



Sveriges riksbank  
Inflationsrapport  
juni 1998

# Innehåll

■ Förord	3
■ Sammanfattning	4
■ Kapitel 1 Utvecklingen sedan föregående rapport	5
Priser	5
Räntor, växelkurs och penningmängd	8
■ Kapitel 2 Inflationsbedömning	15
Internationell konjunktur och inflation	17
Ränte- och växelkursbedömning	18
Importpriser	20
Efterfrågan och utbud	21
Temporära effekter	29
Inflationsförväntningar	30
Inflationsprognosen i huvudscenariot	32
Osäkerheten i inflationsbedömningen	33
■ Kapitel 3 Slutsatser för penningpolitiken	39
■ Bilaga	45



# Förord

Målet för penningpolitiken är att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) begränsas till 2 procent med en tolerans om  $\pm 1$  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 prisut-

vecklingen i framtiden. Kapitlet är strukturerat på ett sätt som är avsett att tydligt visa vilka faktorer som spelar störst roll för den framtida inflationen. Avslutningsvis, i kapitel 3, presenteras den penningpolitiska bedömningen. I en diagrambilaga redovisas delar av det statistiska underlagsmaterialet.

Inflationsrapporten har utgjort underlag för fullmäktiges penningpolitiska diskussion den 28 maj 1998. Slutsatserna från denna diskussion redovisas i kapitel 3.

*Stockholm i juni 1998*

Urban Bäckström  
Riksbankschef

# Sammanfattning

■ I april var inflationen, mätt med KPI, 0,8 procent. Prisutvecklingen under våren har varit betydligt mer dämpad än vad Riksbanken förutsåg. Detta har till viss del berott på faktorer av mer temporär natur, men också den underliggande inflationen har blivit något lägre. Prisutvecklingen har varit speciellt svag på varor och tjänster som importerats eller är utsatta för importkonkurrens. Till viss del förklaras detta av oljeprisutvecklingen, men en bidragande orsak kan också vara en ökad konkurrens på de internationella marknaderna, som även fortsättningsvis kan tänkas hålla tillbaka prisökningarna i den konkurrensutsatta sektorn.

■ I inflationsrapporten presenteras Riksbankens syn på inflationen fram till andra kvartalet 2000. Diskussionen utgår från ett huvudscenario. Därutöver diskuteras några alternativa utvecklingsvägar för ekonomin och inflationen samt osäkerheten i inflationsprognosen. Bedömningen av den framtida inflationen utgår från ett tekniskt antagande om oförändrad reporänta. Inflationen påverkas främst av följande faktorer:

*Den internationella konjunktur och inflationsutvecklingen.* I huvudscenariot förutsätts att den internationella konjunkturen utvecklas gynnsamt. Inflationstrycket från omvärlden bedöms dock bli lågt. Till detta bidrar en låg internationell inflationstakt, låga olje- och råvarupriser samt ett antagande om en mindre förstärkning av kronan.

*Efterfråge- och utbudsförhållanden.* Riksbankens syn på den svenska konjunkturen har inte förändrats annat än marginellt. I huvudscenariot förutses fortfarande en konjunkturuppgång med en successivt stigande inhemsk efterfrågan i form av privat konsumtion och investeringar. BNP bedöms i huvudscenariot öka med drygt 2,5 procent 1998 och med omkring 3 procent både 1999 och 2000. Utfallet av lönerörelsen gör att det kan finnas skäl att se något ljusare på lönekostnadsutvecklingen under de kommande åren. Produktivitetstillväxten bedöms också bli högre än vad Riksbanken tidigare

trodde. Det talar för att det kommer att finnas kvar en överskottskapacitet i ekonomin även på två års sikt.

*Temporära effekter.* Den sammantagna inverkan av temporära effekter, som skatteförändringar och ändringar i ränteläget, är betydande under 1998. Under 1999 och 2000 bedöms inverkan av temporära effekter vara mer begränsad.

*Inflationsförväntningarna* tyder på låg inflation under det närmaste året. På sikt indikerar de en inflationstakt i linje med inflationsmålet. Förtroendet för Riksbankens inflationsmål förefaller vara väl etablerat.

■ Den tilltagande inhemska efterfrågan bedöms i huvudscenariot kunna resultera i en måttlig uppgång i den underliggande inflationstakten i ekonomin. Detta talar för att inflationen, mätt som tolv månaderstal i KPI, kommer att understiga inflationsmålet om 2 procent på ett till två års sikt. Riskbilden i inflationsutsikterna är också av betydelse för penningpolitikens uppläggning. Huvudscenariot baseras på en förhållandevis gynnsam internationell konjunktur. Den bedömningen kan dock vara för optimistisk. Det förefaller därför mer troligt att inflationen blir lägre jämfört med huvudscenariot än att den blir högre.

■ Sammantaget har inflationen i Sverige utvecklats svagare än vad Riksbanken och många andra bedömare förutsett. Även i omvärlden har inflationen blivit överraskande låg. Bakom den svenska utvecklingen ligger temporära effekter, men den underliggande inflationen har också fallit. Samtidigt tycks den realekonomiska utvecklingen fortsätta ungefär som väntat.

■ Inflationen i huvudscenariot ligger nu under målet i det perspektiv, ett till två år framåt i tiden, som är mest relevant för penningpolitiken. Den osäkerhetsbedömning som redovisats styrker denna uppfattning. Mot den bakgrunden blir slutsatsen att de monetära förhållandena, i varje fall för en tid, kan föras i en något mer stimulerande riktning utan att äventyra inflationsmålet.

# 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

### PRISUTVECKLINGEN MER DÄMPAD

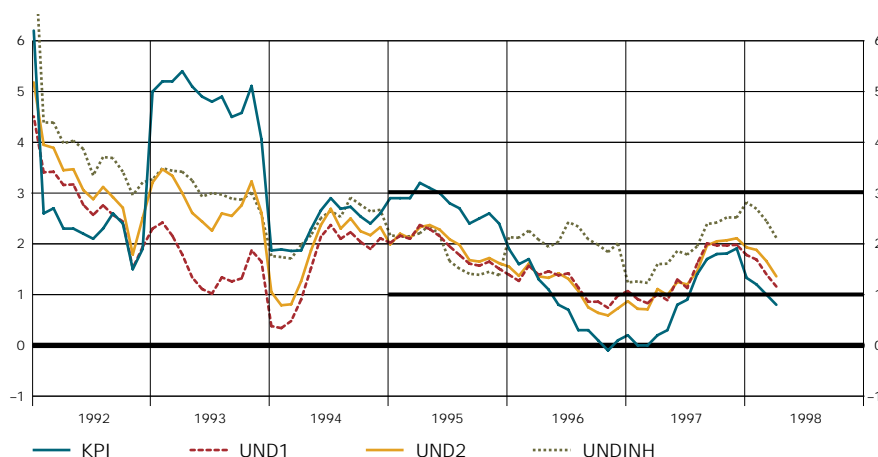
Den årliga förändringstakten i konsumentprisindex (KPI) steg under större delen av 1997, men sjönk sedan under de första fyra månaderna 1998 till 0,8 procent i april (se diagram 1). Nedgången under 1998 beror i allt väsentligt på fallande priser på energirelaterade varor samt lägre boendekostnader.

Den årliga förändringen i konsumentprisindex har sjunkit påtagligt under 1998.

Konsumentpriserna har ökat långsammare än väntat. Det är framför allt oväntat låga importpriser, i synnerhet oljepriser, i kombination med lägre långa räntor som förklarar avvikelsen mellan prognos och utfall. Sammantaget blev inflationen, mätt som förändringen i KPI, 0,8 procentenheter lägre i april än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport.

Konsumentpriserna har sedan föregående inflationsrapport utvecklats svagare än väntat, främst på grund av fallande importpriser och lägre räntor.

**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.

Även det internationellt harmoniserade konsumentprisindexet, HIKP, har ökat svagare än väntat och årstakten stannade i april på 1,4 procent. Skillnaden i prisökningstakt mellan KPI och HIKP beror främst på att räntekostnader för egnahem inte ingår i HIKP. I mars 1998 var den svenska inflationen, mätt med HIKP, den femte högsta bland EU-länderna. Vid tiden för föregående inflationsrapport var inflationen i Sverige den tredje högsta inom EU.

Den underliggande inflationen har dämpats sedan början av året.<sup>1</sup> I januari 1998 var den underliggande inflationen enligt UND1 och UND2, 1,8 och 1,9 procent, i april var motsvarande siffror 1,2 och 1,4 procent. Nedgången blev större än vad som förutsågs i föregående rapport. Den inhemska underliggande inflationen, UNDINH, var emellertid inte lika låg. Detta sammanhänger med att det främst är priserna på importerade varor som har utvecklats svagt under det senaste kvartalet. I januari var inflationen enligt UNDINH 2,8 procent och i april 2,1 procent, vilket var i linje med bedömningen i föregående rapport.

Även den underliggande inflationen har dämpats under 1998.

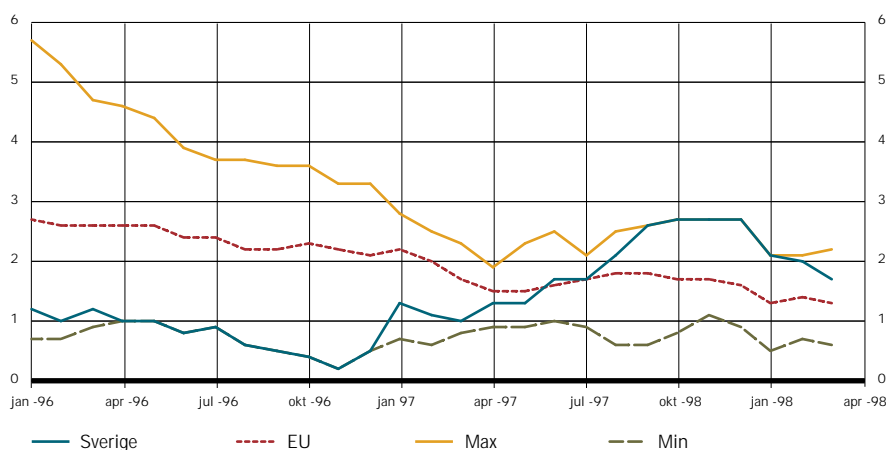
Prisökningstakten på "i huvudsak importerade varor" har sjunkit under 1998. I december 1997 steg

dessa priser med 1,3 procent, men i april 1998 noterades istället en prisnedgång med 0,3 procent under de senaste tolv månaderna (se diagram 4 i bilagan). Det är i huvudsak prisutvecklingen på energi-relaterade varor och kläder som förklarar nedgången.

Den årliga prisökningstakten på marknadsprisatta varor och tjänster exkl. skatter har också sjunkit och var i april 0,9 procent. Det var främst prisutvecklingen på "i huvudsak importerade varor" som bidrog till minskningen. Priserna på administrativt prissatta varor och tjänster exkl. skatter, som är en del av den inhemska inflationen, steg på årsbasis med 2,1 procent i april, vilket också var lägre än föregående månader. Den enskilt största gruppen i denna post är bostadshyror. Hyrorna steg på årsbasis med 0,6 procent i april, vilket var en markant nedväxling jämfört med tidigare år. Nedväxlingen förklaras främst av minskade kapitalkostnader beroende på lägre räntor. Samtidigt noterades kraftiga ökning för bl.a. tandläkararvode och egnahemsägarnas avskrivningskostnader.

Hushållens räntekostnader har fortsatt att minska under 1998 och dämpade inflationen, mätt som årlig förändring i KPI, med 0,7 procentenheter i april. Nedgången i de långa marknadsräntorna, som styr räntorna på de bundna bostadslånen, har

**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.

medfört att fallet i räntekostnaderna är något större än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport.

Fallande räntekostnader för egnahemsägare håller tillbaka konsumentprisökningarna.

Förändringar av indirekta skatter och subventioner bidrog till att höja inflationen enligt KPI med ca 0,4 procentenheter i april 1998.

*Sammantaget har konsumentpriserna ökat svagare än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport.*

#### PRODUCENT- OCH RÅVARUPRIS- UTVECKLINGEN DÄMPAD

Priserna på importvaror i producentledet har utvecklats svagt sedan slutet av 1997 (se diagram 3). Utvecklingen förklaras till övervägande del av kraftiga prissänkningar på energirelaterade varor. Priserna på importerade konsumtionsvaror har däremot stigit med 1,0 procent sedan årsskiftet. Den årliga prisförändringen på dessa varor var i april 1,0 procent.

Exportpriserna har fallit, den årliga prisförändringen var i april 1998 -0,7 procent. Nedgången förklaras av sjunkande priser på bl.a. trävaror, kemikalier och petroleumprodukter. Fallande priser på dessa varor samt kläder ligger också bakom den svaga utvecklingen av hemmamarknadspriserna.

Producentpriserna har fallit något under 1998. En orsak till detta är fallande priser på petroleumrelaterade varor. Prisökningstakten på konsumtionsvaror i inhemsk tillgång har sjunkit något sedan årsskiftet.

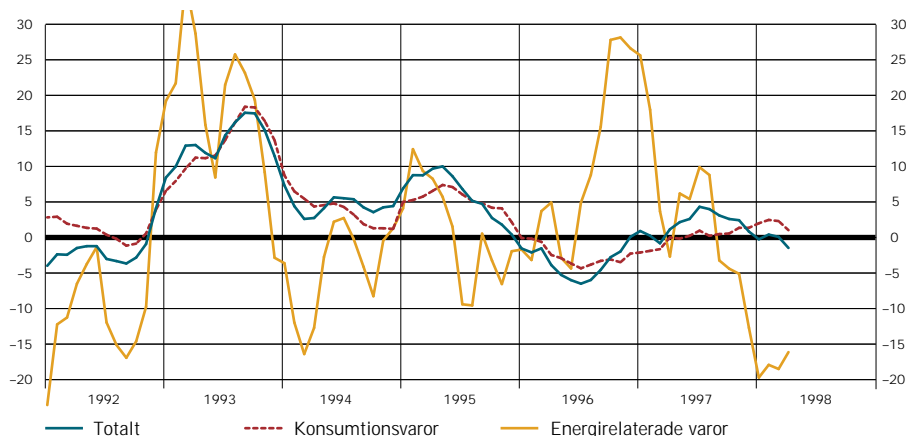
Prisförändringar på konsumtionsvaror, som de mäts i index för inhemsk tillgång<sup>2</sup>, har historiskt sett visat sig vara en bra indikator på prisutvecklingen i konsumentledet på ett par månaders sikt. Sedan årsskiftet har den årliga prisökningstakten för konsumtionsvaror i inhemsk tillgång sjunkit något, till 1,7 procent i april (se diagram 5 i bilagan).

Enligt Konjunkturinstitutets barometer för första kvartalet i år har priserna i tillverknings- och byggnadsindustrin varit oförändrade, trots företagets förväntningar om en viss ökning. Variationer förekommer emellertid mellan olika branscher, med prissänkningar inom massa- och teleproduktindustrin och med prishöjningar inom konsumtionsvaru- och

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

2 Index för inhemsk tillgång är en sammanvägning av hemmamarknads- och importprisindex.

**Diagram 3.**  
Importprisutvecklingen i  
producentledet.  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

metallindustrin som exempel. Industrisektorn förutser på det hela taget oförändrade försäljningspriser den närmaste tiden trots en förväntad god tillväxt både i ordergång och produktionsvolym. För tjänstenäringarna har priserna överlag också legat stilla.

---

Industrisektorn förutser på det hela taget oförändrade försäljningspriser under den närmaste tiden.

---

Under våren har de flesta råvarupriser fortsatt nedåt, pressade av effekter från en dämpad efterfrågan i samband med Asienkrisen och generella utbudsöverskott (se diagram 4).

---

Under våren har de flesta råvarupriser fortsatt att sjunka.

---

Råolja priset i svenska kronor sjönk med 25 procent mellan maj 1997 och maj 1998.<sup>3</sup> Prisfallet förklaras dels av lägre efterfrågan bl.a. till följd av Asienkrisen, dels av osäkerhet om OPEC kommer att uppfylla de aviserade produktionsnedskärningarna på 5 procent. Priserna på andra råvaror föll med i genomsnitt hela 20 procent mellan maj 1997 och maj 1998.

---

Sammantaget är inflationstrycket från producentledet nu, liksom i föregående inflationsrapport, lågt.

---

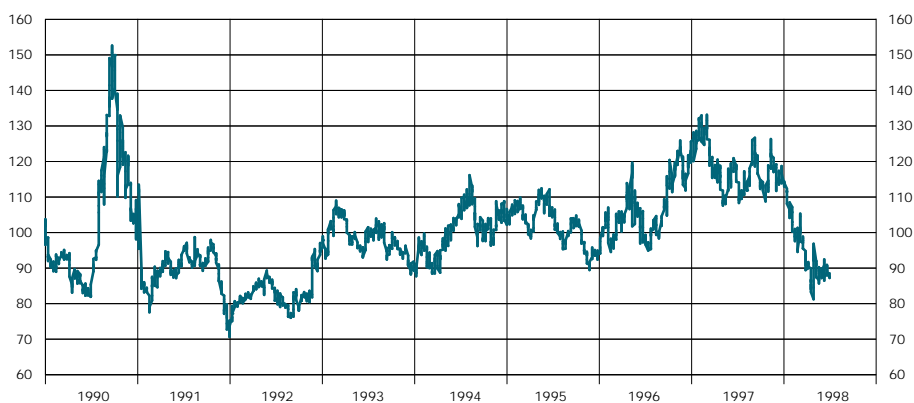
*Sammantaget är inflationstrycket från producentledet nu, liksom i föregående inflationsrapport, lågt. Prisnedgången på råvaror*

*bedöms fortsätta att ha en dämpande effekt på inflationen den närmaste tiden och i större omfattning än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport.*

## Räntor, växelkurs och penningmängd

Efterfrågan i ekonomin påverkas av ränteutvecklingen genom att ränteläget påverkar hushållens inköp av varaktiga konsumtionsvaror och företagens investeringsbeslut. Riksbanken kan via reporäntan mer eller mindre direkt styra räntor med korta löptider. Däremot har Riksbanken begränsade möjligheter att påverka räntor med längre löptider. Exempel på faktorer som styr de långa räntorna är förtroendet för den samlade ekonomiska politiken i Sverige och ränteutvecklingen utomlands. Det är dock inte i första hand räntorna på penningmarknaden som hushåll och företag möter när de ska ta beslut om inköp och finansiering av investeringar. Vanligtvis lånar de av banker och bostadsinstitut vars räntesättning till viss del styrs av andra faktorer än de som påverkar penningmarknadsräntornas utveckling, exempelvis kreditrisker och konkurrensförhållanden.

**Diagram 4.**  
Importvägt råvaruprisindex.  
Dagsnoteringar, index:  
december 1995=100



Anm. Följande varor ingår i råvaruprisindex: oljerelaterade produkter, aluminium, koppar, nickel, zink, guld, silver och socker. Varje varas vikt beräknas på basis av dess andel av Sveriges import 1996. Totalt summerar importen av ovanstående varor till ca 9 procent av importen, varav oljerelaterade produkter svarar för 7 procentenheter.

Källa: Riksbanken.



Penningpolitiken påverkar också inflationsutvecklingen via växelkursens effekter på efterfrågan och investeringar i den exportorienterade delen av ekonomin. Växelkursen påverkar även inflationen mer direkt via importpriserna.

Penningpolitikens inriktning mot prisstabilitet spelar i sig en viktig roll för kronkursens utveckling. Eftersom förtroendet för penningpolitiken nu är väl etablerat, borde växelkursen utvecklas stabilt i förhållande till våra närmaste konkurrentländer under de kommande åren. Konjunkturläget och dess betydelse för penningpolitikens uppläggning för att bevara prisstabilitet, både i Sverige och vår omvärld, kommer dock från tid till annan att påverka kronkursens utveckling. 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. Likaså kan mer långsiktiga förskjutningar i det finansiella sparandet i Sverige, relativt omvärlden, som hänger samman med anpassningen mot extern balans påverka kronans värdering. Slutligen bör det också påpekas att växelkursen, i synnerhet i det korta perspektivet, kan påverkas av tillfälliga störningar som

leder till att kronan periodvis avviker från en värdering som förefaller mer rimlig i ett längre perspektiv.

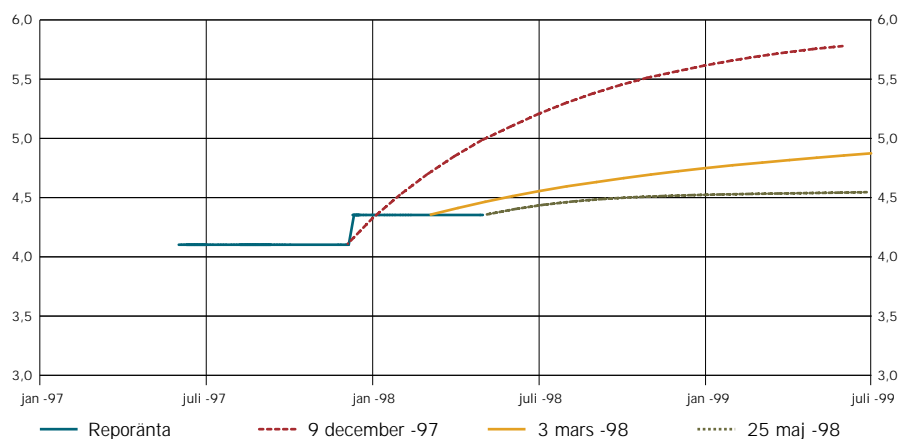
#### LÄGRE LÅNGRÄNTOR OCH STÄRKT KRONA

Den nedgång i långa marknadsräntor som inleddes redan under 1995 har fortgått även under innevarande år. Den tioåriga obligationsräntan har fallit med 0,3 procentenheter sedan föregående inflationsrapport och uppgår för närvarande till ca 5,2 procent (se diagram 11 i bilagan). Nedgången är dels ett resultat av att de europeiska räntorna fortsatt att falla, dels förefaller den vara föranledd av inhemska orsaker som ett förbättrat förtroende för den samlade ekonomiska politiken. Det senare styrks av en minskad räntedifferens mellan svenska och tyska obligationsräntor. Differensen är numera knappt 0,3<sup>4</sup> procentenheter och den implicita terminräntediffe-

<sup>3</sup> Grovt räknat medför en sänkning av råoljepriset med 10 procent, i svenska kronor räknat, en sänkning av KPI med ca 0,1 procentenhet.

<sup>4</sup> Vanligtvis används differensen mellan kupongobligationer med approximativt tio års löptid för att mäta förtroendeeffekter. Eftersom dessa obligationer inte är exakt lika mellan länder avseende kupongstorlek och löptid kan nollkupongräntor med fördel användas. Räntedifferensen mellan Tyskland och Sverige mätt med nollkupongräntor är lägre än den vanliga differensen. Det beror på att den tyska avkastningskurvan är brantare än den svenska och att den tyska tioårsräntan approximeras med en kortare obligation än den svenska. I diagram 12 i bilagan framgår att långräntedifferensen mot Tyskland den 25 maj uppgick till 22 räntepunkter medan nollkupongdifferensen endast uppgick till 9 räntepunkter.

**Diagram 5.**  
Faktisk och förväntad reporänta enligt terminsräntor.  
Procent



Källa: Riksbanken.

rensen mellan Sverige och Tyskland efter 2002 har nu i stort sett försvunnit (se diagram 12 och 13 i bilagan).

Reporäntan har inte ändrats sedan höjningen i december 1997. Detta har, tillsammans med förväntningar om fortsatt oförändrad penningpolitik, medfört att de korta penningmarknadsräntorna (tre månaders) legat stabila på en nivå omkring 4,5 procent sedan föregående inflationsrapport.

Finansmarknadens förväntningar om den framtida penningpolitiken kan utläsas från korta terminsräntor. Precis som i mars, när den föregående inflationsrapporten publicerades, förväntas i dagsläget en mindre skärpning av penningpolitiken under det kommande året. Reporäntan förväntas vid slutet av 1998 uppgå till ca 4,5 procent (se diagram 5, sid. 9). Sedan föregående inflationsrapport publicerades, har dock förväntningarna om reporäntehöjningar avtagit.

---

Sedan föregående inflationsrapport publicerades, har dock förväntningarna om reporäntehöjningar avtagit.

---

Mätt som nominellt TCW-index försvagades kronan från ca 120 i början av 1998 till nästan 124 i mitten av februari. Sedan dess har kronan åter stärkts och TCW-index ligger nu på ca 119 (se diagram 14 i bilagan). Merparten av den senaste kronförstärkningen har skett mot det brittiska pundet och den

amerikanska dollarn, men kronan har även stärkts mot den tyska marken (se diagram 6).

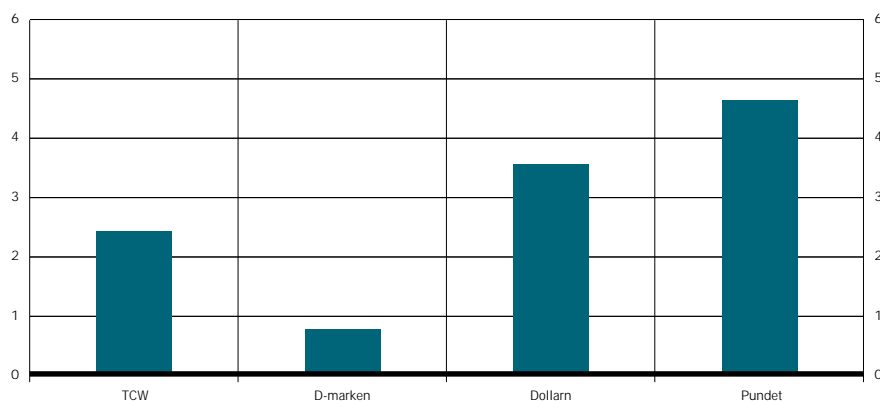
Kronan har varit förhållandevis stabil mot D-marken sedan slutet av 1996. Det talar för att den nivå som då etablerades på valutamarknaden uppfattats som rimlig av marknadsaktörerna i ett längre perspektiv. Sedan 1996 har också förtroendet för svensk ekonomisk politik, som den kan mätas med andra indikatorer, t.ex. långräntedifferensen mot Tyskland, varit väl etablerat och något ökande.

Trots goda utfallsiffror för inflation, tillväxt och statens budget försvagades kronan mot D-marken i höstas. Detta kan ha berott på en oro på marknaden om valutautflöden, till följd av att svenska storföretag eventuellt skulle kunna komma att övergå till att fakturera och redovisa det egna kapitalet i euro. Sådana scenarier fördes fram av flera ledande marknadsaktörer. Kronans försvagning mot D-marken var särskilt tydlig under februari 1998 då diskussionerna på marknaden var som mest intensiva.

Under de senaste månaderna har kronan stärkts markant och också återgått till tidigare nivåer i förhållande till D-marken. Den senaste tidens kronförstärkning har sammanfallit med en sjunkande långräntedifferens mot Tyskland, vilket talar för att även förtroenderelaterade faktorer har legat bakom kronförstärkningen.

#### Diagram 6.

Kronförstärkning mot TCW, D-mark, dollar och pund. 1998-03-03–1998-05-25. Procent



Källa: Riksbanken.

Dollarns och pundets förstärkning, som påbörjades i slutet av 1996, är sannolikt ett resultat av att USA och Storbritannien ligger tidigare i konjunkturcykeln, jämfört med merparten av de europeiska länderna. Tillväxten i dessa länder har också varit starkare och pågått under en längre tid än vad många väntat. Förväntningar om en konjunkturedgång i USA och Storbritannien, och därmed lättnader i penningpolitiken på sikt i dessa länder, har tilltagit sedan föregående inflationsrapport och sannolikt bidragit till att både dollarn och pundet försvagats mot såväl D-marken som den svenska kronan.

Sammantaget kan kronförstärkningen, mätt i termer av TCW-index, sedan föregående inflationsrapport förklaras av både inhemska och utländska faktorer.

*Sammantaget kan kronförstärkningen, mätt i termer av TCW-index, sedan föregående inflationsrapport förklaras av både inhemska och utländska faktorer. Mot D-marken har kronan, efter en kort period av marknadsdriven oro, återgått till de nivåer som varit normala under senare år. Samtidigt har den finansiella situationen i de flesta av de länder som omfattades av Asienkrisen stabiliserats något och tillsammans med förväntningar om minskade konjunkturskillnader, mellan merparten av Europa å ena sidan och USA och Storbritannien å andra sidan, medfört att kronan stärkts i förhållande till dollarn och pundet.*

## MONETÄRA FÖRHÅLLANDEN NÅGOT MINDRE EXPANSIVA

Monetära förhållanden är benämningen på den samlade effekt som realränteläget och reala växelkursen bedöms ha på den totala efterfrågan i ekonomin. Såväl de reala räntorna som den reala växelkursen bedöms i dagsläget ha en expansiv effekt på den samlade efterfrågan. Detta sammanhänger dels med att de nominella räntorna är historiskt sett låga, dels med att kronan bedöms vara långsiktigt undervärderad.

Under början av 1998 har tremånadersräntan, uttryckt i reala termer<sup>5</sup>, legat relativt stilla. Den nuvarande nivån på 3,4 procent är marginellt högre än i januari (se diagram 7, sid. 11). Den nominella räntan har stigit något samtidigt som inflationsförväntningarna har varit i stort sett oförändrade.

Den långa realräntan<sup>6</sup> har, trots lägre nominella långa räntor, stigit något till följd av lägre inflationsförväntningar. Den reala växelkursen har apprecierat under året till följd av den nominella kronförstärk-

<sup>5</sup> Räntan på en tremånaders statsskuldväxel justerad med hushållens förväntade utvecklingen av KPI under det kommande året.

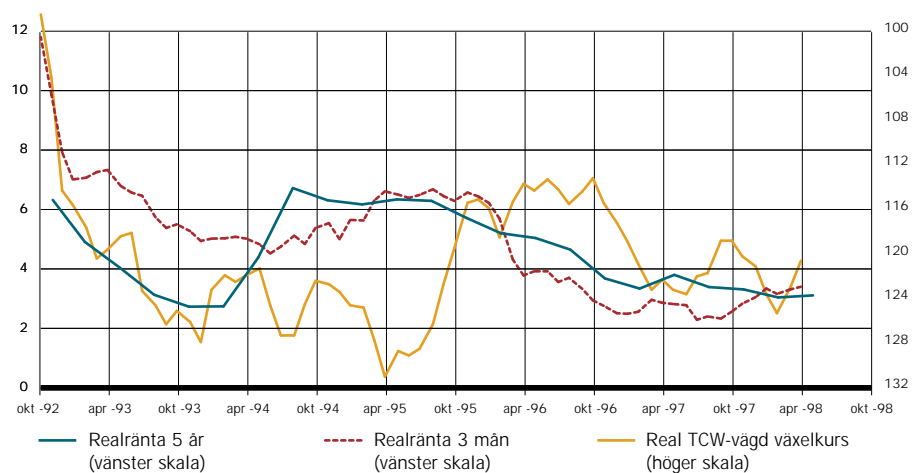
<sup>6</sup> Den nominella räntan på en femårig statsobligation (kvartalsnitt) justerad med finansiella placerares inflationsförväntningar på fem års sikt (Aragon).

**Diagram 7.**

Realräntor, fem år och tre månader, och real effektiv växelkurs.

Procent och index:

18 november 1992=100



Källa: Riksbanken.

ningen och är för närvarande ca 2,5 procent starkare än i januari och nästan 4 procent starkare än i februari.

Sammantaget bedöms de monetära förhållandena blivit mindre expansiva sedan föregående inflationsrapport.

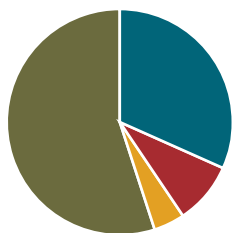
*Sammanfattningsvis kan det konstateras att den reala växelkursen har förstärkts och att de långa realräntorna har stigit något. De monetära förhållandena bedöms därför ha blivit mindre expansiva sedan föregående inflationsrapport.*

#### LÄGRE LÅNERÄNTOR FÖR HUSHÅLL OCH FÖRETAG

Hushåll och företag har i allmänhet inte möjlighet att låna direkt på penningmarknaden utan lånar i banker och bostadsinstitut. Kreditinstitutens räntemarginal mot penningmarknadsräntorna återspeglar förändringar av kreditrisker och konkurrensförhållanden. Förändringar i räntemarginalerna kan innebära att penningpolitiken förstärks eller försvagas.

#### Diagram 8.

Hushållens och företagens  
lånestock första kvartalet 1998  
i banker och bostadsinstitut.  
Procent



Banker, rörlig ränta	32 %
Bostadsinstitut, rörlig ränta	9 %
Bostadsinstitut, räntebundna lån	4 %
Bostadsinstitut, bundna lån	55 %

Källa: Riksbanken.

Nyutlåningsräntan följer i stort sett marknadsräntornas rörelser medan räntan på befintliga lån ändras med viss eftersläpning, som ibland kan vara lång.

Den rörliga bolåneräntan är drygt 1 procentenhet högre än jämförbara korta penningmarknadsräntor. Bostadsinstitutet har generellt sett lägre utlåningsräntor än bankerna till följd av bättre säkerheter, mindre riskinnehåll och större konkurrens om dessa krediter. Räntan på hushållskrediter i bank är ca 2 procentenhet högre än räntan på företagskrediter, som i sin tur överstiger de korta penningmarknadsräntorna med omkring 2 procentenhet. Bankernas räntesättning, för såväl hushållen som företagen, gav en viss expansiv effekt under första kvartalet 1998 då skillnaden mellan utlåningsräntor och motsvarande penningmarknadsräntor krympte något, vilket är en fortsättning på den nedgång som inleddes i början av 1997. Då uppgick räntemarginalen till nära 3 procentenhet jämfört med 2,2 procentenhet i slutet av mars 1998.

Andelen rörliga lån har ökat det senaste året.

Räntebindningstiden för krediter har också betydelse för penningpolitikens genomslag. Läntagarna valde kortare räntebindningstider än fem år i högre utsträckning under 1997 än under 1996. Andelen lån med rörliga räntevillkor har ökat det senaste året. För ett år sedan utgjorde t.ex. andelen ränterörliga lån i bostadsinstitutet 6 procent av den totala lånestocken jämfört med 9 procent första kvartalet 1998 (se diagram 8). Detta innebär att penningpolitiska åtgärder kan få ett snabbare genomslag framöver än tidigare.

Bankernas inlåningsräntor överensstämmer inte heller de med likvärdiga korta penningmarknadsräntor. Skillnaden dem emellan beror på konkurrensförhållanden och att bankmedel är mer likvida. Konkurrenterna från de s.k. nischbankerna och ökad konkurrens från andra sparformer, som privatobligationer och aktier med bättre avkastning, har dock lett till högre inlåningsräntor för hushållen.

För företagen är bankinlåning i hög grad ett substitut för placering i statsskuldväxlar, vilket leder till högre inlåningsräntor för företagen än för hushål-

len. Det bredare penningmängdsmåttet M3, som förutom sedlar och mynt även innehåller bankinlåning och bankcertifikat, påverkas av hushållens och företagens benägenhet att placera i mer långsiktigt sparande och i likvida medel i bank.

#### TECKEN PÅ KREDITEXPANSION I HUSHÅLLSSEKTORN

Det snäva penningmängdsaggregatet M0, dvs. hushålls och företags innehav av sedlar och mynt, har visat sig vara en bra inflationsindikator på omkring sex kvartals sikt. I april 1998 ökade M0 med 4,0 procent på årsbasis vilket är måttligt (se diagram 15 i bilagan).

Även det breda penningmängdsaggregatet M3 är en användbar inflationsindikator. Måttet påverkas dock starkt av portföljomplaceringar mellan bankinlåning och andra tillgångar som inte ingår i detta aggregat. I april ökade M3 med 2,1 procent på årsbasis (se diagram 15 i bilagan). Den låga ökningstakten i M3 beror i huvudsak på hushållens omflyttning av långsiktigt banksparande till sparande i aktier och fonder.

---

Inflationstrycket såsom det kommer till uttryck i penningmängdsaggregaten förefaller ha avtagit något under de senaste månaderna.

---

Utlåningen från svenska kreditinstitut till hushåll och företag ökade med 4 procent på årsbasis i mars, vilket är en viss uppgång sedan årsskiftet (se diagram 17 i bilagan). Det är framför allt bankerna som står för denna kreditexpansion medan ökningstakten för bostadsinstitutens utlåning avtagit något.

Utlåningen till hushållssektorn ökar i en fortsatt snabb takt och en stor del av ökningen tycks gå till konsumtionsändamål. Utvecklingen ligger i linje med den bedömning som Riksbanken tidigare gjort om en fortsatt gynnsam utveckling av privat konsumtion. I mars var årstakten över 6 procent (se diagram 17 i bilagan). Utlåning till förvärv av villor och bostadsrätter fortsätter att öka, men ökningstakten har avtagit något. Krediter via banker och finansbolag, som till stor del används för konsumtion, ökade under samma period med 13 procent.

Utlåningen påverkas av ränteutvecklingen och därmed av penningpolitiken. På sikt bidrar en kreditexpansion till ökat inflationstryck via stigande fastighetspriser och konsumtion. Den nuvarande ökningstakten i utlåningen till hushållen följer dock på flera år av fallande kreditvolym och kan därför delvis betraktas som en nivåanpassning.<sup>7</sup>

*Inflationstrycket såsom det kommer till uttryck i penningmängdsaggregaten förefaller vara fortsatt lågt. De allt lägre räntorna på lånemarknaden har lett till en viss kreditexpansion i hushållssektorn. Utvecklingen av kreditaggregaten tyder på att penningpolitiken för närvarande har en expansiv verkan på krediter och inhemsk efterfrågan.*

<sup>7</sup> Sedan 1996 har skuldkvoten, definierad som hushållens skulder i förhållande till disponibel inkomst, stigit till följd av en viss uppgång i utlåningen och en svag utveckling av disponibel inkomst. Skuldkvoten är dock fortfarande lägre än den var innan avregleringen av kreditmarknaden 1985 (se diagram 16 i bilagan). Hushållens räntebetalningar som andel av disponibel inkomst minskade mellan 1990 och 1997 från 17 till 8 procent som en följd av minskande skulder och fallande nominella räntor. Om hänsyn tas till den minskade avdragsrätten efter skatterformen har räntebetalningarna endast minskat från 9 till 6 procent.

# Inflationsbedömning

*I detta kapitel redovisas bedömningen av prisutvecklingen fram till halvårsskiftet 2000. Inledningsvis analyseras den internationella utvecklingen följt av en genomgång av efterfråge- och utbudsförhållandena i den svenska ekonomin. Därefter diskuteras de temporära effekter som kommer att inverka på konsumentprisutvecklingen under de kommande två åren samt inflationsförväntningarna. Slutligen presenteras en samlad inflationsprognos tillsammans med en bedömning av osäkerheten i denna prognos.*

Precis som 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. Således innebär en inflationsbedömning som resulterar i slutsatsen att inflationen blir högre (lägre) än inflationsmålet över den tidshorisont som Riksbanken i huvud-

sak arbetar med – ett till två år – normalt att det finns skäl att höja (sänka) reporäntan. I detta sammanhang bör det dock betonas att Riksbanken, vid sidan av huvudprognosen för inflationen, gör en osäkerhetsbedömning som bl.a. innebär att ett antal riskscenarier för inflationsutsikterna analyseras. Denna osäkerhetsbedömning vägs in i det slutliga penningpolitiska beslutsunderlaget.

## FAKTORER SOM AVGÖR INFLATIONENS UTVECKLING

Målet för penningpolitiken är att inflationen ska vara 2 procent. Eftersom penningpolitik påverkar den ekonomiska utvecklingen och inflationen med fördröjning måste politiken styras 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 efterfrågan 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 avspglas 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 inflationshot, men ställer krav på flexibilitet i lönebildningen 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 subventionselement ingår. Exempel på administrativt bestämda priser i Sverige är lägenhetshyror och avgifter för sjukvård och vissa typer av kommunala tjänster. För penningpo-

litiken 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.<sup>8</sup>

## 3) Andra kostnadschocker och temporära effekter

Inflationsimpulser kan också komma från specifika kostnadsökningar som varken härrör från en generell internationell inflationsökning eller från ett högt efterfrågeläge. Exempel på sådana kostnadsökningar är stigande råvarupriser till följd av utbudshocker. Likartade inflationsimpulser 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 inflationstakten för den skull 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 och på inflationsförväntningarna.

## 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 att bli självuppfyllande.

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.

<sup>8</sup> Se Inflationsrapport 1997:3 för en närmare beskrivning av de administrativt bestämda priserna i KPI.

# Internationell konjunktur och inflation

## GYNNSAM EFTERFRÅGAN OCH LÅG INFLATION

Tillväxtutsikterna inom OECD-området bedöms vara relativt goda för perioden fram till 2000 med en årlig tillväxt runt 2,5 procent. Bedömningen är, för OECD-området i sin helhet, i stort sett densamma som i föregående inflationsrapport. Risker att den internationella konjunkturen viker under prognosperioden kan dock inte uteslutas

---

Tillväxtutsikterna inom OECD-området bedöms vara relativt goda för perioden fram till 2000 med en årlig tillväxt runt 2,5 procent.

---

Den samlade bilden döljer vissa förändringar i konjunkturläget i enskilda länder. I Japan har tillväxtutsikterna försämrats ytterligare. Spridningseffekter från problemen i den finansiella sektorn till den reala delen av ekonomin, fallande tillgångspriser samt Asienkrisen bidrar till det mycket svaga efterfrågeläget. I USA och Storbritannien väntas senare års goda tillväxt mattas något de kommande åren, bl.a. då de växelkursapprecieringar som skett för dessa länder dämpar deras export. Inom det kommande euroområdet bedöms konjunkturen utvecklas gynnsamt. Utvecklingen beror bl.a. på det finanspolitiska saneringsarbetet som bidragit till låga räntor samt på

ökad optimism om den ekonomiska utvecklingen hos hushållen. En förskjutning från en exportdriven till en mer inhemsk orienterad tillväxt väntas.

---

Låg internationell inflationstakt bedöms ge små inflationsimpulser till den svenska ekonomin.

---

Konsumentpriserna i OECD-länderna<sup>9</sup> bedöms stiga med omkring 1,5 procent per år, vilket är något lägre än prognosen i föregående inflationsrapport. Det är framför allt lägre priser på olja och energi som väntas hålla nere de internationella prisökningarna, men även den underliggande inflationstakten väntas utvecklas något mer dämpat än tidigare prognostiserat.

Omvärldens exportpriser på bearbetade varor, räknat i nationella valutor, bedöms öka med mellan 0,5 och 1 procent 1998 och knappt 1,5 procent per år 1999 och första halvåret 2000. Det innebär en nedrevidering med några tiondels procentenheter jämfört med föregående inflationsrapport.

*Sammantaget bedöms konjunkturen inom OECD-området utvecklas gynnsamt de kommande två åren. En viss sannolikhet för en svagare utveckling främst 2000 kan dock inte bortses från. En låg internationell inflationstakt bedöms, via låga exportprisökningar i omvärlden, ge endast små inflationsimpulser till den svenska ekonomin.*

9 Avser OECD exklusive höginflationsländer såsom Turkiet.

## EUROOMRÅDETS EKONOMISKA BETYDELSE FÖR SVERIGE

Den 2 maj i år beslöt EU:s stats- och regeringschefer att den ekonomiska och monetära unionen, EMU, inledningsvis ska bestå av elva länder, samtliga EU-länder utom Danmark, Grekland, Storbritannien och Sverige. Euroområdet kommer därmed att bli ett valutaområde av nästan samma ekonomiska storlek som USA; euroområdet kan uppskattas svara för 31 procent av OECD-ländernas BNP, att jämföra med 34 procent

för USA och 17 procent för Japan.<sup>10</sup>

För Sverige kommer euroområdet att bli den enskilt största handelspartnern. Med utgångspunkt i nuvarande handelsrelationer kommer 38 procent av Sveriges export att gå till länderna inom EMU medan 48 procent av importen kommer att komma från

10 BNP för 1997 uttryckt i 1990 års priser och växelkurser. Källa: OECD.



euroområdet. Detta kan jämföras med handelsutbytet med USA som uppgår till mindre än 10 procent för såväl export som import. Euron kommer därmed att bli den enskilt viktigaste valutan för utvecklingen av svensk konkurrenskraft. Konjunktur- och inflationsutvecklingen inom euroområdet och eurons utveckling mot kronan kommer tillsammans att vara de viktigaste internationella bestämningsfaktorerna för efterfrågeläget och inflationen i Sverige.

I kraft av sin storlek kan euron också på sikt komma att konkurrera med dollarn om positionen som den viktigaste internationella kontraktsvalutan. För vissa handelsvaror är dollarn idag den dominerande kontraktsvalutan, oavsett exportörens eller importörens hem-

vist. Det gäller bl.a. många råvarumarknader. För svenskt vidkommande innebär det att dollarns utveckling har större betydelse för svensk industri än vad handelsutbytet och den direkta konkurrensen med amerikanska varor innebär. Om euron växer fram som internationell kontraktsvaluta och ersätter dollarn för vissa varugrupper eller på vissa marknader skulle det alltså innebära att euron på sikt får större betydelse för svensk industri och dollarn en i motsvarande grad reducerad betydelse. Förutsättningarna för en stabil utveckling mellan kronan och euron är långsiktigt gynnsamma genom att penningpolitiken inom euroområdet, på samma sätt som i Sverige, kommer att bedrivas med sikte på prisstabilitet.

## Ränte- och växelkursbedömning

Inflationsbedömningen påverkas i hög grad av hur räntor och växelkurs utvecklas. Bedömningen av ränte- och växelkursutvecklingen påverkas i sin tur av det tekniska antagandet om oförändrad reporänta under den kommande tvåårsperioden. För utvecklingen av de korta marknadsräntorna är effekten av detta antagande påtaglig och tremånadersräntan antas i stort sett ligga stilla under prognosperioden. Bedömningen av de längre marknadsräntorna påverkas i mindre utsträckning av antagandet om oförändrad reporänta. Såväl den internationella som den svenska långräntenivån antas dock på sikt stiga något från de historiskt låga nivåer som råder i dagsläget. Sammantaget antas den femåriga svenska nollkupongräntan stiga från drygt 5 procent till omkring 5,4 procent under de närmaste två åren.<sup>11</sup>

Sedan 1995 har kronan stärkts mot D-marken i takt med att förtroendet för svensk ekonomisk politik gradvis ökat. Kronförstärkningen har sammanfallit med en markant nedgång i inflationsförväntningar och en minskad långräntedifferens mot Tyskland till historiskt låga nivåer. I förhållande till utvecklingen de senaste åren kommer sannolikt framtida förtro-

endevinster att vara små och därmed torde kronkursens rörelser i högre grad än tidigare återspegla skillnader i konjunkturläge och penningpolitik, samt den svenska ekonomins anpassning mot extern balans.

Sedan slutet av 1996 har kronan samvarierat i allt större utsträckning med D-marken i dess rörelser mot andra valutor, däribland den amerikanska dollarn och det brittiska pundet. Den starka konjunkturen i den amerikanska och brittiska ekonomin, relativt merparten av de europeiska länderna, kan sannolikt förklara en väsentlig del av dollarns och pundets förstärkning mot D-marken och kronan sedan hösten 1996. Då dollarn och pundet utgör en stor andel av TCW-index<sup>12</sup> har denna utveckling bidragit till en försvagning av den effektiva kronkursen från hösten 1996 till i vintras. Detta kan emellertid ses som en normal avvikelse från anpassningen mot den långsiktiga jämviktsväxelkursen främst betingad av konjunktorella faktorer och således inte av bristande förtroende för svensk ekonomi. De senaste månaderna har dock dollarn och pundet försvagats något mot kronan och det blivande euroområdets valutor, bl.a. mot bakgrund av att tillväxten i USA och Storbritannien väntas mattas något de kommande åren.

Antagandet om oförändrad reporänta påverkar

bedömningen av kronkursen och dess framtida utveckling. Eftersom det i dagsläget finns vissa förväntningar om höjningar av den svenska reporäntan, innebär antagandet om oförändrad reporänta att kronan kommer att utvecklas något svagare i Riksbankens prognos än om räntorna skulle följa rådande förväntningar. Sammantaget bedöms den nominella TCW-vägda kronkursen appreciera något under prognosperioden och i genomsnitt uppgå till drygt 117 de närmast följande fyra kvartalen (tredje kvartalet 1998 till och med andra kvartalet 1999) och drygt 116 under de därpå följande fyra kvartalen (tredje kvartalet 1999 till och med andra kvartalet 2000). En viktig utgångspunkt för denna bedömning är att kronans reala växelkurs för närvarande är svagare än vad som är förenligt med extern och intern balans i ekonomin på sikt.<sup>13</sup>

Kronan bedöms appreciera något under de kommande två åren.

*Sammanfattningsvis antas de korta räntorna, i enlighet med antagandet om oförändrad penningpolitik, i stort sett ligga stilla under de närmaste två åren. Såväl internationella som svenska långa räntor antas stiga något från nuvarande historiskt låga nivåer. Den svenska kronan bedöms stärkas något under de kommande två åren.*

11 Bedömningen av obligationsräntorna ligger ca 0,1 procentenheter lägre.

12 Pundets vikt i TCW-index uppgår till 11,6 procent. Dollarblockets (USA och Kanada) vikt uppgår till 12,8 procent.

13 Se Inflationsrapport 1997:2 för en närmare beskrivning av växelkursens bestämningsfaktorer.

## TROVÄRDIGHETSEFFEKTER I MITTEN AV 1990-TALET

Sedan den fasta växelkurspolitiken övergavs i november 1992 har kronan periodvis fluktuerat kraftigt samtidigt som den har samvarierat starkt med långräntedifferensen relativt Tyskland. Dessa mer kortsiktiga fluktuationer brukar till stor del hänföras till hur trovärdigheten för den svenska ekonomiska politiken har utvecklats. När tilltron för den svenska ekonomiska politikens inriktning mot låg inflation sviktar försvagas kronan samtidigt som svenska räntor, speciellt de med längre löptider, stiger relativt utländska.<sup>14</sup> Som ett kvantitativt mått på trovärdighetsproblemen används ofta den långa räntedifferensen mot Tyskland, eftersom Tyskland anses

ätnjuta en hög trovärdighet för en ekonomisk politik inriktad mot låg inflation. Diagram R1 visar veckovisa noteringar för den nominella TCW-vägda svenska växelkursen tillsammans med den svenska långräntedifferensen gentemot Tyskland från december 1992. Ur diagrammet kan man se att de två serierna periodvis har samvarierat starkt.

14 För en teoretisk analys av hur trovärdighetsproblem av detta slag påverkar växelkurs och räntor se Dillén H. och H. Lindberg; "Interest and Exchange Rates with Regime Shifts and Sticky Prices", kommande arbetsrapport, Ekonomiska avdelningen, Sveriges riksbank.

Tabell R1.  
Regressionsanalys av  
trovärdighetseffekter

Regression	$c$	$\phi$	$R^2$
$s_t = c + \phi \delta_t + \varepsilon_t$			
Period dec 1992–april 1998	4,767 (0,009)	0,021 (0,004)	0,284
Period jan 1994–dec 1996	4,712 (0,007)	0,039 (0,003)	0,590

Anm.  $s_t$  är den nominella TCW-vägda växelkursen (logaritmerad) och  $\delta_t$  är tioårig (kupongjusterad) räntedifferens gentemot Tyskland. Standardfel inom parenteser. Regression 1 innehåller data från första veckan i december 1992 till sista veckan i april i år, medan regression 2 innehåller data från första veckan i januari 1994 till sista veckan i december 1996.

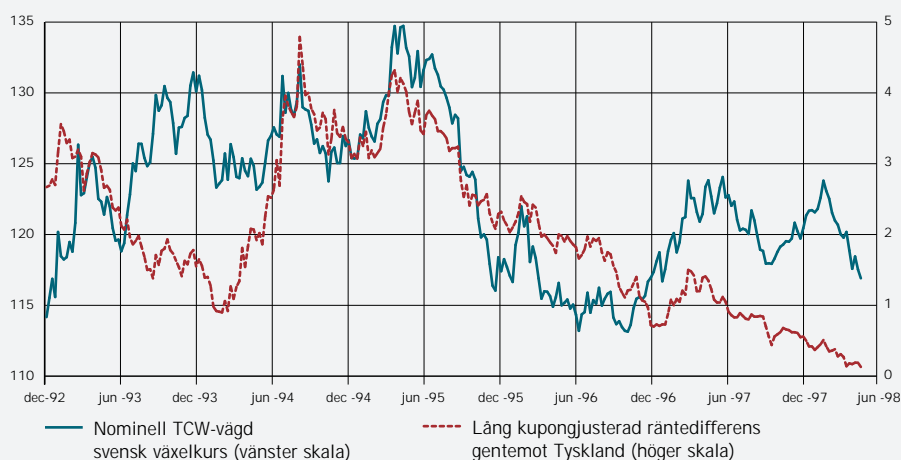
Enkel regressionsanalys<sup>15</sup> (se tabell R1) visar att fluktuationer i trovärdighet, mätt som lång räntedifferens gentemot Tyskland, kan förklara nästan 30 procent av variationen i nominellt TCW-index sedan slutet av 1992. Under åren 1994 till 1996 är motsvarande siffror nästan 60 procent. Slutsatsen är att trovärdighetsproblem förmodligen var den enskilt största faktorn bakom den svaga och volatila kronkursen under mitten av 1990-talet.

Av diagrammet och analysen framgår också att samvariationen mellan kronans utveckling och långräntedifferensen varit lägre på senare tid. Detta antyder att kronans rörelser i mindre utsträckning varit relaterad till trovärdigheten för den ekonomiska politiken i vid mening.

15 Regressionsanalysen syftar till att visa hur stor del av fluktuationerna som kan hänföras till fluktuationer i långräntedifferensen gentemot Tyskland, som är ett grovt mått på trovärdighetsproblemen. Regressions sambandet som skattas är dock mycket enkelt och resultaten måste därför tolkas med försiktighet.

### Diagram R1.

Nominell TCW-vägd svensk växelkurs samt lång terminsräntedifferens gentemot Tyskland.  
Veckodata, index:  
18 november 1992=100



Källa: Riksbanken.

## Importpriser

Den svenska kronans utveckling är en av flera faktorer som avgör i vilken omfattning internationella prisförändringar kanaliseras vidare till svenska importpriser. Förhållandet är emellertid komplicerat. Svenska och internationella erfarenheter visar att växelkursförändringars genomslag på de aggregerade importpriserna är ofullständigt.<sup>16</sup>

Detta har flera förklaringar. På kort sikt, särskilt om växelkursförändringen bedöms som tillfällig, kan ett ofullständigt genomslag bl.a. bero på prisstelheter och andra anpassningskostnader. På längre sikt beror genomslaget av marknadsförhållandena. Monopolistiska inslag på marknaden innebär att såväl de utländska exportörerna som de svenska importörerna har viss kontroll över sina vinstmarginaler och där-

för kan sätta priser utifrån sitt eget efterfråge- och utbudsläge. En växelkursförändring kan därför förväntas leda till en anpassning av både vinstmarginaler och försäljningspriser uppåt eller nedåt beroende på företagets värdering av vad som ger den bästa vinstutvecklingen över en längre tidsperiod.

---

Erfarenhetsmässigt är växelkursförändringars genomslag på de aggregerade importpriserna ofullständigt.

---

Effekten på importpriserna av en växelkursförändring varierar dessutom mellan olika varuslag. Vad gäller homogena produkter, som råvaror med ett väldefinierat världsmarknadspris i en utländsk kontraktvaluta, är genomslaget ofta både snabbt och fullständigt. För importpriserna på bearbetade varor däremot, är effekterna inte sällan utdragna och ofta

slår de inte igenom fullt ut ens på lång sikt.<sup>17</sup> Dessutom påverkas genomslaget av det inhemska efterfrågeläget.

KPI består till ca en fjärdedel av importerade varor samt ytterligare till en del av importsstitut som i varierande utsträckning påverkas av importprisutvecklingen. En växelkursförändring och dess genomslag på importpriserna är således av betydelse för inflationsbedömningen i stort.

---

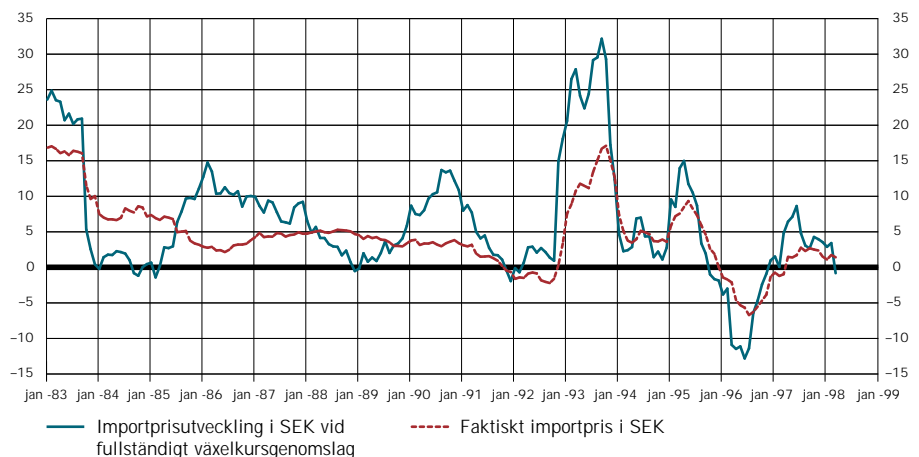
Sammantaget bedöms importpriserna, räknat i svenska kronor, vara i stort sett oförändrade under 1998, stiga med ca 0,5 procent under såväl 1999 som under första halvåret 2000.

---

Under prognosperioden bedöms de internationella priserna stiga måttligt och den svenska kronan appreciera (importvägt) med drygt 1,5 procent. Den prisåterhållande effekten från växelkursen på bearbetade varor förutses, i enlighet med resonemanget ovan, bli något mindre. Sammantaget bedöms importpriserna vara i stort sett oförändrade under 1998, stiga med ca 0,5 procent under såväl 1999 som under första halvåret 2000.

*Sammantaget bedöms importpriserna framöver öka långsammare än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. Detta sammanhänger med både en svagare internationell inflation och en något snabbare appreciering av den svenska kronan.*

**Diagram 9.**  
Importpriser och bearbetade varor.  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

## Efterfrågan och utbud

UTRIKESHANDELN I LINJE MED

TIDIGARE BEDÖMNING

*Export och import* ökade enligt nationalräkenskaperna under 1997 med hela 12,8 respektive 11,7 procent. Exporten till EU stod för en stor del av ökningen sista kvartalet 1997, men det är till länder i Europa utanför EU som exporten växer snabbast. Ökningen är stark även till den amerikanska kontinenten medan den svaga utvecklingen i Asien nu har börjat synas i statistiken. Detta stöder bedömningen i huvudscenariot i föregående inflationsrapport om en viss avmattning av utrikeshandeln till följd av Asienkrisen. Mot bakgrund av den goda tillväxt som förutspås i OECD- och EU-länderna förväntas dock en fortsatt god exportutveckling under hela prognosperioden, om än med lägre ökningstal än under 1997.

De senaste årens goda lönsamhet gör att de svenska företagen sannolikt inte behöver låta apprecie-

16 Se t. ex. Alexius, A. 1997. Import Prices and Nominal Exchange Rates in Sweden. Finnish Economic Papers Vol. 10 No. 2 för referenser.

17 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.

ringen av kronan resultera i nämnvärt ökade priser på exportmarknaderna under 1998. Marknadsandelarna kan därmed hållas i stort sett intakta. Under 1999 och 2000 kommer dock den apprecierande kronan förmodligen att innebära en viss försämring av konkurrenskraften och vissa förluster av marknadsandelar.

---

Mot bakgrund av den goda tillväxt som förutspås i OECD- och EU-länderna förväntas en fortsatt god exportutveckling under hela prognosperioden.

---

Importen förväntas utvecklas starkt de kommande åren, främst beroende på en stigande konsumtions- och investeringsefterfrågan. Importen bedöms stiga snabbare än exporten, vilket innebär att bidraget från utrikeshandeln till den totala efterfrågan blir väsentligt mindre de kommande åren än under 1997.

*Sammantaget ger den information som inkommit den senaste tiden inte någon anledning att påtagligt revidera grundsynen på utvecklingen av utrikeshandeln. Nettoexporten förväntas utvecklas i linje med vad som antogs i föregående inflationsrapport.*

#### FORTSATT GOD UTVECKLING AV PRIVAT KONSUMTION

Den privata konsumtionen ökade med 2 procent 1997, vilket var något lägre än väntat. Konsumtionsuppgången har fortsatt i år och detaljhandelsomsättningen ökade med 3,8 procent första kvartalet 1998 jämfört med samma period 1997. Flera faktorer talar för en fortsatt konsumtionsuppgång. Stigande tillgångspriser (se diagram 22 i bilagan) har resulterat i en förmögenhetsökning som motsvarar 15–20 procent av hushållens disponibla inkomster under 1996 och 1997. Under den senaste 30-årsperioden är det endast åren 1988–1989 som uppvisar en högre förmögenhetsökning under en tvåårsperiod. Hushållens förväntningar om den egna ekonomin är optimistiska i ett historiskt perspektiv (se diagram 21 i bilagan), även om de har varierat en del de senaste månaderna. Förväntningarna sjönk i både februari och mars, men steg åter i april. Ytterligare en indikation på framtidsoptimismen är att hushål-

lens upplåning i banker och finansbolag har fortsatt att öka kraftigt i år jämfört med motsvarande period 1997 (se diagram 17 i bilagan).

---

Mot bakgrund av den starka förmögenhetsutvecklingen och hushållens positiva förväntningar om den ekonomiska utvecklingen framstår en tillfälligt låg sparkvot som rimlig.

---

Konsumtionsuppgången som tog fart under tredje kvartalet 1996 tycks hittills ha varit förmögenhets- och förväntningsdriven. Fallande disponibla inkomster har medfört att hushållen minskat sitt sparande. I år kommer dock sannolikt hushållens disponibla inkomster efter skatt och transfereringar att öka märkbart för första gången sedan 1994. Hushållens sparkvot sjönk till 0,8 procent 1997, men mot bakgrund av den starka förmögenhetsutvecklingen och hushållens positiva förväntningar om den ekonomiska utvecklingen framstår en tillfälligt låg sparkvot som rimlig. Dessutom har budgetsaneringen sannolikt minskat hushållens försiktighetsparande då oron för en statsfinansiell kris nu är lägre. I andra länder i motsvarande situation förefaller detta ha påverkat hushållens konsumtion. Sparkvotens storlek utgör därmed inte nödvändigtvis ett hinder för en god konsumtionsutveckling på kort sikt.

*Sammantaget kvartstår bedömningen från föregående inflationsrapport. Privat konsumtion förväntas öka med mellan 2,5 och 3 procent per år under åren 1998–2000.*

#### OFFENTLIG KONSUMTION ÖKAR

Finanspolitiken är viktig för penningpolitiken av flera skäl. I ett konjunkturellt perspektiv påverkar finanspolitiken efterfrågeläget i ekonomin och därmed inflationstrycket. Samtidigt är finanspolitikens utveckling 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.

Vårpropositionen som presenterades i början av april innehåller ett reformpaket som beräknas omfatta 4, 9, 10 och 14 miljarder kronor per år under perioden 1998–2001. De 4 miljarder kronor som bud-

geterats för innevarande år kommer att i sin helhet gå till kommunerna. Totalt omfattar reformpaketet satsningar på offentlig konsumtion om ca 5 miljarder kronor per år från 1999 och framåt, av vilket huvuddelen utgörs av ett tillskott till kommunerna. Mot bakgrund av att det sannolikt finns ett politiskt stöd för att öka sysselsättningen i kommuner och lands-ting samt att tidigare tillskott i stor omfattning använts till att konsolidera den kommunala ekonomin, kan de nya tillskotten i större utsträckning än tidigare förväntas slå igenom i ökad offentlig konsumtion.

Finanspolitiken kommer att i mindre utsträckning än under de senaste åren bidra till att dämpa efterfrågan i ekonomin. En indikation på att finanspolitiken, trots de nya utgifterna, är förhållandevis stram är att hushållens disponibla inkomster de kommande två åren beräknas fortsätta att utvecklas långsammare än faktorinkomsterna.<sup>18</sup> Förslagen i vårpropositionen bidrar dock till att skillnaden i utveckling mellan disponibla inkomster och faktorinkomster minskar. Efter att ha sjunkit fyra av de fem senaste åren, beräknas disponibelinkomsten stiga 1998 och 1999.

De offentliga finanserna har förbättrats markant under senare år. Den offentliga sektorns finansiella sparande uppgick 1997 till -1,1 procent av BNP och beräknas 1998 bli positivt för första gången sedan 1990. De kommande åren bedöms de offentliga finanserna stärkas ytterligare, även om budgeteringsmarginalerna samtliga år under prognosperioden måste betecknas som relativt små.

---

Den offentliga sektorns finansiella sparande uppgick 1997 till -1,1 procent av BNP och beräknas 1998 bli positivt för första gången sedan 1990.

---

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.

*Sammantaget bedöms offentlig konsumtion öka i något snabbare takt än vad som förutsågs i föregående inflationsrap-*

*port. Finanspolitiken måste betecknas som förhållandevis stram, även om de nya reformerna gör att dess dämpande effekt kommer att vara mindre än under de närmast föregående åren.*

#### ÅTERHÄMTNING I

##### INVESTERINGSAKTIVITETEN

Under 1997 minskade de totala bruttoinvesteringarna med 4,8 procent. SCB:s investeringsenkät, som genomfördes under februari, tyder emellertid på en återhämtning under 1998. De investeringsvolymerna som anges indikerar att uppgången kan bli större än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. Det bör dock framhållas att det är svårt att värdera investeringsenkäten i detta läge då företagen under fjolåret tenderade att senarelägga genomförandet av vissa investeringar.

---

Ett stigande kapacitetsutnyttjande talar för en god investeringsutveckling liksom det låga ränteläget, en god lönsamhet och, i ett kortare perspektiv, det faktum att industriföretagen är mycket optimistiska inför andra kvartalet 1998.

---

Industrins bruttoinvesteringar minskade med närmare 7 procent 1997. Investeringsvolymen bedöms dock, trots minskningen från föregående år, ha varit tillräckligt stor för att öka industrins kapitalstock med i storleksordningen 3,5–4 procent under loppet av 1997. Eftersom industriproduktionen samtidigt ökade med 5,4 procent bedöms utnyttjandet av produktionskapitalet ha ökat något under 1997.

Ett stigande kapacitetsutnyttjande talar för en god investeringsutveckling liksom det låga ränteläget, en god lönsamhet och, i ett kortare perspektiv, det faktum att industriföretagen är mycket optimistiska inför andra kvartalet 1998.

Inom övrigt näringsliv har investeringsplanerna för 1998 reviderats upp i flertalet branscher som täcks av SCB:s investeringsenkät. För handeln och

<sup>18</sup> Skillnaden mellan faktorinkomst och disponibelinkomst utgörs i huvudsak av nettot av transfereringsutgifter och erhållna transfereringar. Differensen mellan dessa båda inkomsttyper är inget exakt mått på hur *diskretionära* finanspolitiska beslut påverkar hushållen eftersom disponibelinkomsten också påverkas av bland annat så kallade automatiska stabilisatorer.

energisektorn tyder planerna på mycket stora volymökningar, i storleksordningen 20 procent.

Antalet påbörjade nya lägenheter under 1997 föll till endast 10 800, vilket var ca 18 procent färre än året innan. Med tanke på att det svenska bostadsbeståndet uppgår till ca 4 miljoner lägenheter bör bostadsbyggandet, för att kompensera kapitalförslitningen och för att förse den växande befolkningen med bostäder, långsiktigt ligga på en betydligt högre nivå. Tidsschemat för en återhämtning är dock osäkert. De tecken som idag talar för en förestående återhämtning är att småhuspriserna stiger, främst i större städer, och att antalet påbörjade byggen av småhus ökade redan i fjol i storstadsområdena. En faktor som talar emot en bred återhämtning är att det fortfarande finns ett stort överskott på lediga lägenheter i landet som helhet.

*Sammantaget bedöms bruttoinvesteringarna öka i förhållandevis god takt de närmaste åren, i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport.*

#### GOD BNP-TILLVÄXT UNDER PROGNOSPERIODEN

Tillväxten förväntas bli tämligen god under prognosperioden. Den svenska ekonomin förefaller befinna sig i en stabil konjunkturuppgång med årliga

BNP-ökningar väl i paritet med ökningstalen under senare hälften av 1980-talet. Bilden av BNP-utvecklingen från föregående inflationsrapport ligger därmed i allt väsentligt fast. Nettoexportens bidrag till BNP-tillväxten väntas avta de närmaste åren samtidigt som den inhemska efterfrågan, i synnerhet den privata konsumtionen, ökar i betydelse.

---

BNP bedöms öka med drygt 2,5 procent 1998 och med omkring 3 procent både 1999 och 2000.

---

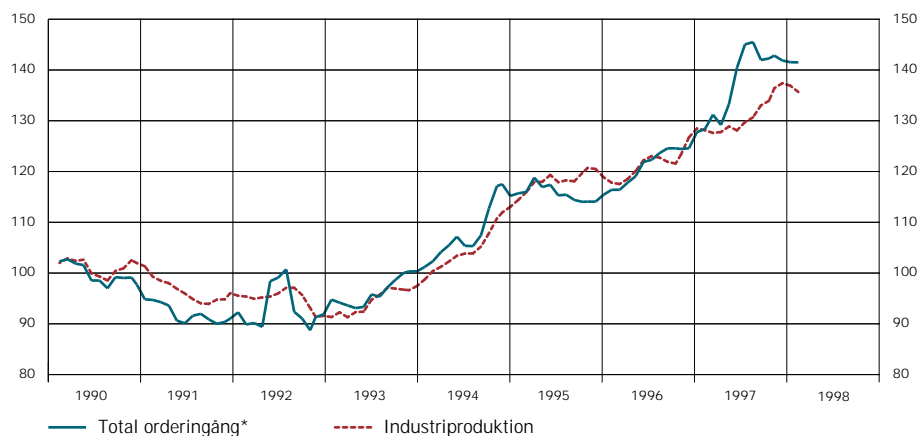
*Sammantaget bedöms BNP i huvudscenariot öka med drygt 2,5 procent 1998 och med omkring 3 procent både 1999 och 2000.*

#### FORTSATT BÄTTRE ARBETSMARKNADSLÄGE

Sedan halvårsskiftet 1997 har arbetslösheten fallit. Under januari–april i år låg den ca 2 procentenheter lägre än under motsvarande månader förra året. Detta är i huvudsak ett resultat av att arbetskraften har minskat till följd av regeringens satsningar på kompetensutveckling, men sysselsättningen har också börjat öka (se diagram 25 i bilagan). Under årets första fyra månader var 20 000 fler personer sysselsatta än under samma månader förra året. Ökningen har framför allt skett i den privata tjänstesektorn, samtidigt som fallet för sysselsättningen i den offentliga

**Diagram 10.**

Industriproduktion och ordergång.  
Tre månaders glidande medelvärden av säsongrensade indextal, index: 1990=100



\* Stora försvarsbeställningar påverkade ordergången i juni 1992 och i juni 1997.  
Källa: SCB.

tjänstesektorn tycks ha avstannat. Sysselsättningen i industrin har utvecklats svagt men steg med drygt 3 000 personer januari–april i år jämfört med motsvarande period förra året.

Sysselsättningsuppgången hittills i år består av tidsbegränsade anställningar. Andelen tillfälligt anställda har trendmässigt stigit under 1990-talet (se diagram 11). Utvecklingen indikerar att arbetsgivarerna föredrar tidsbegränsade anställningar. En förklaring till detta kan vara att arbetsstyrkan lättare kan anpassas till efterfrågeutvecklingen. Ett resultat kan bli en högre arbetsproduktivitet vid en framtida konjunkturavmattning.

---

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

---

De närmaste åren bedöms sysselsättningen öka i takt med att efterfrågan förstärks. Under en lång följd av år har sjukfrånvaron sjunkit och övertidsuttaget stigit, vilket har bidragit till att medelarbetstiden ökat. Trots att konjunkturen förbättras, bedöms dock inte någon nämnvärd ytterligare ökning i medelarbetstiden vara trolig. Därtill kan framförhandlade arbetstidsförkortningar komma att dra ned den genomsnittliga arbetstiden.

Trögheter i rekryteringen till nyanmällda lediga platser i kombination med en god produktivitetsutveckling gör att inga dramatiska ökningarna i antalet sysselsatta förväntas. Under prognosperioden väntas också personer, som av olika skäl valt att stå utanför arbetsmarknaden, återvända som arbetssökande, vilket bidrar till att dämpa minskningen i arbetslösheten.

#### AVTALSRORELSEN GER LÄGRE LÖNEÖKNINGAR OCH PRODUKTIVITETEN FÖRVÄNTAS BLI GOD

Totalt har nu avtal slutits för omkring 1,5 miljoner löntagare i avtalsrörelsen. De största avtal som slutits är kommunalavtalet som omfattar drygt 420 000 löntagare, verkstadsavtalet som omfattar ca 300 000 löntagare samt handelsavtalet som omfattar ca 180 000 löntagare. De flesta avtal är treåriga, med rätt att säga upp avtalet efter två år. Vissa inslag i lönebildningsprocessen som tidigare bidragit till hög löneglidning, t.ex. den s.k. stupstocksregeln<sup>19</sup>, är borta ur många avtal. Det finns därför skäl till att löneglidningen skulle kunna bli lägre än vad som historiskt har varit fallet.

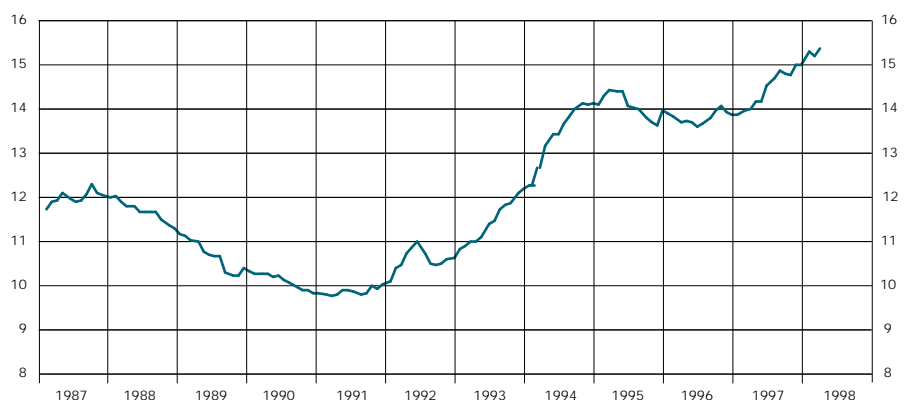
---

Det finns skäl till att löneglidningen skulle kunna bli lägre än vad som historiskt varit fallet.

---

**Diagram 11.**

Tillfälliga anställningar.  
Tremånaders glidande  
medelvärde på säsong-  
justerad serie, procent av  
totalt antal anställda



Källa: SCB.



Samtidigt kan man konstatera att företagen förefaller ha vissa svårigheter att få tag på arbetskraft med rätt kvalifikationer. Barometerdata från Konjunkturinstitutet visar att det råder brist på tekniska tjänstemän inom industrin och brist på personal med branschspecifik kunskap inom uppdragsverksamhet och data. För att den löneglidning som kan förväntas inom dessa sektorer inte ska spridas över hela arbetsmarknaden ställs krav på en hög grad av flexibilitet i lönebildningen.

Sammantaget väntas lönerna stiga med 3,5–4 procent per år under perioden 1998–2000.

En central komponent i en väl fungerande lönebildning – låga inflationsförväntningar – förefaller nu vara på plats. Det kan dock inte uteslutas att den stabilitetsinriktade politiken behöver kompletteras med reformer av lönebildningen för att en påtaglig och varaktig förbättring av sysselsättningsläget ska kunna komma till stånd.

Produktivitetens utvecklingen har varit god de senaste åren och i ekonomin som helhet blev ökningen i arbetsproduktivitet 1997 hela 2,8 procent (se diagram 28 i bilagan). En rimlig bedömning är att den allt längre perioden med god produktivitet avspeglar att strukturella förändringar i den svenska eko-

nomi de senaste åren resulterat i produktivetsförbättringar av mer varaktig natur. Under prognosperioden kommer produktivetsutvecklingen dessutom att påverkas positivt av återhämtningen av investeringarna och en stigande aktivitet i ekonomin. Sammantaget bedöms produktivetsutvecklingen och därmed också lönekostnaderna per producerad enhet att bli mer gynnsamma än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Osäkerheten i bedömningen av produktivetsutvecklingen är emellertid stor (se vidare avsnittet om osäkerheten i inflationsbedömningen, sid. 33).

*Den samlade bilden är att lönerna väntas stiga med 3,5–4 procent per år under perioden 1998–2000. För 1999 och 2000 bedöms löneökningarna bli något lägre än vad som tidigare förutsågs. I kombination med högre förväntad produktivitet innebär detta att enhetsarbetskostnaderna förväntas bli lägre än i föregående inflationsrapport.*

19 Stupstockregeln innebär att samma procentuella påslag utfaller till samtliga anställda om parterna inte kan enas om den lokala lönefördelningen.

## DEN UNDERLIGGANDE TILLVÄXTEN

Begreppet tillväxt har inom den nationalekonomiska analysen vanligtvis en annan betydelse än i den allmänna debatten. Inom nationalekonomin handlar teorin för ekonomisk tillväxt om utvecklingen av den långsiktiga eller underliggande produktionsförmågan i ekonomin, vilken bestäms av grundläggande strukturella faktorer, som teknisk utveckling samt arbetskraftens tillväxt och utbildning. Intresset fokuseras således på den trendmässiga utvecklingen i BNP, som avspeglar det långsiktiga utbudet, snarare än på konjunkturella fluktuationer, som ofta styrs av kortsiktiga efterfrågeförändringar.

En typisk fråga inom tillväxtteorin är varför vissa

länder, sett över flera decennier, tenderar att växa snabbare och uthålligare än andra. I den allmänna debatten avses däremot med tillväxt ofta endast ökningen av BNP mellan två angränsande år, vilken ju i hög grad kan bero på tillfälliga efterfrågestyrda fluktuationer och inte behöver ha någon omedelbar koppling till ekonomins underliggande produktionsförmåga. Här diskuteras tillväxt i den först nämnda, långsiktiga, betydelsen.

Den nationalekonomiska forskningen har identifierat ett antal faktorer som påverkar den ekonomiska tillväxten. Man har bland annat funnit att ett större kunskapskapital hos arbetskraften är förknippat med

en högre tillväxt och att länder med politisk instabilitet och dåligt fungerande marknader tenderar att ha en lägre tillväxt.<sup>20</sup> Insikterna om tillväxtprocessens drivkrafter är dock fortfarande i hög grad ofullständiga. Idag råder exempelvis ingen enighet om vilka faktorer som är de viktigaste när det gäller att förklara den avmattning i tillväxten som observerades i de flesta industrialiserade länder i början av 1970-talet.<sup>21</sup>

Bristen på detaljerad kunskap om tillväxtprocessen gör att det är svårt att med precision uppskatta ett lands underliggande tillväxtpotential. Den inhemska historiska tillväxten och den historiska och förväntade tillväxten i andra länder kan dock ge en viss ledning om tillväxtpotentialen genom att fungera som grova jämförelsenormer.

Sedan 1950 har den svenska ekonomin vuxit med i genomsnitt 2,7 procent. Denna siffra påverkas i hög grad av den höga tillväxten i början av perioden (1950–1969 ökade BNP med i genomsnitt närmare 4 procent per år). Den genomsnittliga tillväxten sedan 1970 uppgår till 1,9 procent medan BNP-ökningen de senaste tjugo åren har varit ca 1,5 procent per år.

Även om tillväxten mattades i de flesta länder i västvärlden i början av 1970-talet förefaller utvecklingen i Sverige ha varit svagare än på många andra håll de senaste decennierna (se diagram R2). Den genomsnittliga årliga tillväxten i EU-området uppgick under peri-

oden 1970–1997 till 2,6 procent att jämföra med 1,9 procent i Sverige. I USA uppgick tillväxten under samma period till 2,7 procent och i OECD-området som helhet till 2,8 procent. Det förefaller således som om tillväxtpotentialen i den svenska ekonomin de senaste 30 åren har varit lägre än den i de flesta andra länder, vilket också avspeglar sig i att Sverige halkat ned i "världsfärdsligan".<sup>22</sup> Det bör också noteras att den svenska BNP-ökningen inte ens under överhettningen i slutet av 1980-talet översteg genomsnittet inom EU.

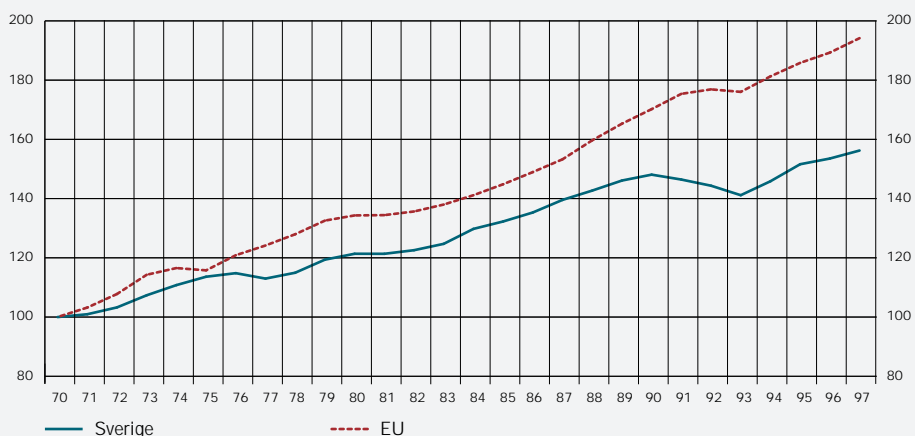
Tillväxten i den svenska ekonomin har således de senaste decennierna varit blygsam, både jämfört med tidigare perioder och i ett internationellt perspektiv. Under senare år har dock ett antal strukturella förändringar – exempelvis skattereformen, EU-medlemskapet och övergången till låg inflation – ägt rum. Många

20 Se t.ex. Mankiw, "The Growth of Nations", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1995.

21 Bland förklaringar som har förts fram kan nämnas (se t.ex. *Drivkrafter för produktivitet och välbefinnande*, SOU 1991:82) (i) oljeprishöjningar och kostnadskriser under 1970-talet som medförde en kraftig utslagning av produktionskapacitet, vilket gav kraftiga nedgångar i produktiviteten, (ii) avklingandet av tillväxtbefrämjande faktorer som bidrog till en exceptionellt hög tillväxt under 1950- och 1960-talet, (iii) snedvridande skattesystem och regleringar, (iv) kortsiktiga företagsledning och en otidsenlig arbetsorganisation. Olika utredningar har emellertid kommit till olika slutsatser om vilka av dessa (eller andra) faktorer som är de viktigaste och någon samsyn finns inte.

22 Se exempelvis Lindbeck, "The Swedish Experiment", SNS Förlag, 1997, s. 31–49 för en mer detaljerad genomgång av Sveriges tillväxtproblem.

**Diagram R2.**  
BNP-utvecklingen i Sverige och EU.  
Index: 1970=100



Källor: OECD och SCB.

av dessa förändringar har haft det uttalade syftet att få den svenska ekonomin att i olika avseenden fungera bättre. Även om problem återstår förefaller det inte orimligt att den svenska ekonomin i framtiden kommer att kunna växa snabbare än under de senaste tjugo åren och en underliggande tillväxtpotential på drygt 2 procent förefaller inte osannolik.<sup>23</sup> Samtidigt bör det betonas att varje antagande om den framtida tillväxtpotentialen är osäkert. Det faktum att inflationen de senaste åren varit låg trots att BNP-ökningarna i genomsnitt varit förhållandevis stora i ett historiskt perspektiv behöver exempelvis inte med nödvändighet vara ett tecken på att ekonomins tillväxtpotential har ökat utan kan i stället vara ett resultat av att ekonomin efter recessionen i början på 1990-talet under en längre tid producerat under sin långsiktiga förmåga; när överskottskapaciteten är stor kan efterfrågan och därmed den faktiska produktionen växa snabbare utan att ett inflationstryck uppstår.

Trots den stora osäkerhet som är förknippad med att bestämma storleken på ekonomins tillväxtpotential kan man emellertid konstatera att en faktisk tillväxt som under lång tid ligger högre respektive lägre än ekono-

mins tillväxtpotential, allt annat lika, leder förr eller senare till ett kontinuerligt stigande respektive sjunkande inflationstryck. I det första fallet överutnyttjar ekonomin i allt högre grad sina resurser och i det andra fallet byggs alltmer överskottskapacitet upp. Detta medför att inflationen riskerar att bli högre respektive lägre än inflationsmålet, vilket kommer att föranleda penningpolitiska åtgärder. Under en inflationsmålspolitik kan man således säga att penningpolitiken strävar efter att få ekonomin att växa i takt med den underliggande produktionsförmågan. Även om kunskapen om den svenska ekonomins tillväxtpotential idag är mycket ofullständig kommer den successivt att öka i takt med att kännedomen om hur ekonomin fungerar efter de senaste årens strukturella förändringar blir större.

23 Som en jämförelse kan nämnas att svensk BNP ökade med i genomsnitt 2 procent per år perioden 1980–1989. Denna period kännetecknades mot slutet av en överhettad ekonomi. Bland internationella studier om potentiell tillväxt kan nämnas Barrell, R. och Sefton, J., "Output Gaps. Some Evidence from the UK, France and Germany", *National Institute Economic Review*, 1/1995 som skattar potentiell tillväxt i Storbritannien till 2,0–2,1 procent, i Frankrike till 2,5–2,6 procent och i Tyskland till 2,3–2,6 procent och De Masi, P., R., "IMF Estimates of Potential Output: Theory and Practice", Staff Studies for the World Economic Outlook", IMF, 1997, som skattar potentiell tillväxt i G7-länderna till mellan 2 och 2,5 procent.

#### HÖGT KAPACITETSUTNYTTJANDE INOM DELAR AV EKONOMIN

Statistiken över kapacitetsutnyttjandet ger något motstridiga signaler om utvecklingen på senare tid. Det faktiska kapacitetsutnyttjandet i industrin uppgick enligt SCB till 88,0 procent under fjärde kvartalet 1997. Det var 1 procentenhet högre än kvartalet innan och omkring 2 procentenhet lägre än det högsta värde som noterats sedan mätningarna startade 1980. Å andra sidan indikerar Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer en nedgång i kapacitetsutnyttjandet med 1 procentenhet i mars jämfört med ett kvartal tidigare. Nivån är dock relativt hög (se diagram 30 i bilagan).

Konjunkturbarometern visar vidare att det för en dryg fjärdedel av tillverkningsindustrin är tillgången på maskin- och anläggningskapacitet som i första hand begränsar produktionen. Den investe-

ringsökning som prognostiseras torde bidra till att mildra detta problem. Tillgången på arbetskraft förefaller generellt inte vara något stort problem i industrin; endast 4 procent av sektorn uppger detta som den primärt begränsande faktorn. Hela 33 procent av sektorn uppger emellertid att det råder brist på tekniska tjänstemän, vilket är samma nivå som under 1995, men fortfarande lägre än toppnoteringen från 1985 på 40 procent. För övriga delar av näringslivet pekar konjunkturbarometern för mars på ett högt kapacitetsutnyttjande och brist på personal med branschspecifik kunskap inom vissa områden, exempelvis inom uppdragsverksamhet och inom dataservice och datakonsulter.

---

För en dryg fjärdedel av företagen inom tillverkningsindustrin begränsas produktionen av tillgången på maskin- och anläggningskapacitet.

---

Den kraftiga BNP-ökningen sista kvartalet 1997 har satt spår i de ekonomiska skattningarna av produktionsgapet. De olika ansatserna skattar produktionsgapet till mellan 1 och -1,5 procent (se diagram 29 i bilagan). Tidsprofilen under 1997 var mycket speciell eftersom BNP ökade med 2,2 procent, säsongrensad, under fjärde kvartalet 1997 jämfört med tredje kvartalet 1997 och med hela 3,3 procent jämfört med motsvarande kvartal 1996.<sup>24</sup> Det finns emellertid ingen anledning att förmoda att överskottskapaciteten kommer att fortsätta att minska i samma takt som i slutet av 1997. Med den BNP-tillväxt som prognostiseras, kan produktionsgapet förväntas vidgas från nuvarande nivåer under 1998. Mycket tyder på att det fortfarande finns en överskottskapacitet i ekonomin som helhet, varför produktionen torde kunna öka utan att inflationstrycket behöver bli svårhanterligt. Den goda produktivitetstillväxlingen kan dessutom vara ett tecken på att ekonomins överskottskapacitet är något större än vad som tidigare antagits. Med den utveckling av den aggregerade efterfrågan som prognostiseras är den sammanfattande bedömningen att en viss överskottskapacitet i ekonomin som helhet sannolikt kommer att kvarstå i slutet av prognosperioden.

---

Den goda produktivitetstillväxlingen kan vara ett tecken på att ekonomins överskottskapacitet är något större än vad som tidigare antagits.

---

*Den samlade bedömningen är att efterfrågeutvecklingen, som förutspås bli starkare än under de senaste åren, i kombination med ett förhållandevis högt kapacitetsutnyttjande inom vissa delar av ekonomin, kommer att bidra till en viss ökning av inflationstrycket under perioden 1998–2000. För ekonomin som helhet torde dock risken att de samlade efterfråge- och utbudsförhållandena genererar ett inflationstryck som blir svårhanterligt inte vara överhängande.*

## Temporära effekter

Riksbanken utgår normalt i sin inflationsbedömning från kända förändringar i finanspolitiken. Det innebär bl.a. att endast kända förändringar av skattesatser

beaktas. Sedan föregående inflationsrapport har flera förslag till förändringar av indirekta skatter och subventioner presenterats bl.a. i regeringens förproposition.

För 1998 föreslås en sänkning av tobaksskatten, en höjning av ROT-avdraget, en framflyttning av den tidigare aviserade avfallsskatten till 1999 samt en sänkning av fastighetsskatten. I föregående inflationsrapport beräknades indirekta skatter bidra med 0,2 procentenheter till ökningen i KPI under 1998. Den information som nu föreligger pekar istället på ett bidrag på -0,6 procentenheter.

---

Ändrade indirekta skatter och subventioner dämpar konsumentpriserna kraftigt under 1998 jämfört med vad som antogs i föregående inflationsrapport.

---

För 1999 föreslås att ROT-avdraget slopas, att den särskilda fastighetsskatten på vattenkraftverk avskaffas, att avtrappningen av vissa räntebidrag för flerfamiljshus minskas, att taxeringsvärdena för småhus fryses samt att en avfallsskatt införs. Skatteförslagen beräknas höja KPI med 0,3 procent. I föregående inflationsrapport antogs att förändringar i indirekta skatter och subventioner skulle höja KPI med 0,4 procent 1999.

---

För 1999 och 2000 beräknas förändringar i indirekta skatter och subventioner höja konsumentpriserna i ungefär samma omfattning som i föregående inflationsrapport.

---

För 2000 är inga skatteförändringar ännu kända. Fastighetsskatten för egnahemsägarna antas följa prisutvecklingen på småhus mellan 1998 och 1999. Detta beräknas höja inflationen mätt som förändringen i KPI med knappt 0,1 procentenheter, vilket är samma som antogs i föregående inflationsrapport.

Egnahemsägarnas räntekostnader föll under 1997 med knappt 8 procent. De långa marknadsräntorna har fortsatt att falla under de första fem

<sup>24</sup> Som ett resultat av den speciella tidsprofilen med ett starkt fjärde kvartal 1997, ligger årsgenomsnittet för de ekonomiska skattningarna av produktionsgapet väsentligt lägre än skattningarna av produktionsgapet fjärde kvartalet 1997. Årsgenomsnittet ligger mellan -0,3 och -3,1 procent.

månaderna 1998, med 0,9 procentenheter. Under prognosperioden väntas endast en mindre uppgång av de långa räntorna. Därmed kommer hushållens räntekostnader fortsätta att falla och hålla tillbaka inflationen mätt med KPI med 0,2–0,4 procentenheter per år. I föregående inflationsrapport beräknades att egnahemsägarnas räntekostnader skulle dämpa konsumentprisutvecklingen med 0,1–0,5 procentenheter per år.

**Tabell 1.**

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

	1998	1999	2000
Ändrade indirekta skatter och subventioner, exkl. indexering av taxeringsvärden	-0,6	0,3	0,1
Tillfällig frysning av taxeringsvärden för småhus	-0,2	-0,2	0
Ändrade räntekostnader	-0,4	-0,2	-0,3
<b>Summa temporära effekter</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
Indexering av taxeringsvärden för småhus	0	0	0,1

Sammantaget beräknas temporära effekter dämpa inflationen med 1,2 procentenhet under 1998. I huvudscenariot i föregående inflationsrapport bedömdes effekterna bli -0,2 procentenheter. Under 1999 bedöms temporära effekter sänka inflationen, mätt som förändringen i KPI, med ca 0,1 procentenheter; i föregående inflationsrapport bedömdes de öka KPI med ca 0,1 procentenheter. Vid halvårsskiftet 2000 bedöms temporära effekter dämpa konsumentprisutvecklingen något, med ca 0,2 procentenheter.

*Sammantaget medför ändringarna av räntekostnader och indirekta skatter en betydande nedrevidering av konsumentprisutvecklingen under 1998. För 1999 och 2000 bedöms temporära effekter endast få en begränsad inverkan på konsumentpriserna, vilket är i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport.*

## Inflationsförväntningar

INFLATIONSFÖRVÄNTNINGAR I LINJE

MED MÅLET

De implicita terminsräntorna speglar hur de korta räntorna väntas utvecklas över tiden. Utvecklingen av terminsräntorna beror i huvudsak på marknadsförväntningar om framtida penningpolitik och inflation. Förtroendet för den samlade ekonomiska politiken avspeglas i de långa terminsräntornas utveckling.

Den medelfristiga implicita terminsräntan (med likvid om ett till två år) påverkas i stor utsträckning av såväl förväntningar om penningpolitiken som av inflationsförväntningar. I mindre utsträckning påverkas den även av förtroendefaktorer. Sedan föregående inflationsrapport har de medelfristiga terminsräntorna, i likhet med de korta terminsräntorna, sjunkit (se diagram 31 i bilagan). Enligt de medelfristiga terminsräntorna tycks således inflationsförväntningarna och förväntningarna om reporäntehöjning avtagit på medellång sikt.

De långa terminsräntorna (likvid om tio år) avspeglar inflationsförväntningar på längre sikt, vilka i stor utsträckning påverkas av förtroendet för den samlade ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet. Dessa terminsräntor har fallit med ca 0,4 procentenheter sedan föregående inflationsrapport publicerades. Nedgången under senaste året uppgår därmed till ca 2,8 procentenheter (se diagram 31 i bilagan).

De långa svenska terminsräntorna påverkas också av hur de internationella långräntorna utvecklas. För att kvantitativt uppskatta trovärdigheten för den svenska låginflationspolitiken kan t.ex. den långa terminsräntedifferensen mot Tyskland användas. Denna har sjunkit ca 0,3 procentenheter sedan föregående inflationsrapport och är nu negativ (se diagram 33 i bilagan). Förtroendet för den svenska ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet tycks alltså vara stort.

---

Förtroendet för den svenska ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet tycks vara stort.

---

Den höga trovärdigheten för inflationsmålet är också synlig i långsiktiga inflationsförväntningar (6–16 år), härledda ur skillnaden mellan långsiktiga nominella och reala terminsräntor.<sup>25</sup> Inflationsförväntningarna, mätt på detta sätt, har legat stabilt kring 2,6 procent under 1998, vilket är en kraftig nedgång i jämförelse med 1997 (se diagram 34 i bilagan). Denna nivå tyder på att de långsiktiga inflationsförväntningarna ligger i linje med inflationsmålet, i synnerhet som differensen avspeglar såväl inflationsförväntningar som eventuella riskpremier.

ENKÄTER INDIKERAR LÅG INFLATION  
PÅ KORT SIKT OCH I LINJE MED MÅLET PÅ  
LÄNGRE SIKT

Hushållens inflationsförväntningar är en god indikator på konsumentprisutvecklingen på ett års sikt och har pendlat mellan 1 och 3 procent de senaste åren.<sup>26</sup> Hittills under 1998 har de legat precis över 1 procent.

Enligt Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer i mars har både industrins och tjänstesektorns inflationsförväntningar på ett års sikt fallit. Inom industrin ligger de på 1,3 procent och inom tjänstesektorn på 1,1 procent, en nedgång med ca 0,5 procentenheter i båda fallen sedan förra mättillfället i december.

Prospera mäter på uppdrag av Riksbanken inflationsförväntningar på ett, två och fem års sikt hos arbetsmarknadens parter, inköpschefer och penningmarknadens aktörer. I den senaste undersökningen syns att förväntningarna sjunkit för alla grupper sedan förra undersökningstillfället i februari (se tabell 2 i bilagan).

Aragon mäter kvartalsvis vilken inflation investerarna på den svenska obligationsmarknaden förväntar sig på två och fem års sikt. Även dessa har sjunkit och var i maj 1,5 respektive 1,9 procent.

I de prognoser som presenterats av externa bedömare sedan föregående inflationsrapport, har inflationsprognoserna reviderats ned för 1998 och 1999 och ligger i genomsnitt under 2 procent. För 2000 ligger prognoserna i linje med Riksbankens inflationsmål (se diagram 38 i bilagan).

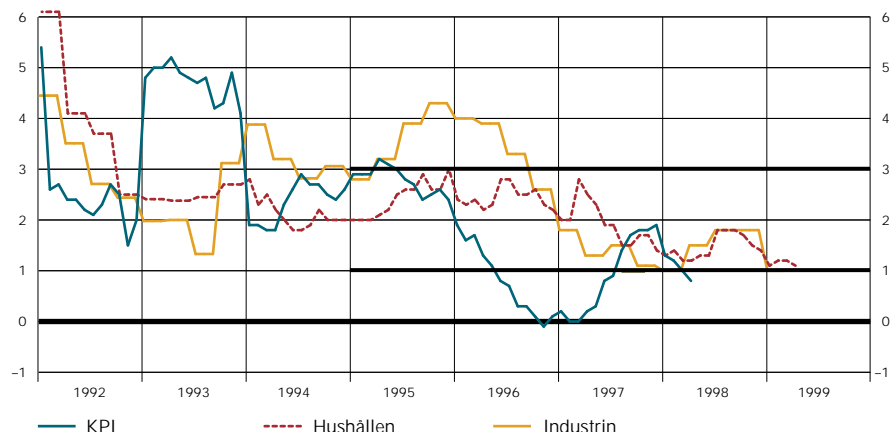
*Sammantaget har inflationsförväntningarna dämpats ytterligare sedan föregående inflationsrapport. På ett års sikt indikerar inflationsförväntningarna låg inflation. På längre sikt förväntas inflationen ligga i linje med Riksbankens inflationsmål.*

25 Den reala terminsräntan kan i detta fall ses som den idag överenskomna tio-åriga realräntan om sex år. Även den långsiktiga nominella terminsräntan uttrycks på detta sätt.

26 Se ruta "Hushållens inflationsförväntningar" i Inflationsrapport 1997:4.

**Diagram 12.**

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 KPI.

Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

## Inflationsprognosen i huvudscenariot

Riksbankens inflationsbedömning baseras på antagandet att reporäntan hålls oförändrad under den kommande tvåårsperioden. Kronan antas följa en något apprecierande bana samtidigt som de långa räntorna väntas stiga något från nuvarande nivåer. Den sammantagna effekten av räntor och växelkurs bedöms därmed bli successivt mindre expansiv under prognosperioden.

*Den internationella inflationen* bedöms bli något lägre än vad som tidigare förutsågs. Sedan föregående inflationsrapport har prisutvecklingen varit svagare än väntat, framför allt till följd av sjunkande priser på olja och energi. Den prognostiserade apprecieringen av kronan bidrar till att via en återhållsam importprisutveckling ytterligare dämpa genomslaget på svenska priser. Sammantaget kan effekten på svensk inflation från prisutvecklingen i utlandet förväntas bli måttlig under hela prognosperioden.

---

Den internationella inflationen bedöms bli något lägre än vad som tidigare förutsågs.

---

Den övergripande bedömningen av *aktivitetsnivån* i den svenska ekonomin har inte förändrats i någon väsentlig utsträckning. I föregående inflationsrapport gjordes en viss nedrevidering av den svenska tillväxten till följd av att effekterna av Asienkrisen bedömdes bli något större och mer långvariga än vad Riksbanken tidigare räknat med. Denna bild bekräftas nu successivt av inkommande statistik. Mot bakgrund av den information om utvecklingen i Asien som idag finns tillgänglig, finns det ingen anledning att förmoda att de sammantagna effekterna på tillväxten av Asienkrisen i någon väsentlig utsträckning kommer att avvika från vad Riksbanken räknade med för ett kvartal sedan. En viss fortsatt nedåtrisk beträffande utvecklingen i Asien kvarstår dock. Detta diskuteras i avsnittet om osäkerheten i inflationsbedömningen, där också en allmänt svagare internationell konjunktur än väntat framhålls som en risk.

---

Den övergripande bedömningen av aktivitetsnivån i den svenska ekonomin har inte förändrats i någon väsentlig utsträckning.

---

Liksom tidigare förväntas den privata konsumtionens bidrag till BNP-tillväxten successivt öka under prognosperioden, medan nettoexportens bidrag minskar. I huvudscenariot väntas tillväxten bli drygt 2,5 procent 1998 och omkring 3 procent både 1999 och 2000. Denna utveckling torde innebära en gradvis minskning av överskottskapaciteten i ekonomin.

Trots signaler om kapacitetsbegränsningar inom specifika sektorer av ekonomin är det dock idag svårt att se att den ökning av den aggregerade efterfrågan som prognostiseras inte skulle kunna tillfredsställas inom ramen för ett endast måttligt stigande inflationstryck. Den senaste tidens avtal och en något högre förväntad produktivitet, bidrar till att lönekostnadsutvecklingen per producerad enhet antas bli mer dämpad under den kommande tvåårsperioden än vad som tidigare förutsågs.

Vad beträffar *temporära effekter* på KPI, kan konstateras att flera betydande förändringar av indirekta skatter har aviserats. Tillsammans med en starkare nedgång för hushållens räntekostnader än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport gör dessa skatteförändringar att inflationen dämpas med ca 1,2 procentenheter 1998. I huvudscenariot i föregående inflationsrapport bedömdes de samlade effekterna vara små. För resten av prognosperioden är effekterna måttliga, vilket är i linje med tidigare bedömningar.

*Inflationsförväntningarna* ligger till grund för pris- och lönesättningsbeslut och är därför en viktig komponent i inflationsprocessen. Den samlade bild som ges av inflationsförväntningarna, såsom de kan mätas via enkäter eller på obligationsmarknaderna, är att de ekonomiska aktörerna de kommande åren väntar sig en fortsatt svag inflationsutveckling. På kortare horisonter slår den låga aktuella faktiska inflationen igenom varför förväntningarna ligger lägre än inflationsmålet. På längre sikt, från ca två år och framåt, är förväntningarna i linje med infla-

tionsmålet. Detta avspeglar en tilltro till den förda penningpolitiken. Inflationförväntningar i linje med målet kan dock inte alltid tas som intäkt för att penningpolitiken är väl avvägd i meningen att reporäntan inte bör ändras, eftersom förväntningarna i sig kanske baseras just på att centralbanken justerar sin styrränta.

---

Den samlade bild som ges av inflationförväntningarna, såsom de kan mätas via enkäter eller på obligationsmarknaderna, är att de ekonomiska aktörerna de kommande åren väntar sig en fortsatt svag inflationsutveckling.

---

Det är lätt att i den svenska ekonomin identifiera faktorer av tillfällig karaktär som har en dämpande effekt på inflationen. Det kan dock finnas anledning att fråga sig om inflationsprocessen även i en mer strukturell bemärkelse är mer dämpad än vad som tidigare bedömdes troligt. För Sveriges vidkommande har sannolikt inflationsmålet i sig, som ett alltmer trovärdigt riktmärke för pris- och löneutvecklingen, gjort att inflationsprocessen ser annorlunda ut än tidigare. En annan fråga är i vilken utsträckning de senaste årens höga produktivitet är ett varaktigt fenomen, som även framgent kommer att ha en dämpande inverkan på inflationsutvecklingen (se vidare avsnittet om osäkerheten i inflationsbedömningen). Även i länder som förhållandevis länge prioriterat låg inflation förefaller inflationsutvecklingen under senare år ha varit mer dämpad än vad som kunde väntas mot bakgrund av historiska erfarenheter.

I huvudscenariot förefaller det ändå rimligt att räkna med att inflationen stiger något från dagens nivåer, bland annat som ett resultat av en ökande aktivitet i den svenska ekonomin, vilken i större utsträckning än tidigare drivs av inhemsk efterfrågan. Den bedömning som Riksbanken gör är att inflationen, mätt som tolv månaderstal i KPI, vid oförändrad reporänta kommer att uppgå till 0,2 procent i december 1998, 1,4 procent i december 1999 och 1,6 procent i juni 2000. Årsgenomsnittet beräknas uppgå till 0,5 procent 1998 och 0,9 procent

1999. Den underliggande inflationen, som den mäts med UND1, bedöms uppgå till 1,4 procent i december 1998, 1,6 procent i december 1999 och 1,8 procent i juni 2000.

---

I huvudscenariot förefaller det rimligt att räkna med att inflationen stiger något från dagens nivåer, bland annat som ett resultat av en ökande ekonomisk aktivitet i den svenska ekonomin, vilken i större utsträckning än tidigare drivs av inhemsk efterfrågan.

---

*Vid oförändrad reporänta bedöms den underliggande inflationen stiga svagt. Inflationen, mätt som tolv månaderstal i KPI, väntas uppgå till 0,2 procent i december 1998, 1,4 procent i december 1999 och 1,6 procent i juni 2000. Årsgenomsnittet beräknas uppgå till 0,5 procent 1998 och 0,9 procent 1999.*

## Osäkerheten i inflationsbedömningen

Den konjunktur- och inflationsbedömning som redovisas är av olika orsaker förenad med osäkerhet. Det är därför viktigt att penningpolitiken också beaktar alternativa utvecklingsvägar för inflationen. Dessa alternativa utvecklingsvägar, och den allmänna osäkerhet som inflationsbedömningar alltid är förenade med, kan åskådliggöras med osäkerhetsintervall kring inflationsprognosen i huvudscenariot.

I denna rapport har osäkerhetsintervallen runt huvudscenariots inflationsprognos, liksom sannolikhetsfördelningen för den samlade inflationsbedömningen som osäkerhetsintervallen baseras på, beräknats på ett nytt sätt. Detta sker nu med utgångspunkt från en uppskattning av osäkerheten i de för inflationen viktigaste variablerna och den precision som Riksbanken anser sig ha i sina inflationsbedömningar. Uppskattningarna är subjektiva till sin karaktär. Osäkerhetsintervallen och sannolikhetsfördelningen för inflationsprognosen ska ses som ett sätt att illustrera hur Riksbanken bedömer osäkerheten i huvudscenariots inflationsprognos (se ruta "Inflationsprog-



nos med osäkerhetsintervall”). Inflation prognosen i huvudscenariot ska tolkas som det mest sannolika utfallet.<sup>27</sup>

Det bör noteras att osäkerhetsintervallen uppskattas under antagande om att penningpolitiken hålls oförändrad under den kommande tvåårsperioden. Intervallen illustrerar med andra ord osäkerheten i *den prognos* över inflationen som penningpolitiken baseras på. Osäkerheten när det gäller var inflationen i verkligheten kommer att hamna är mindre eftersom penningpolitiken löpande avpassas till ny information och inflationen därmed kan styras i önskad riktning.

Denna gång finns skäl att särskilt lyfta fram följande osäkerhetsfaktorer i huvudscenariot.

---

Det kan inte uteslutas att konjunkturen i omvärlden mattas under prognosperioden.

---

Huvudscenariot baseras på bedömningen att den internationella konjunkturen utvecklas gynnsamt fram till 2000. Det kan emellertid inte uteslutas att konjunkturen i omvärlden mattas under prognosperioden. Asienkrisens effekter på den internationella tillväxten utgör fortfarande en osäkerhetskälla. Även om effekterna hittills förefaller vara ungefär i linje med Riksbankens tidigare bedömningar är det ännu för tidigt att med någon större säkerhet avgöra hur

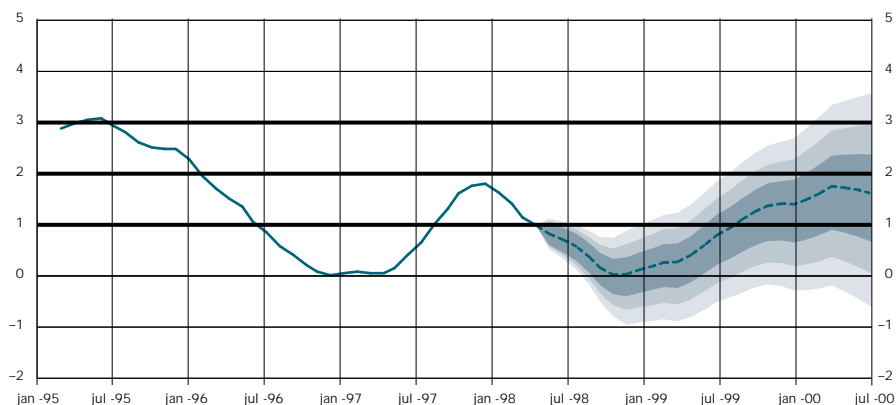
omfattande dessa på sikt kommer att bli. Osäkerheten förstärks av Asienkrisens kopplingar till den japanska ekonomin, som påverkas mer negativt än de flesta andra länder, och där en återhämtning i ekonomin efter 1998 ännu vilar på skör grund.

Det är fortfarande tänkbart att Asienkrisen kommer att visa sig ha större återhållande inverkan på konjunkturen i omvärlden framgent än vad som har antagits. Det kan inte heller uteslutas att bedömningen om en långsam dämpning av konjunkturen i USA och Storbritannien, som huvudscenariot vilar på, visar sig felaktig och att konjunkturavmattningen sker snabbare i dessa länder. När det gäller konjunkturen inom euroområdet kan det, å andra sidan, inte uteslutas att uppgången blir mer markerad än vad som antas i huvudscenariot. Sammantaget bedöms dock risken vara större att konjunkturutvecklingen i omvärlden 1999 och 2000 blir svagare än vad som förutsätts i huvudscenariot. För svensk ekonomi innebär det risk för en mer dämpad efterfrågeutveckling och, som följd härav, en svagare inflation än i huvudscenariot.

I tidigare inflationsrapporter har *osäkerhet om produktiviteten i ekonomin* diskuterats. Denna osäkerhetsfaktor kvarstår. De strukturella förändringar som har genomförts i den svenska ekonomin under 1990-talet, såsom skattereformen, EU-medlemskapet och

**Diagram 13.**

KPI med osäkerhetsintervall, 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.

övergången till en låginflationsregim, bör ha medfört att ekonomins samlade resurser idag används på ett mer effektivt sätt. Det finns också förändringar av global karaktär, exempelvis förstärkt internationell konkurrens och ökad användning av IT, som kan ha inneburit ökad produktivitet och en prispress globalt. Det skulle kunna vara en förklaring till frånvaron av inflationstryck inom de flesta OECD-länder trots flera år med förhållandevis gynnsam tillväxt.

Riksbankens bedömning är att den svenska ekonomins långsiktiga tillväxtpotential är drygt 2 procent per år, vilket kan jämföras med de cirka 1,5 procent som den svenska ekonomin i genomsnitt vuxit med den senaste tjugoårsperioden. Osäkerheten i denna bedömning är dock betydande. (Se ruta "Den underliggande tillväxten", sid. 26.)

Sannolikheten för lägre inflation än i huvudscenariot är något högre än att inflationen kommer att överstiga den i huvudscenariot.

En sammanvägning av den osäkerhetsbedömning som skisserats indikerar att sannolikheten för att inflationen på ett till två års sikt ska bli lägre än i huvudscenariot är något större än att inflationen kommer att överstiga den i huvudscenariot. Den

27 Det mest sannolika utfallet, typvärdet, behöver inte sammanfalla med det genomsnittliga utfallet. Om det finns asymmetri i osäkerhetsbilden förskjuts det genomsnittliga utfallet från det mest sannolika utfallet.

Tabell 2.

KPI-inflation fjärde kvartalet 1998, fjärde kvartalet 1999 respektive andra kvartalet 2000.

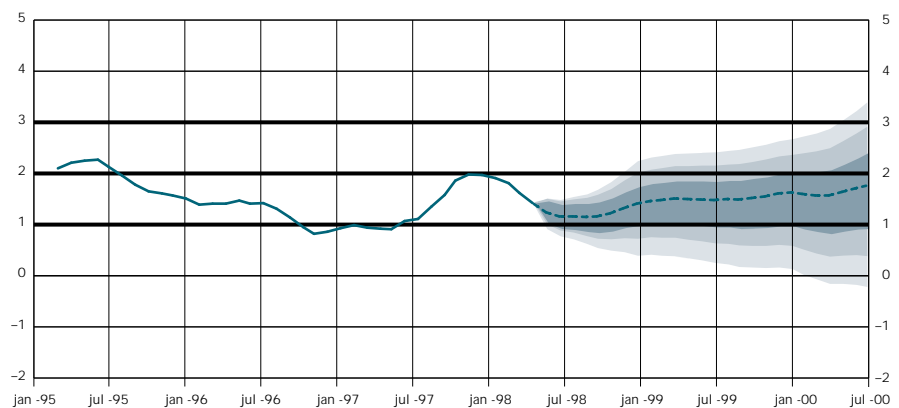
Sannolikhet i procent för olika utfall.  
Tolvmånaderstal.

Sannolikheter KPI-utfall	KPI<1	1<KPI<2	2<KPI<3	KPI>3	Summa
1998	94	6	0	0	100
1999	37	43	18	2	100
2000kv2	34	32	24	10	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.

Diagram 14.

UND1 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.

samlade inflationsbedömningen pekar därmed på en inflationstakt som är något lägre än den i huvudscenariot. Detta avspeglas i att osäkerhetsintervallen inte är helt symmetriska runt inflationsbanan utan är bredare nedåt. Riskbilden för den underliggande inflationen, som den mäts med UND1, är på ett till två års sikt ungefär densamma 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.

Den samlade inflationsbedömningen ger vid handen att sannolikheten för att inflationen, mätt

som KPI, under 1998 ska hamna över 2 procent är försumbar. Istället finns en mycket stor sannolikhet för att inflationen ska underskrida den nedre gränsen för toleransintervallet även mot slutet av detta år (se tabell 2). Mot slutet av prognosperioden ökar sannolikheten för att inflationen blir över 2 procent, men det är fortfarande större sannolikhet att inflationen ligger under 2 procent än att den överstiger 2 procent. Sannolikheten för att inflationen ska hålla sig inom toleransintervallet ökar över prognoshorisonten, då inflationen i mindre grad väntas hållas nere av temporära effekter och i högre grad styras av utbuds- och efterfrågeläget i ekonomin.

## INFLATIONSPROGNOS MED OSÄKERHETSINTERVALL

Riksbankens publicerar sedan december 1997 banor för inflationsprognosen tillsammans med ett osäkerhetsintervall för bedömningen. I den nu aktuella rapporten har dessa osäkerhetsintervall fått en annorlunda utformning än tidigare. Det går nu att utläsa ur diagram R3 med vilken sannolikhet inflationen bedöms ligga inom ett visst intervall vid en viss tidpunkt i framtiden. Avsikten med förändringen är att förtydliga den osäkerhet som finns i prognosen och huruvida risken för prognosfel är större uppåt eller nedåt.

Beräkningen av osäkerhetsintervallen är till viss del subjektiv. En av poängerna är att intervallen ska avspegla den aktuella synen på osäkerheten uppåt eller nedåt för de olika komponenter som har betydelse för inflationsutvecklingen i huvudscenariot. Mer konkret görs subjektiva bedömningar på två egenskaper hos prognosfördelningen: om prognososäkerheten skiljer sig från den historiska osäkerheten, eller enklare uttryckt om det finns skäl att vara mer eller mindre osäker än vanligt, och om risken för prognosfel är symmetrisk eller om det finns en risk uppåt eller nedåt. Om ingen särskild information finns är bedömningen att risken är symmetrisk. Ett exempel på större osäkerhet än det historiska genomsnittet över flera konjunkturcyklar skulle kunna vara att ekonomin antas närma sig en vändpunkt, eftersom konjunktursvängningar är svåra att prognostisera. Men mindre osäkerhet än historiskt kan

också förekomma, t. ex. om alla indikatorer pekar åt samma håll.

De samlade bedömningarna av de makrovariabler som är av intresse för penningpolitiken vägs sedan ihop i en makroekonometrisk modell för att få ett mått på osäkerheten i inflationsprognosen. Om det finns skevhet (d.v.s. skillnad mellan upp- och nedåtrisk i bedömningen av en viss variabel, t.ex. importen) kommer detta att påverka prognosfördelningen för inflationen med den vikt denna variabel har i makromodellen. Som mått på skevheten används skillnaden mellan medelvärde och typvärde.<sup>28</sup> Om fördelningen bedöms vara mycket skev kan det finnas skäl att revidera den ursprungliga prognosen i huvudscenariot (typvärdesprognosen). Huruvida en extrem händelseutveckling, exempelvis en stark fördjupning av Asienkrisen, ska påverka prognosen är en bedömningsfråga som tar sin utgångspunkt i hur pass sannolik den framstår.

Den fördelning som används som en approximation av inflationsprognosfördelningen (såväl som för de olika komponenterna) betecknas i den statistiska litteraturen "tudelad normalfördelning" (two-piece normal). Sannolikhetsfördelningen till höger om typvärdet är proportionell mot en normalfördelning med en viss standardavvikelse medan sannolikhetsfördelningen till vänster om typvärdet är proportionell mot en normalfördelning med en annan standardavvikelse. Om dessa

standardavvikelse inte skiljer sig åt är sannolikhetsfördelningen för inflationsprognosen normalfördelad, vilket skulle innebära att det inte föreligger någon skillnad i uppåt- eller nedåtrisk i inflationsprognosen.

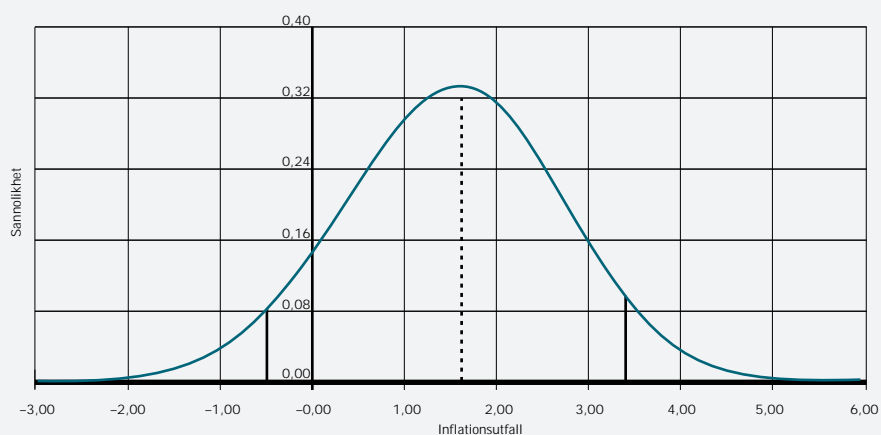
Det finns en nedåtrisk i inflationsprognosen för andra kvartalet 2000, vilket tar sig uttryck i att fördelningen i diagram R3 är något skev åt vänster. Typvärdet, dvs. inflationsprognosen i huvudscenariot, är 1,6 procent och anges av den streckade linjen, medan de

heldragna linjerna anger ett 90 procents osäkerhetsintervall. Tolkningen av detta är att inflationen med 90 procents sannolikhet bedöms ligga mellan -0,5 och 3,4 procent. Medelvärdet (visas ej i diagrammet) är 1,5 procent, vilket innebär en skevhet på -0,1 procentenheter.

28 Typvärde är det värde som är mest sannolikt.

### Diagram R3.

KPI-inflation – andra kvartalet 2000 med 90 procent osäkerhetsintervall. Tolvmånaderstal



Källa: Riksbanken.

# Slutsatser för penningpolitiken

*I detta kapitel diskuteras inflationsutsikterna och de slutsatser som med ledning av dem kan dras för penningpolitikens utformning*

## PENNINGPOLITIKEN UTANFÖR EMU

Sverige kommer tills vidare att stå utanför valutaunionen. Det innebär att svensk ekonomisk politik kommer att utformas utifrån de mål som satts upp inom Sverige. Dessa mål baseras både på våra inhemska prioriteringar och på de ramar som ges av vårt medlemskap i EU.

De stabiliseringspolitiska prioriteringarna inom Sverige respektive EU är i stor utsträckning desamma. De kan sammanfattas som en strävan att föra en ekonomisk politik inriktad på sunda statsfinanser och låg inflation med utgångspunkten att detta bidrar till goda förutsättningar för en gynnsam ekonomisk tillväxt.

---

De stabiliseringspolitiska prioriteringarna inom Sverige respektive EU är i stor utsträckning desamma.

---

Riksdagen har konstaterat att medlemskap i det europeiska växelkurssamarbetet, ERM, ska ses som ett förberedande steg före ett inträde i valutaunionen. Mycket talar därför för att ett deltagande i ERM kan bli aktuellt först inför ett deltagande i EMU. Om regeringen skulle besluta om deltagande i ERM kommer Riksbanken, inom ramarna för detta samarbete, att bestämma om centralkurs och bandbredd för kronan mot euron. Tills detta eventuellt sker fort-

sätter Riksbanken att arbeta med en rörlig växelkurs för kronan och utforma penningpolitiken med utgångspunkt från ett uttalat prisstabilitetsmål. Det bör i detta sammanhang betonas att erfarenheterna hittills talar för att denna regim i allt väsentligt fungerar väl.

Det övergripande målet för ECB:s penningpolitik kommer också att vara prisstabilitet. Det står ännu inte helt klart hur prisstabilitet kommer att definieras inom valutaunionen. Det ligger dock nära till hands att ECB väljer en definition liknande den som gällt i Tyskland sedan mitten på 1980-talet. Den innebär att inflationen inte ska överstiga 2 procent på medellång sikt. Det är ännu oklart om ECB kommer att bedriva penningpolitik utifrån ett direkt inflationsmål, använda ett penningmängdsmått som mellanliggande mål eller möjligen basera sin politik på en kombination av dessa båda strategier. I praktiken är dock skillnaderna för penningpolitikens uppläggning inte så stora mellan dessa strategier. De skillnader som finns har mest att göra med politikens tydlighet och hur den utvärderas.

Riksbankens prisstabilitetsmål är sedan 1993 preciserat som att begränsa den årliga förändringen i konsumentpriserna till 2 procent, med en tolerans på  $\pm 1$  procentenhet. Denna målformulering inne-

bär att den svenska inflationstakten avses ligga på ungefär 2 procent i genomsnitt och att Riksbanken med förändringar i reporäntan försöker undvika tydliga avvikelser, både uppåt och nedåt, från denna nivå.

EU-fördraget säger att alla medlemsländer – även de som inte deltar i valutaunionen – ska betrakta sin valutapolitik som en fråga av gemensamt intresse, ytterst för att garantera att växelkurs- och konkurrenskraftsförskjutningar inte ska störa den inre marknadens funktionssätt.

Förutsättningarna för en stabil växelkursutveckling mellan kronan och euron är goda. Det faktum att det finns en samstämmighet beträffande betydelsen av prisstabilitet mellan Riksbanken och centralbankerna inom EMU borgar för att inflationsutvecklingen i Sverige i stora drag kommer att överensstämma med den i valutaunionen. Detta i kombination med en ekonomisk politik som tar sin utgångspunkt i goda offentliga finanser, i såväl Sverige som EMU, skapar förutsättningar för en uthållig stabilitet också i växelkursen. Till detta ska läggas att Sverige idag har nått ett läge där förtroendet för den ekonomiska politiken är etablerat.

Kortsiktiga fluktuationer i kronkursen kommer att uppkomma från tid till annan, antingen genom tillfälliga störningar på de finansiella marknaderna eller på grund av att konjunkturläget i Sverige avviker från det i euroområdet. Samtidigt kan det vara värt att notera att kurserna mellan kronan och kärnvalutorna inom det blivande euroområdet har varit förhållandevis stabila under de senaste ett och ett halvt åren.

---

Det finns förväntningar om att inflationsutvecklingen i Sverige i stora drag, och över längre tidsperioder, kommer att följa den inom unionen.

---

Under de senaste åren har långräntorna successivt sjunkit i Sverige. Detta har skett mot bakgrund av budgetkonsolideringen samt det ökade förtroendet för låginflationspolitiken. Långräntedifferensen mot kärnländerna inom euroområdet, som för några år sedan uppgick till i storleksordningen 4–5 procentenheter, har också fallit och är nu nere i några tiondelar av en procentenhet. Detta tyder på att det finns förväntningar om att inflationsutvecklingen i Sverige i stora drag, och över längre tidsperioder, kommer att följa den inom unionen.

## INFLATIONSTAKTEN NÄRA TOLERANSINTERVALLETS NEDRE GRÄNS

Graden av måluppfyllelse bör utvärderas i ett 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 har konsumentpriserna i genomsnitt ökat med 1,5 procent per år. Det innebär att det genomsnittliga utfallet ligger under målet men väl inom toleransintervallet. Den underliggande inflationen, mätt med UNDI, har under motsvarande period varit närmare 1,5 procent och mätt med UNDIH 2,0 procent. Under vissa perioder har olika typer av temporära effekter varit speciellt märkbara. Från juni 1996 till juli 1997 understeg 12-månaderstalet i KPI den nedre toleransgränsen, vilket till stor del berodde på de effekter den allmänna räntenedgången hade på KPI genom lägre räntekostnader för egnahemsägarna. Räntenedgången var till stor del en effekt av ett ökat förtroende för den ekonomiska politiken i allmänhet och Riksbankens sänkningar av reporäntan under 1996.

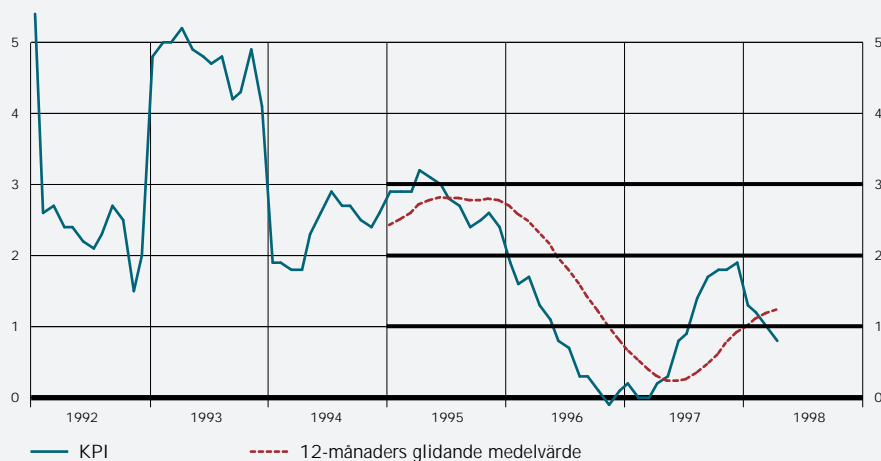
I april 1998 var 12-månaderstalet i KPI 0,8 procent

och understeg följaktligen den nedre toleransgränsen. Detta förklaras till stor del av olika temporära effekter. Ändrade indirekta skatter och subventioner samt räntekostnader sänkte sammantaget KPI med 0,25 procentenheter. Sett ur ett årligt perspektiv blir bilden delvis en annan. Genomsnittet av 12-månaderstalen för KPI under det senaste året uppgick i april till 1,2 procent, vilket var inom inflationsmålets toleransintervall.

Vilka faktorer som har en temporär inverkan på inflationen och som man därmed bör bortse ifrån vid utformningen av penningpolitiken är inte entydigt och kan variera från en tidpunkt till en annan. Därtill är det också svårt att uppskatta hur stort genomslag olika temporära effekter har på konsumentpriserna.

Mot denna bakgrund kontaktade Riksbanken i slutet av april 1998 den av regeringen tillsatta KPI-utredningen för att få hjälp med att precisera ett tillfredsställande mått på underliggande inflation. Riksbanken lämnade även en förfrågan till Statistiska centralbyrån, SCB, om att löpande börja publicera ett eller flera mått på underliggande inflation. Tanken är att dessa mått i så fall skulle publiceras månadsvis samtidigt med konsumentprisindex.

**Diagram R4.**  
Konsumentprisindex (KPI).  
Årlig procentuell förändring och 12-månaders glidande medelvärde av årlig procentuell förändring



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

#### DÄMPADE INFLATIONSUTSIKTER

Prisutvecklingen under våren har varit betydligt mer dämpad än vad Riksbanken förutsåg. Detta har till viss del berott på faktorer av mer temporär natur, men också den underliggande inflationen har dämpats något. Prisutvecklingen har varit speciellt svag på varor och tjänster som importerats eller är utsatta för importkonkurrens. Till viss del förklaras detta av oljeprisutvecklingen, men en bidragande orsak kan också vara en ökad konkurrens på de internationella marknaderna som även fortsättningsvis kan tänkas hålla tillbaka prisökningarna i den konkurrensutsatta sektorn.

---

Prisutvecklingen under våren har varit betydligt mer dämpad än vad Riksbanken förutsåg.

---

Den internationella konjunkturen har dämpats till följd av Asienkrisen, men samtidigt tycks återhämtningen i Europa fortgå som väntat och i vissa fall även bli starkare. Det förefaller därför troligt att den internationella konjunkturen blir relativt gynnsam de kommande åren. Utvecklingen följer i dessa avseenden i stort Riksbankens tidigare bedömningar. Inflationstrycket från omvärlden bedöms dock bli lägre än vad som förutsågs i föregående rapport. Till detta bidrar en låg internationell inflationstakt, låga olje- och råvarupriser samt ett antagande om en mindre förstärkning av kronan.

Riksbankens syn på den svenska konjunkturen har inte förändrats annat än marginellt. I huvudskenariot förutses fortfarande en konjunkturuppgång med en successivt stigande inhemsk efterfrågan i form av privat konsumtion och investeringar.

De låga inflationsförväntningarna har sannolikt bidragit till en viss återhållsamhet i de löneavtal som har slutits hittills i år. Utfallet av lönerörelsen gör att det kan finnas skäl att se något ljusare på lönekostnadsutvecklingen under de kommande åren. Produktivitetstillväxten bedöms också bli högre än vad Riksbanken tidigare trodde. Detta talar för att det kommer att finnas kvar en viss överskottskapacitet i ekonomin även på två års sikt.

Kronförsvagningen under början av året med-

förde en ökad osäkerhet om inflationsutvecklingen. Kronan har sedan dess stärkts och det är Riksbankens bedömning att kronan kommer att fortsätta att stärkas något under de kommande åren. De monetära förhållandena i termer av växelkurs och räntor kommer i så fall att bli mindre expansiva.

Sammanfattningsvis bedöms den inhemska efterfrågan öka under de kommande åren. Det sker dock mot bakgrund av ett lågt internationellt inflationstryck, låga inflationsförväntningar, en apprecierande krona och en svagare utveckling än väntat av konsumentpriserna under de senaste månaderna. Med dessa utgångspunkter bedöms den tilltagande inhemska efterfrågan resultera i en måttlig uppgång i den underliggande inflationstakten i ekonomin. Den underliggande inflationen, som den mäts med UND1, bedöms i huvudskenariot stiga från 1,2 procent i april 1998 till omkring 1,8 procent andra kvartalet 2000. Den måttliga uppgången i den underliggande inflationen tillsammans med de minskande räntekostnaderna för egnahemsboende bedöms leda till att inflationen, mätt som tolv månaderstal i KPI, kommer att understiga inflationsmålet om 2 procent på ett till två års sikt.

---

Inflationen, mätt som tolv månaderstal i KPI, bedöms att understiga inflationsmålet om 2 procent på ett till två års sikt.

---

Riskbilden i inflationsutsikterna är också av betydelse för penningpolitikens uppläggning. Den låga inflationstakten i vår omvärld kan vara ett tecken på ett ökande internationellt konkurrenstryck som i sin förlängning kan bidra till att hålla tillbaka den svenska inflationen. Den faktor som tycks vara den största källan till osäkerhet i det längre perspektivet är dock den internationella konjunkturutvecklingen. Huvudskenariot baseras på en förhållandevis gynnsam internationell konjunktur. Den bedömningen kan dock vara för optimistisk. Med dessa utgångspunkter förefaller det mer troligt att inflationen blir lägre jämfört med huvudskenariot än att den blir högre. Hän-syn till detta har tagits i den sannolikhetsfördelning för inflationsutfallet som redovisats i kapitel 2.



## 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 tredje kvartalet 1999 till och med andra 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 måste 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 uppåtriskerna, medan det vid andra tillfällen verkar mer troligt att inflationen blir lägre än i huvudscenariot.

Värderingen av riskbilden kompletterar 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 nämna 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 i den bemärkelsen att det kan finnas skäl att avstå från förändringar i reporäntan tills läget har klarnat ytterligare för att därmed undvika för stora kast i ränte- och förväntningsbildningen. I sammanhanget bör det också understrykas att Riksbanken när penningpolitiken utformas beaktar olika mått på den underliggande inflationen för att ta hänsyn till den information dessa ger om inflationsutvecklingen och om temporära effekter.

### PENNINGPOLITIKENS UTFORMNING

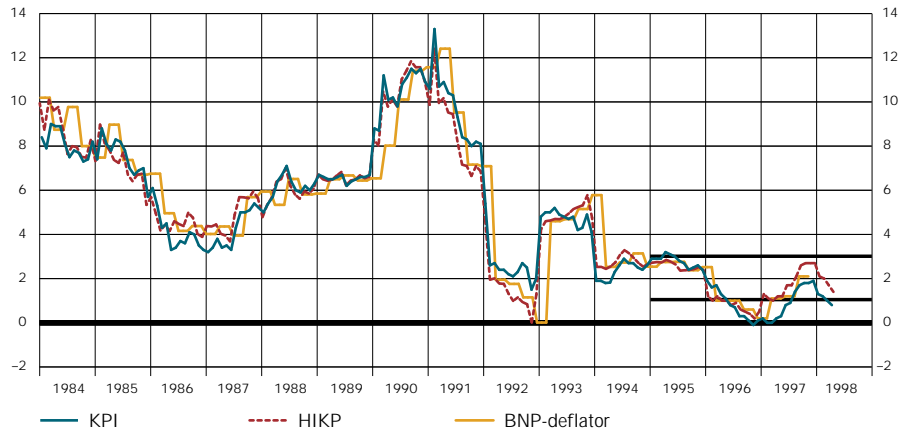
De penningpolitiska åtgärder som Riksbanken vidtar påverkar prisutvecklingen i ekonomin med fördröjning och åtgärderna måste därför vara framåtblickande. Med denna utgångspunkt och mot bakgrund av ett förväntat stigande inflationstryck avsåg Riksbanken att ge penningpolitiken en mindre expansiv inriktning när reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter i december 1997. I den inflationsrapport som publicerades i mars konstaterades att inflationsutsikterna framstod som mer dämpade. Asienkrisens effekter bedömdes som något mer omfattande och långvariga. De löneavtal som hade slutits under vintern pekade dessutom mot en förhållandevis återhållsam löneutveckling. Mot den bakgrunden lämnades styrräntan oförändrad.

Inflationen i Sverige har sedan dess utvecklats svagare än vad Riksbanken och många andra bedömare förutsett. Även i omvärlden har inflationen blivit överraskande låg. Bakom den svenska utvecklingen ligger temporära effekter, men den underliggande inflationen har också fallit. Samtidigt tycks den realekonomiska utvecklingen fortsätta ungefär som väntat.

Inflationen i huvudscenariot ligger nu under målet i det perspektiv, ett till två år framåt i tiden, som är mest relevant för penningpolitiken. Den osäkerhetsbedömning som redovisats styrker denna uppfattning. Mot den bakgrunden blir slutsatsen att de monetära förhållandena, i varje fall för en tid, kan föras i en något mer stimulerande riktning utan att äventyra inflationsmålet.

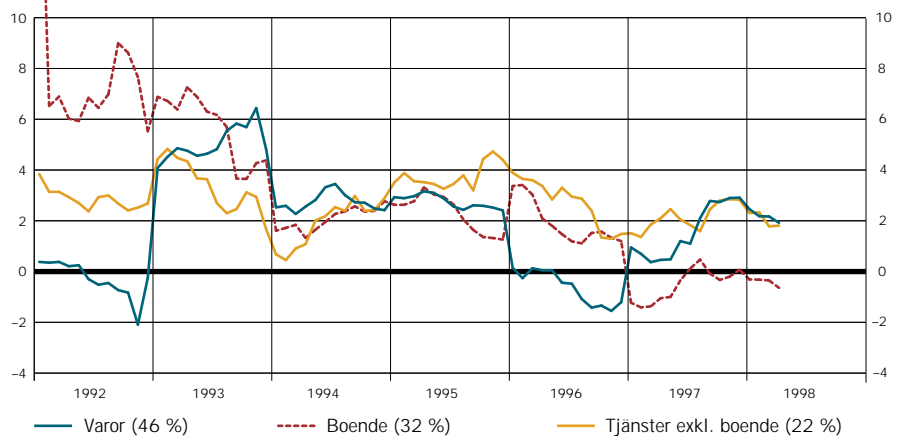
# Bilaga

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



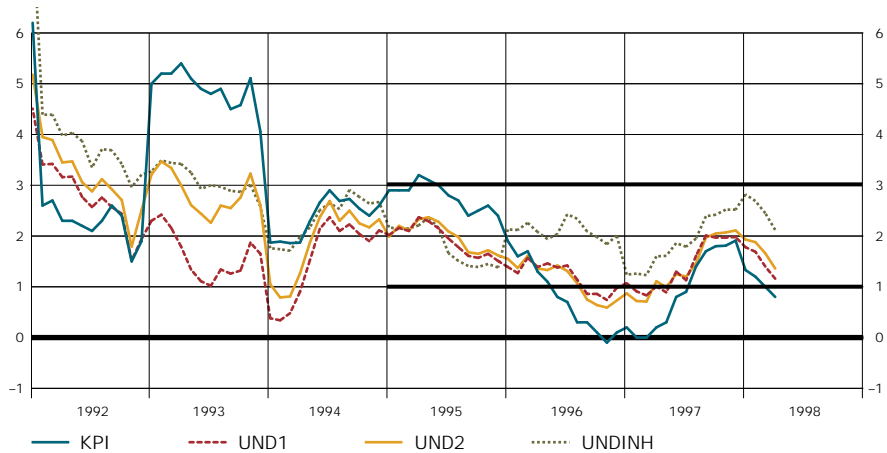
\*Harmoniserat index för konsumentpriser. Data före 1996 är en approximativ beräkning.  
Anm. De horisontella linjerna för 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.  
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 2.**  
Konsumentprisindex för  
olika produktområden.  
Årlig procentuell förändring



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

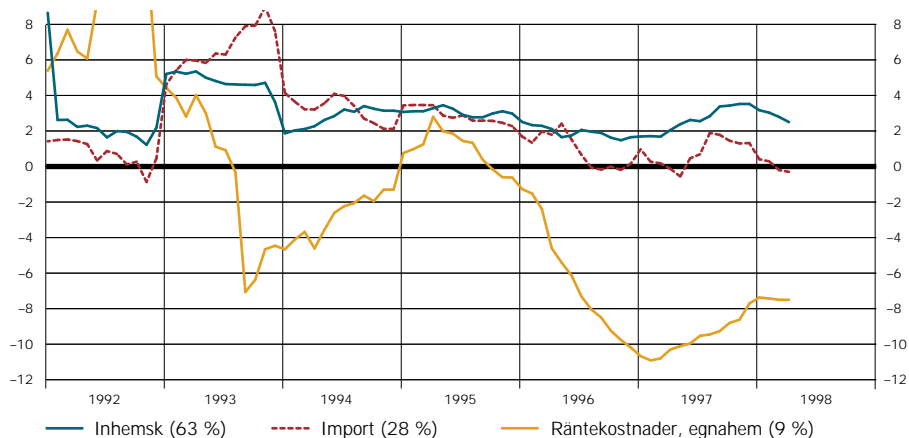
**Diagram 3.**  
KPI och underliggande  
inflation.  
Årlig procentuell förändring



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

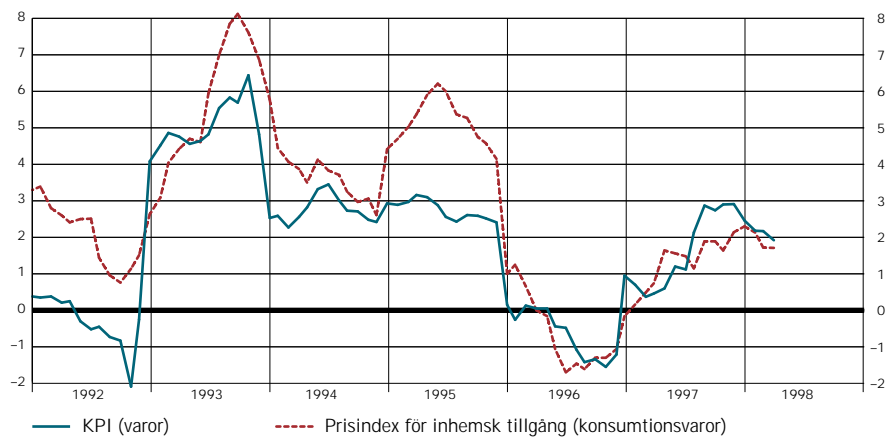


**Diagram 4.**  
Konsumentprisutvecklingen  
uppdelat på olika områden.  
Årlig procentuell förändring



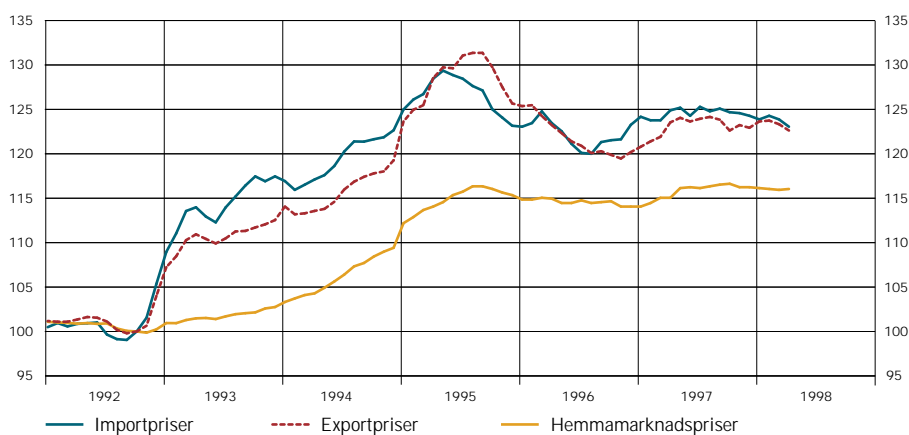
Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1998.  
Källor: SCB och Riksbanken.

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



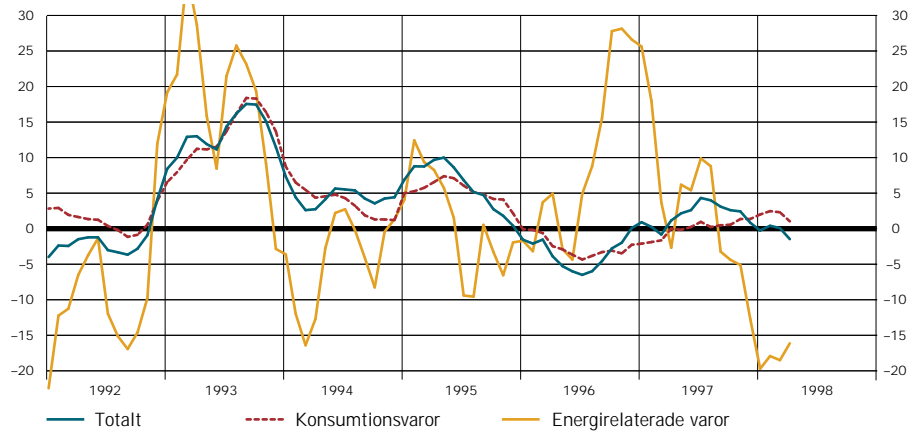
Källa: SCB.

**Diagram 6.**  
Import-, export- och  
hemmamarknadspriser.  
Index: 1992=100



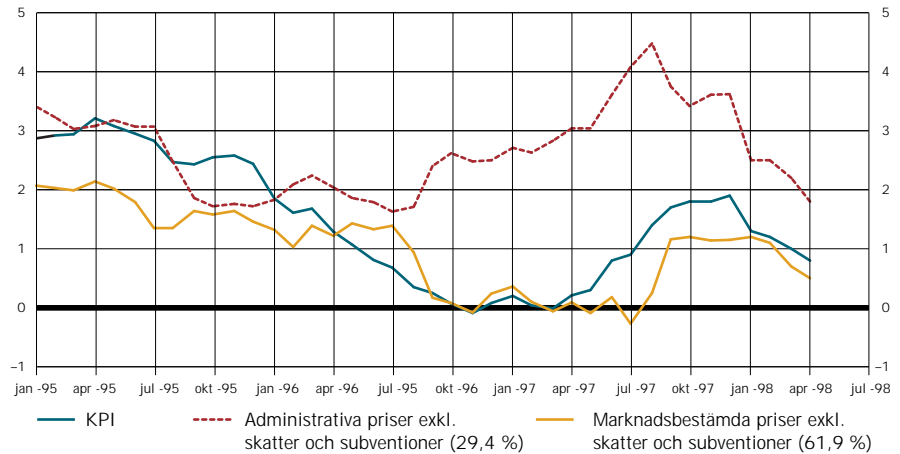
Källa: SCB.

**Diagram 7.**  
 Importprisutvecklingen i  
 producentledet.  
 Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

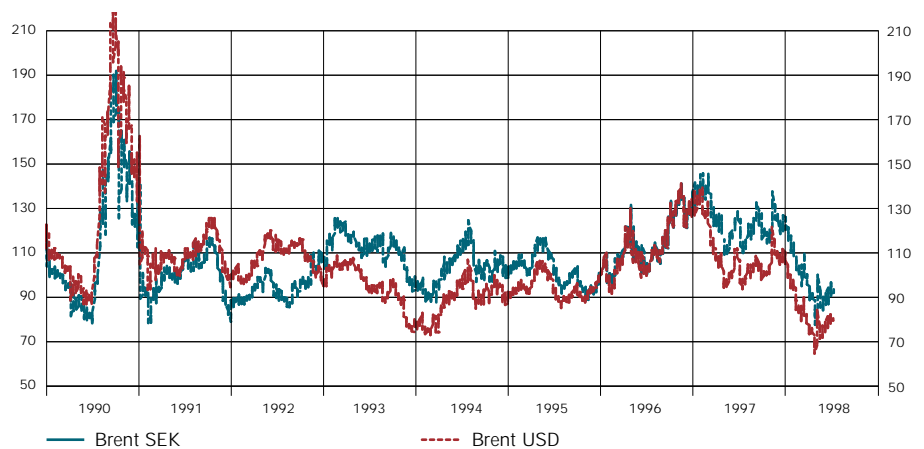
**Diagram 8.**  
 Marknadsbestämda priser  
 och administrativt  
 bestämda priser i KPI.  
 Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1998.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 9.**  
 Råoljeprisindex.  
 Dagsnoteringar index:  
 december 1995=100



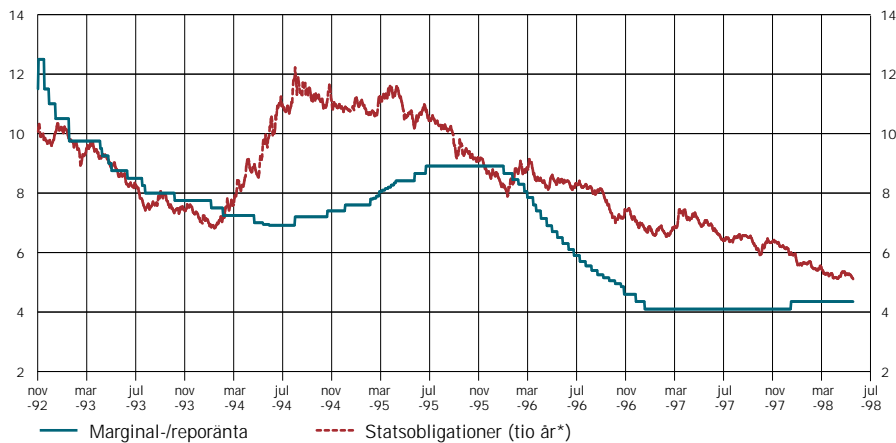
Källa: Riksbanken.

**Diagram 10.**  
 Importvägt råvaruprisindex,  
 olja exkluderat.  
 Dagsnoteringar, index:  
 december 1995=100



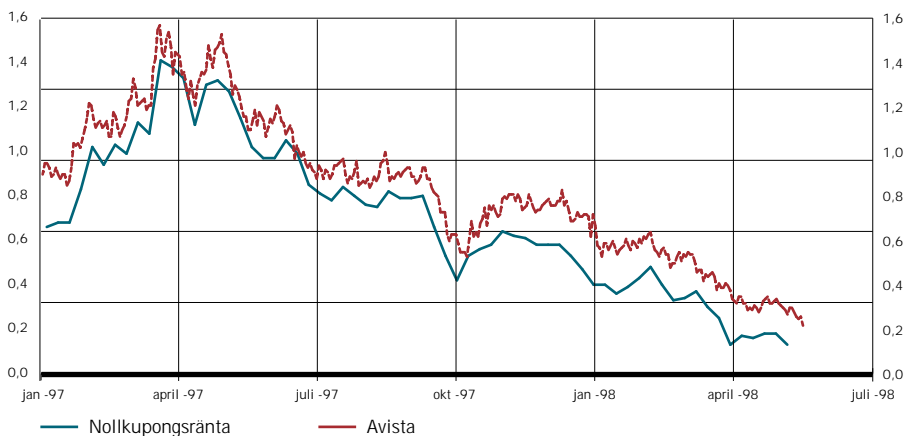
Anm. Följande varor ingår i råvaruprisindexet: aluminium, koppar, nickel, zink, guld, silver, vete och socker. Varje varas vikt i indexet beräknas utifrån hur stor andel av Sveriges import respektive vara utgjorde 1996. Totalt summerar importen av ovanstående varor upp till ca 2 procent av Sveriges import.  
 Källa: Riksbanken.

**Diagram 11.**  
 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.

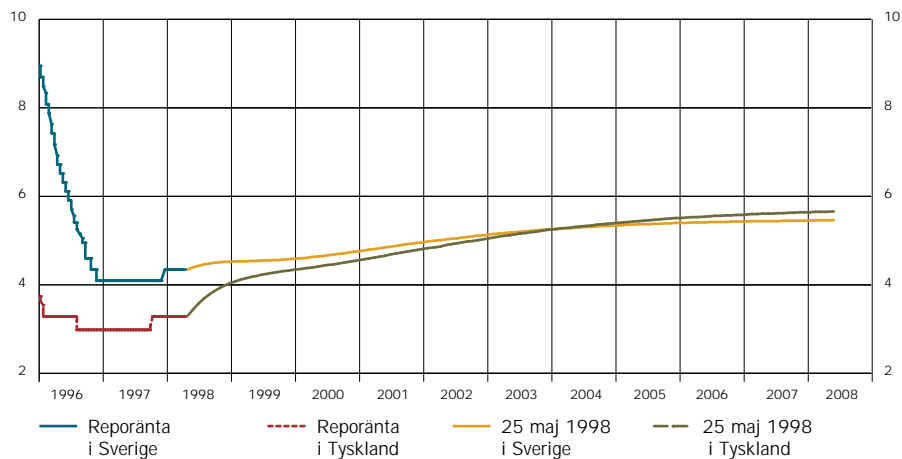
**Diagram 12.**  
 Tioårig långräntedifferens mot  
 Tyskland.  
 Dags- resp. veckonoteringar,  
 procentenheter



Källa: Riksbanken.

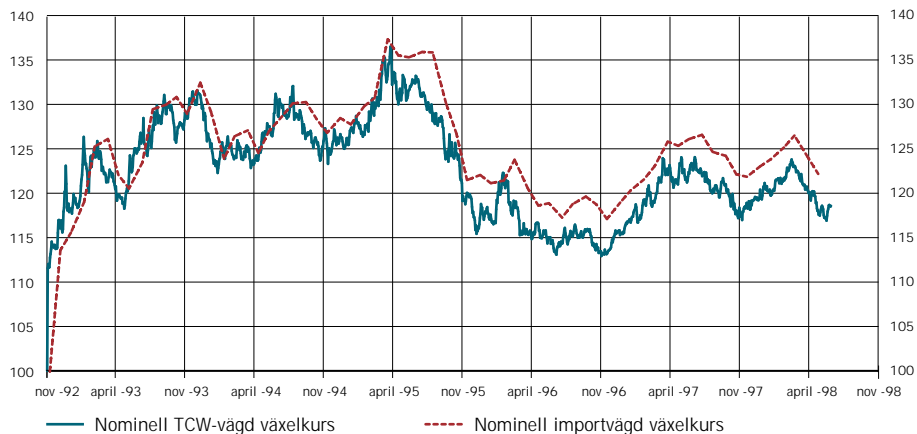


**Diagram 13.**  
Faktisk och förväntad  
reporänta i Sverige och  
Tyskland.  
Effektiv årsränta, procent



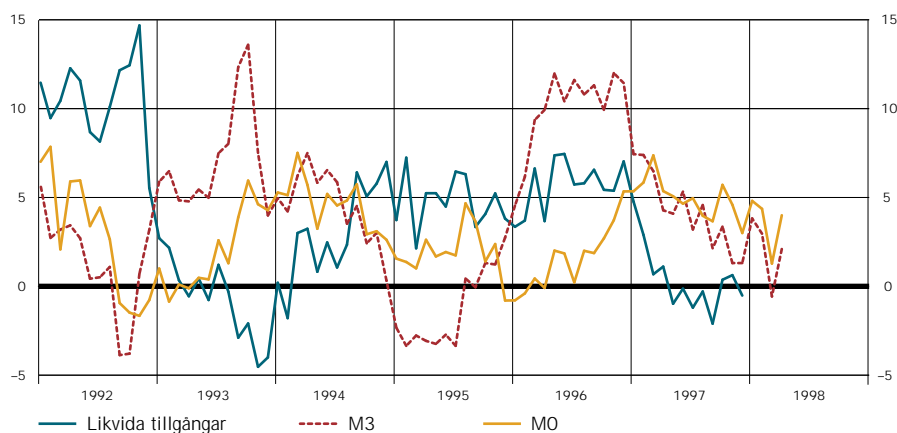
Källa: Riksbanken.

**Diagram 14.**  
Nominell effektiv växelkurs  
TCW-vägd samt importvägd.  
Dags- resp. månadsnoteringar,  
index: 18 november  
1992=100



Källa: Riksbanken.

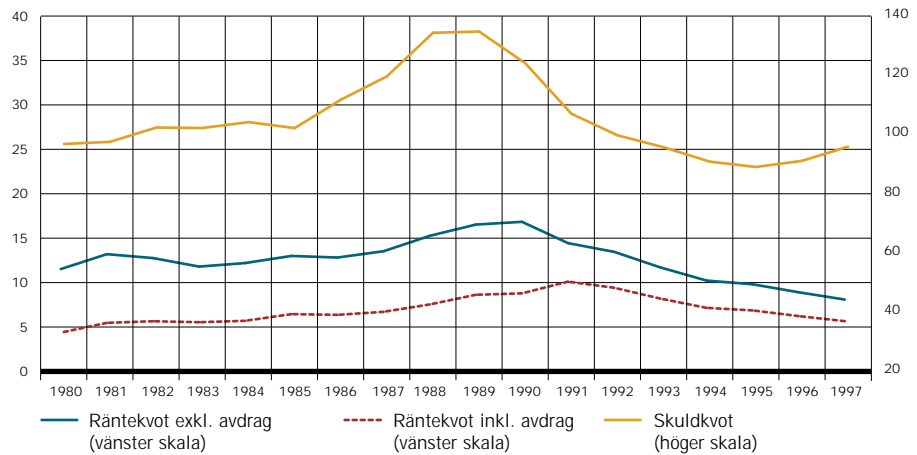
**Diagram 15.**  
Peningmägd och  
likviditet.  
Årlig procentuell förändring



Anm. Likviditetsaggregatet omfattar allmänhetens innehav av M3, certifikat, statsskuldväxlar, allemanssparande, riksgäldskonto samt premie- och privatobligationer.  
Källa: Riksbanken.

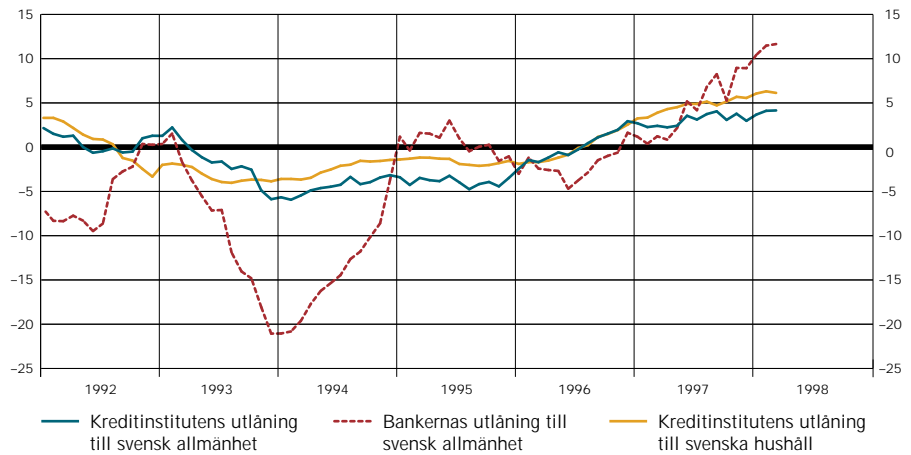


**Diagram 16.**  
Hushållens skuldsättning.  
Procent



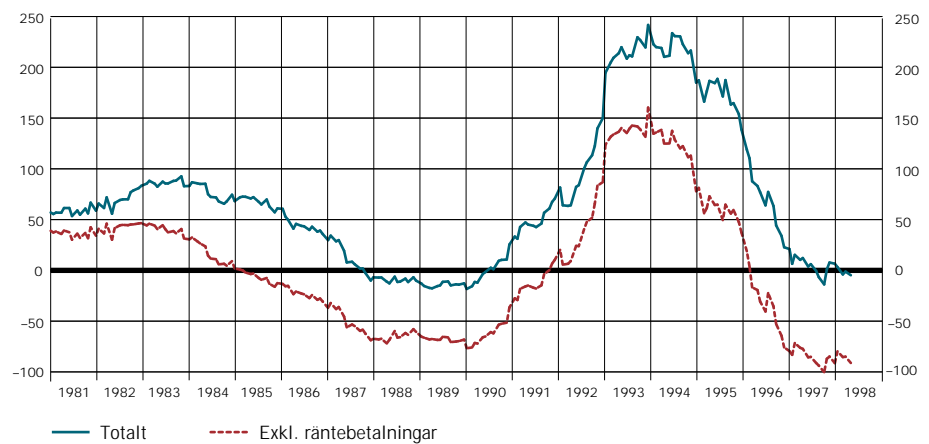
Anm. Skuldkvoten är hushållens skulder som andel av den disponibla inkomsten. Räntekvoten anger hushållens räntebetalningar som andel av disponibel inkomst före resp. efter skatteavdrag.  
Källor: Riksbanken och SCB.

**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 bostadsinstitutet i juli 1995.  
Källa: Riksbanken.

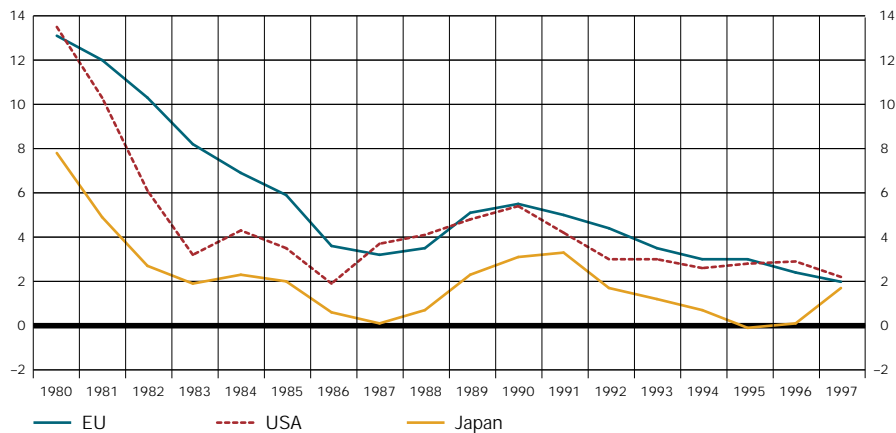
**Diagram 18.**  
Statens lånebehov, totalt  
och exklusive räntebetalningar.  
Ackumulerade tolv-  
månaderstal, miljarder  
kronor



Källa: Riksgäldskontoret.

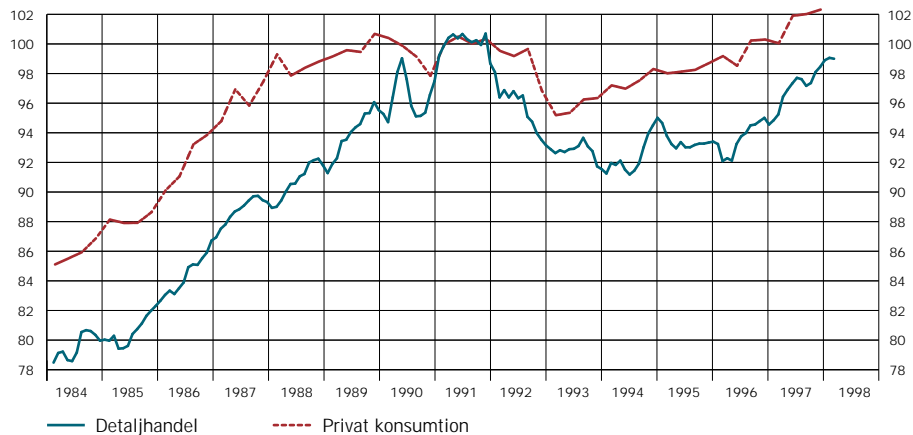


**Diagram 19.**  
Inflationen i EU, USA  
och Japan.  
Årsgenomsnitt, procent



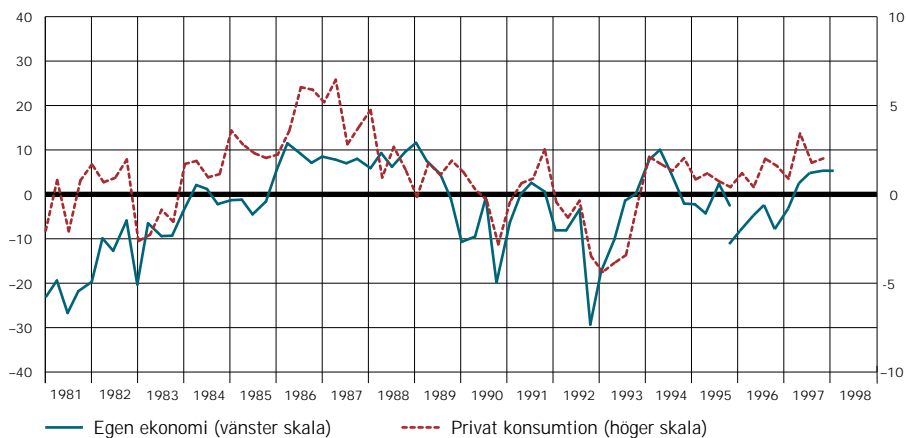
Källa: OECD.

**Diagram 20.**  
Privat konsumtion och  
omsättning i detaljhandeln.  
Volym, säsongkorrigerade  
kvartalsdata respektive  
tremånaders glidande  
medeltal.  
Index: 1991=100



Källa: SCB.

**Diagram 21.**  
Hushållens förväntningar  
om den egna ekonomin\*  
och faktisk privat  
konsumtion.  
Nettototal och årlig  
procentuell förändring



\*I oktober 1995 genomfördes en omläggning av HIP-statistiken.

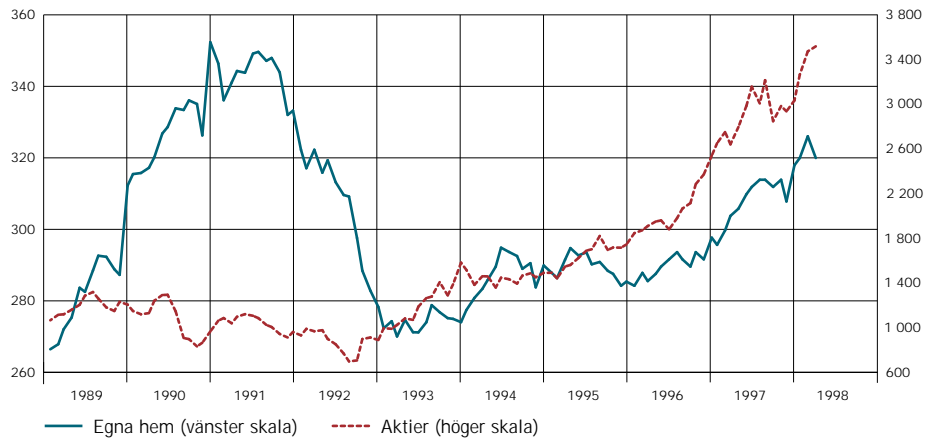
Källa: SCB.





### Diagram 22.

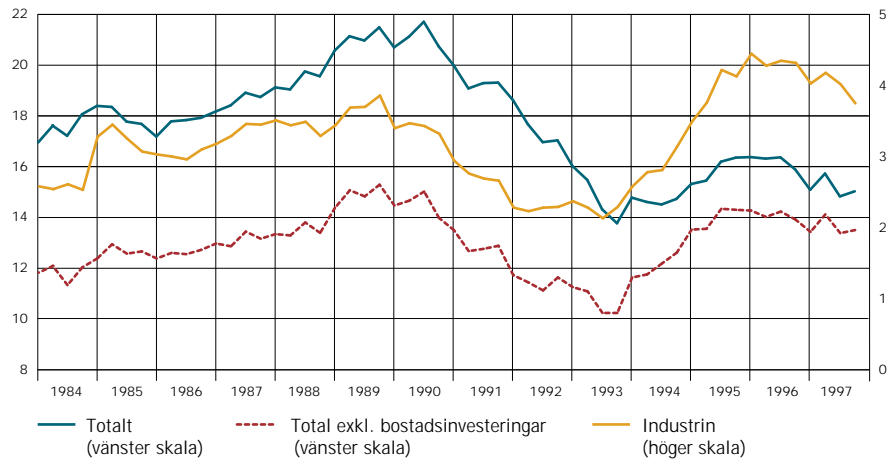
Prisindex egna hem, löpande priser, (index: 1981=100; vänster skala) och Stockholms Fondbörs generalindex\* (index: 1979-12-30=100; höger skala)



\*Senaste observationen 1998-04-30.  
Källor: SCB och Stockholms Fondbörs.

### Diagram 23.

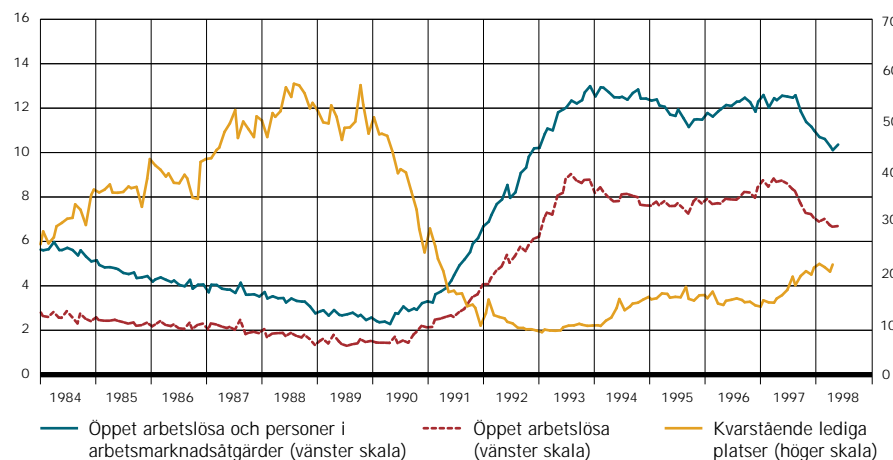
Bruttoinvesteringar som andel av BNP. Säsongsrensade volymer, procent



Källor: SCB:s nationalräkenskaper.

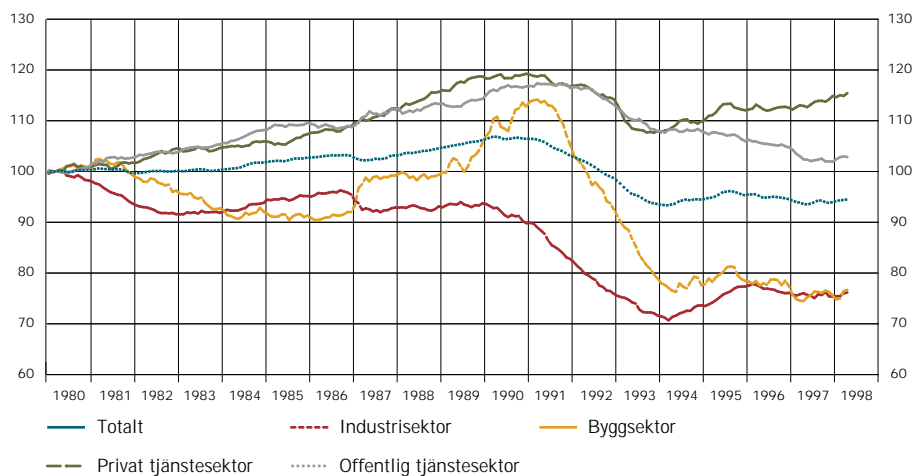
### Diagram 24.

Arbetslöshet och vakanser. Säsongsrensade data, procent respektive 1 000-tal platser



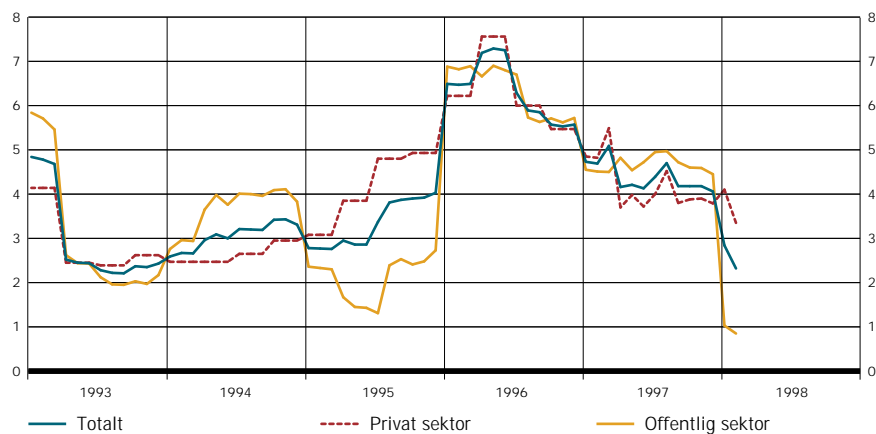
Källor: SCB och AMS.

**Diagram 25.**  
 Sysselsatta personer.  
 Säsongsrensade tre månaders  
 glidande medeltal.  
 Index: tredje kvartalet  
 1980=100



Källa: SCB.

**Diagram 26.**  
 Löneutveckling totalt och i  
 olika sektorer.  
 Årlig procentuell förändring



Anm. Preliminär statistik från januari 1997.

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

**Tabell 1.**  
 Löneutveckling i olika  
 sektorer.  
 Årlig procentuell förändring

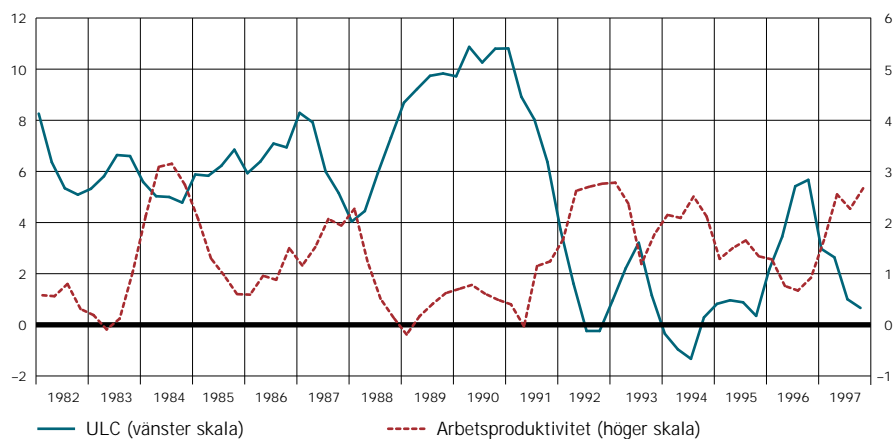
	Utfall 1995	1996	1997	1998 Jan-feb
Privat sektor	4,2	6,3	4,2	3,7
varav industri	4,8	7,5	4,4	3,9
varav handel	3,9	5,2	4,3	4,3
varav byggnadsindustri	4,1	4,0	3,0	2,3
Offentlig sektor	2,1	6,3	4,7	1,0
Stat	3,9	7,0	4,1	0,7
Kommun	1,0	5,3	4,3	0,8
Landsting	2,7	7,8	6,0	1,8
<b>Totalt</b>	<b>3,3</b>	<b>6,3</b>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

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



### Diagram 27.

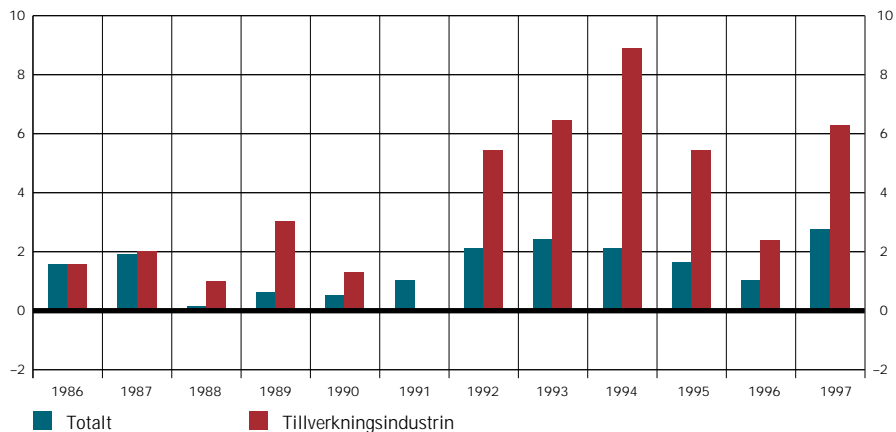
Arbetskraftskostnader per producerad enhet (ULC) och arbetsproduktivitet. Fyra kvartals glidande medeltal, årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

### Diagram 28.

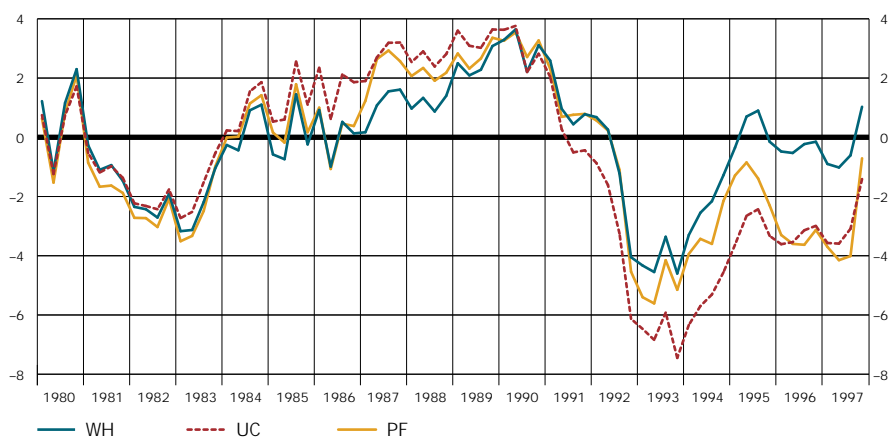
Produktivitet, totalt i hela ekonomin och tillverkningsindustrin. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

### Diagram 29.

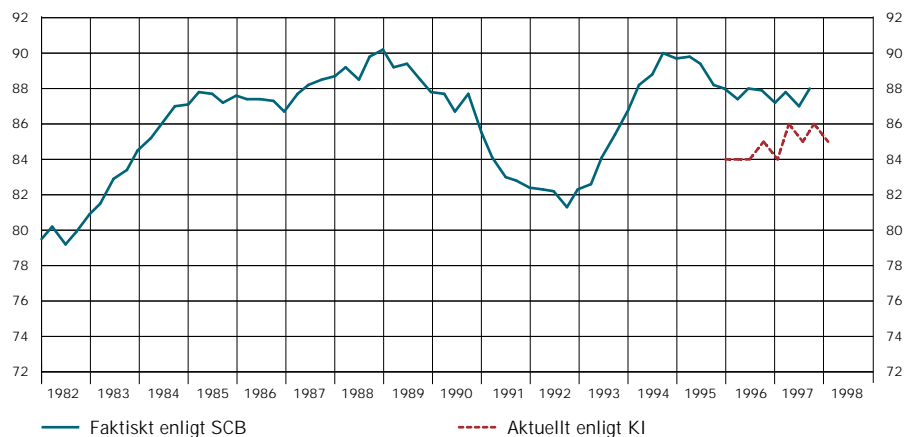
Produktionsgapet med tre olika metoder: Whittaker-Henderson-filtret (WH), Unobserved Component-metoden (UC) och produktionsfunktionsansatsen (PF). Procent



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

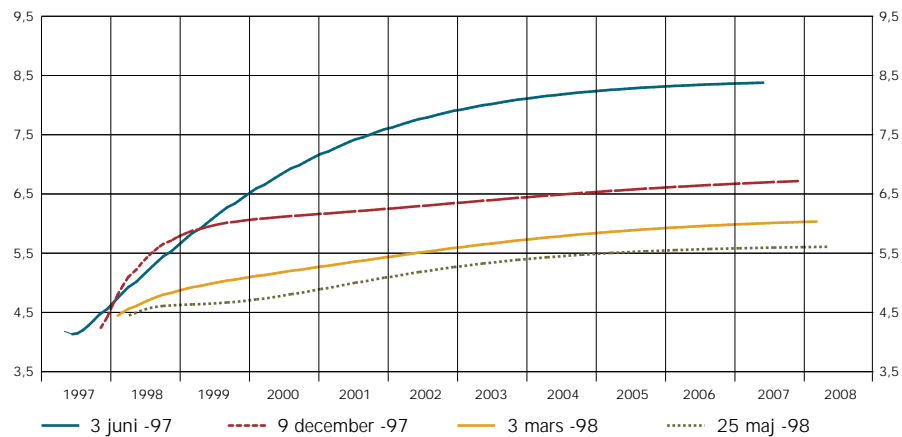


**Diagram 30.**  
Kapacitetsutnyttjande  
inom industrin.  
Procent



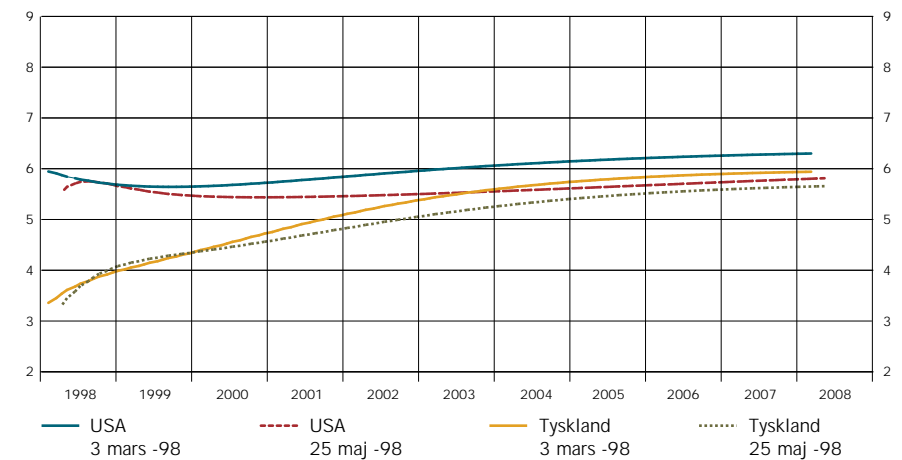
Källor: SCB och Konjunkturinstitutet (KI).

**Diagram 31.**  
Implicita terminsräntor.  
Effektiv årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

**Diagram 32.**  
Implicita terminsräntor för  
USA och Tyskland.  
Effektiv årsränta, procent

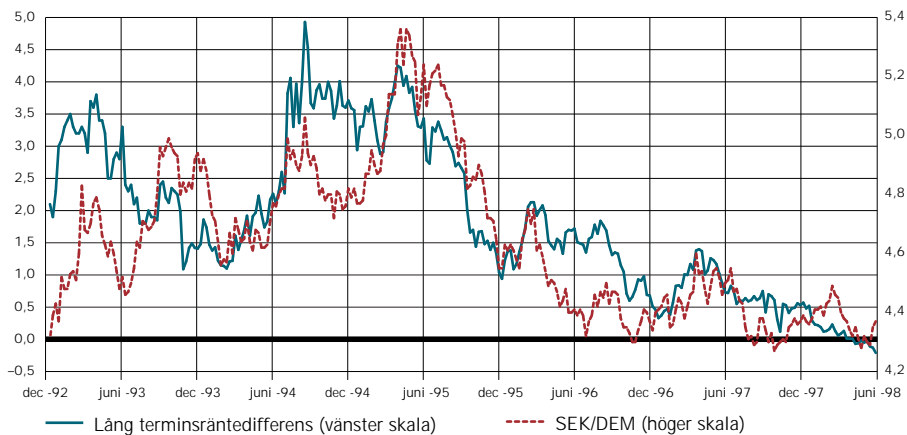


Källa: Riksbanken.



### Diagram 33.

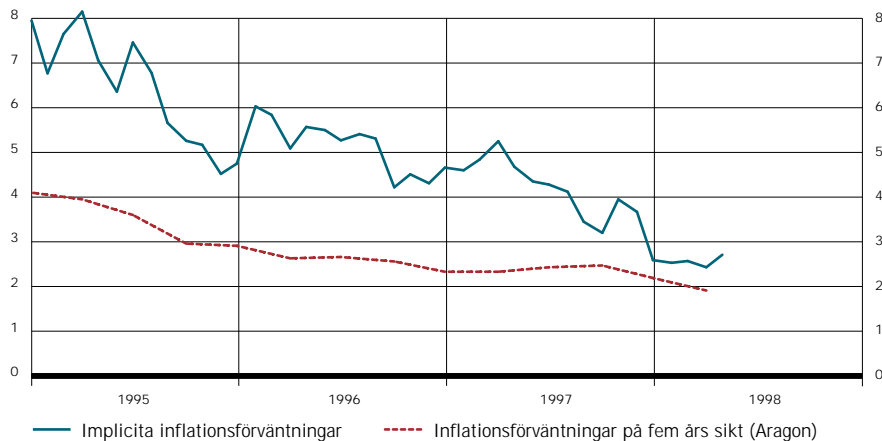
Lång terminsräntedifferens (tio år) gentemot Tyskland och kronans kurs mot den tyska marken.  
Veckovisa noteringar, procentenheter resp. SEK/DEM



Källa: Riksbanken.

### Diagram 34.

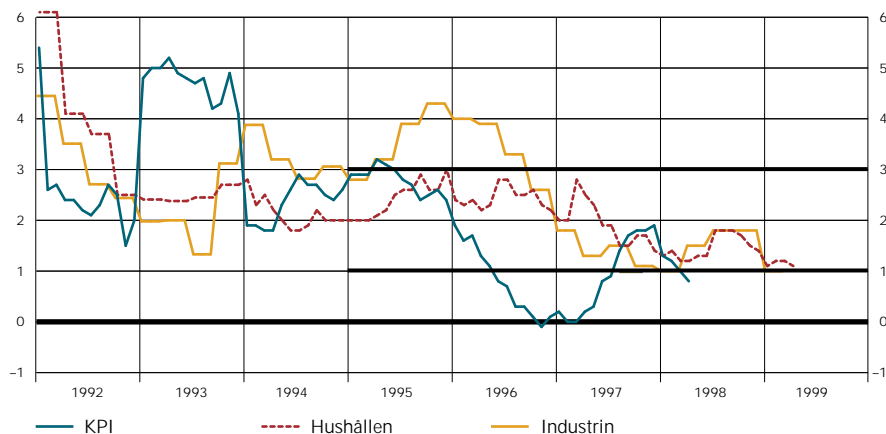
Inflationsförväntningar.  
Procent



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

### Diagram 35.

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.

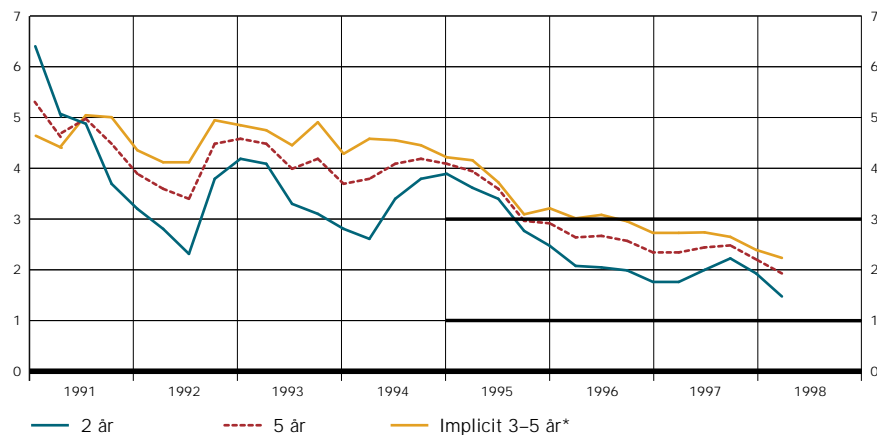
\*\*Kurvorna har förskjutits framåt tolv månader för att motsvara den tidpunkt som inflationsförväntningarna avser.

Anm. De horisontella linjerna för 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.

Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 36.**

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.**

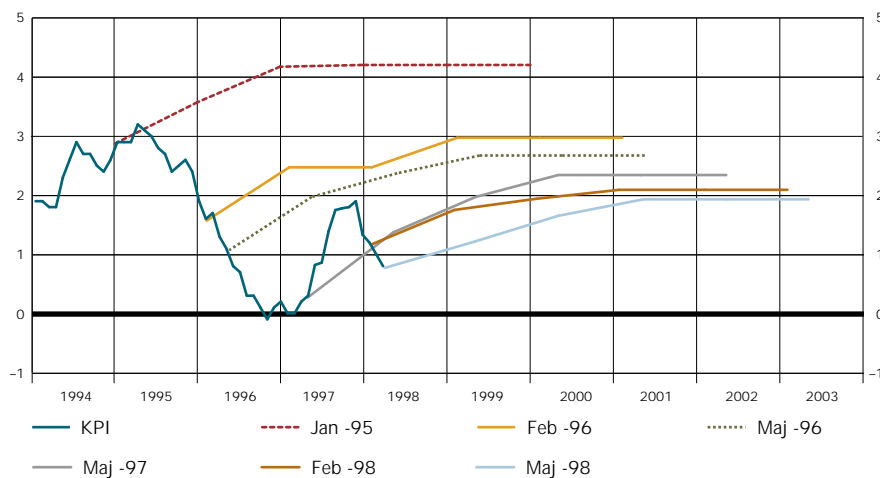
Inflationsförväntningar maj 1998 samt förändringar jämfört med februari 1998 inom parentes.  
Medelvärden, procent respektive procentenheter

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

Källa: Prospera Research AB.

**Diagram 37.**

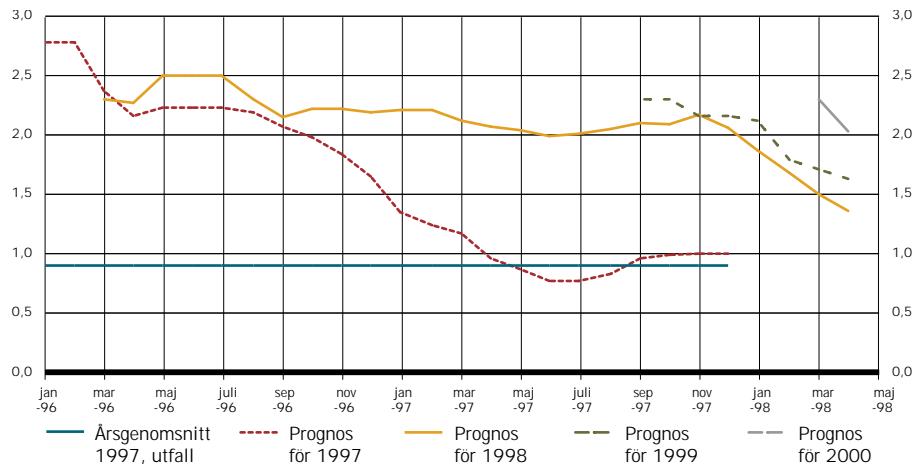
Inflationsförväntningar hos penningmarknadsaktörer.  
Procent



Källor: SCB och Prospera Research AB.

### Diagram 38.

Sammanvägning av olika prognsmakares KPI-prognoser, årsgenomsnitt. Procentuell förändring

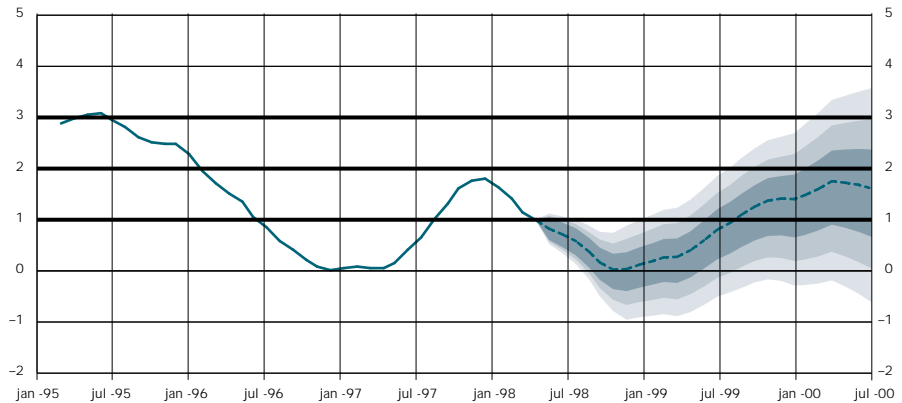


Anm. Tidsaxeln anger när prognoserna för respektive år görs.

Källor: Riksbanken, Nordbanken, Handelsbanken, S-E-Banken, Swedbank, Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, LO, TCO, Handels utredningsinstitut, Hagströms och Qvibergs, Aragon, Posten, Unibank och Matteus Fondkommission.

### Diagram 39.

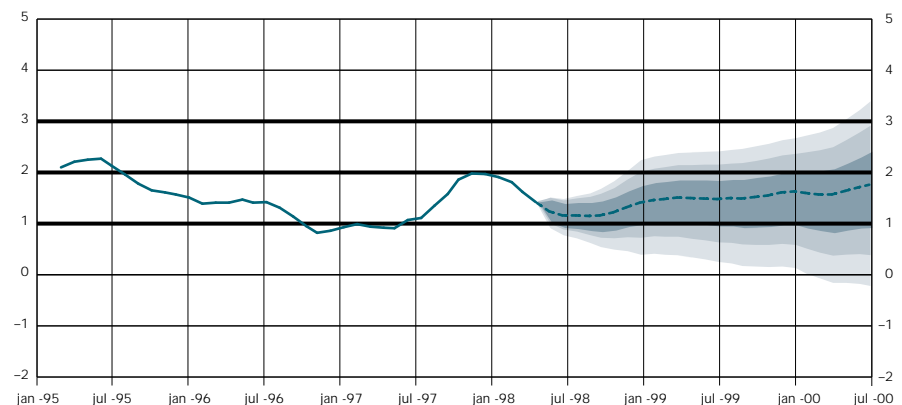
KPI med osäkerhetsintervall, tre månaders glidande medelvärde. Procent



Källor: Riksbanken och SCB.

### Diagram 40.

UND1 med osäkerhetsintervall, tre månaders glidande medelvärde. Procent



Källor: Riksbanken och SCB.



**Tabell 3.**

KPI-inflation fjärde kvartalet 1998, fjärde kvartalet 1999 respektive andra kvartalet 2000. Sannolikhet i procent för olika utfall. Tolvmånaderstal.

Sannolikheter KPI-utfall	KPI<1	1<KPI<2	2<KPI<3	KPI>3	Summa
1998	94	6	0	0	100
1999	37	43	18	2	100
2000*	34	32	24	10	100

\* T.o.m kvartal två.

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 fjärde kvartalet 1998, fjärde kvartalet 1999 respektive andra kvartalet 2000. Sannolikhet i procent för olika utfall. Tolvmånaderstal.

	UND1<1	1<UND1<2	2<UND1<3	UND1>3	Summa
1998	26	61	12	0	100
1999	27	48	23	2	100
2000*	26	34	28	11	100

\* T.o.m kvartal två.

Anm. Kolumnerna anger sannolikheten 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.