



Sveriges riksbank

Inflationsrapport

Juni 1997

Innehåll

■ Förord	3
■ Sammanfattning	4
■ 1 Utvecklingen sedan föregående rapport	5
Inflationen	5
Faktorer av betydelse för den framtida inflationen	11
Räntor och växelkurs	18
■ 2 Inflationsbedömning juni 1997	23
■ 3 Slutsatser för penningpolitiken	27
■ Bilaga	31



Förord

Sedan oktober 1993 publicerar Riksbanken regelbundet rapporter där vi redovisar vår bedömning av den framtida inflationen. Syftet med inflationsrapporterna är att ta fram underlag för penningpolitiska beslut, men också att sprida kännedom utanför Riksbanken om de bedömningar vi gör och därmed göra det lättare för utomstående att följa penningpolitiken. Avsikten är också att uppmuntra till diskussion om penningpolitiska frågor.

Denna rapport följer samma uppläggning som tidigare rapporter. I första hand analyseras den ekonomiska utvecklingen sedan föregående rapport och dess betydelse för den framtida inflationen och penningpolitiken. Avsikten är att redovisa en samlad bild av de faktorer och överväganden som är av vikt för

inflationsbedömningen. I en diagrambilaga redovisas det statistiska underlagsmaterialet.

Arbetet med rapporten har i huvudsak utförts inom Riksbankens ekonomiska avdelning. Ansvariga har varit avdelningens chef Claes Berg och chefen för enheten för prisanalys Jonas Ahlander.

Inflationsrapporten har utgjort underlag för fullmäktiges penningpolitiska diskussion den 22 maj 1997. Slutsatserna från denna diskussion redovisas i kapitel 3.

Stockholm i juni 1997

Urban Bäckström
Riksbankschef



Sammanfattning

■ Hittills under 1997 har inflationen mätt med KPI legat mellan 0,0 och 0,2 procent medan det nya EU-harmoniserade konsumentprisindexet och olika mått på den underliggande inflationen visat en öknings-takt mellan 1 och 1,5 procent. Denna utveckling har i stort sett legat i linje med bedömningen i förra inflationsrapporten.

■ Den svenska ekonomin återhämtade sig succesivt under 1996. Det var framför allt fortsatt hög export och stigande privat konsumtion som bidrog till tillväxten. Tillväxten i BNP begränsades av en neddragning av lagren och en fortsatt minskning av den offentliga sektorns konsumtion och investeringar. Hittills under 1997 förefaller återhämtningen inom industrin och handeln ha fortgått, även om bilden inte är entydig.

■ Riksbankens bedömning är att BNP-tillväxten tilltar under de kommande åren. Som helhet bedöms, i likhet med i förra inflationsrapporten, tillväxten uppgå till i runda tal 2 respektive 3 procent för 1997 och 1998. En fortsatt hög tillväxttakt under

inledningen av 1999 bedöms, med utgångspunkt från det aktuella resursutnyttjandet, ändå inte leda till generella kapacitetsbrister.

■ Mot denna bakgrund bedömer Riksbanken att den underliggande inflationen kommer att utvecklas på samma sätt som i marsrapportens huvudscenario, dvs. med oförändrad penningpolitik stiga till mellan 1,5 och 2 procent under 1998. Mätt med KPI blir inflationen i genomsnitt ca 1 procent 1997 och ca 2 procent 1998. Detta är något högre än bedömningen i marsrapporten och är framför allt en följd av att växelkursen nu förutsätts vara svagare än tidigare och att SCB ändrat beräkningsmetod för räntekostnaderna i KPI.

■ En svag växelkursutveckling skulle kunna leda till en högre inflation än i huvudscenariot. En risk i motsatt riktning skulle en långsammare konsumtionsutveckling kunna vara. Andra osäkerhetsfaktorer av betydelse är utvecklingen av kapacitetsutnyttjande och produktivitet. Sammantaget bedöms penningpolitiken vara väl avvägd.

Utvecklingen sedan föregående rapport

I detta kapitel diskuteras den ekonomiska utvecklingen sedan förra inflationsrapporten. Betoningen ligger på förhållanden som påverkar den framtida inflationen. Först redovisas inflationsutvecklingen under de senaste månaderna. Därefter analyseras faktorer av betydelse för inflationen, som efterfråge- och utbudsförhållandena i ekonomin samt inflationsförväntningarna. Slutligen diskuteras den förda penningpolitiken och den senaste ränte- och växelkursutvecklingen.

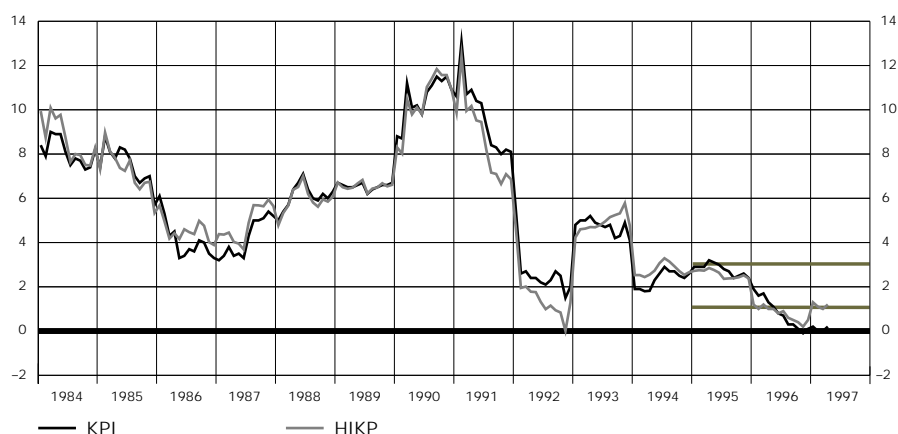
Inflationen

Konsumentprisindex (KPI) var i april 1997 0,2 procent högre än ett år tidigare (se figur 1). Hittills under 1997 har den registrerade inflationen legat mellan 0,0 och 0,2 procent. Sedan förra inflationsrapporten har SCB reviderat beräkningarna av räntekostnaderna för egnahem i KPI från januari 1995. Detta har fått till följd att den genomsnittliga inflationen

1996 nu beräknas till 0,8 procent mot tidigare 0,7 procent. Det innebär också att negativa förändringstal, som tidigare publicerats för perioden oktober 1996–mars 1997, nu endast noterats för november 1996, då KPI var 0,1 procent lägre än ett år tidigare.¹

¹ Den metod som SCB använde från 1995 för att beräkna räntekostnaderna för egnahem beaktade inte den ränteskillnadsersättning som låntagare som förhandsinlöste lån fick erlägga. När omfattningen av förhandsinlösen ökade under slutet av 1996 och 1997 innebar det att hushållens räntekostnader kom att underskattas.

Figur 1.
KPI* och HIKP**.
Årlig procentuell förändring



* Reviderade inflationstal från januari 1995.

** Harmoniserat index för konsumentpriser. Data före 1996 är en approximativ beräkning.

Anm. De horisontella linjerna för 1995–1997 anger Riksbankens toleransintervall för den årliga öknings-takten i KPI.

Källa: SCB.

Enligt det nya harmoniserade inflationsmättet (HIKP) var inflationstakten i Sverige 1,2 procent i april 1997, vilket var en uppgång med 0,2 procentenheter från mars. Då hade Sverige den näst lägsta inflationen bland EU:s medlemsländer. Den lägsta inflationen hade Finland med 0,8 procent. I HIKP ingår för närvarande inte kapitalkostnader för boende i egnahem. Detta förklarar merparten av skillnaden mellan KPI och HIKP i Sverige.

En uppdelning av KPI visar att fortsatt kraftigt fallande räntekostnader för egnahemsboende bidragit till att konsumentprisernas ökningstakt hittills under 1997 varit mycket dämpad (se figur 2). I mars 1997 var dock minskningstakten i räntekostnaderna för första gången sedan april 1995 lägre än föregående månad.

Den inhemskt genererade inflationen har legat kring drygt 1,5 procent sedan slutet av 1996, medan prisutvecklingen på huvudsakligen importerade produkter under senare tid visat en försiktigt stigande ökningstakt.

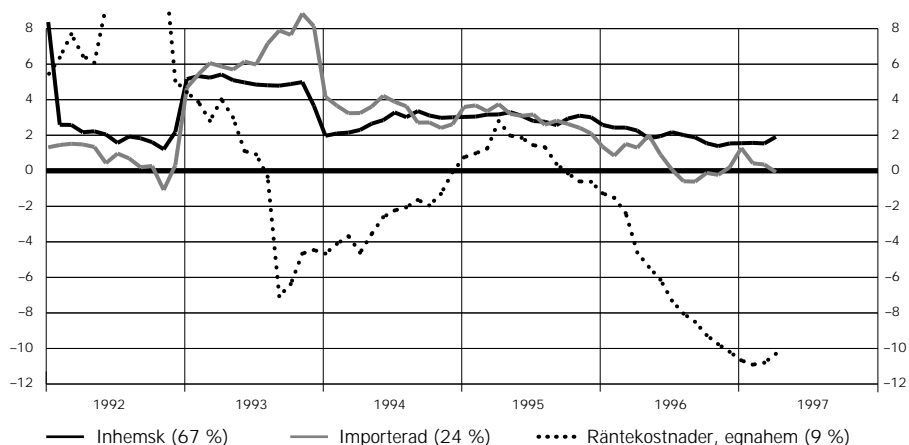
Den inhemskt genererade inflationen har legat kring drygt 1,5 procent sedan slutet av 1996, medan prisutvecklingen på huvudsakligen importerade pro-

dukter under senare tid visat en försiktigt stigande ökningstakt.² Varken kronförsvagningen sedan mitten av hösten 1996 eller oljeprisnedgången har dock givit några märkbara prisseffekter i konsumentledet. Konsumentprisuppgången på importerade varor hittills under 1997 har främst varit en följd av högre priser på frukt och grönsaker. Även prisuppgången på importerade konsumtionsvaror i producentledet har varit mycket måttlig.

En tänkbar förklaring till det begränsade prisgenomslaget kan vara att växelkursförsvagningen har uppfattats som tillfällig och att utländska exportörer liksom företag i parti- och detaljhandeln väntat med att föra vidare kostnadsökningarna. En annan förklaring, som diskuterats i tidigare rapporter, kan vara att möjligheterna att föra vidare kostnadsökningar till senare led reducerats i takt med nedväxlingen av inflationen och inflationsförväntningarna.

2 En uppdatering av fördelningen på de olika kategorierna har gjorts med hjälp av vikterna i PPI-systemet. Av olika skäl har vissa bedömningar varit nödvändiga, t.ex. i vilken utsträckning importerade varor gått till privat konsumtion eller som insatsvaror. Produkter med en importandel över 50 procent har kategoriserats som import. Detta har medfört några smärre ändringar av uppdelningen på importerade och inhemskt producerade varor jämfört med tidigare. Det har dock inte ändrat den tidigare bilden av den importerade respektive inhemskt genererade inflationens utveckling.

Figur 2.
Konsumentprisutvecklingen uppdelad på olika områden*.
Årlig procentuell förändring



* Beräkningarna av den importerade och inhemskt genererade inflationen har justerats (se fotnot 2), medan räntekostnaderna avser den av SCB reviderade serien från januari 1995.
Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1997.
Källor: SCB och Riksbanken.

Den underliggande inflationen har, enligt UND1 och UND2, varit stabil kring 1 procent sedan slutet av 1996.

Den underliggande inflationen har, enligt UND1 och UND2, varit stabil kring 1 procent sedan slutet av 1996 (se figur 3). I både UND1 och UND2 har effekter från ändrade indirekta skatter och subventioner samt räntekostnader för egnahem exkluderats från KPI. I UND2 har även olje- och bensinpriser räknats bort. I förra rapporten presenterades ett mått på den underliggande inflationen där UND1 rensats för priser på samtliga varor som huvudsakligen importeras. Detta mått på den inhemska underliggande inflationen, UNDINH, har visat en öknings-takt kring 1,5 procent hittills under 1997 efter att ha legat kring 2 procent 1996.

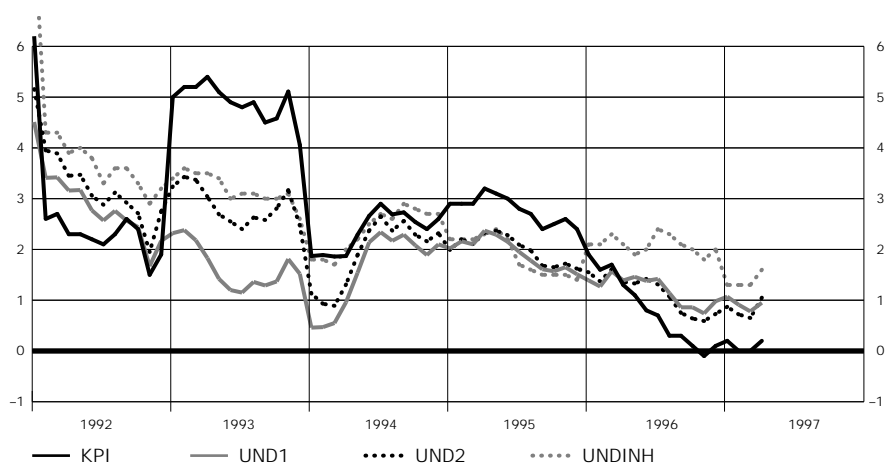
En förklaring till denna nedväxling kan vara att den kraftiga ökningen av lönekostnaderna 1996 bidrog till en tillfälligt högre inhemsk underliggande inflation. Den huvudsakliga skillnaden mellan de olika inflationsmåten är att minskade räntekostnader för egnahem påverkar KPI, men inte den underliggande inflationen och HIKP. De senaste månadernas utveckling av såväl den registrerade som den

underliggande inflationen har, bortsett från revideringen av räntekostnaderna för egnahem, i stort sett legat i linje med bedömningen i förra inflationsrapporten.

Samtliga beslutade och föreslagna ändringar av indirekta skatter och subventioner kommer, under förutsättning att de får fullt genomslag, att höja den registrerade inflationen med i genomsnitt drygt 0,5 procentenheter både 1997 och 1998.

Regeringens ekonomiska vårproposition innehöll förslag som kommer att påverka konsumentpriserna framöver. En höjning av tobaksskatten föreslås från augusti 1997. Den tidigare aviserade tandvårdsreformen 1998 dras tillbaka, men ersätts av en höjd självrisk för tandläkarvård från oktober 1997. Dessa förslag kommer att höja den genomsnittliga inflationen under 1997 och 1998 med knappt 0,1 procentenhet. Samtliga beslutade och föreslagna ändringar av indirekta skatter och subventioner kommer, under förutsättning att de får fullt genomslag, att höja den registrerade inflationen med i genomsnitt drygt 0,5 procentenheter både 1997 och 1998.

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



* Beräkningarna av den underliggande inhemska inflationen (UNDINH) har justerats (se fotnot 2).
Källor: SCB och Riksbanken.

HAR INFLATIONSPROCESSEN FÖRÄNDRATS?

Inflationsutvecklingen påverkas bl.a. av inflationsförväntningarna och cykliska förändringar i produktionen och sysselsättningen. Inflationen påverkas därför både av förtroendet för penningpolitikens möjligheter att värna penningvärdet och förändringar i konjunkturläget.

En enkel inflationsekvation kan skrivas:

$$\pi = \pi^e + b \cdot \text{GAP} + c \cdot \pi^u + e$$

där π är den faktiska inhemska inflationen, π^e den förväntade inflationen, GAP är ett mått på konjunkturläget (produktionsgapet eller arbetslösheten), π^u är den utländska inflationen (eller andra utbudshöjningar) och e en slumpmässig störningsterm. b och c är parametrar som bestämmer hur mycket förändringar i konjunkturläget eller utländska priser och utbudshöjningar slår igenom i den inhemska inflationen.

En varaktig förändring av inflationsprocessen kan bero på några olika faktorer. Dels kan den process som genererar *inflationförväntningarna* ha förändrats. En förändrad förväntningsbildning kan t.ex. vara ett resultat av att *trovärdigheten för inflationsmålet* ökat, allt annat lika. En förändring av

inflationsprocessen kan också vara relaterad till en *annorlunda utväxling* mellan efterfråge- respektive utbudsläget och inflationen. (Detta innebär att parametervärdena som relaterar efterfrågeläge och utbudshöjningar till inflationen förändras.)

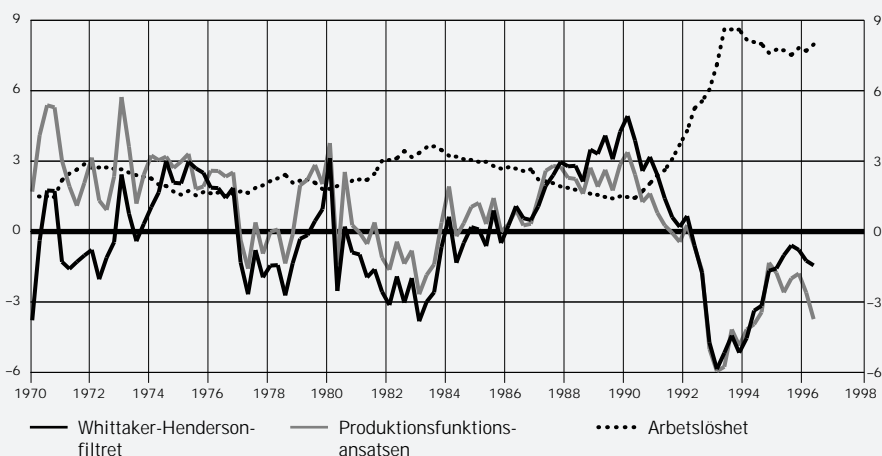
Ett tydligt tecken på ökad trovärdighet för inflationsmålet är att hushållens inflationsförväntningar minskat kraftigt under 1990-talet. Under 1980-talet uppgick hushållens inflationsförväntningar för de kommande tolv månaderna till i snitt 6–7 procent. Sedan början av 1992 ligger motsvarande genomsnitt strax över 2 procent.

Det klara trendbrottet i hushållens inflationsförväntningar från och med början av 1990-talet kan tolkas som ett första tecken på att inflationsprocessen ändrats. Av ännu större intresse är att de mer långsiktiga inflationsförväntningarna (på fem års sikt) hos placerarna på obligationsmarknaden har minskat successivt sedan 1991. De har dock kommit ned under 3 procent först under 1996.

Det är svårt att belägga strukturella skift med hjälp av ekonometriska metoder. Detta beror bland annat på att den tid som gått sedan inflationsmålet deklarerades är ganska kort. Nedan redovisas resultat från två olika riksbanksstudier. I den första har en enkel inflationsekvation skattats för perioden andra kvartalet 1972–andra kvartalet 1996.³ Infla-

Figur 4.

Produktionsgapet enligt W-H-filtret ($\lambda=100\ 000$) och produktionsfunktionsansatsen (PF) samt öppen arbetslöshet (säsongrensad). Procent



Källa: Riksbanken.

tionen i innevarande period förklaras av inflationen i föregående period, efterfrågan i innevarande period, förändringen av utländska priser i föregående period och ett genomsnitt av historiska förändringar av utländska konsumentpriser.⁴

Dessutom ingår ett antal dummyvariabler som avser fånga de momsförändringar som skett under perioden. Från tredje kvartalet 1994 och framåt görs en utvärdering av prognosegenskaper för tre olika efterfragemått. Som efterfragemått används produktionsgapet beräknat med Whittaker-Henderson filter, produktionsfunktionsansatsen samt den faktiska arbetslösheten (se figur 4).

De ekonometriska resultaten redovisas i tabell 1. De visar att den enkla inflationsekvationen tenderar att överskatta inflationen efter 1993 om något av de två måtten på *produktionsgap* ingår som mått på efterfrågeläget. Prognosförmågan för inflationsekvationen ökar dock om en s.k. regimdummy införs från första kvartalet 1993. Detta gäller särskilt om produktionsgapet mätt med WH-filtret används. Med en sådan dummyvariabel skiftar inflationen ned från och med början av 1993 med ca 0,6 procentenheter per kvartal, dvs. med ca 2,4 procentenheter per år. Relationen mellan produktionsgapen – som de specificerats här – och inflationen tyder på att inflationsbanan skiftat ned till en lägre nivå.

Om *arbetslösheten* istället ingår som ett mått på efterfrågeläget överskattar inflationsekvationen inte längre inflationen under perioden efter 1993.

I *den andra* studien analyseras relationen mellan tillväxt och arbetslöshet, inflation och konjunkturläge på ett bredare sätt i den s.k. UC-modellen⁵ (se fördjupningsruta s. 17).

I UC-modellen bekräftas att när arbetslösheten används för att härleda efterfrågeläget fås en annan bild av inflationsprocessen än om produktionen används. I UC-modellen tillåts den s.k. jämviktsarbetslösheten variera över tiden. Med cyklisk arbetslöshet (skillnaden mellan faktisk arbetslöshet och jämviktsarbetslösheten) som efterfrågevariabel

Tabell 1.

Faktisk genomsnittlig inflation samt prognoser med och utan regimdummy andra halvåret 1994, helåret 1995 och första halvåret 1996.

Årlig procentuell förändring

	Faktisk inflation	Prognos utan regim- dummy	Prognos med regim- dummy
<i>Produktionsgapet enl. WH-filter ($\lambda=100\ 000$)</i>			
1994 2:a h.å.	2,6	3,2	2,6
1995	2,9	5,0	3,1
1996 1:a h.å.	1,4	3,5	1,5
<i>Produktionsgapet enl. PF-ansatsen</i>			
1994 2:a h.å.	2,6	2,9	2,6
1995	2,9	4,2	3,2
1996 1:a h.å.	1,4	2,5	1,6
<i>Arbetslösheten som efterfrågevariabel</i>			
1994 2:a h.å.	2,6	2,4	2,5
1995	2,9	2,5	2,8
1996 1:a h.å.	1,4	1,0	1,3

ger en skattning utan en regimskiftesdummy ungefär lika bra anpassning till inflationsutvecklingen som en skattning med denna dummy.

De strukturella förändringar som den svenska ekonomin genomgått, i form av avregleringar, internationalisering och ökad konkurrens, har bidragit till en förbättrad prisbildning⁶

Sedan början av 1980-talet har så gott som samtliga industriländer genomfört mer eller mindre

3 För en utförlig redovisning se Berg, C. och P. Lundkvist, "Har inflationsprocessen förändrats?", Penning- och valutapolitik 1997:2, under publicering, Sveriges riksbank.

4 Eftersom data för inflationsförväntningar inte finns för perioden före 1979 inkluderas i ekvationens högerled inflationen i föregående period som en approximation av förväntad inflation.

5 Se Apel, M. och P. Jansson, "System Estimates of Potential Output and the NAIRU", kommande arbetsrapport, Sveriges riksbank.

6 Se Borg, T. och M. Croneborg, "Strukturömvandlingen och prisbildningen", Penning- och valutapolitik 1997:1, Sveriges riksbank.

långtgående avregleringar av olika marknader. Dessutom har även offentliga verksamheter privatiserats och konkurrensutsatts.

Det finns även ett omvandlingstryck från den teknologiska utvecklingen. Framför allt har utvecklingen inom kommunikations- och informations-teknologi haft stor inverkan på hur produktion och distribution organiseras. Den ökande utrikeshandeln och internationaliseringen är också viktig.

I Sverige har flera områden varit föremål för avregleringar de senaste tio åren. Vi har haft avregleringar inom transport- och kommunikationsområdet. Andra viktiga händelser är skattereformen och den nya konkurrenslagen. Även EU-medlemskapet har haft positiva effekter på konkurrenssituationen i Sverige. Marknaden för livsmedel har avreglerats i viss utsträckning. Jordbrukspolitiken avreglerades delvis i 1990 års livsmedelspolitiska reform; prisstödet skulle minska och exportstödet skulle avvecklas. EU-medlemskapet har medfört en viss återreglering men importen av livsmedel har ökat något med viss prispress som följd.

Inom dagligvaruhandeln har konkurrensstrycket ökat till följd av uppluckringen av kopplingen mellan parti- och detaljhandel till förmån för direktleveranser från tillverkare. Antal lågprisbutiker har ökat. Under 1990-talet har livsmedelspriserna sjunkit. Även rensat för momsförändringarna har livsmedelspriserna stigit betydligt mindre än den allmänna prisnivån. Priserna på kläder och skor och andra importerade varor har också stigit mindre än vad KPI har gjort. EU-medlemskapet bidrar till ökad importkonkurrens.

Charterflyg- och taximarknaden är exempel inom transportområdet där ökad konkurrens har medfört positiva effekter på prisutvecklingen. Vidare har telemonopolet avskaffats. Konkurrensutsatta produkter, som utlandstelefoner och mobiltelefoner har sjunkit kraftigt i pris, medan priserna på mer skyddade marknader stigit. Hyrorna, som påverkas i mycket liten utsträckning av marknadskrafterna, har å andra sidan stigit mer än vad KPI har gjort.

Områden i KPI som stigit mer än genomsnittet är också högbeskattade varor (t.ex. alkohol och bensin) och administrativt satta priser (t.ex. läkervård och posttjänster). Den statsfinansiella situationen förklarar delvis denna uppgång då budgetsaneringen medfört minskade subventioner och ökande grad av avgiftsfinansiering.

Analysen av de minskade inflationsförväntningarna tyder på att trovärdigheten för inflationsmålet har ökat. Mycket talar för att inflationsprocessen skiftat ned. Det är dock svårt att dra slutsatser om storleken på denna minskning. Det beror på att den faktiska inflationen påverkas såväl av konjunkturläge som de strukturella parametrar som avgör inflationsbenägenheten. Specifikationen av efterfrågeläget spelar en stor roll för de empiriska resultaten rörande dessa parametrar.

Prisbildningen inom ett antal områden har förändrats mot lägre prisökningar och en högre flexibilitet i konsumentpriserna under 1990-talet jämfört med 1980-talet. Inom många varuområden förefaller prisökningstakten ha växlats ned. Framför allt verkar prisbildningen inom livsmedelssektorn, importberoende handel och en del servicesektorer ha påverkats positivt.

Faktorer av betydelse för den framtida inflationen

I förra inflationsrapporten konstaterades att den svenska ekonomin successivt återhämtat sig under 1996. Under slutet av året var det framför allt fortsatt hög export och stigande privat konsumtion som bidrog till tillväxten. Tillväxten i BNP begränsades av en neddragning av lagren och en fortsatt minskning av den offentliga sektorns konsumtion och investeringar. Hittills under 1997 har skillnaderna i aktivitetsnivå mellan olika delar av ekonomin fortsatt att vara betydande. Samtidigt har statistiken inom viktiga områden som industri och handel inte givit någon entydig bild av utvecklingstrenden.

FORTSATT ÅTERHÄMTNING

Industrikonjunkturen mattades under 1996, men i slutet av året började industriproduktionen återigen att öka snabbt. Produktionsnivån första kvartalet 1997 var 8 procent högre än ett år tidigare. Konjunkturinstitutets (KI:s) barometerundersökningar har givit blandade signaler om styrkan i industrikonjunkturen. Undersökningen i mars 1997 visade att produktionsutvecklingen var något svagare än väntat under första kvartalet, men att orderingången å andra sidan var bättre än väntat. Produktionsplanerna var därför påtagligt optimistiska för andra kvartalet 1997.

Produktionsplanerna inom industrin var påtagligt optimistiska för andra kvartalet 1997.

Kapacitetsutnyttjandet inom industrin steg mellan tredje och fjärde kvartalet 1996 med knappt 1 procentenhet till drygt 88 procent enligt SCB:s undersökning (se bilagan figur 4). Kapacitetsutnyttjandet under slutet av 1996 var därmed enligt SCB lika högt som under överhettningssperioden 1987–1990. Enligt KI:s industribarometer var dock kapacitetsutnyttjandet lägre; 85 procent fjärde kvartalet 1996. Därefter minskade det till 84 procent under första kvartalet 1997. En förklaring till att kapacitetsutnyttjandet inom industrin kan vara relativt högt utan

att det ger upphov till inflationsimpulser är att nedväxlingen av inflationsförväntningarna, den låga faktiska inflationen och förbättrade konkurrensförhållanden avsevärt minskat företagets möjligheter att höja priserna utan stora kostnader, t.ex. i form av minskad försäljning.

En annan faktor är att arbetsproduktiviteten under åren 1993–96 ökade med över 30 procent inom industrin. Antalet anställda var i stort sett lika många i slutet av 1996 som fyra år tidigare. En bedömning av risken för kapacitetsrestriktioner i industrin bör därför även beakta andra mått. KI:s barometrar visade i mars att 16 procent av industri-företagen uppgav att det var tillgången på produktionsfaktorer som i första hand begränsade produktionen. I konjunkturtoppar har denna andel tidigare uppgått till 50 procent eller mer.

Byggkonjunkturen har försvagats ytterligare de senaste månaderna.

I övrigt ger KI:s barometrar en blandad bild av utvecklingen inom näringslivet. Byggkonjunkturen har försvagats ytterligare de senaste månaderna och förväntningarna präglas av fortsatt pessimism. Endast några få byggföretag angav att utbudsfaktorer begränsar produktionen. Under överhettningssperioderna under 1970- och 1980-talen uppgick andelen byggföretag som angav utbudsfaktorer som produktionsbegränsande till mellan 80 och 100 procent.

Konjunkturläget i detaljhandeln som helhet förefaller ha förbättrats hittills under 1997.

Inom parti- och dagligvaruhandeln var försäljningsvolymerna lägre under första kvartalet 1997 än ett år tidigare. Nedgången berodde sannolikt till stor del på den tillfälliga ökningen av omsättningen i dagligvaruhandeln 1996 som momssänkningen på livsmedel medförde. Inom detaljhandeln med sällanköpsvaror redovisades en påtaglig försäljningsökning första kvartalet och konjunkturläget i detaljhandeln som helhet förefaller ha förbättrats hittills under 1997. Efterfrågeläget har fortsatt att förbättras inom branschen för uppdragsverksamhet (t.ex. konsult-

företag, jurister, redovisning och reklam) och förväntningarna var övervägande positiva i mars. Det gäller i ännu högre grad för datakonsulter och data-serviceföretag.

Inom tjänstenäringarna är det tillgången på personal snarare än på anläggningar som är av betydelse för uppkomsten av kapacitetsbegränsningar. I merparten av tjänstenäringarna, t.ex. parti- och detaljhandeln råder det inte brist på personal. Undantaget är databranschen för vilken arbetskraftsläget kontinuerligt förvärrats sedan 1993 och i mars 1997 uppgav mer än 80 procent av företagen att det fanns brist på personal med branschkompetens och att detta begränsade produktionen. Det är den enda bransch i KI:s enkäter där företagen aviserar prisökningar i nämnvärd omfattning. Även inom uppdragsverksamheten råder viss brist på personal.

Sammanfattningsvis kan konstateras att återhämtningen inom industrin och handeln förefaller att fortsätta, även om bilden inte är entydig. Aktiviteten inom flera företagsinriktade tjänstesektorer är hög och i några få branscher har arbetskraftsbrist registrerats. Det finns få generella tecken på kapacitetsrestriktioner inom näringslivet som givit upphov till inflationsimpulser, även om priserna inom industrin stigit något hittills under 1997.

STIGANDE HEMMAMARKNADSPRISER UNDER VÅREN

Hemmamarknadspriserna, priserna på varor tillverkade och sålda i Sverige, var knappt 1 procent högre i april 1997 än i slutet av 1996 (se bilagan figur 5). Det kan också noteras att hemmamarknadspriserna på konsumtionsvaror ökade med nästan 2 procent på årsbasis. Prisuppgången har framför allt skett under 1997. I konsumentledet har prisuppgången på varor i hittills under 1997 dock varit mycket måttlig. I vilken utsträckning högre import- och producentpriser påverkar prisutvecklingen i senare led beror i allt väsentligt på hur den inhemska efterfrågan utvecklas.

Råoljepriserna har fallit och motverkat importpriséffekterna av kronans försvagning.

Mellan november 1996, då kronan var som starkast, och april 1997 har växelkursen försvagats med ca 7,5 procent (importvägt). Under samma period steg importpriserna med knappt 3 procent (se bilagan figur 5). Det var främst priserna på importerade insatsvaror som steg, medan priserna på konsumtionsvaror i stort sett var oförändrade. Samtidigt har råoljepriserna fallit under det senaste halvåret och motverkat priséffekterna av kronans försvagning. Importpriserna, bortsett från priserna på energi-relaterade varor, steg med drygt 4 procent mellan november 1996 och april 1997. Priserna på energi-varor föll under samma period med 10 procent.

Det är således framför allt priserna på insatsvaror som påverkats av växelkursförsvagningen, medan växelkursgenomslaget på importerade konsumtionsvaror varit begränsat. Detta är i linje med historiska erfarenheter som visar att genomslaget tenderar att gå snabbare och vara större inom produktområden med mer homogena varor.

PENNINGMÄNGDS- OCH KREDITUTVECKLINGEN TYDER PÅ ÅTERHÄMTNING

Utvecklingen av penningmängd och krediter är relevanta för penningpolitiken som indikatorer för efterfrågeutvecklingen. Under senare år har penningmängds- och kreditutvecklingen varit mycket svag, men 1996 skedde en vändning.

Den senaste utvecklingen visar att *allmänhetens innehav av sedlar och mynt, M0*, har fortsatt att öka (se bilagan figur 11). I april 1997 var den årliga ökningstakten mer än 5 procent, vilket troligen avspeglar en återhämtning av den privata konsumtionen.

Tillväxten i det *breda penningmängdsmåttet, M3*, föll till drygt 4 procent i april 1997 efter att ha legat över 10 procent under 1996 (se bilagan figur 11). Den lägre ökningstakten var främst en följd av att bankinlåningen från företagssektorn inte ökade lika snabbt som tidigare.

Kreditinstitutens utlåning till svensk allmänhet var i april 1997 ca 2 procent högre än ett år tidigare.

Kreditinstitutens utlåning till svensk allmänhet var i april 1997 ca 2 procent högre än ett år tidigare (se

bilagan figur 12). Det är en märkbar skillnad från 1996, då utlåningen föll på årsbasis under större delen av året. Utlåningen till hushållen ökade i april med drygt 4 procent på årsbasis, vilket var den högsta ökningstakten sedan 1991. Främst var det bostadsinstitutens utlåning som ökade, till stor del en följd av att bostadskrediter överflyttades från banker och försäkringsbolag. Detta medförde i sin tur att bankernas utlåning till hushållen minskade, med ca 3 procent, trots att en viss nyutlåning förmodligen ägde rum. Även finansbolagen ökade i viss utsträckning sin utlåning till hushållssektorn.

Det mesta tyder på att det finns en underliggande tillväxt i penningmängd och kreditefterfrågan som understryker bilden av en återhämtning av den inhemska efterfrågan.

Uppgången i penningmängds- och kreditaggregaten är delvis en följd av tillfälliga effekter av att premie- och privatobligationer förfallit och av överflyttningar av lån till bostadsinstituten. Det mesta tyder ändå på att det finns en underliggande tillväxt i dessa mått, vilken understryker bilden av en återhämtning av den inhemska efterfrågan.

ARBETSMARKNADSLÄGET FORTSATT SVAGT

Hittills under 1997 har läget på arbetsmarknaden inte visat några tendenser till att förbättras. Den öppna arbetslösheten var närmare 9 procent under de fyra första månaderna, vilket var ungefär 1 procentenhet högre än ett år tidigare (se bilagan figur 9). Det motsvarar ca 40 000 fler arbetslösa personer. Den totala arbetslösheten, dvs. antalet öppet arbetslösa och personer i arbetsmarknadspolitiska åtgärder, som andel av arbetskraften var samtidigt nästan 13 procent, vilket var 15 000 fler än ett år tidigare.

De få positiva tecken under vintern som noterades i den förra inflationsrapporten kunde noteras även under våren 1997. Antalet nyanmälda lediga platser har hittills under 1997 varit fler än ett år tidigare, samtidigt som antalet varsel om uppsägning varit mindre. Det kan tyda på en vändning av efterfrågan på arbetskraft. Hittills under 1997 har dock

sysselsättningsutvecklingen visat en nedåtgående tendens. I april 1997 var antalet sysselsatta personer drygt 60 000 färre än ett år tidigare.

Sysselsättningen i ekonomin som helhet nådde botten i början av 1994. I början av 1997 var endast 24 000 personer fler sysselsatta än då.

Sysselsättningen i ekonomin som helhet nådde botten i början av 1994. I början av 1997 var endast 24 000 personer fler sysselsatta än då. Under 1994 och början av 1995 skedde en uppgång av sysselsättningen inom industrin och den privata tjänstesektorn. Från andra hälften 1995 stagnerade dock sysselsättningen inom den privata tjänstesektorn, medan den föll inom industrin. Även inom byggsektorn minskade sysselsättningen från slutet av 1995. Sysselsättningsutvecklingen sammanföll med konjunkturavmattningen under slutet av 1995, men det är också troligt att resultatet av 1995 års lönerörelse förstärkte nedgången av antalet sysselsatta i den privata sektorn under 1996. I den offentliga sektorn har antalet sysselsatta minskat successivt sedan 1990. Nedgången var särskilt markant under 1992 och 1993.

Antalet arbetade timmar ökade något snabbare än antalet sysselsatta personer under 1994, men därefter har ungefär samma utveckling kunnat noteras. I början av 1997 var antalet arbetade timmar ca 3 procent lägre än ett år tidigare.

Den försämring av situationen på arbetsmarknaden som inleddes i slutet av 1995 fortsatte under de första månaderna 1997.

Sammantaget kan konstateras att den försämring av situationen på arbetsmarknaden som inleddes i slutet av 1995 fortsatte under de första månaderna 1997. Sysselsättningen har fallit samtidigt som arbetslösheten ökat. En fortsatt återhämtning av ekonomin bör dock kunna vända trenden på arbetsmarknaden i mer positiv riktning. Särskilt om utfallen i 1997 och 1998 års lönerörelser blir väsentligt lägre än 1995 och 1996.

LÄGRE LÖNEÖKNINGAR I LINJE MED TIDIGARE BEDÖMNING

Under 1996 var den registrerade löneökningstakten 6,3 procent, men den har därefter som väntat fallit (se figur 5).⁷ Lönerna under de två första månaderna 1997 var 3,8 procent högre i ekonomin som helhet än ett år tidigare. I den privata sektorn var löneökningstakten 4,4 procent och i den offentliga sektorn 2,9 procent. I den privata sektorn var löneökningstakten högst inom transportsektorn, kring 7 procent, till följd av stora avtalade löneökningar. Den lägsta löneökningstakten, kring 3 procent, registrerades inom handeln (se bilagan tabell 1). Inom landstingen har löneökningstakten varit fortsatt hög, huvudsakligen som en följd av höga avtalsenliga lönehöjningar bl.a. för sjuksköterskorna.

I de nya avtal som träffats hamnade lönehöjningarna under 3 procent. Detta är lägre än under de senaste åren inom respektive sektor och lägre än vad tidigare träffade avtal för andra branscher givit för 1997.

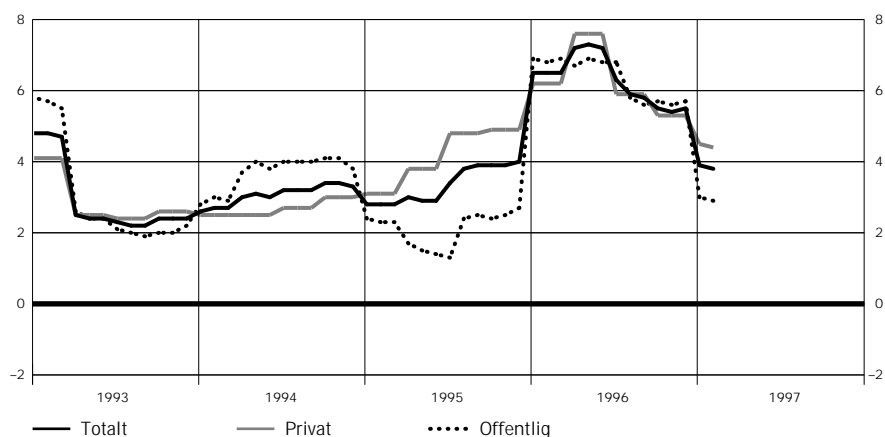
Sedan förra inflationsrapporten publicerades har nya löneavtal i den privata sektorn slutits inom bl.a. pappers-, trä- och byggnadsindustrin, finans- och försäkringssektorn, samt tele- och postsektorerna. Inom de flesta områden har avtalen hamnat lägre

än fackförbundens lönekrav, som i inledningskedet låg kring 4 procent. Troligtvis har de lägre inflationsförväntningarna och sysselsättningsnedgången, i kombination med den uppmärksamhet som lönebildningen fått, bidragit till att avtalen blev lägre än tidigare. De avtalade lönehöjningarna hamnade under 3 procent. Detta är lägre än under de senaste åren inom respektive sektor och lägre än vad tidigare träffade avtal för andra branscher givit för 1997.

Löneutvecklingen var under inledningen av 1997 i nivå, eller något lägre än vad som tidigare förväntades. Utfallet kan dock komma att revideras uppåt eftersom resultaten av de lokala förhandlingarna om 1997 års löner i flera fall inte blivit klara förrän senare under varen. Ett större inslag av lokala förhandlingar och individuell lönesättning hör också till bilden. Det finns även förbundsavtal som slutits under varen 1997, som medfört retroaktiva lönehöjningar för januari och februari. Sammantaget är löneutvecklingen hittills under 1997 i linje med de bedömningar som tidigare gjorts av löneutfallen för de närmaste åren.

⁷ Av tidigare inflationsrapporter har framgått att löneökningstakten 1996 inkluderar s.k. överhäng från 1995 års löneavtal.

Figur 5.
Löneutveckling, totalt och i
olika sektorer.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB, Kommunförbundet, Landstingsförbundet och beräkningar inom Riksbanken. Preliminär statistik från och med juli 1996.

MER OPTIMISTISKA HUSHÅLL — STIGANDE
PRIVAT KONSUMTION

Den privata konsumtionen ökade successivt under loppet av 1996 och var för året som helhet 1,5 procent högre än 1995. Hushållens disponibla inkomster var i stort sett oförändrade 1996, trots att lönerna steg med över 6 procent. Bakom de oförändrade inkomsterna låg omfattande indragningar av köpkraft i syfte att sanera de offentliga finanserna. Hushållen sparade alltså en mindre andel än tidigare av sina inkomster för att kunna öka konsumtionen.

Hittills under 1997 har tillväxten i detaljhandelsomsättning visat tecken på att öka, trots en inledning på året. Första kvartalet 1997 var försäljningen nästan 4 procent högre än ett år tidigare. KI:s marsbarometer tyder också på en tilltagande aktivitet i detaljhandeln under första kvartalet 1997. Försäljningen av sällanköpsvaror steg märkbart, samtidigt som antalet nyregistrerade bilar i hushållssektorn i april 1997 ökade med över 70 procent på årsbasis.

En ökad konsumtionsvaruimport understryker bilden av en återhämtning av den inhemska konsumtions efterfrågan.

Det kan också noteras att importen var mer än 10 procent högre första kvartalet 1997 än ett år tidigare, bland annat som en följd av en ökad konsumtionsvaruimport. Det understryker bilden av en återhämtning av den inhemska konsumtionsefterfrågan. Den starka penningmängds- och kreditutvecklingen är ännu ett tecken på att konsumtionstillväxten fortsätter. Uppgången har skett samtidigt som hushållens förväntningar om den egna ekonomin har utvecklats i mer optimistisk riktning (se bilagan figur 7).

Genom att saneringen av statsfinanserna till större delen är genomförd kan hushållens försiktighets-sparande komma att reduceras framöver.

Också under de kommande två åren kommer de disponibla inkomsterna sannolikt att växa långsamt eller vara oförändrade till följd av en fortsatt stram finanspolitik. Till detta kommer att den oväntat svaga utvecklingen av den disponibla inkomsten och den

låga sparkvoten 1996 är en restriktion för det framtida konsumtionsutrymmet.⁸ Det är dock osäkert i vilken utsträckning minskningen av sparandet 1996 var oförutsedd av hushållen och om de för att kompensera detta kommer att spara mer (och konsumera mindre) av sina inkomster under kommande år än de tidigare planerat. En viss andel av det tidigare höga sparandet har utgjorts av försiktighets-sparande motiverat av växande osäkerhet om hushållens framtida inkomster. Även om saneringen av statsfinanserna fortsätter under de närmaste två åren med betydande kraft har besparingsåtgärderna troligen kulminerat. Detta kan leda till ett minskat försiktighets-sparande framöver.

Sammanfattningsvis kan konstateras att konsumtionsutvecklingen efter recessionen i början av 1990-talet har varit förhållandevis stabil, trots att inkomsterna utvecklats svagt. I en situation där förutsättningarna för ökade inkomster förbättras förefaller det därför mindre sannolikt att konsumtionstillväxten skulle börja stagnera. Läget på arbetsmarknaden är dock en faktor som sannolikt bidrar till att konsumtionsuppgången blir relativt sett försiktig.

LEDIGA RESURSER I EKONOMIN
I SLUTET AV 1996

De beräkningar av produktionsgapet som presenterades i förra rapporten visade att den faktiska produktionsnivån under fjärde kvartalet 1996 var lägre än den potentiella produktionsnivån. Gapets storlek uppskattades, med de använda metoderna⁹, till mellan ca -0,5 procent och -3 procent. Med data från KI:s marsprognos gav både WH-filtret och PF-ansatsen något mindre produktionsgap fjärde kvartalet 1996 än tidigare; ca 0 respektive -2,5 procent (se figur 6).

Ingen ny NR-statistik har publicerats sedan förra inflationsrapporten. Däremot har det mätt som baseras på Unobserved Component-metoden utvecklats

8 Överskattningen av hushållens disponibla inkomster 1996 berodde till viss del på att effekterna av konsolideringsprogrammet blev större än väntat.

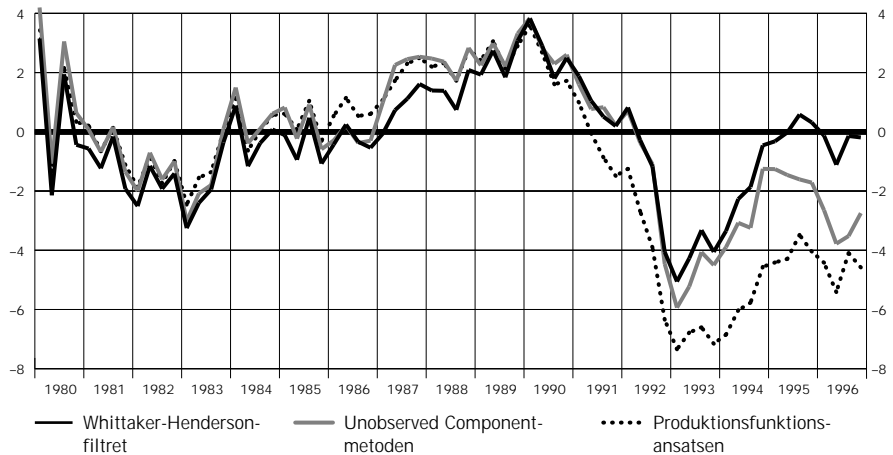
9 Whittaker-Henderson-filtret, Unobserved Component-metoden och produktionsfunktionsansatsen.

ytterligare. (En beskrivning av det nya måttet UC finns i fördjupningsrutan på sidan 17.) Beräkningar med UC-modellen ger ett produktionsgap på ca -4,5 procent för fjärde kvartalet 1996. Det är ett större gap än vad den tidigare UC-modellen gav och är till stor del en följd av att situationen på arbetsmarknaden beaktas.

De nya beräkningarna är i linje med bedömningen i förra inflationsrapporten att det fanns gott om lediga resurser i ekonomin i slutet av 1996. Detta indikeras också av andra faktorer som arbetsmarknadsläget, produktions- och investeringsutvecklingen inom industrin, omsättningen i handeln och prisutvecklingen i olika led.

Figur 6.

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



* WH-filtret baseras på en framskrivning av BNP med KI:s prognos för 1997, 1998 och 1999 på 2,0, 2,5 resp. 2,9 procent.

** Baseras på en skattning av jämviktsarbetslösheten på 6,5 procent för 1995-96 i Giorno et al., "Estimating potential output, output gaps and structural budget balances", OECD Working Paper, No. 152 1995. Källa: Riksbanken.

NY VERSION AV UNOBSERVED COMPONENT (UC)-METODEN

UC-metoden baseras på att information från observerbara variabler som inflation och faktisk BNP kan användas för att försöka bestämma variabler som inte kan observeras. Utgångspunkten för dessa beräkningar är en modell som avspeglar hur observerbara och ej observerbara variabler är relaterade till varandra.¹⁰ De nya beräkningarna av produktionsgapet med denna ansats baseras på en modifierad modell som förefaller passa den ekonomiska statistiken bättre än den tidigare modellen.

Den nya modifierade modellens viktigaste beståndsdelar är dels en ekvation där inflationsutvecklingen påverkas av den cykliska eller konjunkturella arbetslösheten (en s.k. Phillipskurverelation), dels ett samband mellan den konjunkturella arbetslösheten och produktionsgapet (en s.k. Okuns lag-relation).¹¹ Denna modell ger tidsvarierande skattningar av ej observerbara variabler som den potentiella BNP-nivån och jämviktsarbetslösheten (NAIRU).¹²

I Phillipskurverelationen påverkas inflationen också av tidigare perioders inflation. Detta avspeglar bl.a. sådana trögheter i inflationsprocessen som beror på att inflationsförväntningarna anpassas långsamt till den förda penningpolitiken eller den faktiska inflationen, och att nominella pris- och

lönekontrakt sluts för längre perioder. Den främsta skillnaden jämfört med den tidigare UC-metoden är att det nya UC-mättet beaktar Okun-relationen och att det försöker ta hänsyn till s.k. utbudsstörningar. De senare är exogena störningar som påverkar aktivitetsnivån i ekonomin och inflationen (och sambandet dem emellan), t.ex. som en följd av plötsliga råvarupris- och skatteändringar.

Analysen av anpassningsdynamiken i inflationsprocessen, som följt av utvecklingen av UC-modellen, tyder på att både produktionsgapets *nivå* och dess *förändring* har betydelse för inflationsutvecklingen. Det innebär att effekterna på inflationen under konjunkturcykeln beror på hur snabbt produktionsgapet sluts eller vidgas. Ett negativt men snabbt minskande gap kan därmed leda till stigande inflation. Tillväxtprofilen är således av stor betydelse för hur inflationen utvecklas vilket innebär att sambandet mellan produktionsgapet och inflationen är tämligen komplext.

10 En mer utförlig beskrivning av UC-metoden och andra metoder för att beräkna produktionsgapet finns i Apel, M., J. Hansen och H. Lindberg, "Potentiell produktion och produktionsgap", Penning- och valutapolitik, 1996:3.

11 Apel, M. och P. Jansson, "System Estimates of Potential Output and the NAIRU", kommande arbetsrapport, Sveriges riksbank.

12 NAIRU skattas till ca 6 procent 1996, vilket överensstämmer relativt väl med andra beräkningar.

INFLATIONSFÖRVÄNTNINGARNA FORTSATT I
LINJE MED INFLATIONSMÅLET

Under 1996 skedde en markant nedgång av inflationsförväntningarna såväl i det korta perspektivet som på flera års sikt. Sedan förra inflationsrapporten publicerades har inflationsförväntningarna på ett års sikt hos såväl hushåll som industri- och tjänsteföretag i stort sett varit oförändrade. I april 1997 förväntade sig hushållen i genomsnitt en inflation på 1,2 procent, vilket var 0,2 procentenheter lägre än i februari (se bilagan figur 14). Enligt KI:s barometer var både industri- och tjänsteföretagens inflationsförväntningar första kvartalet 1997 i genomsnitt kring 1,0 procent.

Undersökningen av inflationsförväntningarna bland aktörer på arbets-, varu- och penningmarknaderna i maj (se bilagan tabell 2) visade att inflationsförväntningarna i stort sett var på samma nivå som i de två närmast föregående undersökningarna. Det kan dock noteras att jämfört med undersökningen i februari har arbetsgivarorganisationerna reviderat ner både löne- och inflationsförväntningarna något. Alla tillfrågade grupper tror att inflationen successivt kommer att stiga de närmaste åren för att hamna kring 2 procent i slutet av den period som förväntningarna avser. Penningmarknadsaktörernas inflationsförväntningar ligger väl i linje med resultaten

från Aragons undersökning från mitten av maj 1997 (se bilagan figur 15).

Sedan slutet av 1996 har inflationsprognoserna från utomstående bedömare för 1997 och 1998 blivit i genomsnitt 0,6 respektive 0,3 procentenheter lägre.

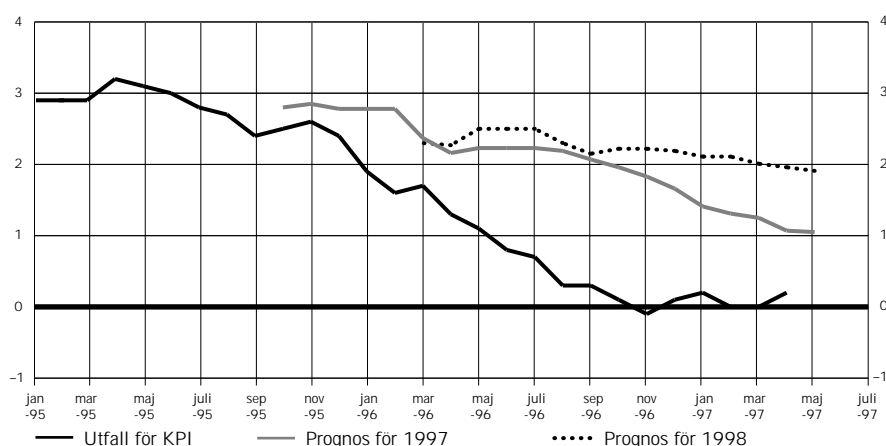
En sammanställning av prognoser från utomstående bedömare visar att de under det senaste året successivt har räknat med en allt lägre inflation (se figur 7). I maj 1997 väntades inflationen 1997 och 1998 i genomsnitt uppgå till 1,1 respektive 1,9 procent. Det är en nedrevidering med ett par tiondels procentenheter jämfört med mars 1997. Sedan slutet av 1996 har inflationsprognoserna för 1997 och 1998 blivit i genomsnitt 0,6 respektive 0,3 procentenheter lägre.

Räntor och växelkurs

Det är huvudsakligen genom växelkurs- och ränteutvecklingen som penningpolitiken påverkar ekonomin.¹³ En vanlig tumregel är att den fulla effekten på inflationen av en penningpolitisk åtgärd uppnås efter

13 En närmare beskrivning av denna s.k. transmissionsmekanism finns i Inflationsrapport nr 2, 1996.

Figur 7.
Sammanvägning av
inflationsprognoser från
olika prognosmakare.
Procent



Källor: Riksbanken och respektive prognosmakare.

ett till två år. Räntorna påverkar utbud och efterfrågan på krediter och därigenom efterfrågeläget och den framtida inflationen, medan växelkursen får effekter på prisutvecklingen, direkt via importpriserna och indirekt genom att den påverkar efterfrågeläget i den konkurrensutsatta sektorn. Räntor och växelkurs är också indikatorer på den förväntade inflationen och penningpolitiken och avspeglar därför också det allmänna förtroendet för den ekonomiska politiken.

I början av 1997 fanns förväntningar om fortsatta sänkningar av reporäntan. Dessa har nu i stort sett försvunnit.

Den 17 december 1996 sänkte Riksbanken reporäntan från 4,35 till 4,10 procent. Därefter har reporäntan inte ändrats. Under 1996 som helhet sänktes reporäntan med 4,81 procentenheter. Från *den korta implicita terminräntan* kan placerarnas förväntningar om den framtida reporäntan utläsas (se figur 8).¹⁴ Sänkningarna av reporäntan under 1996 låg på något kvartals sikt tämligen väl i linje med marknadsaktörernas förväntningar. I början av 1997 fanns förväntningar om fortsatta sänkningar av reporäntan. Dessa har nu i stort sett försvunnit.

Förväntningar om den framtida penningpolitiken avspeglas också i de *medelfristiga implicita termins-*

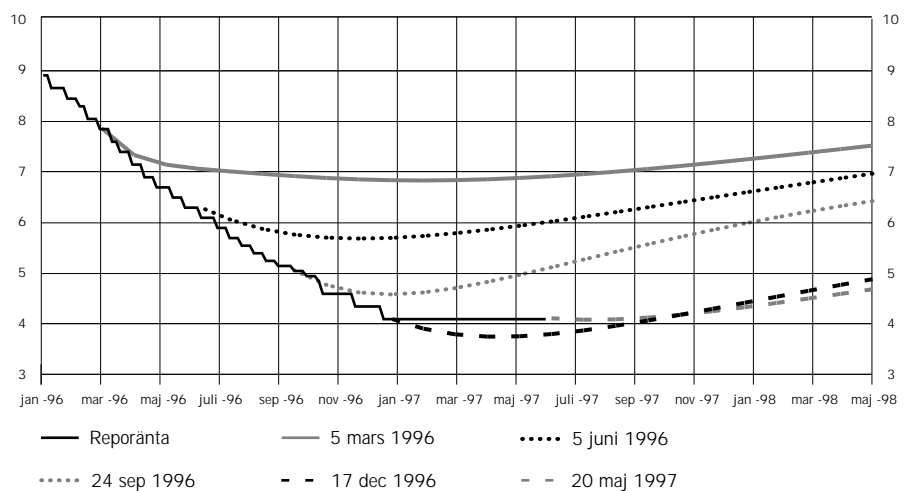
räntorna. Dessa påverkas även av inflationsförväntningarna på medellång sikt. Den effekt på de medelfristiga terminräntorna som stigande inflationsförväntningar skulle ge upphov till förstärks därmed av de förväntningar om penningpolitiska åtgärder som samtidigt skulle uppkomma. Sedan årsskiftet 1996/97 har de medelfristiga terminräntorna stigit med ca 0,4 procentenheter. Det är till största delen en följd av att det inte längre finns förväntningar om reporäntesänkningar.

De långa implicita terminräntorna, som är indikatorer på de finansiella placerarnas långsiktiga inflationsförväntningar var i slutet av maj på i stort sett samma nivå som vid årsskiftet 1996/97. *Den långa terminräntedifferensen mot Tyskland*, som är ett sätt att försöka fånga förtroendet för den ekonomiska politiken i Sverige, har sedan årsskiftet stigit med ca 0,5 procentenheter och var i slutet av maj 0,9 procentenheter.

Samvariationen mellan kronans utveckling mot den tyska marken och den långa terminräntedifferensen har på senare tid varit hög (se bilagan figur 21). Det antyder att förtroendeeffekter fortfarande varit en viktig förklaring till utvecklingen på de finan-

14 En mer utförlig beskrivning av de implicita terminräntorna och hur de kan användas analytiskt finns i Inflationsrapport nr 4, 1996.

Figur 8.
Faktisk och förväntad reporänta (implicit terminränta).
Procent



Källa: Riksbanken.

siella marknaderna. Uppgången av räntedifferensen och den svagare kronan under våren berodde sannolikt inte bara på inhemska faktorer utan också på bl.a. osäkerhet kring EMU-processen.

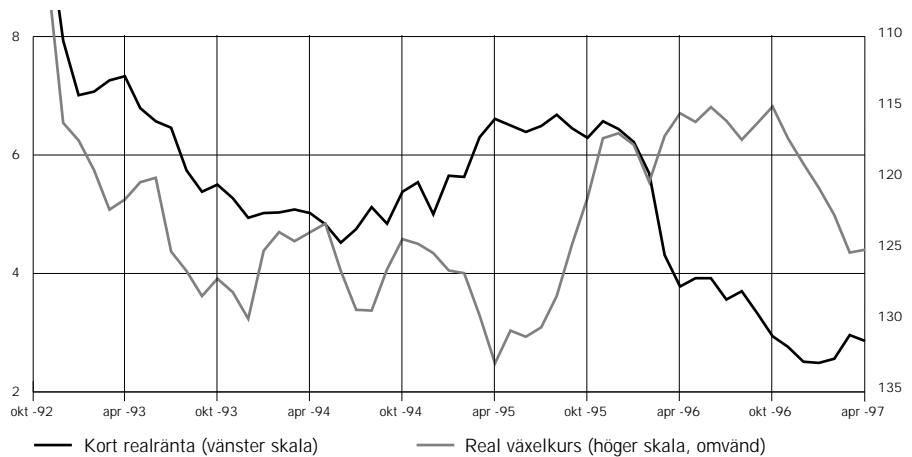
De senaste månadernas ränte- och växelkursutveckling har inneburit en uppgång av realräntan (ex ante)¹⁵ på tre månaders sikt mellan februari och april 1997 med 0,3 procentenheter till 2,9 procent (se figur 9). Den femåriga realräntan (ex ante)¹⁶ steg med 0,5 procentenheter till 3,9 procent. Under samma period försvagades den reala växelkursen (TCW) med

knappt 2 procent. Mellan februari och april 1997 blev därmed de monetära förhållandena, dvs. den korta räntans och växelkursens sammantagna effekt på efterfrågan i ekonomin, något mer expansiva. Därefter har den reala växelkursen förstärkts något, samtidigt som realräntan i stort sett varit oförändrad.

15 Räntan på en tremånaders statskuldväxel korrigerad för den av hushållen förväntade KPI-utvecklingen under det kommande året.

16 Räntan på en femårig obligation justerad med finansiella placerares inflationsförväntningar på fem års sikt (Aragon).

Figur 9.
Realränta (tre månader) och real effektiv växelkurs (TCW). Procent och index: okt. 1992 =100



Källa: Riksbanken.

VÄXELKURSENS BESTÄMNINGSFAKTORER

Från början av oktober 1996 till slutet av maj 1997 försvagades kronan med 7,5 procent i effektiva termer (TCW). Här diskuteras faktorer som bedöms ha varit av betydelse för kronans värde, med inriktning på den senaste tidens utveckling.

Allmänt sett kan sägas att den nominella växelkursen bestäms av skillnaden i inflation mot utlandet och av den reala växelkursen.¹⁷ Den reala växelkursen är ett uttryck för relativpriset mellan varor och tjänster i omvärlden och i Sverige. Den påverkas därför av faktorer som styr efterfrågan och utbud på varor och tjänster i Sverige och utlandet, t.ex. produktivitet, sparande och utlandsskuld. En högre svensk inflation än i omvärlden måste kompenseras av att kronan deprecierar i motsvarande mån för att den reala växelkurs ska vara stabil. Även förväntningar om den framtida kronutvecklingen påverkar växelkursen. En förväntad depreciering av kronan, t.ex. till följd av förväntningar om expansiv penningpolitik, leder till minskad efterfrågan på kronor och fallande kronkurs redan idag. Förtroendet för en ekonomisk politik inriktad på långsiktig prisstabilitet är i detta sammanhang en viktig faktor för växelkursens utveckling.

Den reala växelkursen är i jämvikt när både den svenska ekonomin och ekonomierna hos Sveriges viktigaste handelspartners befinner sig i intern och extern balans. Intern balans innebär full sysselsättning och fullt förtroende för en ekonomisk politik inriktad på långsiktig prisstabilitet, medan extern balans innebär att utlandsskulden utvecklas på ett kontrollerbart sätt. Det finns i en sådan situation inga motiv för permanenta resursöverföringar mellan länderna via relativprisförändringar. Den faktiska reala växelkursen kan dock avvika från den reala jämviktskursen under en anpassningsperiod. Om den reala tillväxten trendmässigt avviker mot omvärldens kan det dessutom finnas

en långsiktig trend i den reala jämviktskursen.

I en studie gjord inom Riksbanken bedöms kronans *reala* jämviktskurs i TCW-termer ligga mellan 109 och 118, med tyngdpunkt på den undre delen av intervallet.¹⁸ Svensk ekonomi har under senare år, bortsatt från sysselsättningen, närmast sig en situation med intern och extern balans; förtroendet för den ekonomiska politiken har ökat och bytesbalansöverskotten är stora. En fortsatt disciplinerad ekonomisk politik – inriktad mot sunda statsfinanser och prisstabilitet – bör på sikt leda till en förstärkning av kronan i riktning mot jämviktsväxelkursen.

Utöver de ovan nämnda anpassningsmekanismerna finns det faktorer av mer tillfällig karaktär som kan påverka kronans värde och som varit mer betydelsefulla för utvecklingen under senare tid.

För det första kan *konjunkturella* faktorer spela en roll. Länder i en starkare konjunkturfas kan ha anledning att föra en stramare penningpolitik, vilket normalt leder till en appreciering av den inhemska valutan.¹⁹ För närvarande har penningpolitiken i USA och Storbritannien en relativt stram inriktning jämfört med många europeiska länder. Detta har bidragit till att dollarn och pundet apprecierat kraftigt i förhållande till europeiska valutor inklusive kronan (se figur 10). Förstärkningen av dollarn respektive pundet förklarar ungefär hälften av försvagningen av kronan sedan oktober 1996.

För det andra kan *trovärdighetseffekter* påverka växelkursen. Under senare tid har kronan försvagats bl.a. mot den tyska marken, samtidigt som den långa (termins)räntedifferensen till Tyskland stigit

17 Real växelkurs (RV) definieras här som $RV = NVP^*/P$, där NV är nominell växelkurs, P och P* är inhemska respektive utländska prinsnivå.

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

19 Ny information som föranleder en penningpolitisk åtgärd i form av ändrade styrräntor i ett land leder till en ändrad korträntedifferens, vilket i sin tur leder till en ökad efterfrågan på placeringar i landet med den högre räntan. Högräntevalutan stärks därmed tills dess att det uppstår deprecieringsförväntningar som motsvarar korträntedifferensen, så att det blir likvärdigt att placera i de olika valutorna.

(se bilagan figur 21). Bakom detta ligger osäkerhet dels kring EMU-processen, som särskilt tenderat att få effekter i länder med tidigare hög inflation och statsfinansiella problem, dels kring den framtida inhemska ekonomiska politiken, vilket bl.a. sammanhänger med den fortsatt höga arbetslösheten.

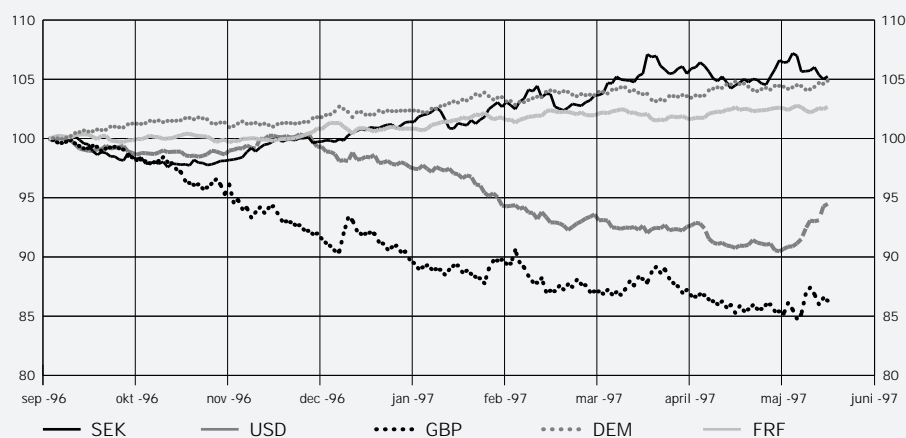
Vid sidan av konjunkturella faktorer och trovärdighetseffekter kan växelkursen för det tredje påverkas av *övergående efterfråge- och utbudsförändringar på valutamarknaden*. De kan vara en följd av portfölj-anpassningar och kortsiktigt positionstagande. De svenska försäkringsbolagen har exempelvis sedan en tid tillbaka viktat om sina värdepappersportföljer mot ett större inslag av utländska värdepapper.²⁰ Dessa mekanismer kan periodvis bidra till att förstärka växelkursrörelser, även om ekonomiska fun-

damentala faktorer talar för en motsatt utveckling. Efter en tid ska dock normalt en anpassning ske till mer fundamentalt motiverade nivåer.

Det är svårt att peka ut en enskild faktor bakom den senaste tidens kronförsvagning. Det förefaller snarare vara en kombination av konjunkturella faktorer, trovärdighetseffekter och kortsiktiga marknadsreaktioner. Riksbanken har inget mål för växelkursen och penningpolitiken inriktas på att uppnå prisstabilitetsmålet. Växelkursen ska i detta sammanhang ses som en av flera faktorer som är av betydelse för den framtida inflationen.

²⁰ En del av dessa värdepappersköp kan bero på en ändrad syn på förtroendet för svensk ekonomi och politik, medan en del av köpen kan vara relaterade till mer liberala placeringsregler.

Figur 10.
Effektiv nominell
växelkurs; SEK, USD,
GBP, DEM och FRF.
Index: 2 september
1996=100



Källa: Riksbanken.

Inflationsbedömning juni 1997

I detta kapitel redovisas bedömningen av inflationsutvecklingen de närmaste åren samt några tänkbara alternativa utvecklingsvägar. Dessa framtidsutsikter baseras på analysen i föregående kapitel. I nästa kapitel diskuteras slutsatserna för penningpolitiken av de möjliga utvecklingsvägarna för inflationen.

Den realekonomiska utvecklingen hittills under 1997 har uppvisat en tämligen splittrad bild. De betydande skillnaderna i aktivitetsnivå i olika delar av ekonomin har bestått och till och med förstärkts något. Inom databranschen och andra företagsinriktade tjänstebanscher har tillväxten varit mycket god och vissa begränsade delar kan till och med sägas vara överhettade. Stagnationen i byggsektorn har däremot fortsatt. Utvecklingen inom handeln och industrin har varit förhållandevis god, medan den offentliga verksamheten har fortsatt att krympa.

Det är tänkbart att en del av den konsumtionsuppgång som noterades under 1996 var tillfällig, som en följd av de sänkta konsumtionsskatterna på livsmedel och personbilar. Den svaga utvecklingen av hushållens disponibla inkomster 1996 kan komma att begränsa hushållens konsumtion framöver i den utsträckning som de vill kompensera nedgången av sparkvoten under 1996 med ett ökat sparande under de kommande åren. Till detta kommer att inkomstutvecklingen de närmaste åren kan förväntas vara påtagligt svag i första hand som en följd av åtgärder för att förstärka statens finanser.

En faktor som tyder på en stabil återhämtning av ekonomin är att importvolymerna stigit märkbart sedan ett år tillbaka.

Det är emellertid möjligt att nedgången av sparkvoten avspeglar en önskan att överbrygga några år med svag inkomstutveckling. Utvecklingen av inkomsterna under 1996 skulle då inte ha någon större betydelse för den framtida konsumtionen och sparandet. Den starka penningmängds- och kreditutvecklingen talar för en god underliggande konsumtionstillväxt. En annan faktor som tyder på en stabil återhämtning av ekonomin är att importvolymerna stigit märkbart sedan ett år tillbaka. Den breda importuppgången avspeglar troligen förväntningar om en ökad konsumtionsvilja bland hushållen, men också, genom en ökad import av insats- och investeringsvaror, att neddragningen av lagren kan vara avslutad. Utvecklingen på arbetsmarknaden talar dock för att konsumtionsuppgången blir försiktig.

Som helhet bedöms, i likhet med tidigare, BNP-tillväxten uppgå till i runda tal 2 respektive 3 procent för 1997 och 1998.

En sammantagen analys av de faktorer som är av betydelse för tillväxtutsikterna leder till slutsatsen att bedömningen i den förra inflationsrapporten kvarstår, dvs. att tillväxten tilltar under de kommande åren. Genom att en svagare växelkurs förutsätts i detta huvudscenario än i marsrapporten kan tillväxten emellertid delvis få en annan sammansättning

under de kommande åren, med en något starkare export och en marginellt svagare konsumtion. Som helhet bedöms, i likhet med tidigare, BNP-tillväxten uppgå till i runda tal 2 respektive 3 procent för 1997 och 1998. En fortsatt hög tillväxttakt under inledningen av 1999 bedöms, med utgångspunkt från det aktuella kapacitetsutnyttjandet i ekonomin som helhet, ändå inte leda att produktionsgapet sluts under de närmaste två åren.

Avtalsförhandlingarna för 1998 och framåt kommer i hög grad att påverka förutsättningarna för både inflationens och arbetsmarknadens utveckling.

Den senaste tidens löneutveckling och de löneavtal som ingåtts har varit i linje med de bedömningar som gjorts i tidigare rapporter. Det förefaller nu som om en anpassning av lönebildningen till en ekonomi med låg inflation har inletts efter de alltför höga löneökningarna under perioden 1994–1996. Denna anpassning kan komma att underlättas av andra arrangemang som t.ex. samarbetsavtalet inom industrin. Avtalsförhandlingarna för 1998 och framåt kommer i hög grad att påverka förutsättningarna för både inflationens och arbetsmarknadens utveckling.

Under våren har diskussioner förts om hur framtidens lönebildning ska utformas så att reallöner och sysselsättning kan öka utan att inflationen tar fart. Även om arbetsmarknadens parter har olika uppfattningar om detta tycks medvetenheten ha ökat om sambandet mellan lönebildning och sysselsättning. Det finns dock än så länge få tecken på att lönebildningen och arbetsmarknaden kommer att anpassas i den utsträckning som krävs för att avsevärt reducera även den strukturella arbetslösheten, dvs. den som inte varierar med konjunkturen.

SAMMA UNDERLIGGANDE INFLATION SOM I MARSRAPPORTEN

Under våren 1997 har både den registrerade och den underliggande inflationen utvecklats ungefär som förväntades i den förra inflationsrapporten. Den senaste statistiken ändrar inte heller tidigare bedömningar av utsikterna för den realekonomiska utvecklingen och lönebildningen. Några generella kapaci-

tetsbegränsningar i ekonomin, som innebär ökade inflationsimpulser förväntas inte. De stabila förutsättningarna för inflationen understryks av att inflationsförväntningarna på några års sikt sedan hösten 1996 legat kring inflationsmålet på 2 procent.

Riksbankens bedömning av den *underliggande* inflationsutvecklingen för de närmaste åren kvarstår sedan marsrapporten.

Sammantaget innebär detta att Riksbankens bedömning av den underliggande inflationsutvecklingen för de närmaste åren kvarstår sedan marsrapporten. Denna bedömning innebär att den inhemska underliggande inflationen (inhemskt genererad inflation bortsett från effekter av ändrade skatter och subventioner) kommer att stiga något under resten av 1997 och 1998, men vara mellan 1,5 och 2 procent, med en oförändrad penningpolitik. Det finns dock faktorer som gör att den registrerade inflationen mätt med KPI kommer att avvika från den inhemska underliggande inflationen, framför allt under 1997.

Den registrerade inflationen mätt med KPI kommer att avvika från den inhemska underliggande inflationen, framför allt under 1997.

Med oförändrade marknadsräntor kommer nedgången av *räntekostnaderna för egnahemsboende* successivt att avta. De kommer dock fortsatt under 1997 och 1998 att bidra till en lägre registrerad inflation genom att hushållens villalån successivt läggs om till de lägre räntenivåerna. Riksbanken bedömer att räntekostnaderna kommer att minska den registrerade inflationen med i genomsnitt knappt 1 procentenhet 1997 och knappt 0,5 procentenhet 1998. Det är mindre än vad som antogs i förra inflationsrapporten och beror till största delen på SCB:s revidering av utfallet mellan januari 1995 och mars 1997.

Utgångspunkten i denna inflationsbedömning är en viss förstärkning av den nominella effektiva växelkursen (TCW) från nivån 122. Det innebär att växelkursen är omkring 2,5 procent svagare än i den förra rapportens huvudscenario.

Kronkursen har inte utvecklats enligt den bana som förutsattes i den förra rapportens huvudscenario. Sedan marsrapporten har kronkursen mätt med TCW-index i genomsnitt varit 122. En svagare kronkurs får effekter på importpriserna och normalt efter en tid också på konsumentpriserna.

Den senaste tidens växelkursförsvagning har i liten utsträckning hittills fått genomslag i konsumentprisledet. Om den svagare växelkursnivån uppfattas som varaktig och konsumtionstillväxten tilltar kommer priserna på importerade varor i konsumentledet sannolikt att påverkas i större utsträckning. Utgångspunkten i denna inflationsbedömning är en viss förstärkning av den nominella effektiva växelkursen (TCW) från nivån 122. Det innebär att växelkursen är omkring 2,5 procent svagare än i den förra rapportens huvudscenario. Om det får fullt prisgenomslag motsvarar det en högre inflation med upp till en halv procentenhet per år.

Därutöver innebär förslagen till *ändrade indirekta skatter och subventioner* – som presenterades i regeringens ekonomiska vårproposition – att den registrerade inflationen i genomsnitt blir 0,1 procentenheter högre 1997 än vad tidigare förslag till skatte- och subventionsändringar innebar.

En bedömning av inflationen framöver visar att den mätt med KPI väntas bli i genomsnitt ca 1 procent 1997 och ca 2 procent 1998.

En sammantagen bedömning av inflationen visar mot denna bakgrund att inflationen mätt med KPI bedöms bli i genomsnitt ca 1 procent 1997 och ca 2 procent 1998. Från sommaren 1997 väntas den registrerade inflationen stiga till ca 1,5 procent i slutet av året, för att sedan ligga kring 2 procent under 1998. Denna bedömning motsvarar en högre inflation mätt med HIKP, i genomsnitt ca 1,5 procent 1997 och något mer än 2 procent 1998.

Detta innebär att den registrerade inflationen nu bedöms bli något högre än i marsrapporten, då den bedömdes bli i genomsnitt kring 0,5 procent 1997 och något lägre än 2 procent 1998. Skillnaden är en följd av SCB:s revidering av utfallet av räntekost-

naderna för egnahem, av att växelkursen nu förutsätts vara svagare och i viss mån av de nya förslagen till ändrade indirekta skatter och subventioner. Den inhemska underliggande inflationen bedöms däremot utvecklas på samma sätt som i marsrapportens huvudscenario.

ALTERNATIVA UTVECKLINGSVÄGAR

Det är tänkbart att de faktorer som är väsentliga för den framtida inflationen utvecklas annorlunda och att inflationen, med oförändrad penningpolitik, kan bli antingen lägre eller högre än i huvudscenariot. Av detta skäl arbetar Riksbanken regelbundet med bedömningar av olika tänkbara utvecklingsalternativ för ekonomin och inflationen. De faktorer som idag främst anses bidra till osäkerheten om den framtida inflationsutvecklingen är i huvudsak desamma som i förra inflationsrapporten; utvecklingen av växelkursen respektive konsumtionen. Till dessa faktorer finns det skäl att lägga produktionsgapet och produktivitetsutvecklingen.

En fortsatt svag växelkurs eller en ytterligare försvagning, t.ex. som en följd av osäkerhet om EMU-processen, kommer att leda till en ökad efterfrågan både för exportprodukter och för inhemsk produktion som konkurrerar med importvaror. På samma sätt som för några år sedan kan ett ökat inflationstryck inom den konkurrensutsatta sektorn generera inflationsimpulser som på sikt hotar att sprida sig till andra delar av ekonomin. I vilken utsträckning detta kommer att ske och i vilken omfattning högre importpriser, som en direkt följd av en svagare kronkurs, kommer att leda till en högre inflation i konsumentledet beror sannolikt i huvudsak på utvecklingen av den inhemska efterfrågan och i synnerhet den privata konsumtionen.

En tillväxt ca 1 procentenhet högre än huvudscenariot kan leda till en inflation på i genomsnitt ca 1,5 procent 1997 och som närmar sig inflationsmålet övre toleransgräns under 1998.

Det finns faktorer som kan vara tecken på en starkare konsumtionsutveckling. Utvecklingen av pen-

ningmängden och av konsumtionsvaruimporten, hushållens förmögenhetssituation samt den ökade optimismen bland hushållen är exempel på sådana. En stark utveckling förutsätter emellertid att den neddragning av sparandet som skedde under 1996 i huvudsak var förutsedd hos hushållen. En tillväxt som är ca 1 procentenhet högre totalt under de närmaste åren än i huvudscenariot kan, tillsammans med en fortsatt svag kronkurs, leda till en registrerad inflation på i genomsnitt kring 1,5 procent 1997 och som närmar sig inflationsmålets övre toleransgräns under 1998.

Det är dock inte givet att den svagare växelkursbana som nu förutsätts i huvudscenariot eller en ännu svagare kronkurs kommer att leda till väsentligt högre importpriser i konsumentledet. En orsak till detta är att genomslaget från stigande importpriser under senare år visat sig vara lägre än tidigare både i Sverige och i flera andra industriländer. En annan orsak kan vara att en svag konsumtionsefterfrågan kommer att göra det svårt för handeln att föra vidare högre importpriser till konsumentledet i någon större utsträckning.

De faktorer som framför allt talar för en fortsatt svag konsumtionsefterfrågan är den minskade sysselsättningen och att risken för att bli arbetslös åter förefaller ha ökat. Hushållens sparande som andel av disponibel inkomst kan dessutom komma att falla mindre under de kommande åren om den neddragning av sparkvoten som skedde under 1996 till stor del inte var planerad bland hushållen. En svag konsumtionsutveckling kan innebära att tillväxten blir ca 1 procentenhet lägre totalt sett under 1997 och 1998 än i huvudscenariot. Det innebär också en

lägre genomsnittlig inflation framför allt under 1998, kring 1,5 procent.

En tillväxt ca 1 procentenhet lägre än i huvudscenariot innebär en lägre genomsnittlig inflation framför allt under 1998, kring 1,5 procent.

Få faktorer har så stor betydelse för inflationen som kapacitetsutnyttjandet (eller produktionsgapet) och produktivitetstillväxten. Utgångspunkten för inflationsbedömningen är att det fanns gott om lediga resurser i ekonomin i slutet av 1996 och att produktionskapaciteten (den potentiella tillväxten) årligen ökar med drygt 2 procent. Dessa antaganden i kombination med att BNP-tillväxten väntas bli i runda tal 5 procent under perioden 1997–1998 tyder på att inflationstrycket bör vara begränsat också under första halvåret 1999. Det har också hittills under 1990-talet skett en ökning av produktivitetstillväxten som är gynnsam ur inflationssynpunkt.

Det finns dock en osäkerhet som bland annat tagit sig uttryck i att det under senare år vid flera tillfällen funnits skäl att revidera beräkningarna av produktionsgapet. Denna understryks ytterligare av att det inte bara är storleken på gapet, utan också den takt med vilket det sluts, som påverkar inflationen.

Även produktivitetstillväxten har visat sig svår att förutsäga. Flertalet bedömare inklusive Riksbanken räknade exempelvis med att den skulle bli lägre än den blev under senare delen av 1996. En väsentlig fråga, som inte går att avgöra i dagsläget, är hur stor del av den stigande produktivitetstillväxten som är varaktig eller en följd av en tillfällig kombination av svag efterfrågan och snabbt stigande arbetskraftskostnader.

Slutsatser för penningpolitiken

I detta kapitel diskuteras slutsatserna för penningpolitiken. Penningpolitikens mål är prisstabilitet. Detta har Riksbanken formulerat som att den årliga ökningen av konsumentprisindex ska begränsas till 2 procent, med ett toleransintervall på ± 1 procentenhet.

Eftersom penningpolitiska åtgärder påverkar inflationen med viss eftersläpning baseras utformningen av penningpolitiken på bedömningen av inflationen under de närmaste två åren.

Denna redovisades i föregående kapitel.

I förra inflationsrapporten konstaterades att inflationen under 1996 överskattades av Riksbanken framför allt på grund av effekter av engångskaraktär. Fallande räntor, delvis som en följd av den förda penningpolitiken, bidrog till att den registrerade prisutvecklingstakten föll snabbare än väntat. Även en starkare växelkurs bidrog i viss utsträckning till att konsumentpriserna följde än lägre bana än vad som förväntades. Sammantaget reducerade dessa faktorer KPI-ökningstakten med i genomsnitt nästan 1 procentenhet under 1996 (med hänsyn tagen till att SCB ändrat metod för att beräkna räntekostnaderna för egnahem). Under 1997 har minskade räntekostnader för egnahem fortsatt att reducera den registrerade inflationen. Minskningstakten i räntekostnaderna var dock i mars 1997 för första gången sedan april 1995 lägre än föregående månad. Inflationen mätt med KPI har, efter SCB:s metodbyte, under våren 1997 varit mellan 0,0 och 0,2 procent. Tidigare visade statistiken att prisnivån hade fallit på årsbasis.

Den inhemska underliggande inflationen är ett mått som försöker bortse från priseffekter av engångskaraktär (till exempel räntekostnader för egnahem och ändrade indirekta skatter), internationella faktorer och direkta växelkurseffekter. Detta inflationsmått

har trendmässigt fallit sedan början av 1990-talet. Hittills under 1997 har ökningstakten legat kring 1,5 procent.

Detta innebär att såväl den registrerade som den (inhemska) underliggande inflationen hittills under 1997 utvecklats ungefär som förväntades i den förra inflationsrapporten. Inflationstrycket i den svenska ekonomin är alltså begränsat, men den senaste utvecklingen visar att trenden med en fallande inflation sannolikt är bruten.

Inflationstrycket i den svenska ekonomin är alltså begränsat, men den senaste utvecklingen visar att trenden med en fallande inflation sannolikt är bruten.

I huvudscenariot bedöms den inhemska underliggande inflationen följa samma bana som i inflationsrapporten från mars och uppgå till mellan 1,5 och 2 procent under 1997 och 1998. Den registrerade inflationen enligt KPI kommer dock att bli lägre än den underliggande inflationen till följd av de minskade räntekostnaderna för egnahem. Efter SCB:s byte av beräkningsmetod blir dock skillnaden mindre än vad Riksbanken tidigare räknat med. Den registrerade inflationen bedöms samtidigt bli högre än vad som antogs i föregående rapport, som en följd

av att växelkursen förutsätts utvecklas svagare och av de nya förslagen till ändrade indirekta skatter och subventioner i regeringens ekonomiska värpropo- sition. Sammantaget bedömer Riksbanken att infla- tionen, mätt med KPI, i genomsnitt blir ca 1 pro- cent 1997 och ca 2 procent 1998.

Riksbanken bedömer att inflationen, mätt med KPI, i genomsnitt blir ca 1 procent 1997 och ca 2 procent 1998.

Riksbankens uppfattning om inflationen under de närmaste åren baseras såväl på monetära som på reala förhållanden i ekonomin. En realekonomisk faktor av central betydelse är BNP:s utveckling. I huvudscenariot bedöms, i likhet med tidigare, BNP- tillväxten för 1997 och 1998 uppgå till sammantaget ca 5 procent. Huvudskälet till att denna relativt gynnsamma tillväxtbana är förenlig med låg inflation är att det generellt sett finns gott om lediga resurser i ekonomin. Produktionsgapet, som bl.a. påverkas av situationen på arbetsmarknaden, förväntas inte komma att slutas inom de närmaste två åren. Det är samtidigt viktigt att betona att det inte bara är produktionens nivå som är av betydelse för infla- tionsutvecklingen, även dess förändring är viktig. Strukturella förändringar och lägre inflationsbenä- genhet till följd av bl.a. ökad konkurrens i flera bran- scher bedöms vara gynnsamma för inflationsutsik- terna.

Hur inflationen utvecklas de närmaste åren beror även på uppläggningspolitiken. Under senare år har hushållens inkomster hållits till- baka av den omfattande saneringen av statens finan- ser. Inte minst gällde detta under 1996, då inkomst- erna i stort var sett oförändrade trots att lönerna ökade med över 6 procent. Också under 1997 och 1998 bedöms hushållens inkomster komma att öka endast marginellt till följd av den strama finanspoli- tiken. Till detta kommer att finanspolitikens framtida inriktning också påverkar penningpolitikens villkor genom "förtroendeeffekter". När kronan stärktes och de långa räntorna föll under andra hälften av 1995 var det i hög grad en effekt av att tilltron till finans- politikerna ökat. På samma vis – men i motsatt rikt-

ning – kan eventuell oro kring politikens hållfasthet på sikt påverka Riksbankens handlingsutrymme framöver.

I förra inflationsrapporten konstaterades att huvudscenariot gav utrymme för något mer expan- siva monetära förhållanden genom att inflationen förväntades bli något lägre än 2 procent under 1998. Då förutsattes en förstärkning av kronan från nivån 119 i TCW-termer och en oförändrad reporänta. De monetära förhållandena har sedan dess blivit något mer expansiva till följd av att växelkursen utvecklats svagare än vad som då antogs. Samtidigt har repo- räntan hållits oförändrad. Växelkursförsvagningen har sannolikt berott på en kombination av konjunk- turella faktorer, trovärdighetseffekter och tillfälliga portföljanpassningar på valutamarknaden.


Riksbanken har inget mål för växelkursen, efter- som penningpolitiken inriktas mot ett direkt pris- stabilitetsmål. Växelkursen är emellertid en viktig indikator på den framtida inflationen. Den påverkar också inflationen både via direkta effekter på import- priserna och genom att den har betydelse för efter- frågans utveckling.

VÄL AVVÄGD PENNINGPOLITIK

Till grund för bedömningen av inflationsutveckling- en under de närmaste åren ligger ett antagande om en oförändrad reporänta och en begränsad förstärk- ning av kronan i TCW-termer från nivån 122. De studier som gjorts inom Riksbanken visar att kronan för närvarande är undervärderad i en långsiktig fun- damental mening.²¹ Under senare år har ekonomin närmast sig en mer balanserad situation. I takt med att denna utveckling fortsätter bör växelkursen komma att anpassas till en mer fundamentalt riktig nivå. En viss del av den försvagning av växelkursen som inträffat bedöms alltså vara tillfällig.

Svårigheten att bedöma kronans utveckling, lik- som osäkerheten om utvecklingen av den privata konsumtionen, bedöms fortfarande vara de faktorer

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

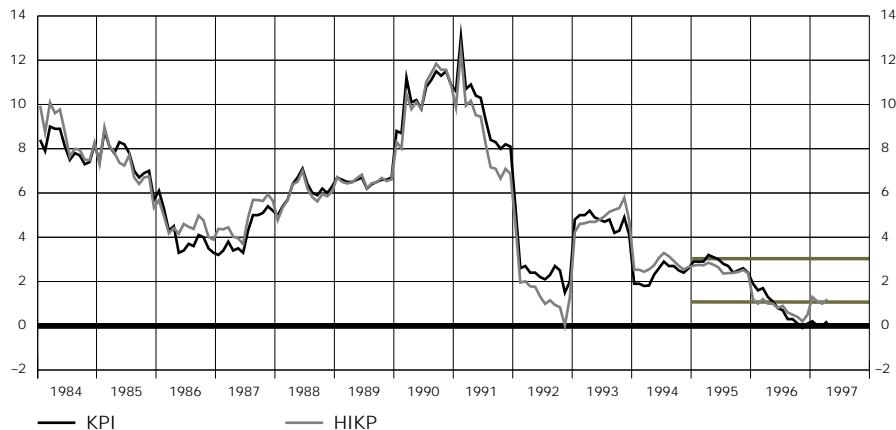


som kan leda till att inflationen utvecklas annorlunda än i huvudscenariot. Till detta kommer den osäkerhet som under senare år visat sig råda om betydelsefulla faktorer för inflationen som produktionsgapet och produktivitetens utveckling.

I huvudscenariot bedöms den underliggande inflationen vara mellan 1,5 och 2 procent, medan KPI:s ökningstakt väntas ligga kring målet 2 procent under 1998. Med denna bedömning av inflationsutvecklingen är penningpolitiken väl avvägd.

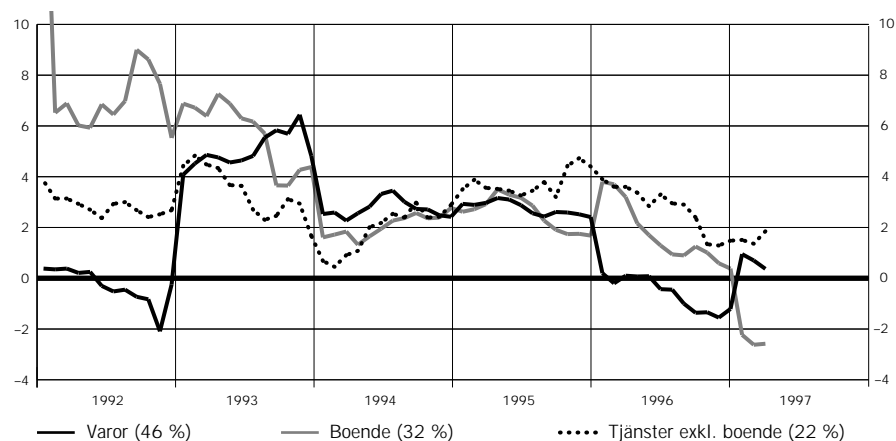
Bilaga

Figur 1.
Konsumentprisindex* och
HIKP**.
Årlig procentuell förändring



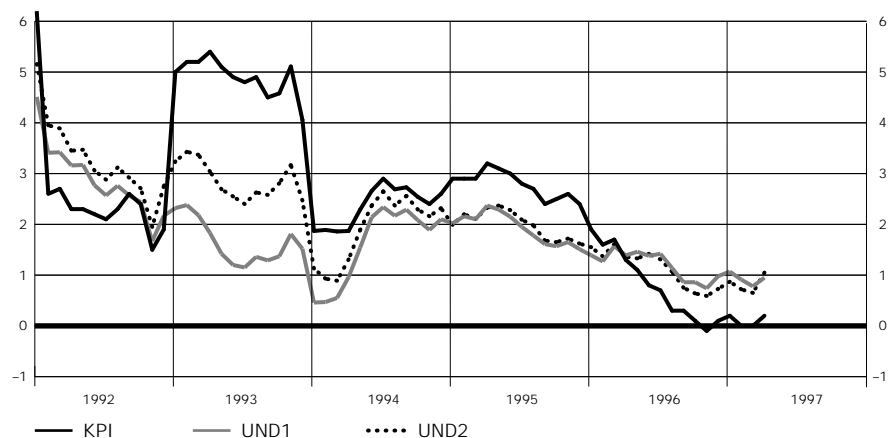
* Reviderade inflationstal från januari 1995.
** Harmoniserat index för konsumentpriser. Data före 1996 är en approximativ beräkning.
Anm. De horisontella linjerna för 1995–1997 anger Riksbankens toleransintervall för KPI.
Källa: SCB.

Figur 2.
Konsumentprisindex för
olika produktområden.
Årlig procentuell förändring



Anm. Vikten i KPI för 1997 anges inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken.

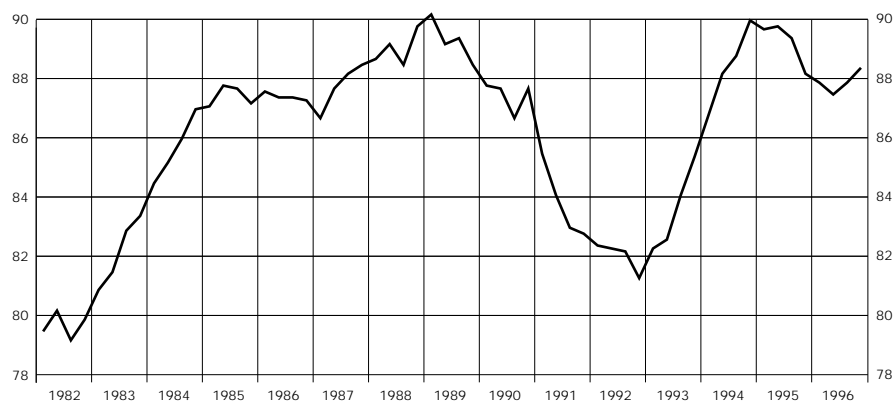
Figur 3.
KPI och underliggande
inflation.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

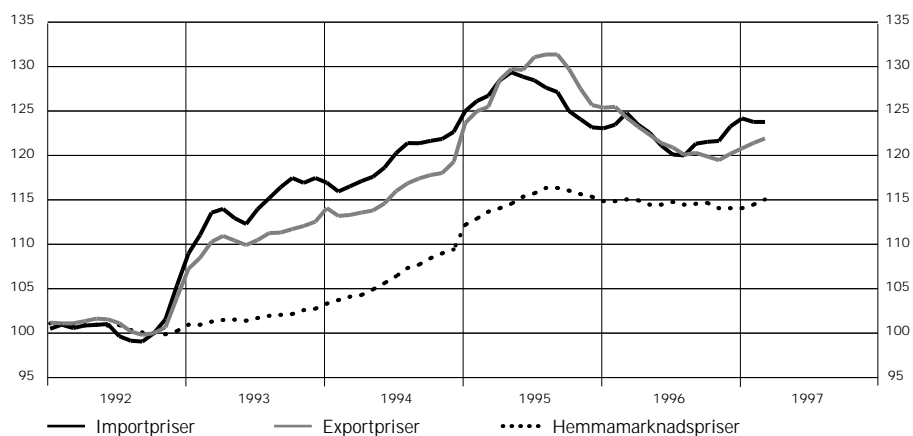


Figur 4.
Kapacitetsutnyttjande inom
industrin.
Procent



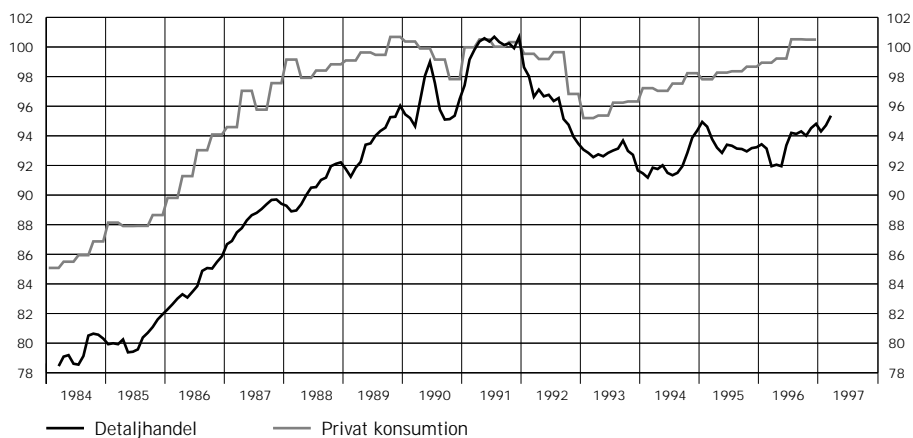
Källa: SCB.

Figur 5.
Import-, export- och
hemmamarknadspriser.
Index: 1992=100



Källa: SCB.

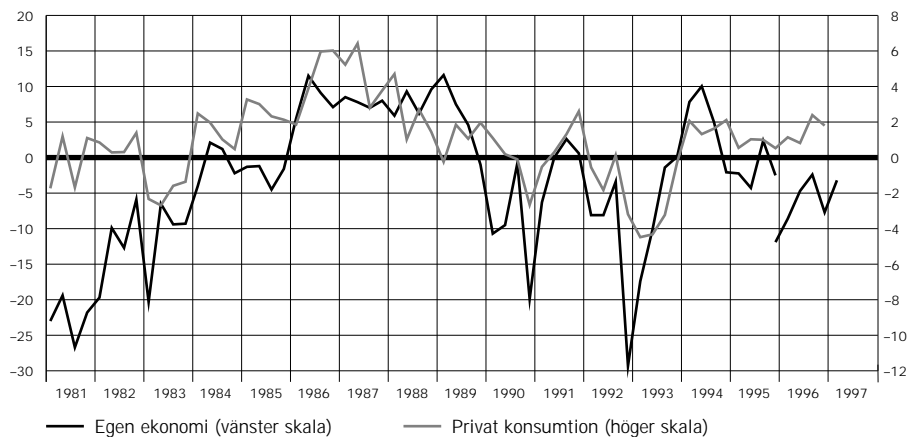
Figur 6.
Privat konsumtion och
omsättning i detaljhandeln.
Volym, säsongkorrigerade
kvartalsdata respektive
tremånaders glidande
medeltal,
index: 1991=100



Källa: SCB.

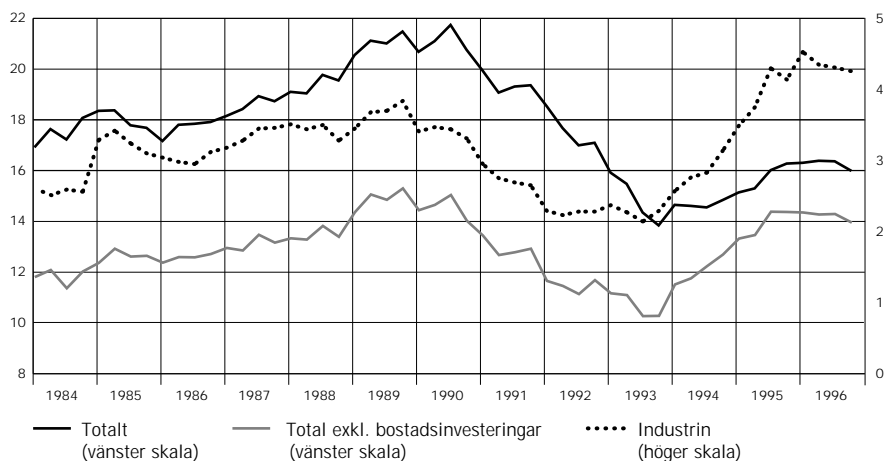


Figur 7.
Hushållens förväntningar om den egna ekonomin* och privat konsumtion. Nettotal och årlig procentuell förändring



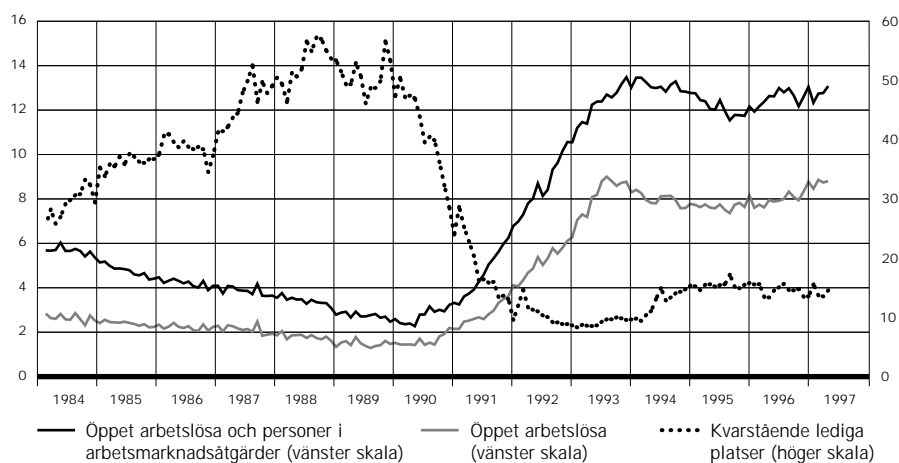
* I oktober 1995 genomfördes en omläggning av HIP-statistiken.
Källa: SCB.

Figur 8.
Bruttoinvesteringar som andel av BNP; totalt, exklusive bostadsinvesteringar och i industrin. Säsongrensade volymer, procent



Källa: SCB:s nationalräkenskaper.

Figur 9.
Arbetslöshet och vakanser. Säsongrensade data, procent respektive 1000-tal platser



Källor: SCB och AMS.

Tabell 1.

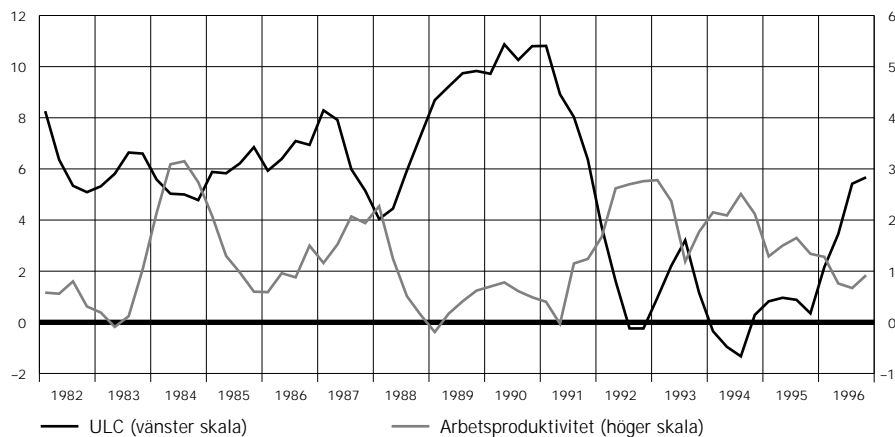
Löneutveckling i olika sektorer.
Årlig procentuell förändring

	1993	1994	1995	1996	Jan-feb 97/ jan-feb 96
Privat sektor	3,0	2,6	4,0	6,3	4,4
varav industri	3,4	3,7	4,8	7,4	4,6
varav handel	2,8	1,5	4,0	5,1	3,5
varav byggnadsindustri	3,8	2,8	3,9	4,3	3,8
Stat*	2,9	4,2	3,9	6,9	2,8
Kommun	3,2	3,2	1,0	5,4	2,0
Landsting*	2,9	4,1	2,7	7,8	5,1
Totalt	3,0	3,1	3,3	6,3	3,8

* Justeringar har gjorts för retroaktiva utbetalningar, men ej för överföringar av verksamhet mellan olika sektorer. Den statliga löneutvecklingen 1997 är beräknad med hänsyn till avtalade lönehöjningar.
Källor: SCB, Kommunförbundet och Landstingsförbundet samt beräkningar inom Riksbanken.
Preliminär statistik från juli 1996.

Figur 10.

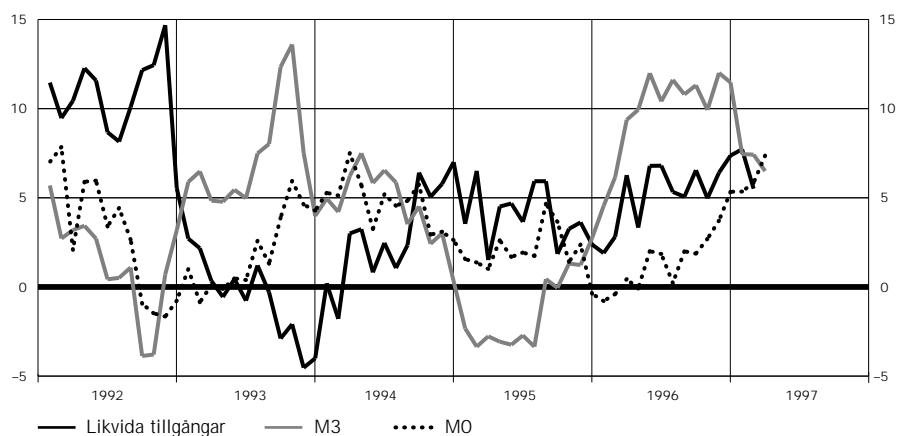
Arbetskraftskostnader per producerad enhet (ULC) och arbetsproduktivitet. Fyra kvartals glidande medeltal, årlig procentuell förändring



Källa: SCB:s nationalräkenskaper.

Figur 11.

Penningmängd och likviditet. Årlig procentuell förändring

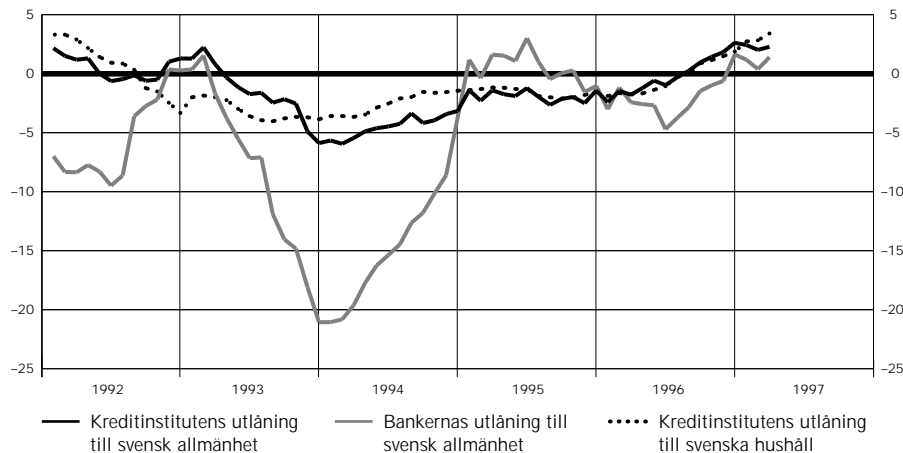


Anm. Likviditetsaggregatet omfattar allmänhetens innehav av M3, certifikat, statsskuldväxlar, allemanssparande, riksgäldskonto, samt premie- och privatobligationer.
Källa: Riksbanken.



Figur 12.

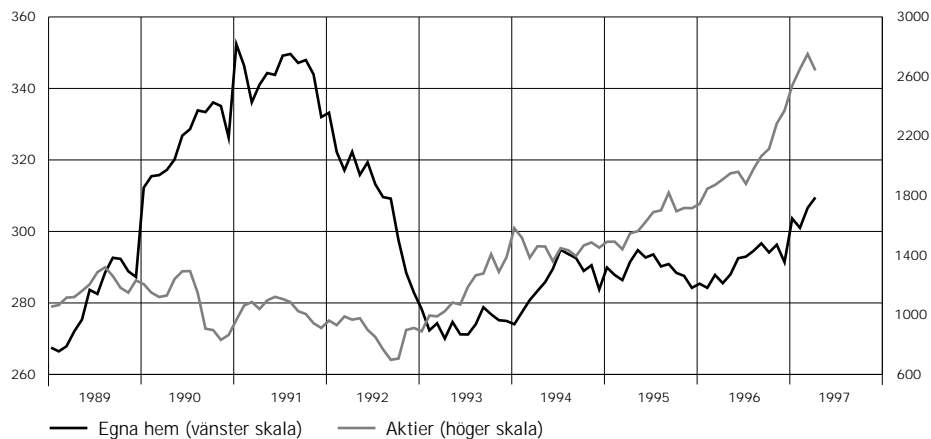
Kreditinstitutens utlåning till svensk allmänhet och hushållssektorn samt bankernas utlåning till svensk allmänhet.
Årlig procentuell förändring



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.

Figur 13.

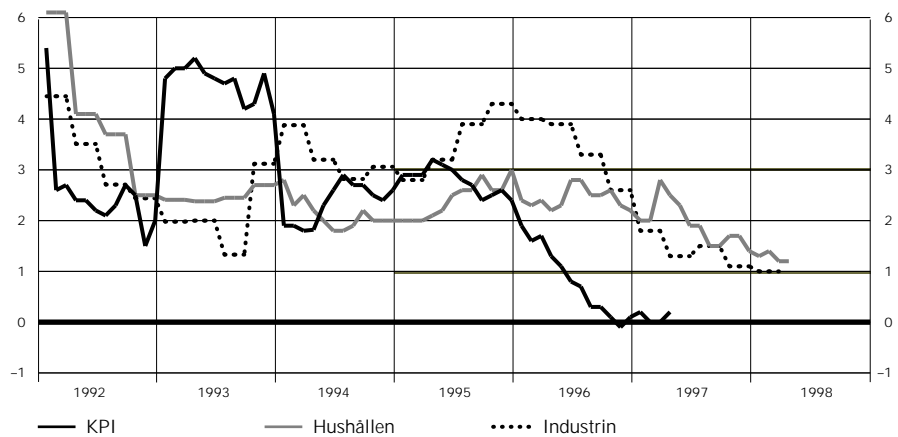
Prisindex egna hem, löpande priser, (index: 1981=100; vänster skala) och Stockholms fondbörs generalindex (index: 1979-12-30=100; höger skala)



*Senaste observation 1997-04-30.
Källor: SCB och Stockholms fondbörs.

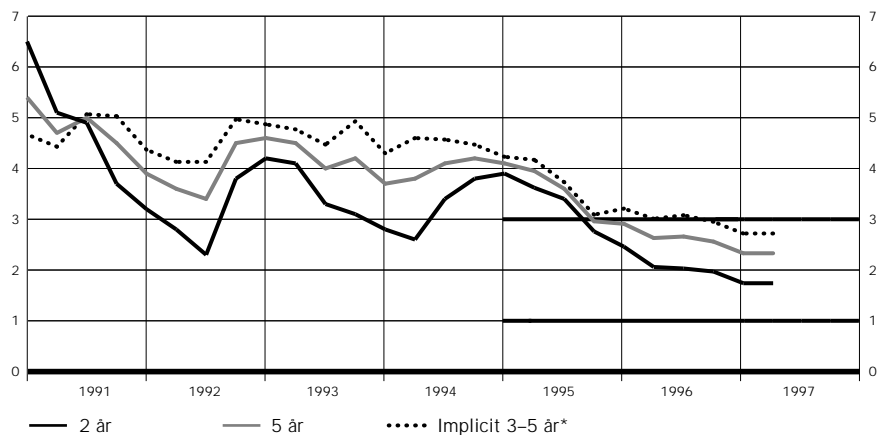
Figur 14.

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 endast 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 1995–1998 anger Riksbankens toleransintervall för KPI.
Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Figur 15.
Årliga inflationsförväntningar hos placerare på obligationsmarknaden, de närmaste två resp. fem åren.
Procent



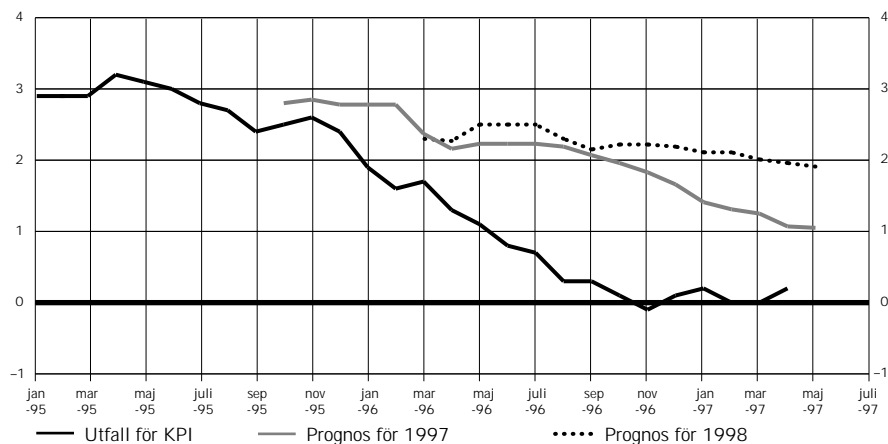
* Genomsnittlig förväntad inflation för perioden tre till fem år framåt i tiden, beräknat av Riksbanken.
Anm. De horisontella linjerna för 1995-1997 anger Riksbankens toleransintervall för KPI.
Källa: Aragon Fondkommission.

Tabell 2.
Inflationsförväntningar maj 1997 samt förändring jämfört med februari 1997 inom parentes.
Medelvärden, procent respektive procentenheter

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

Källa: Prospera Research AB.

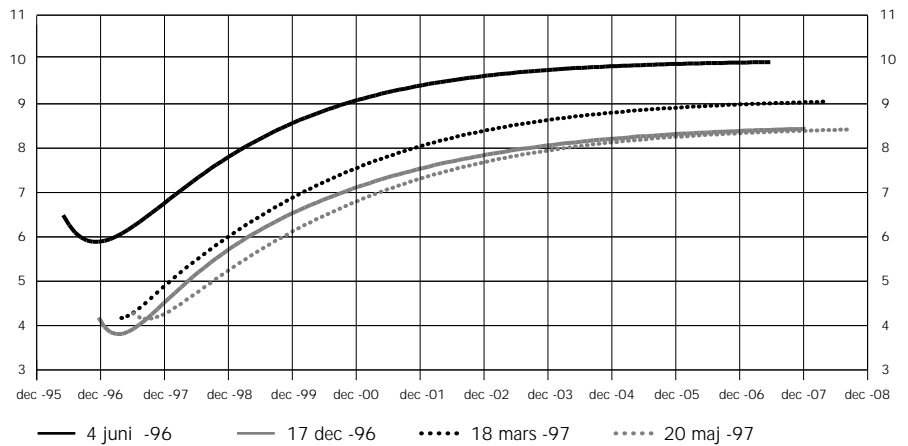
Figur 16.
Sammanvägning av inflationsprognoser från olika prognosmakare.
Procent



Källor: Riksbanken och respektive prognosmakare.

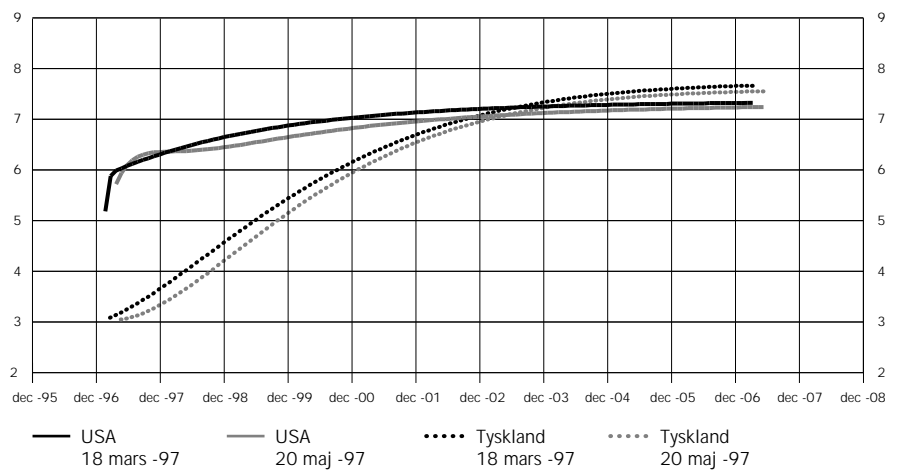


Figur 17.
Implicita terminräntor.
Effektiv årsränta, procent



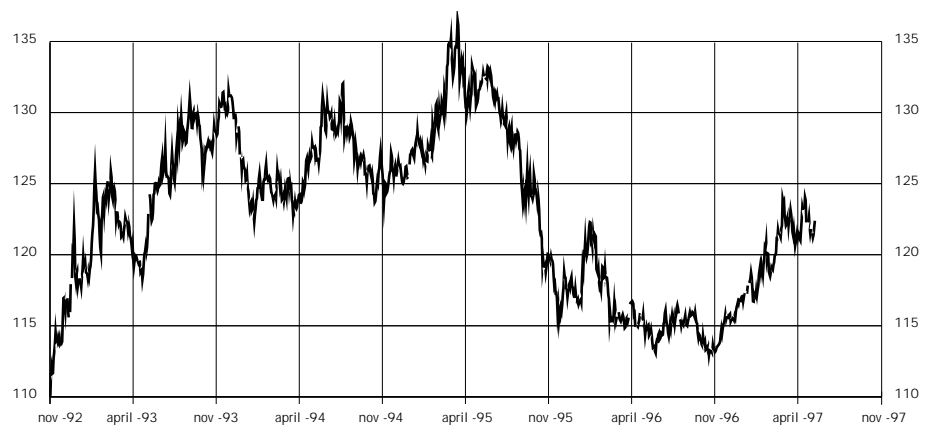
Källa: Riksbanken.

Figur 18.
Implicita terminräntor
för USA och Tyskland
den 18 mars 1997 och
den 20 maj 1997.
Effektiv årsränta, procent



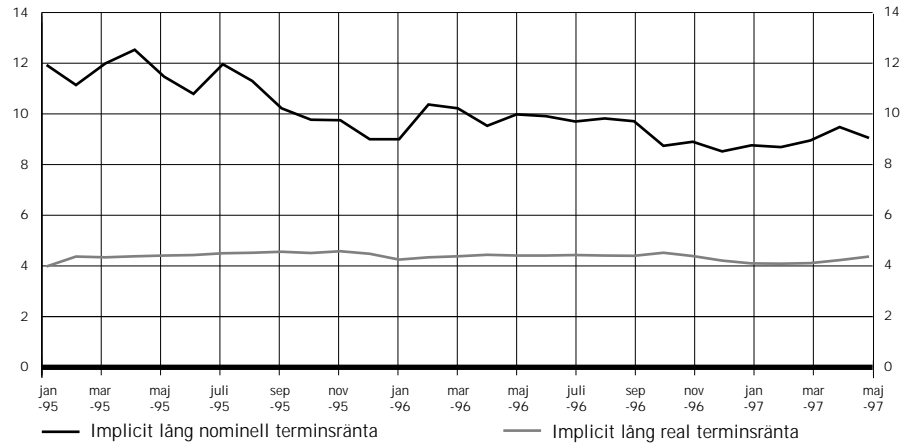
Källa: Riksbanken.

Figur 19.
Nominell effektiv
växelkurs (TCW-vägd).
Index: 18 november 1992
=100



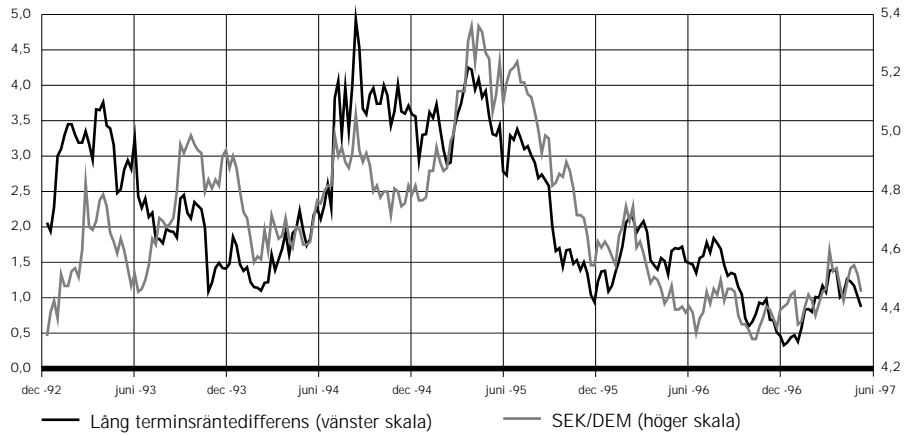
Källa: Riksbanken.

Figur 20.
 Implicita långa (tio år)
 reala och nominella
 terminsräntor.
 Procent



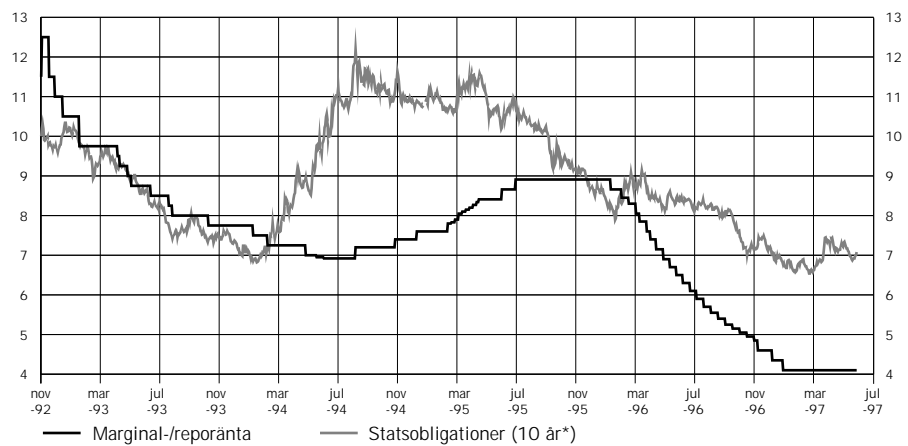
Källor: Riksgäldskontoret och Riksbanken.

Figur 21.
 Lång terminsräntedifferens
 (tio år) gentemot Tyskland
 och kronans kurs mot den
 tyska marken.
 Procentenheter



Källa: Riksbanken.

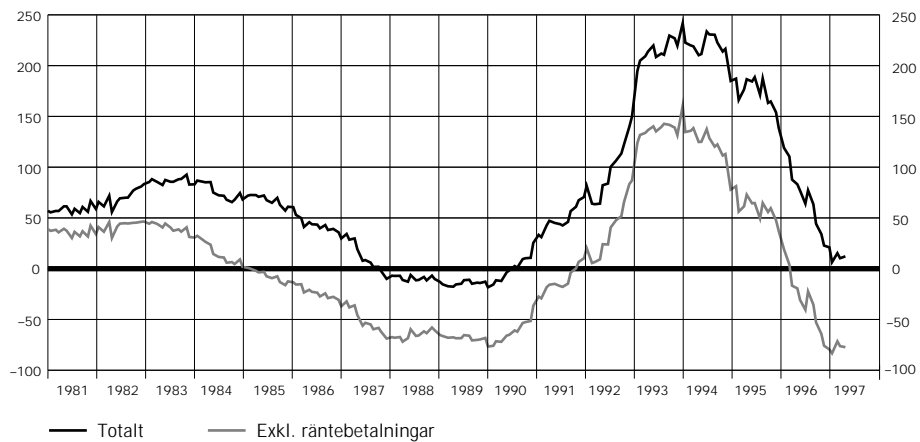
Figur 22.
 Räntor.
 Dagsnoteringar, procent



* 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) och för 1997 obligationslån 1037 med förfall 2007-08-15.
 Källa: Riksbanken.



Figur 23.
Statens lånebehov, totalt
och exklusive ränte-
betalningar.
Ackumulerade tolv-
månaderstal, miljarder
kronor



Källa: Riksgäldskontoret.