component-metoden (UC) och produktionsfunktionsansatsen (PF).
Procent



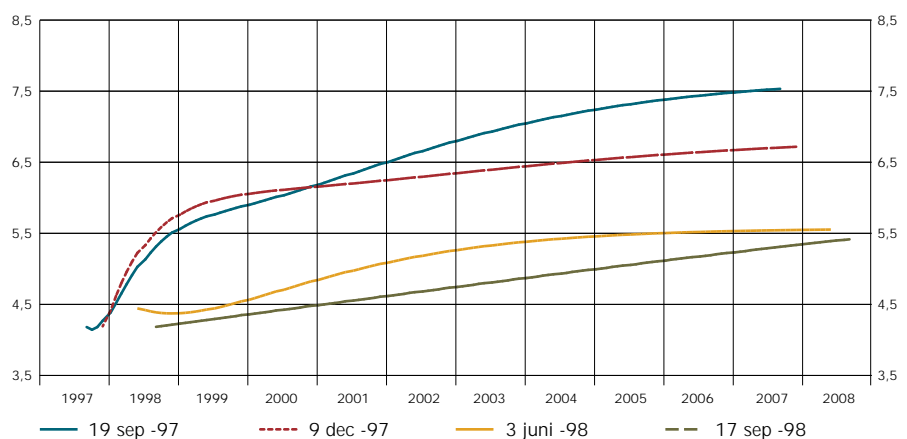
Anm. W-H-filtret baseras på Riksbankens prognos för BNP-utvecklingen 1998–2000.
Källa: Riksbanken.

Diagram 31.
Kapacitetsutnyttjande inom industrin.
Procent



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet (KI).

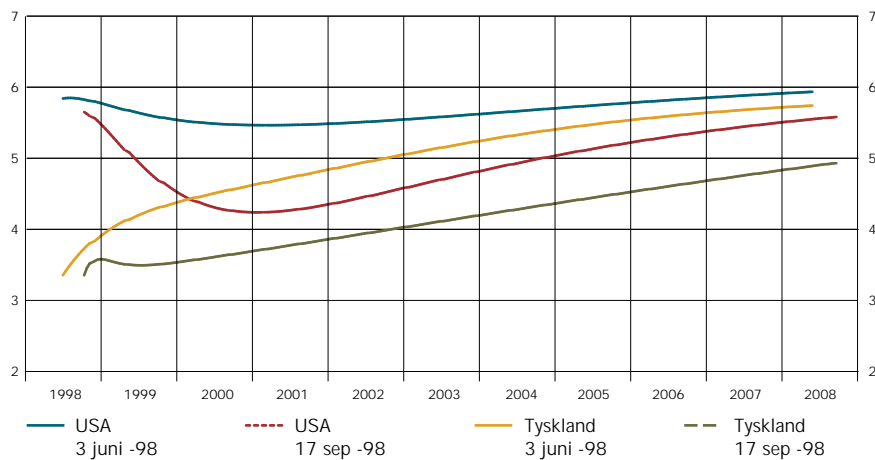
Diagram 32.
Implicita terminsräntor.
Effektiv årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

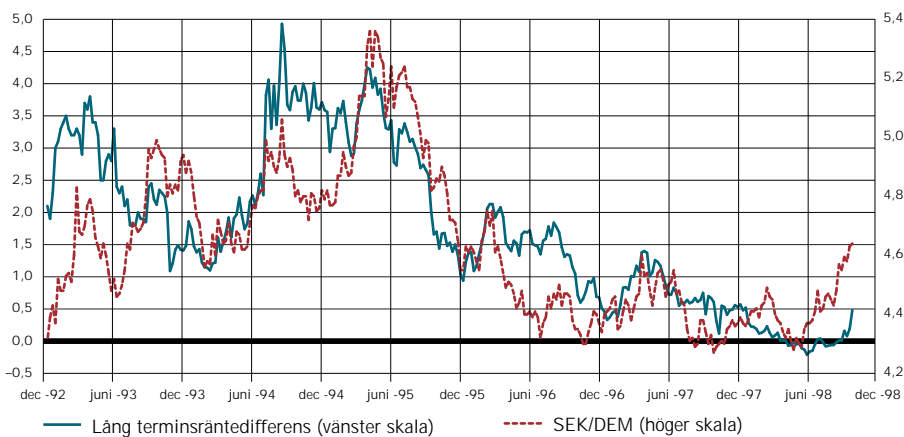


Diagram 33.
Implicita terminsräntor för
USA och Tyskland.
Effektiv årsränta, procent



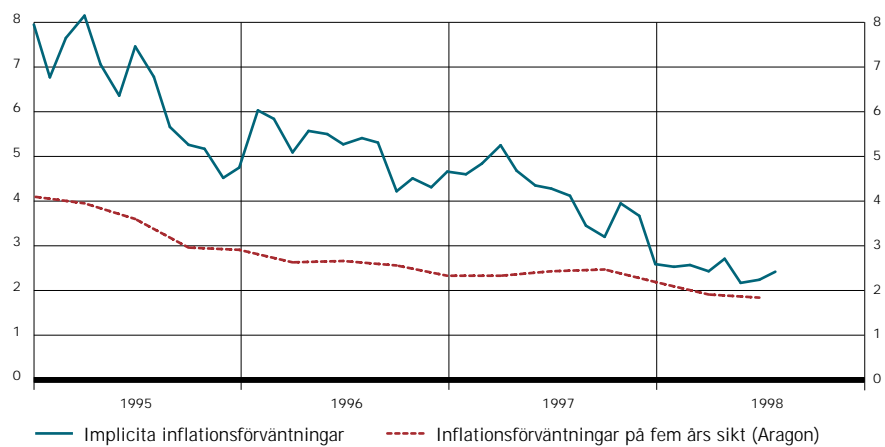
Källa: Riksbanken.

Diagram 34.
Lång terminsräntedifferens
(tio år) gentemot Tyskland
och kronans kurs mot den
tyska marken.
Procentenheter resp.
SEK/DEM



Källa: Riksbanken.

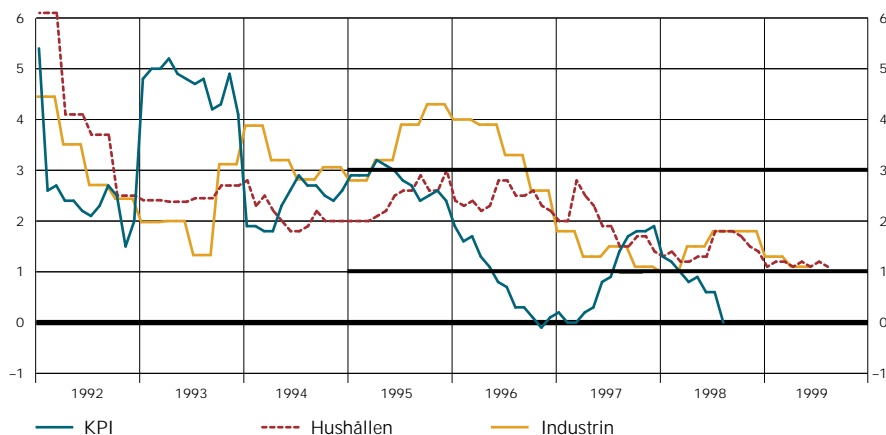
Diagram 35.
Inflationsförväntningar.
Procent



Anm. Inflationsförväntningarna är definierade som skillnaden mellan implicita långa (6–16 år) reala och nominella terminsräntor och inflationsförväntningar på fem års sikt enligt enkät.
Källor: Aragon Fondkommission och Riksbanken.

Diagram 36.

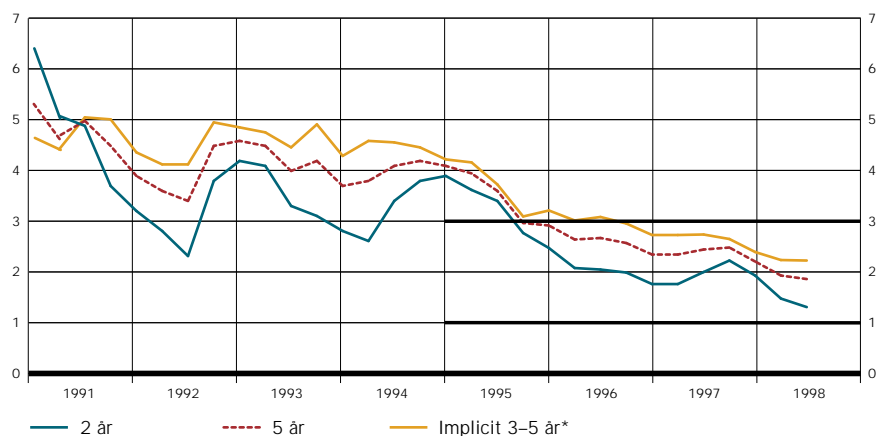
Faktisk inflation (KPI) samt hushållens* och industrins inflationsförväntningar**. Årlig procentuell förändring



*Från och med 1996 exkluderas de tio mest extrema svaren på båda sidor i hushållens förväntningar. Tidigare redovisas svar inom intervallet 0–15 procent.
**Kurvorna har förskjutits framåt tolv månader för att motsvara den tidpunkt som inflationsförväntningarna avser.
Anm. De horisontella linjerna för 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.
Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Diagram 37.

Årliga inflationsförväntningar hos placerare på obligationsmarknaden, de närmaste två resp. fem åren. Procent



*Genomsnittlig förväntad inflation för perioden tre till fem år framåt i tiden, beräknat av Riksbanken.
Anm. De horisontella linjerna för 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.
Källa: Aragon Fondkommission.

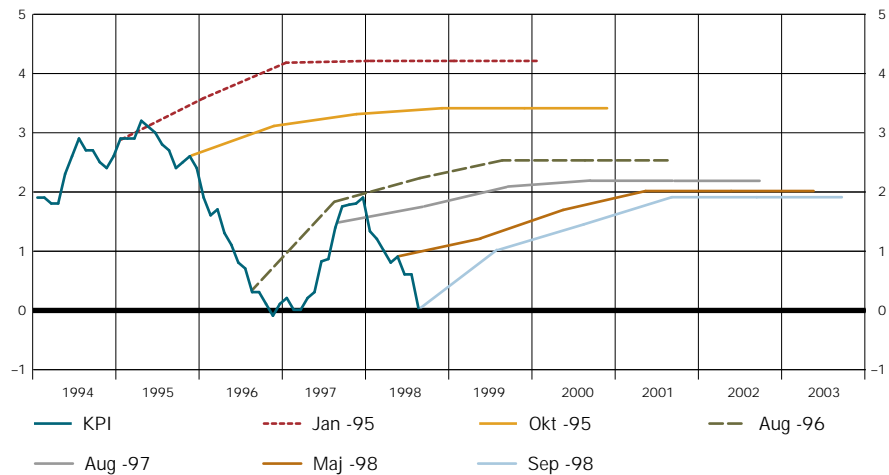
Tabell 2.

Inflationsförväntningar i september 1998 jämfört med maj 1998 inom parentes. Medelvärde, procent, respektive procentenhet

Kategori	Ändring av KPI (per år)		
	-1 år	-2 år	-5 år
Arbetsgivarorganisationer	1,4 (±0,0)	1,5 (-0,1)	1,8 (+0,1)
Arbetsgivarorganisationer	1,6 (+0,1)	1,7 (-0,1)	1,9 (±0,0)
Inköpschefer, industrin	1,9 (+0,2)	1,9 (+0,1)	2,1 (+0,1)
Inköpschefer, handeln	1,8 (+0,2)	1,8 (+0,1)	1,9 (-0,1)
Penningmarknadsaktörer	1,0 (-0,2)	1,2 (-0,3)	1,6 (-0,2)

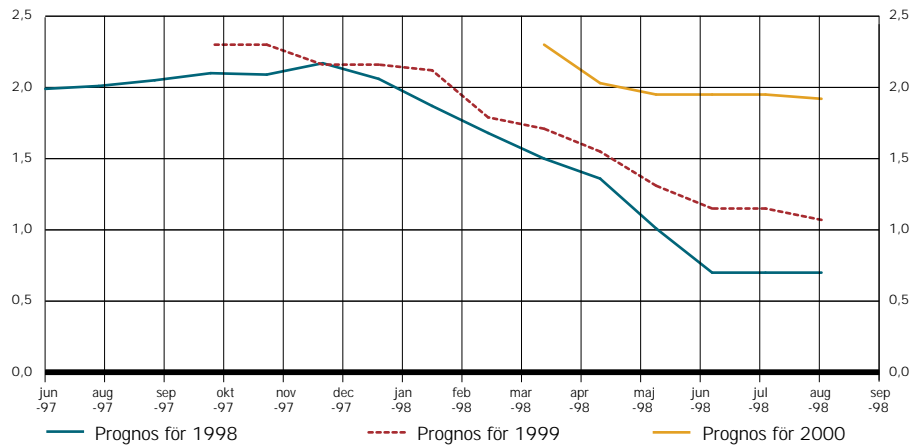
Källa: Prospera Research AB.

Diagram 38.
Inflationsförväntningar hos
penningmarknadsaktörer.
Procent



Källor: SCB och Prospera Research AB.

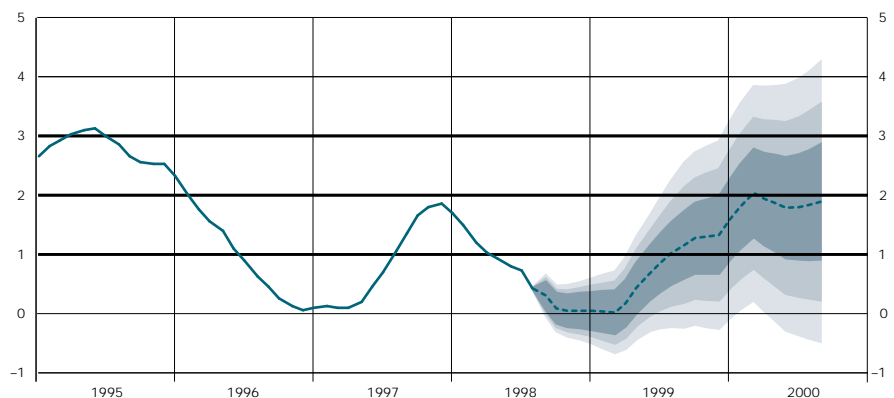
Diagram 39.
Sammanvägning av
inflationsprognoser från
olika prognosmakare.
Procentuell förändring



Anm. Tidsaxeln anger när prognoserna för respektive år görs.

Källor: Riksbanken, Nordbanken, Handelsbanken, S-E-Banken, Föreningssparbanken, Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, LO, TCO, Handelns utredningsinstitut, Hagströmer och Övberg, Aragon, Posten, Unibank och Matteus Fondkommission.

Diagram 40.
KPI med osäkerhets-
intervall, tre månaders
glidande medelvärde.
Procent

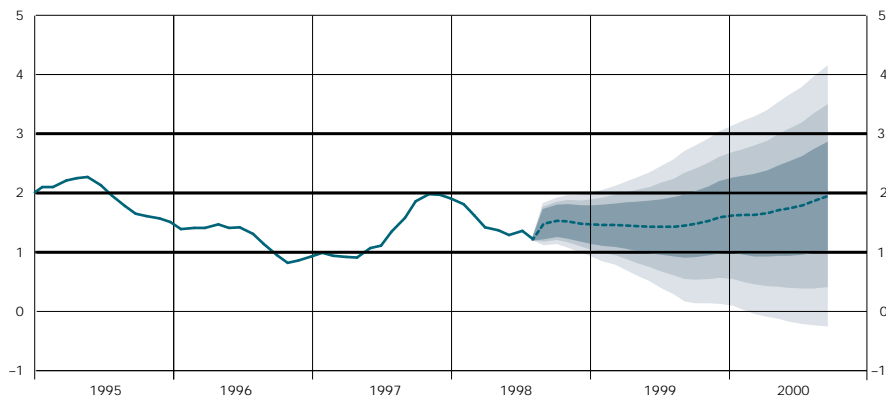


Anm: Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket inflationen med 50, 75 och 90 procents sannolikhet bedöms hamna. Den streckade linjen visar prognosen i huvudscenariot. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga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

Källor: Riksbanken och SCB.



Diagram 41.
Underliggande inflation (UND1) med osäkerhetsintervall, tre månaders glidande medelvärde. Procent



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket den underliggande 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: Riksbanken och SCB.

Tabell 3.
KPI-inflation. Sannolikhet i procent för olika utfall. Tolvmånaderstal

Sannolikheter KPI-utfall	KPI<1	1<KPI<2	2<KPI<3	KPI>3	Summa
1999 (sep-sep)	39	43	16	2	100
2000 (sep-sep)	26	26	25	23	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för en inflation under 1 procent, mellan 1 och 2 procent, mellan 2 och 3 procent samt över 3 procent.
Källa: Riksbanken.

Tabell 4.
UND1-inflation. Sannolikhet i procent för olika utfall. Tolvmånaderstal

	UND1<1	1<UND1<2	2<UND1<3	UND1>3	Summa
1999 (sep-sep)	27	49	22	2	100
2000 (sep-sep)	22	28	28	22	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att den underliggande inflationen, UND1, hamnar under 1 procent, mellan 1 och 2 procent, mellan 2 och 3 procent samt över 3 procent.
Källa: Riksbanken.