



Sveriges riksbank

Inflationsrapport

december 1997

Innehåll

■ Förord	3
■ Sammanfattning	4
■ Kapitel 1 Utvecklingen sedan föregående rapport	5
Priser	5
Räntor och växelkurs	9
■ Kapitel 2 Inflationens bestämningsfaktorer	12
Internationell inflation	13
Efterfrågan och utbud	14
Temporära effekter på inflationen	25
Inflationsförväntningar	26
Inflationsprognosen	29
Alternativa utvecklingsvägar	32
■ Kapitel 3 Slutsatser för penningpolitiken	34
■ Bilaga	39

Förord

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

Syftet med inflationsrapporterna, som publicerats sedan 1993, är att ta fram underlag för penningpolitiska beslut samt att 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.

Inflationsrapporterna har utvecklats över tiden. Avsikten har varit både att fördjupa analysen och att göra dem mer lättlästa och tydliga. I denna rapport är det Riksbankens avsikt att ytterligare öka tydligheten i det budskap som framförs. Förändringarna är av två slag:

- För det första har en förhållandevis stor *förändring gjorts av dispositionen*. Kapitel 1 koncentreras på en diskussion av vad som hänt med priserna och på de finansiella marknaderna framförallt under den tid som förflutit sedan den senaste rapporten. I kapitel 2 redovisas bedömningen av prisutvecklingen i framtiden. Denna har strukturerats på ett sätt som är avsett att göra tydligt vilka faktorer som spelar störst roll för den framtida inflationen. Man kan säga att dispositionen är utformad med en enkel inflations-

modell i bakhuvudet. Avslutningsvis presenteras som tidigare den penningpolitiska bedömningen. I en diagrambilaga redovisas det statistiska underlagsmaterialet.

- För det andra presenteras inflationsprognosen i huvudalternativet denna gång inte bara i termer av årsgenomsnitt för konsumentprisindex (KPI) och underliggande inflation utan också som en *inflation-bana* över tiden. Förhoppningen är att det med denna som bakgrund ska bli lättare att förstå de överväganden som Riksbanken gör. Det är dock viktigt att understryka att avsikten med att publicera en bana är att ge en översiktlig bild av utvecklingen över tiden. Osäkerheten i bedömningarna av inflationen är stor och detta gäller särskilt prognoserna för enskilda månader.

Inflationsrapporten har utgjort underlag för fullmäktiges penningpolitiska diskussion den 27 november 1997. Slutsatserna från denna diskussion redovisas i kapitel 3.

Stockholm i december 1997

Urban Bäckström
Riksbankschef

Sammanfattning

■ Inflationen har tilltagit under 1997. Detta beror bl.a. på att de temporära effekter som pressade ned inflationen under slutet av 1996 och början av 1997 – främst lägre räntor – har avtagit samt på höjda indirekta skatter och stigande villa- och klädpriser. Ökningstakten i KPI har kommit att närma sig den underliggande inflationen. I oktober 1997 var inflationen mätt med KPI 1,8 procent medan de underliggande mätten visar en ökningstakt kring 2 procent. Utvecklingen har legat i linje med bedömningen i de föregående inflationsrapporterna.

■ Bedömningen av den framtida inflationen utgår från ett antagande om en oförändrad reporänta. Inflationen påverkas främst av följande faktorer:

1) *Den internationella prisutvecklingen.* Inflationstrycket från omvärlden bedöms vara lågt. Till detta bidrar både en låg internationell inflationstakt och en viss förstärkning av den svenska kronan.

2) *Utbuds- och efterfrågeförhållanden.* BNP-tillväxten bedöms tillta under 1998 och 1999 och bli runt 3 procent respektive drygt 3 procent. BNP-tillväxten förväntas därmed bli högre än den potentiella tillväxten. Detta innebär att kapacitetsutnyttjandet ökar och att produktionsgapet kommer att slutas någon gång under senare delen av 1999. Löneökningar som överskrider produktivitetstillväxten medför att enhetsarbetskraftskostnaderna stiger och bidrar till att inflationstrycket tilltar.

3) *Temporära effekter.* Inverkan av temporära effekter som skatteförändringar och ändringar i ränteläget är i huvudscenariot liten under de kommande två åren, även om dessa faktorer höjer KPI 1999 med 0,4 procentenheter.

4) *Inflationsförväntningar.* Undersökningar av inflationsförväntningar tyder på en prisutveckling i linje med inflationsmålet under de närmaste åren. En uppgång av inflationen till knappt 2,5 procent 1999

förefaller dock vara väntad. I förväntningarna ligger vanligtvis en förmodad penningpolitisk åtstramning.

■ Inflationen bedöms mot denna bakgrund i genomsnitt komma att uppgå till ca 1 procent 1997, ca 2 procent 1998 och ca 2,5 procent 1999. Olika mått på den underliggande inflationen ger en likartad bild. Detta är en liten upprevidering sedan septemberrapporten som främst beror på att enhetsarbetskraftskostnaderna väntas öka något snabbare när den inhemska efterfrågan tilltar. Viktigare ur en penningpolitisk synpunkt är dock att tidsperspektivet flyttats ett kvartal fram i tiden.

■ Två alternativa scenarier redovisas: I ett svagare scenario blir tillväxten något lägre till följd av att oron på de finansiella marknaderna sprider sig och får reala konsekvenser. Det skulle kunna leda till en mer dämpad inflation. I ett andra scenario leder en sämre produktivitet utveckling och högre löneökningar till en högre inflation än i huvudscenariot. Sannolikheten för dessa båda alternativ bedöms vara ungefär lika stor.

■ Det är naturligt att ränteläget i ett land varierar över konjunkturcykeln. På så vis kan penningpolitiken bidra till att stabilisera ekonomin och lägga en god grund för tillväxt och sysselsättning. I den konjunkturfas Sverige befinner sig är det viktigt att inte penningpolitiken är expansiv alltför länge. Det skulle kunna leda till ett stigande inflationstryck och till att hushåll och företag ställer in sig på en högre inflation. När politiken så småningom läggs om kan det då resultera i påtagliga negativa konsekvenser. Mot ovanstående bakgrund finns det goda skäl att under vintern ändra penningpolitiken i mindre expansiv riktning.

Utvecklingen sedan föregående rapport

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

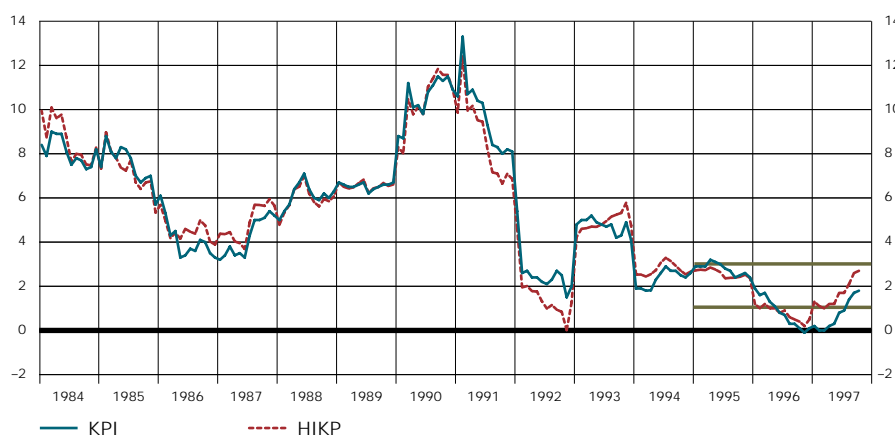
Priser

Sedan föregående rapport har inflationen ökat. Konsumentprisindex (KPI) var i oktober 1,8 procent högre än ett år tidigare (se diagram 1).¹ I augusti var motsvarande siffra 1,4 procent och så sent som i våras var prisnivån oförändrad jämfört med ett år tidigare. Denna kraftiga omsvängning av inflationen förklaras främst av höjda indirekta skatter, stigande

villa- och klädpriser. Villapriserna påverkar egna-hemsägarnas avskrivningskostnader. Prisuppgången på kläder beror dels på att höstkollektionen köptes in i början av 1997 då den svenska kronan var svag, dels på att efterfrågan har stigit.

¹ I samband med publiceringen av KPI för oktober 1997 reviderades månadsförändringen i juli 1997 från 0,0 procent till -0,2 procent. Detta påverkar tolv månaderstalen för juli till september nedåt med omkring 0,1 procentenheter. Revideringen förändrades av ett beräkningsfel vad avser lägenhetshyror.

Diagram 1.
Konsumentprisindex (KPI)
och HIKP*.
Årlig procentuell
förändring, månadsvis



*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.

Mellan oktober 1996 och oktober 1997 steg det internationellt harmoniserade indexet, HIKP, med 2,7 procent. Detta innebär en uppgång med 0,6 procentenheter sedan augusti, då den årliga ökningstakten i HIKP var nära genomsnittet för EU-länderna.² Vid det senaste tillfället för vilket det går att göra jämförelser, i september, var inflationen mätt med detta mått den näst högsta i EU. Den största skillnaden mellan KPI och HIKP är att kapitalkostnader för egnahemsägare inte ingår i HIKP.

Den underliggande inflationen, enligt UND1 och UND2, har ökat sedan föregående rapport (se diagram 2). I oktober 1997 var den årliga ökningstakten för båda måtten 2,0 procent. Även UNDINH visar att den underliggande inflationen stigit sedan förra rapporten. I oktober var den årliga ökningstakten 2,4 procent.³

En uppdelning av KPI i importerad inflation, räntekostnader för egnahem samt inhemsk inflation ger följande bild. Den årliga ökningstakten i konsumentpriserna på huvudsakligen importerade varor och tjänster ligger kring samma nivå som vid publiceringen av den förra inflationsrapporten (se diagram 3). I oktober var ökningstakten 1,5 procent.

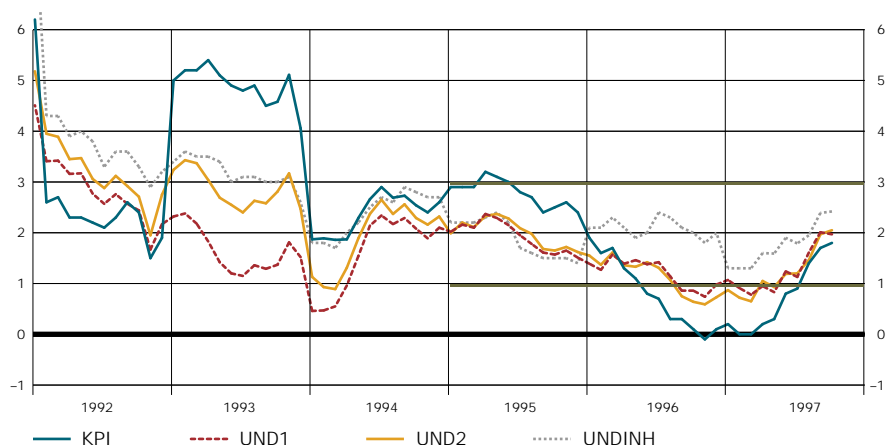
Skatteförändringar har bidragit med omkring 0,9 procentenheter till denna ökningstakt. Även priserna på kläder, kaffe och importerade grönsaker har bidragit till den importerade inflationen.

Nedgången i räntekostnaderna för egnahemsboende har avtagit sedan början av 1997. Från oktober 1996 till oktober 1997 minskade räntekostnaderna med 8,8 procent. Därmed bidrar de till att sänka ökningstakten i KPI med 0,8 procentenheter. Med nuvarande räntenivåer kommer räntekostnaderna att fortsätta bidra till en lägre ökningstakt i konsumentpriserna fram till mitten av 1999. Bidragets storlek kommer dock att avta med tiden.

2 De tre länder som utgör grunden för konvergenskriteriet var i september 1997 Sverige, Finland och Luxemburg. Den vanligaste tolkningen av konvergenskriteriet vad avser inflation är den genomsnittliga inflationen mätt över de senaste tolv månaderna. Mätt på detta sätt beräknas referensvärdet i september till 2,7 procent. I Sverige var den genomsnittliga inflationen enligt HIKP över de senaste tolv månaderna 1,3 procent i september. Detta innebär att Sverige med mycket stor sannolikhet kommer att uppfylla konvergenskriteriet vad avser prisutvecklingen.

3 I både UND1 och UND2 har räntekostnader för egnahemsboende exkluderats från KPI. I UND2 har även olje- och bensinpriser exkluderats. Båda måtten har även justerats för effekter av förändringar av indirekta skatter och subventioner. Om dessutom varor och tjänster som huvudsakligen importeras exkluderas från UND1 erhålls den inhemska underliggande inflationen, UNDINH.

Diagram 2.
KPI och underliggande inflation.
Årlig procentuell förändring, månadsvis



Anm. De horisontella linjerna för 1995–1997 anger Riksbankens toleransintervall för KPI.
Källor: SCB och Riksbanken.

HYRESMARKNADEN

Hyreskostnader utgör drygt 11 procent av konsumentprisindex, KPI, och är den enskilt största posten i KPI. Därför är det viktigt ur penningpolitisk synvinkel att förstå hur prissättningen går till på denna marknad. Sett över de senaste 20 åren har hyrorna ökat mer än KPI i genomsnitt. En av anledningarna till detta är att hyresmarknaden är reglerad, vilket i sin tur har lett till en svag konkurrenssituation.

Bostadsrättsavgifter i KPI antas utvecklas i samma takt som hyror vilket innebär att hyror i realiteten utgör 15 procent av KPI under innevarande år. Detta innebär att en hyreshöjning på t.ex. 3 procent ger ett positivt bidrag till ökningen i KPI motsvarande knappt 0,5 procentenheter. Riksbankens mått på den inhemska inflationen skulle vid samma hyreshöjning påverkas uppåt med hela 0,7 procentenheter.⁴

I Sverige finns det ca en och en halv miljon hyreslägenheter. Av dessa förvaltas och ägs nästan 60 procent av kommunägda, s.k. allmännyttiga bostadsbolag. Hyressättningen går till så att hyresgästföreningen och de allmännyttiga bostadsföretagen förhandlar om den totala hyreshöjningen i ett fastighetsbestånd av hyreslägenheter. Förhandlingen utgår från bostadsföretagens kostnadssituation. Hyressättningen är med andra ord kostnadsbaserad.

I nästa steg ska den avtalade höjningen fördelas på lägenheterna i beståndet. Detta förfarande är reglerat i den s.k. bruksvärdesprincipen. Bruksvärdesprincipen innebär att hyran för en lägenhet ska sättas med hänsyn till storlek, modernitetsgrad, planlösning, ljudisolering m.m. Vidare beaktas husets allmänna läge avseende miljö och avstånd till kommunikationer. Faktorer som byggnadsår, produktionskostnader och kostnader för drift ska däremot inte tas hänsyn till i detta skede. Bruksvärdesprincipen reglerar också hur mycket de privata hyresvärdarna kan höja sina hyror. De allmännyttiga bostadsföretagen är alltså hyresledande. Det svenska systemet för hyressättning innebär att den aggregerade hyreshöjningen (som registreras i KPI) bestäms helt av kostnadssituationen hos de allmännyttiga bostadsföretagen.

Varför har då de allmännyttiga bostadsföretagens kostnader utvecklats i en snabbare takt än inflationen

under såväl 1980 som 1990-talet? Knappt 10 procent av hyran täcker utgifter för kommunala taxor såsom vatten, avlopp, sopor etc. Prisutvecklingen för dessa varor och tjänster har under 1990-talet regelmässigt legat över den genomsnittliga inflationstakten. Ca 20 procent av hyran går till fastighetsskatt och avskrivningar. Fastighetsskatten har de senaste åren i genomsnitt ökat med ca 13 procent årligen medan avskrivningskostnaderna i genomsnitt legat i paritet med inflationen. Knappt 15 procent av hyran går till värmekostnader, vilket också det är en post som regelmässigt ökat mer än förändringen i KPI. En omständighet som kan tyckas tala för lägre hyresökningar framöver är de lägre räntorna, ca 30 procent av hyran förklaras av räntekostnader. Merparten av bostadsföretagens lån är långfristiga vilket innebär att det dröjer innan en allmän nedgång i ränteläget får full effekt. Dessutom har räntenedgången motverkats av nedtrappningen av de statliga räntebidragen. Utöver dessa poster måste även hyran täcka kostnader för hyresförluster, försäkringar, outhyrda lägenheter, administration samt drift och underhåll.

Sammanfattningsvis finns flera orsaker till att hyrorna ökat snabbare än inflationen. I botten ligger ett system där hyrorna bestäms i förhandlingar där fastighetsägarnas kostnadsutveckling till stor del styr förhandlingsutfallet. Betydande delar av driftkostnaderna bestäms dessutom på "marknader" med monopolistiskt satta priser. Detta innebär att motiven för kostnadseffektivitet är begränsade. Därtill har beskattningen ökat väsentligt. När subventionerna har minskat under senare tid har kostnaderna ökat. Detta har motverkats av räntefallet. På längre sikt är problemet främst att förhandlingssystemet inte på önskvärdt sätt stimulerar ett effektivt resursutnyttjande och kostnadseffektivitet. Det kan därmed komma att leda till högre inflation än nödvändigt.

⁴ Förklaringen ligger i att 64 procent av innehållet i konsumentprisindex bedöms av Riksbanken vara tjänster och varor som i huvudsak produceras inom landet ($15/64 = 0,23$ och $0,23 \cdot 3 = 0,69$).

Utvecklingen av de administrativt bestämda priserna bidrar till att den inhemska inflationen är relativt hög.

I förra rapporten noterades att den inhemska genererade inflationen hade stigit successivt under första halvåret 1997. Denna utveckling har fortsatt under hösten. I oktober var den årliga ökningstakten 3,4 procent. Till viss del beror uppgången på höjda indirekta skatter, vilka förklarar cirka 1,0 procentenhet av denna ökning. Utvecklingen av de administrativt bestämda priserna bidrar också till att den inhemska inflationen är relativt hög, bl.a. har lägenhetshyrorna höjts med omkring 3 procent de senaste tolv månaderna (se fördjupning "Hyresmarknaden"). Skälet till att UNDIRH ökar mer än de andra måtten på underliggande inflation är i grunden att de inhemska priserna ökar snabbare än priserna på importerade varor.

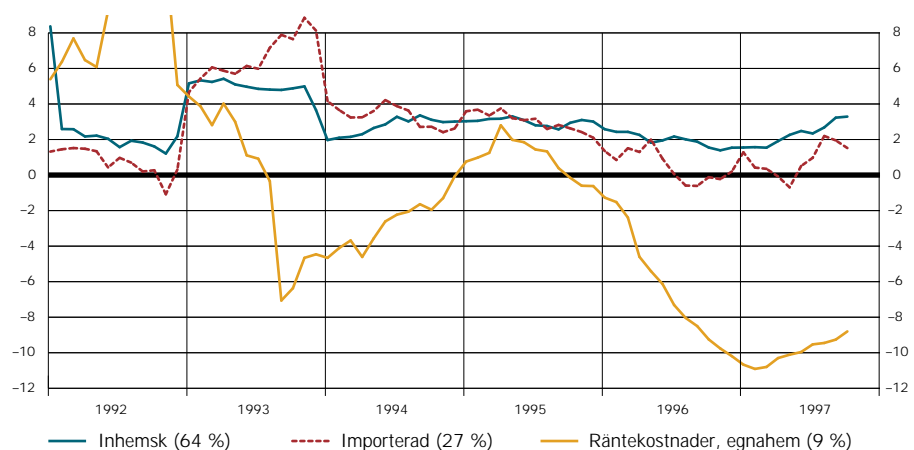
BNP-deflatorn, som är ett mått på priserna på samtliga inhemska producerade varor och tjänster, uppvisade en årlig ökningstakt på 1,8 procent andra kvartalet. Detta var en uppgång med 1,3 procentenhet från kvartalet dessförinnan.

Effekterna av de temporära faktorer som pressade ned inflationen under slutet av 1996 och början av 1997 har gradvis börjat avta.

I inflationsrapporten i september gjordes bedömningen att inflationen skulle komma att stiga till omkring 2 procent under slutet av 1997. Bedömningen grundades på att effekterna av de temporära faktorer som pressade ned inflationen under slutet av 1996 och början av 1997 gradvis hade börjat avta. Den registrerade inflationen har, som väntat, närmat sig den underliggande inflationen (se diagram 2).

Prisindex för inhemsk tillgång, som är en sammanvägning av hemmamarknads- och importpriser i producentledet, ökade mellan oktober 1996 och oktober 1997 med 2,0 procent. Konsumtionsvarorna i detta index ökade med 1,9 procent i pris under samma period (se diagram 4). Eftersom förändringar i index för konsumtionsvaror slår igenom ganska snabbt på konsumentpriserna så är priserna på konsumtionsvaror i inhemsk tillgång en god indikator på hur varupriserna i konsumentledet kommer att utvecklas under de närmaste månaderna.

Diagram 3.
Konsumentprisutvecklingen uppdelad på olika områden.
Årlig procentuell förändring, månadsvis



Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1997.
Källor: SCB och Riksbanken.

Nettoandelen hemmamarknadsföretag som avser att höja priserna har varit låg, kring noll, sedan 1996, enligt Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer. Under de senaste kvartalen har emellertid andelen ökat något.

Sammanfattningsvis har inflationen i konsumentledet ökat ungefär som förväntat sedan den förra rapporten. Inflationstrycket från producentledet är måttligt, men har ökat under 1997.

Räntor och växelkurs

Räntornas och växelkursens utveckling är viktiga faktorer för inflationsbedömningen. Växelkursen påverkar i första hand den del av ekonomin som handlar med utlandet genom att en ändrad kronkurs leder till förändrade import- och exportpriser. Räntorna påverkar i första hand konsumtion och investeringar. Den samlade effekt som räntor och växelkurs har på den reala ekonomin brukar benämnas monetära förhållanden.

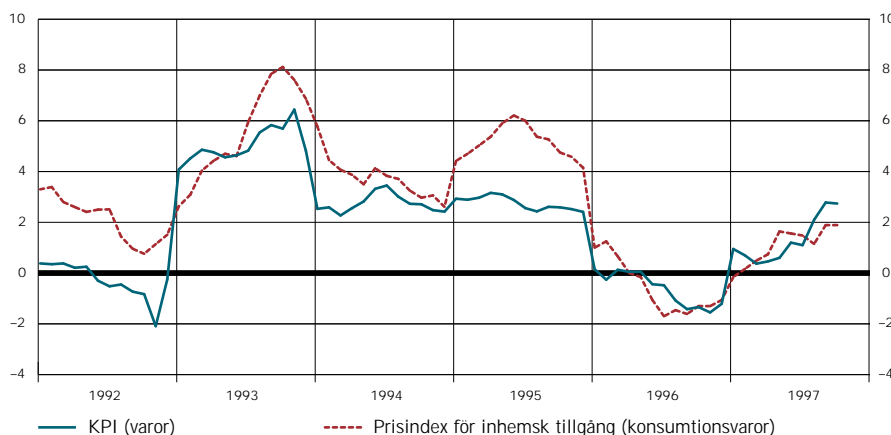
Riksbanken kan direkt styra de kortaste räntorna. Räntor på längre sikt avgörs i hög grad av fakto-

rer som Riksbanken bara delvis, och med viss eftersläpning, eller inte alls kan påverka, t.ex. förtroendet för den ekonomiska politiken eller internationella räntetrender. På kort sikt fluktuerar både längre räntor och växelkurs på ett sätt som försvårar bedömningen av den långsiktiga utvecklingen.

Den svenska kronans utveckling och räntornas sammantagna effekter på efterfrågeläget i ekonomin kan sammanfattas i ett monetärt index. Detta index brukar traditionellt beskrivas som den sammanvägda påverkan på efterfrågan i ekonomin av växelkurs och kort realränta. Det är dock rimligt att beakta även de långa reala räntorna när räntornas och växelkursens totala effekt på efterfrågan bedöms (se diagram 6). Företag försöker i betydande omfattning finansiera investeringar av långsiktig natur med långfristiga lån. Dessutom har många hushåll bundna bostadslån till långfristig ränta. En nedgång i de långa marknadsräntorna minskar hushållens ränteutgifter i takt med att de bundna lånen omsätts, vilket frigör medel för konsumtion.

Sedan föregående inflationsrapport har flera internationella och inhemska faktorer påverkat ränte- och valutakursutvecklingen. De europeiska styrrän-

Diagram 4.
Konsument- och
producentprisutvecklingen
på varor.
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

tehöjningarna som följde på Tysklands höjning den 9 oktober medförde att de svenska räntorna steg. Ny information som bekräftat den svenska konjunkturuppgången och en högre KPI-siffra än vad marknaden väntat sig för september har tillsammans med uttalanden från Riksbanken som tolkats i mindre expansiv riktning lett till ändrade förväntningar om den framtida svenska penningpolitiken (se diagram 5). Detta har i sin tur medfört att svenska räntor stigit något, främst de korta och medellånga räntorna.

Totalt sett har de nominella svenska räntorna stigit sedan senaste inflationsrapporten skrevs. Under samma period har kronan försvagats ett par procent i nominella termer.

Tidigare under hösten har de europeiska och amerikanska finansmarknaderna varit relativt oberörda av den oro som funnits i Sydostasien. I samband med att Hongkong-dollar i slutet av oktober utsattes för spekulationer rasade börskurserna i Hongkong och oron spreds till andra börser och kreditmarknader världen över. En ny våg av oro på de finansiella marknaderna följde i slutet av november på en valutakris i Sydkorea och fallissemang i den finansiella sektorn i Japan.

Börsoron har medfört sjunkande räntor eftersom marknaden förväntar sig att börsfallet minskar behovet av räntehöjningar. Detta skulle kunna vara konsekvensen antingen av att centralbankerna förväntas mildra den finansiella krisen eller av att börsfallet väntas få en negativ inverkan på den reala ekonomin som minskar behovet av en penningpolitisk åtstramning.

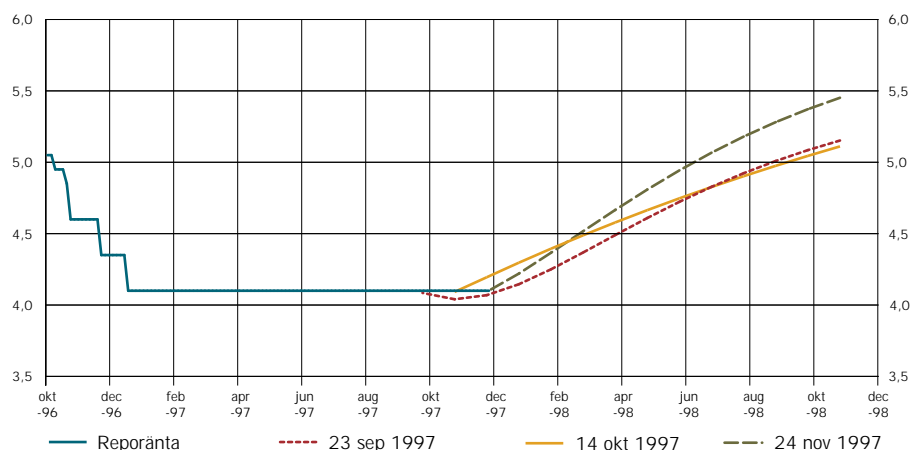
Totalt sett har de nominella svenska räntorna stigit något sedan föregående inflationsrapport skrevs. Under samma period har kronan försvagats ett par procent i nominella termer.⁵

Under 1997 har räntan på tre månaders löptid, uttryckt i reala termer⁶, varit tämligen stabil på låga nivåer och uppgick i oktober till 2,6 procent. Den korta realräntan har under en längre tid haft en expansiv effekt på efterfrågan. Uppgången i de nominella korta räntorna har motverkats av att inflationsförväntningarna stigit något. Den korta realräntan

5 En utförligare analys av kronförsvagningen under slutet av 1996 och början av 1997 återfinns i Inflationsrapport 1997:2.

6 Räntan på en tremånaders statsskuldväxel korrigerad för den av hushållen förväntade utvecklingen av KPI under det kommande året.

Diagram 5.
Faktisk och förväntad reporänta enligt terminsräntor.
Procent



Källa: Riksbanken.

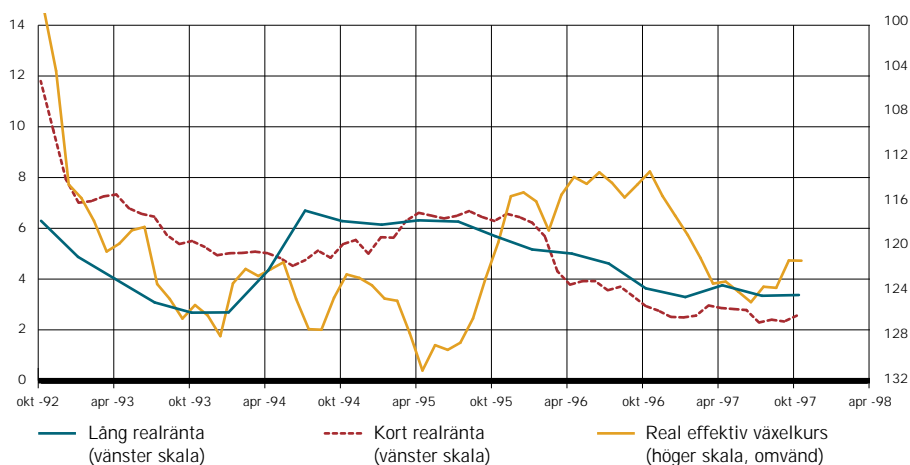


är därmed fortfarande på en nivå som måste anses vara expansiv. Den långa realräntan har sedan 1995 fallit successivt. Dess effekt har därmed blivit alltmer expansiv (se diagram 6). Sedan i augusti har den femåriga realräntan⁷ varit i stort sett oförändrad och ligger nu på ca 3,4 procent.

Sammantaget är de monetära förhållandena expansiva. Både korta och långa realräntor är låga i ett historiskt perspektiv samtidigt som den reala växelkursen är svagare än den långsiktiga jämviktsnivån.

⁷ Den nominella räntan på en femårig statsobligation justerad med finansiella placerares inflationsförväntningar på fem års sikt (Aragon).

Diagram 6.
Realräntor fem år och tre månader och real effektiv växelkurs (TCW).
Procent och index:
18 november 1992=100



Källa: Riksbanken.

Inflationens bestämningssfaktorer

I detta kapitel redovisas bedömningen av prisutvecklingen i framtiden. 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 inflationen under de kommande två åren samt inflationsförväntningarna. Slutligen presenteras en samlad inflationsbedömning och alternativa utvecklingsvägar.

Målet för penningpolitiken är att inflationen ska vara 2 procent per år. Eftersom politiken påverkar inflationen och den makroekonomiska utvecklingen i övrigt 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. *Den internationella inflationen.* Ökade priser på världsmarknaden leder till högre inflation i Sverige dels via höjda importpriser, dels genom att höjda svenska exportpriser kan leda till en snabbare ökning av inhemska löner och andra produktionskostnader. *Växelkursutvecklingen* avgör emellertid vilket genomslag förändrade världsmarknadspriser har på inflationen. Ju mer kronan apprecierar, desto mindre blir effekterna på den inhemska inflationen av en given ökning av priserna i omvärlden.

2. *Det inhemska efterfråge- och utbudsläget.* Det avgörande här är hur efterfrågan på svenska produkter utvecklas i förhållande till produktionskapaciteten. Ju högre efterfrågan är i förhållande till kapaciteten, desto större är sannolikheten att det uppstår s.k. flaskhalsar som leder till en höjning av priser, löner och andra kostnader. En annan sida av samma sak är att ökad

produktionskapacitet – t.ex. genom investeringar, ökad sysselsättning eller förbättrad teknologi – minskar inflationsriskerna. Förhållandet mellan efterfrågan och produktionskapacitet kan mätas på olika sätt. Ett mått är *kapacitetsutnyttjandet* inom industrin såsom det avspeglas i Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer. Ett annat är *arbetsmarknadsläget*, t.ex. skillnaden mellan antalet arbetslösa och antalet vakanser eller förhållandet mellan den faktiska arbetslösheten och en uppskattning av den långsiktiga jämviktsarbetslösheten. En tredje typ av mått, som Riksbanken gjort flera egna analyser av, är det s.k. *produktionsgapet*, som är den beräknade skillnaden mellan BNP:s faktiska nivå och den potentiella produktionsnivån.

3. *Andra kostnadschocker.* Inflationsimpulser kan också komma från specifika kostnadsökningar som inte härrör från några allmänna prisökningar på världsmarknaden eller från ett högt inhemskt efterfrågeläge. Ett exempel på sådana kostnadsökningar är prisökningar på olja. Likartade inflationsimpulser, som inte heller har någon tydlig koppling till konjunkturläget, kan komma från finanspolitiken i form av ändrade *indirekta skatter och subventioner*. Ett särskilt problem när det gäller inflationsimpulser av denna

typ är att deras effekt på inflationen kan vara helt eller delvis temporär. Sådana inflationsimpulser bör endast ligga till grund för penningpolitiken i den mån de leder till ändrade inflationsförväntningar.

4. *Förväntningarna om inflationen.* En hög efterfrågan leder producenter till att höja sina priser och löntagare till att kräva höjda löner. Men höga förväntningar om inflation kan i sig själva leda till inflationsdrivande pris- och löneökningar, eftersom ekonomins aktörer strävar efter att bibehålla sina realinkomster. Genomslaget av förändringar på världsmarknaden och andra inflationsimpulser kan också bli olika, beroende på hur varaktiga prishöjningarna förväntas bli, vilket ytterligare understryker inflationsförväntningarnas betydelse.

Ovanstående faktorer är de som enligt vedertagen ekonomisk teori – och praktiska erfarenheter – påverkar inflationen på den tidshorisont Riksbanken arbetar. En analys av dessa faktorer är således en viktig del av det penningpolitiska beslutsunderlaget. I det följande ges en detaljerad beskrivning av Riksbankens bedömning av de olika faktorernas utveckling och deras betydelse för inflationen under de närmaste åren. Diskussionen utmynnar i en inflationsbedömning för de kommande två åren.

Precis som i tidigare inflationsrapporter är utgångspunkten för beräkningarna och prognosen en oförändrad reporänta.

Innan denna redovisning sker finns det dock anledning att lyfta fram ett centralt antagande bakom bedömningen. Precis som i tidigare inflationsrapporter är utgångspunkten för beräkningarna och prognosen en oförändrad reporänta. Detta antagande är till sin natur tekniskt och görs i första hand av pedagogiska skäl. Det säger alltså i sig inget om den förväntade ränteutvecklingen. Däremot innebär en inflationsbedömning som resulterar i slutsatsen att inflationen över den tidshorisont som Riksbanken i huvudsak arbetar med (ett till två år) är högre (eller lägre) än inflationsmålet normalt att det finns skäl att höja (eller sänka) reporäntan.⁸

Den svenska kronan bedöms, i en fundamental mening, vara undervärderad.

Antagandet om oförändrad reporänta påverkar också växelkursprognosen. Den svenska kronan bedöms, i en fundamental mening, vara undervärderad, vilket innebär att det naturliga är att förvänta sig en viss appreciering av valutan. I dagsläget finns det klara förväntningar om höjningar av den svenska reporäntan (se diagram 5), och dessa förväntningar påverkar kronkursen och dess framtida utveckling. Antagandet om en oförändrad styrränta medför därför att kronkursen bör utvecklas svagare jämfört med om reporäntan utvecklas enligt förväntningarna på penningmarknaden. Sammanfattningsvis bedöms dock kronan komma att stärkas marginellt under 1998 och 1999.

Internationell inflation

Konjunkturläget bedöms under de närmast kommande åren vara relativt starkt i OECD-området som helhet. Tillväxten bedöms uppgå till omkring 3 procent under 1997 och 1998. Under 1999 bedöms tillväxten bli något lägre. Inflationen förväntas vara kring 2 procent under de närmaste åren för OECD-området som helhet.⁹ Utanför OECD-området kan noteras att i Östeuropa, främst i Ryssland, förväntas tillväxten öka medan den riskerar att mattas av i delar av Asien, till följd av den ekonomiska oron under andra halvåret 1997.

Inflationen förväntas vara kring 2 procent under de närmaste åren för OECD-området som helhet.

Effekterna av den ekonomiska krisen i främst Asien och dess återverkningar på världsekonomin är i dagsläget svåra att bedöma. Det kan inte uteslutas att den asiatiska krisen fördjupas och får spridningseffekter

⁸ Se Inflationsrapport 1997:3 för ett utförligare resonemang.

⁹ Med undantag av de OECD-länder som brukar betecknas "High Inflation Countries" t.ex. Turkiet.

på tillväxten i OECD-området, detta skisseras i ett av riskscenarierna i slutet av kapitel 2.

I Storbritannien och USA, som befinner sig längre fram i konjunkturcykeln än Sverige, ökade den ekonomiska aktiviteten så pass mycket att den brittiska centralbanken började stramade åt penningpolitiken redan i slutet av 1996. I USA höjdes styrräntan under våren 1997. I Storbritannien har fortsatta styrräntehöjningar varit nödvändiga för att bromsa det ökande inflationstrycket. I USA har dollarapprecieringen bidragit till att hålla tillbaka inflationen.

Tendenser till stigande inflation har medfört att styrräntorna höjts i alla de nordiska länderna, utom i Sverige, samt i Tyskland, Frankrike, Österrike och Beneluxländerna.

EU-området som helhet befinner sig sedan 1996 i en uppgångsfas. Tendenser till stigande inflation har medfört att styrräntorna höjts i alla de nordiska länderna, utom i Sverige, samt i Tyskland, Frankrike, Österrike och Beneluxländerna. I de sydeuropeiska länderna har emellertid styrräntorna sänkts, vilket varit möjligt då inflationen och inflationsförväntningarna har sjunkit under 1997. Den sammantagna effekten av räntejusteringarna är att styrräntorna och inflationen konvergerar i EU-länderna. Inflationen i EU, enligt det harmoniserade HIKP-indexet, upp-

gick i september 1997 i genomsnitt till 1,8 procent.

I Japan har tillväxtutsikterna försämrats successivt under 1997 och tillväxtprognoserna har reviderats ned kraftigt. Orsakerna till nedrevideringen är både den svaga inhemska utvecklingen och problemen i Asien, vilka lett till en lägre efterfrågan på japanska produkter i regionen.

Bakom den allmänt låga inflationen i världen ligger skärpt global konkurrens och avregleringar samt god produktivitetstillväxt och låga nominella löneökningar. Till detta kommer ett par decennier med framgångsrik inflationsbekämpning i de ledande industriländerna.

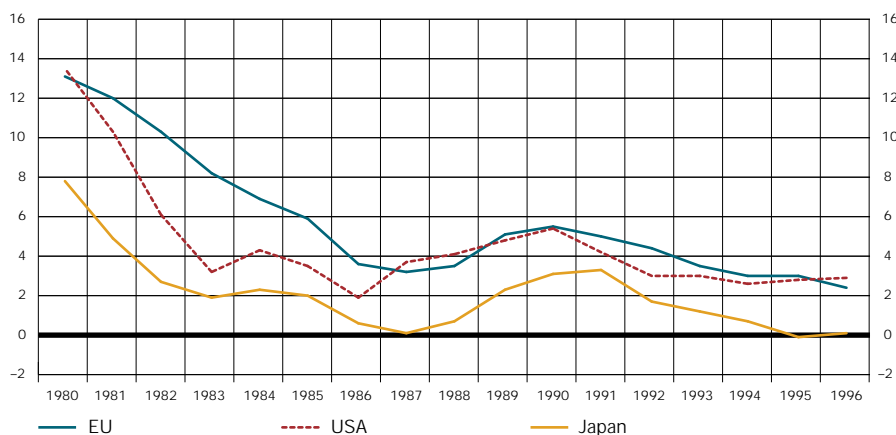
Sammantaget bedöms den internationella konjunkturen vara stark under 1998 och 1999. Inflationen bedöms ändå bli låg, kring 2 procent, under de närmaste två åren.

Efterfrågan och utbud

STARK EXPORT- OCH IMPORTUTVECKLING

Trots att Riksbanken räknat med en relativt stark export har verkligheten hittills i år överträffat prognoserna. Utsikterna för svensk export av varor är fortsatt goda. Både marknadstillväxt och konkur-

Diagram 7.
Inflationen i EU, USA och Japan.
Årlig procentuell förändring, månadsvis



Källa: OECD.

renskraft bedöms som gynnsamma. Men även importen har vuxit snabbare än väntat och importefterfrågan kommer troligen att utvecklas starkt under de kommande åren till följd av tillväxten i varuexporten, ökande industriinvesteringar samt stigande varukonsumtion. Bidraget från nettoexporten till BNP-tillväxten bedöms till följd av importökningen bli allt mindre under 1998 och 1999. Aktiviteten i den svenska exportindustrin bedöms alltså vara fortsatt stark 1998 och 1999.

Både marknadstillväxt och konkurrenskraft bedöms som gynnsamma.

Bytesbalansen väntas ge successivt ökande överskott under de närmaste åren. Ökningstakten väntas bli kraftigast fram till och med 1998 för att sedan mattas av under 1999.

Problemen i Asien bedöms i huvudscenariot påverka nettoexporten marginellt. En sämre utveckling än hittills kan dock inte uteslutas.

Sammanfattningsvis bedöms aktiviteten i den svenska exportindustrin vara fortsatt stark under 1998 och 1999.

PRIVAT KONSUMTION STIGER

Uppgången i den privata konsumtionen, som inleds under tredje kvartalet 1996, har fortsatt under 1997. Under första halvåret i år ökade den privata

konsumtionen med 1,9 procent jämfört med samma period 1996.

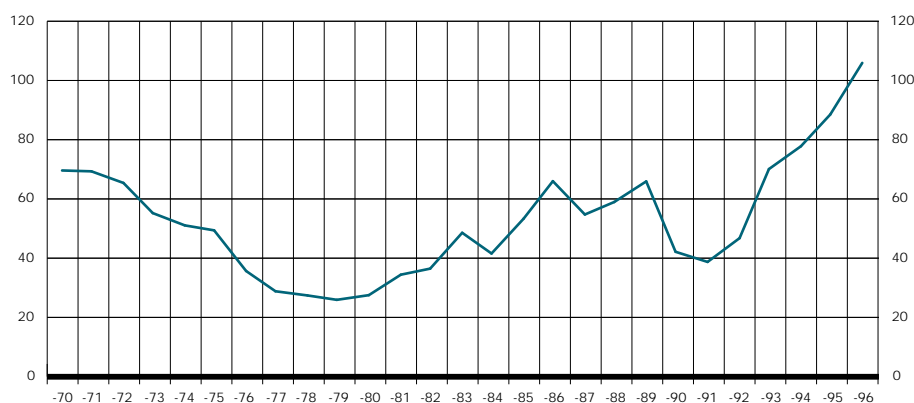
Flera faktorer pekar på en fortsatt stark konsumtions- efterfrågan; hushållens förmögenhet har ökat, behovet av nya kapitalvaror är stort och räntenivån är låg.

Besparingarna i den offentliga sektorn fortsätter att begränsa hushållens disponibla inkomster i år och nästa år. Samtidigt finns det flera faktorer som pekar på en fortsatt stark konsumtionsefterfrågan. Hushållens förmögenheter ökade förra året och i år. Som andel av den disponibla inkomsten bedöms hushållens finansiella nettoförmögenhet 1996 ha ökat med knappt 20 procentenheter (se diagram 8).¹⁰ Det finns också troligen ett uppdämt behov av nya kapitalvaror i hushållssektorn. Till detta kommer att den låga räntenivån verkar stimulerande på konsumtionsefterfrågan. Finanspolitiken blir också gradvis mindre åtstramande under 1998 och 1999. Slutligen kan det konstateras att hushållens förväntningar om den egna ekonomin har förbättrats.

Hushållens skuldsanering har sedan 1990 inneburit att skuldsättningen i relation till disponibel

¹⁰ Hushållens finansiella nettoförmögenhet är hushållens totala finansiella tillgångar minus hushållens samlade skulder. Detta innebär att förmögenhetsbegreppet inte omfattar t.ex. fastigheter.

Diagram 8.
Hushållens finansiella nettoförmögenhet som andel av disponibel inkomst. Procent



Källor: SCB och Riksbanken.

inkomst minskat kraftigt.¹¹ Sedan mitten av 1996 har detta mått på skuldsättning dock åter börjat öka (se diagram 9). I oktober 1997 ökade utlåningen från svenska kreditinstitut med 3 procent på årsbasis. Utlåningen till hushållen ökade under samma tid med 5 procent. På kort sikt torde denna uppgång vara nära förknippad med ökad omsättning och stigande priser på fastighetsmarknaden. På lite längre sikt kan den ökade utlåningen och stigande fastighetspriser bidra till ökad privat konsumtion (se fördjupning "Har aktiemarknaden betydelse för penningpolitiken?").

Efter en avmattning under hösten steg den årliga ökningstakten i penningmängdsmåttet M0 till 5,7 procent i oktober, vilket indikerar en förhållandevis stark utveckling av privat konsumtion. M0 har också visats sig vara en god indikator på inflationstakten på sex till åtta kvartals sikt.

Det bredare penningmängdsaggregatet M3:s tillväxttakt har fallit gradvis under året efter att ha legat omkring 10–12 procent under 1996.¹² I oktober var ökningstakten 3,4 procent. Det är framförallt nedgången i hushållens bankinlåning som dragit ned ökningstakten i M3. Hushållen placerar en allt större del av sitt sparande i reala tillgångar, framförallt aktiefonder. Det är troligt att dessa portföljomplaceringar

av långsiktigt sparande inte har några avgörande effekter på framtida inflationstakt. Till följd av dessa omplaceringar måste M3 betraktas som en mer osäker indikator än M0 på privat konsumtion och framtida inflation.

Den privata konsumtionen bedöms öka med omkring 3 procent både 1998 och 1999. Denna utveckling innebär en fortsatt neddragning av hushållens sparande, något som dock verkar rimligt givet dels den starka förmögenhetsutvecklingen, dels hushållens positiva förväntningar om den egna ekonomin framöver.

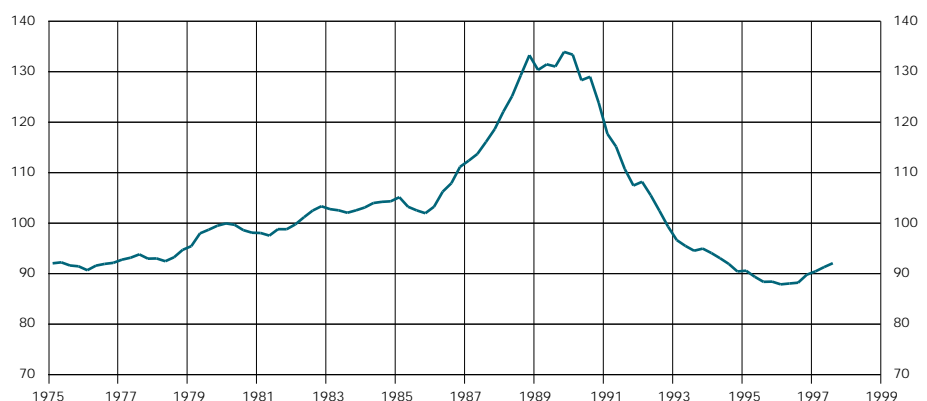
Den privata konsumtionen bedöms öka med omkring 3 procent både 1998 och 1999.

Konsumtionsutvecklingen framöver kan förefalla kraftig jämfört med vad som hänt i Sverige tidigare under 1990-talet. Erfarenheter från andra länder, såsom Danmark och Finland, visar att betydande uppgångar i konsumtionen kan ske när situationen i ekonomin är stabil och räntorna låga. Samtidigt visar erfarenheterna i dessa länder att konsumtions-

11 Hushållens totala skulder definieras enligt Finansräkenskaperna och inkluderar i huvudsak utlåning från kreditinstitut, staten och icke-finansiella företag.

12 M3 innehåller svensk allmänhets innehav av sedlar och mynt, bankinlåning i svenska kronor och utländsk valuta samt bankcertifikat.

Diagram 9.
Hushållens bruttoskuld
som andel av disponibel
inkomst.
Procent



Källor: SCB och Riksbanken.

HAR AKTIEMARKNADEN BETYDELSE FÖR PENNINGPOLITIKEN?

Det finns två möjliga kanaler genom vilka penningpolitiken skulle kunna ha en effekt på den reala ekonomin via aktiemarknaden. Den ena kanalen går genom en *förändring i värderingen av befintligt kapital* (reflekterade i aktiekurserna) relativt kostnaden för nytt kapital. Kvoten mellan dessa värden benämns Tobins q . Om aktiekurserna stiger så att värdet av befintligt kapital överstiger dess återanskaffningsvärde (Tobins q är större än ett) kommer det att löna sig att investera i nytt kapital. Den andra kanalen består i att ändrade aktiekurser leder till en *förändring i hushållens förmögenhet som i sin tur kan påverka konsumtionen*.

Aktiekurserna skulle alltså kunna påverka ekonomin men hur påverkar penningpolitiken aktiekurserna? Priset på en aktie är lika med det förväntade diskonterade värdet av alla framtida utdelningar denna aktie berättigar till. Diskonteringsräntan kan i princip delas upp i en riskfri ränta plus en riskpremie. Utdelningarnas storlek avspeglar vinstnivåerna i företagen. En penningpolitisk åtstramning gör att diskonteringsräntan blir högre. Samtidigt innebär en högre räntenivå att efterfrågeläget i ekonomin dämpas, vilket bör leda till lägre vinster och utdelningar. En penningpolitisk åtstramning borde alltså leda till fallande aktiekurser och en expansiv penningpolitik leda till stigande aktiekurser.

Det har i praktiken visat sig svårt att lägga fram några belägg för den första kanalen från penningpolitiken via Tobins q till investeringarna. När det gäller förmögenhetseffekter på privat konsumtion är resultaten mer positiva. Sambanden mellan tillgångspriser och privat konsumtion har dock huvudsakligen behandlat sambandet mellan utvecklingen av egnahemspriser och privat konsumtion och mer sällan sambandet mellan aktiekurser och privat konsumtion.

Utvecklingen av privat konsumtion påverkas i hög grad av hushållens samlade resurser under deras livstid, d.v.s. den faktiska och förväntade inkomstutvecklingen. Den förväntade inkomstutvecklingen manifesteras i prissättningen på olika typer av tillgångar som sammantaget utgör hushållens förmögenhet. De största enskilda tillgångarna är egnahem och aktier. Med

en andel på ca 40 procent av de totala tillgångarna är egnahem den största tillgångsposten i de svenska hushållens förmögenhetsportfölj. Aktiernas andel i portföljen uppgår till knappt 20 procent (vid slutet av 1996). Andelen har dock trendmässigt ökat sedan början av 1980-talet.

På lång sikt förefaller det naturligt att hushållen betraktar stigande aktiekurser som ett hållbart förmögenhetstillskott som ökar deras livsinkomst och konsumtionsutrymme. På kort sikt finns det emellertid ett antal faktorer som talar för att sambandet är svagare. Genomslaget av kursrörelser på privat konsumtion bör vara begränsat eftersom hushållen försöker hålla en jämn konsumtionsbana över tiden. Till detta kommer det andelsmässigt stora innehavet hos hushållsgrupper med högre inkomster och förmögenhet, d.v.s. hos hushållsgrupper med låg konsumtionsbenägenhet. Deras placeringar torde ha ett starkt långsiktigt inslag vilket innebär att de lägger mindre vikt vid kortsiktiga prisfluktuationer. Vidare utgörs en stor andel av aktieinnehavet av pensionssparande som är låst över lång tid.

Hushållens framtidsförväntningar styr småhuspriserna och privat konsumtion. Stigande småhuspriser kan därmed vara orsak till och/eller indikator på en konsumtionsuppgång. Aktiepriserna däremot styrs inte enbart av hushållens förväntningar utan kanske i högre grad av andra aktörers förväntningar. Därför behöver sambandet mellan aktiekurser och privat konsumtion inte vara lika starkt som det mellan huspriser och privat konsumtion.

Slutsatsen är att den penningpolitiska kanalen från aktiemarknaden till privat konsumtion är relativt svag. I praktiken är också samvariationen mellan konsumtionstillväxt och kapitalvinster på aktier fördröjd och avsevärt lägre än samvariationen mellan konsumtionstillväxt och kapitalvinster på småhus. Det verkar alltså som om aktiemarknaden har en relativt begränsad betydelse för penningpolitiken. Sammantaget förefaller det mot denna bakgrund osannolikt att ett begränsat börsfall får mer än marginella direkta effekter på den pågående konsumtionsuppgången.

uppgångar inte nödvändigtvis medför ett starkt ökande inflationstryck om det finns gott om lediga resurser i ekonomin och arbetskraftskostnaderna inte tar fart.¹³

Den privata konsumtionen bedöms öka relativt snabbt de kommande åren. Internationella erfarenheter indikerar att detta kan ske utan att inflationstrycket stiger om det finns lediga resurser i ekonomin. Den senaste tidens utveckling av penningmängden mätt med MO indikerar emellertid ett tilltagande inflationstryck på sex till åtta kvartals sikt.

FINANSPOLITIKEN MINDRE STRAM

Saneringen av de offentliga finanserna har haft en kraftigt åtstramande effekt på hushållens disponibla inkomster mellan 1994 och 1997. Detta har bidragit till att hålla tillbaka konsumtionsutvecklingen. Samtidigt är det viktigt att komma ihåg att budgetsaneringen varit en förutsättning för de lägre räntorna och för den stabilisering och återhämtning som skett i svensk ekonomi. Finanspolitiken fortsätter att verka återhållande på hushållens disponibla inkomster under såväl 1998 som 1999.

Den offentliga konsumtionen har också fått stå tillbaka under senare år och har minskat som andel av BNP.

Den offentliga konsumtionen har också fått stå tillbaka under senare år och har minskat som andel av BNP. Här bedöms en omsvängning ske under de närmaste åren och sysselsättningen i kommunerna bedöms stiga något under 1999.

BRUTTOINVESTERINGARNA ÖKAR

Under första halvåret 1997 minskade de totala bruttoinvesteringarna med 1,8 procent på årsbasis enligt nationalräkenskaperna. Det var särskilt under första kvartalet 1997 som investeringsaktiviteten var låg, därefter har en återhämtning skett. Bankernas utlåning till icke-finansiella företag har accelererat under sommaren och hösten, vilket tyder på att investeringsuppgången har fortsatt under tredje kvartalet. Tecknen på ett starkare konjunkturläge inom industrin har blivit alltmer tydliga under loppet av 1997. Industriproduktionen ökade med ca 7,5 procent under januari – september på årsbasis. De närmaste

åren väntas industrins investeringar, liksom investeringarna inom övrigt näringsliv, att öka tämligen starkt.

Investeringsutvecklingen förutses bli relativt stark under 1998 och 1999.

Bostadsinvesteringarna har under flera år varit mycket lågt. I år beräknas endast ca 10 000 nya bostäder byggas eller igångsättas, vilket kan jämföras med drygt 61 000 år 1990. Den svaga utvecklingen i bostadssektorn har troligen varit en viktig faktor bakom den jämfört med senare delen av 1980-talet låga inflationen och starka bytesbalansen. Under de närmaste åren finns det skäl att räkna med en försiktig uppgång i bostadsinvesteringarna.

Sammantaget förutses en relativt stark investeringsutveckling under 1998 och 1999. Inom industrin är detta en förutsättning för att det inte ska uppstå brist på produktionskapacitet med en ökning av inflationstrycket som följd.

PRODUKTIVITETSUTVECKLINGEN AVTAR

Produktivitetstillväxten i ekonomin kan grovt delas upp i en långsiktig, trendmässig och en cyklisk komponent. Den trendmässiga delen bestäms i huvudsak av den tekniska utvecklingen och dess effekter på kapitalbildning och arbetskraftsefterfrågan. Den cykliska komponentens utveckling beror på flera faktorer, t.ex. benägenheten att behålla produktionskapacitet och arbetskraft i lågkonjunkturer. Det sker normalt en kraftig tillväxt i produktiviteten i en begynnande konjunkturuppgång. Denna produktivetsökning är emellertid inte permanent utan brukar avta i samband med att kapacitetsutnyttjandet stiger och flaskhalsar uppstår (se fördjupning "Produktivitet, reallöner och arbetslöshet").

I samband med den kraftiga lågkonjunkturen i början av 1990-talet friställde företagen arbetskraft i större omfattning än tidigare. Detta medförde att produktiviteten steg trots att efterfrågan föll. När

¹³ Se fördjupning "Effekter på inflationen av en snabb konsumtionsuppgång" i Inflationsrapport 1996:4.

efterfrågan sedan började öka 1994 fanns det gott om lediga resurser i ekonomin (se diagram 18 i bilagan) och produktiviteten fortsatte att stiga kraftigt. Efter en viss avmattning i ekonomin under 1995 tilltog åter produktivitetstillväxten. Andra kvartalet 1997 var den genomsnittliga produktiviteten i hela ekonomin knappt 3 procent högre än motsvarande kvartal 1996. I den privata sektorn ökade den med 4 procent och i industrin var ökningstakten över 7 procent. Utvecklingen av produktiviteten sedan 1991 kan sammanfattas med att det svenska näringslivet 1997 skulle kunna producera lika mycket som 1991, men med 18 procent färre sysselsatta.

Produktivitetstillväxtens förutses följa det normala cykliska mönstret och bli allt mindre i samband med att aktivitetsnivån i ekonomin och kapacitetsutnyttjandet stiger.

Produktivitetstillväxten förutses följa det normala cykliska mönstret och bli allt mindre i samband med att aktivitetsnivån i ekonomin och kapacitetsutnyttjandet stiger. Detta innebär att den genomsnittliga produktiviteten i ekonomin bedöms växa långsammare under 1998 och 1999 än under det senaste året.

PRODUKTIVITET, REALLÖNER OCH ARBETSLÖSHET

Under de senaste åren har den registrerade arbetsproduktiviteten ökat markant. Sedan 1992 har den för hela ekonomin ökat med i genomsnitt 2 procent per år, vilket är dubbelt så mycket som under perioden 1980–1991. Det finns olika orsaker till att registrerad arbetsproduktivitet kan öka. En produktivitetsökning som beror på ökade investeringar eller tekniska framsteg förbättrar ekonomins förmåga att producera varor och tjänster och skapar ett reallöneutrymme vid en given sysselsättningsnivå. Men den registrerade arbetsproduktiviteten kan också öka som en följd av exempelvis ett efterfrågebortfall på varumarknaden eller alltför höga löneökningar. Detta beror på att sysselsättningen minskar, vilket kan resultera i en ökad genomsnittlig produktivitet hos den kvarvarande arbetskraften, bl.a. för att mängden kapitalutrustning per sysselsatt ökar. I detta fall avspeglar den registrerade produktivitetsökningen inte en generellt förbättrad produktionsförmåga i ekonomin. Det är sannolikt att de senaste årens ökning av den registrerade produktiviteten till viss del kan förklaras av denna typ av effekter.

Sambanden mellan produktivitet, reallöner och arbetslöshet kan analyseras med hjälp av en standardmodell inom arbetsmarknadsteorin.¹⁴ Modellen består av en lönesättningskurva (*WS*) som beskriver ett positivt samband mellan reallön och total sysselsättning och en aggregerad efterfrågekurva för arbetskraft (*D*) som

har en negativ lutning. Lönesättningskurvan illustrerar att reallönen tenderar att bli högre vid en hög sysselsättningsgrad vilket t.ex. kan avspegla att löntagarorganisationerna då har lättare att få igenom höga löneanspråk än när arbetslösheten är hög. Efterfrågekurvans negativa lutning avspeglar ett antagande om att arbetskraftens marginalproduktivitet avtar med högre sysselsättning, bl.a. för att fler sysselsatta delar på en given kapitalutrustning.¹⁵

Jämvikt råder vid den reallön där lönesättningskurvan och efterfrågekurvan korsar varandra, punkt *a* i diagram F1. Antalet arbetslösa kan avläsas som skillnaden mellan det totala antalet personer i arbetskraften (*LF*) och antalet sysselsatta i jämvikt (*N*). Modellen illustrerar att det är den reala lönen snarare än den nominella som är av betydelse för arbetslösheten.

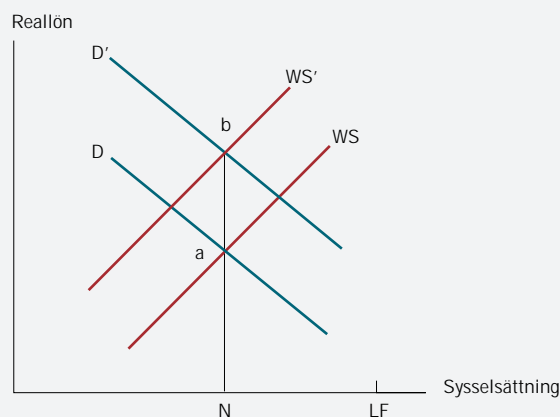
Under en normal tillväxtprocess med teknisk utveckling och kapitalbildning kommer både lönesätt-

14 Se exempelvis Björklund, Edin, Holmlund och Wadensjö, "Arbetsmarknaden", SNS Förlag, 1996. En standardreferens är Layard, Nickell och Jackman, "Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market", Oxford University Press, 1991.

15 Om det råder ofullständig konkurrens på varumarknaden, så att företagen har möjlighet att ändra produktpriset, t.ex. då produktionskostnaderna ökar, kan efterfrågekurvan tolkas som en prissättningsrelation. Lutningen kan då också avspegla att skillnaden mellan företagens produktpriser och lönekostnader, s.k. pålägg eller mark-up, tenderar att öka då aktiviteten och sysselsättningen i ekonomin ökar.

Diagram F1.

Produktivitetsoökning på grund av teknisk utveckling eller realinvesteringar

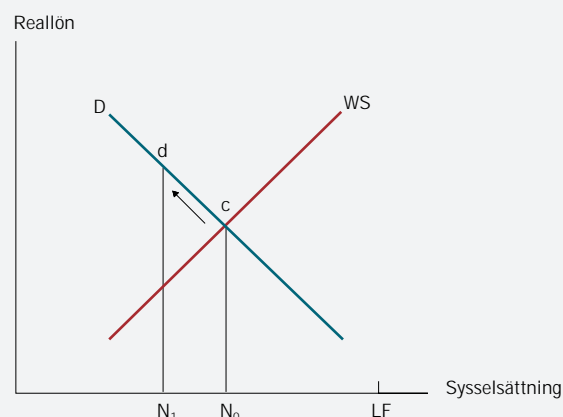


nings- och efterfrågekurvan att förskjutas uppåt med tiden. Efterfrågan på arbetskraft stiger när produktiviteten ökar samtidigt som löntagarna kräver sin del av den ekonomiska tillväxten. I diagram F1 illustreras detta av att WS förskjuts till WS' och att D förskjuts till D'. Den nya jämvikten uppnås i detta exempel i punkt b, där den totala sysselsättningen är oförändrad jämfört med utgångsläget men reallönen är högre. Produktivitetsoökningar av detta slag ger en möjlighet till en ökning av reallönen, ett reallöneutrymme, vid en given sysselsättningsnivå. I diagram F1 illustreras detta av sträckan a till b. Det är viktigt att notera att reallöneökningen har sin grund i att det finns ett större samlat produktionsresultat att fördela.

De produktivitetssiffror som uppmäts och som publiceras i statistiken avspeglar emellertid inte alltid en ökad produktionsförmåga. Antag exempelvis att produktmarknaden drabbas av ett efterfrågebortfall. Om detta leder till lägre produktpriser samtidigt som nominallönerna inte förändras kommer ekonomin att röra sig uppåt längs kurvan D i diagram F2 från punkt c till exempelvis punkt d med en sysselsättning, N_1 , som är

Diagram F2.

Registrerad produktivitetsoökning på grund av minskad sysselsättning



lägre än den i utgångsläget, N_0 . Företagen vill nu anställa färre personer till den högre reallönen.

Om produktionen kännetecknas av avtagande marginalproduktivitet kommer resultatet att bli att arbetskraftens marginella och genomsnittliga produktivitet ökar. Detta kan exempelvis bero på att mängden kapitalutrustning per anställd nu är större.¹⁶ En höjning av den registrerade produktiviteten kan enligt denna modell också uppkomma om exempelvis löntagarorganisationernas förhandlingsstyrka ökar av något annat skäl än att sysselsättningen stiger. Lönesättningskurvan kommer i ett sådant fall att förskjutas uppåt och vi kan även då hamna i exempelvis punkt d, med en minskad sysselsättning men en ökad marginell och genomsnittlig produktivitet. Omvänt leder en högre efterfrågan till höjda produktpriser. Om de nominella lönerna inte ökar i samma utsträckning minskar reallönen, sysselsättningen stiger och produktiviteten faller.

¹⁶ I en väl fungerande ekonomi kommer efter en tid de nominella lönerna att anpassas nedåt varvid ekonomin återvänder till c samtidigt som sysselsättningen ökar och marginell (och genomsnittlig) produktivitet minskar.

OFÖRÄNDRAD BNP-PROGNOS

BNP bedöms i huvudscenariot öka med ca 2 procent 1997. Nettoexportens bidrag till tillväxten är positivt om än inte av samma storleksordning som under senare år. Den privata konsumtionen ökar snabbare än under fjolåret. Investeringar och offentlig konsumtion utvecklas däremot svagt.

BNP bedöms öka med ca 3 procent 1998 och drygt 3 procent 1999.

Under 1998 och 1999 bedöms tillväxten i BNP öka i takt med att den offentliga konsumtionen börjar växa något och att investeringarna vänder uppåt. Samtidigt bedöms den privata konsumtionen komma att öka något snabbare än under de senaste åren.

Sammantaget innebär detta att BNP bedöms öka med ca 3 procent 1998 och drygt 3 procent 1999. BNP-prognosen för dessa år är alltså i stort sett oförändrad jämfört med den föregående inflationsrapporten.

HÖGA LÖNEÖKNINGAR TROTS SVAG ARBETSMARKNAD

I oktober var den öppna arbetslösheten knappt 7 procent. Det innebar drygt 40 000 färre arbetslösa än samma månad förra året.

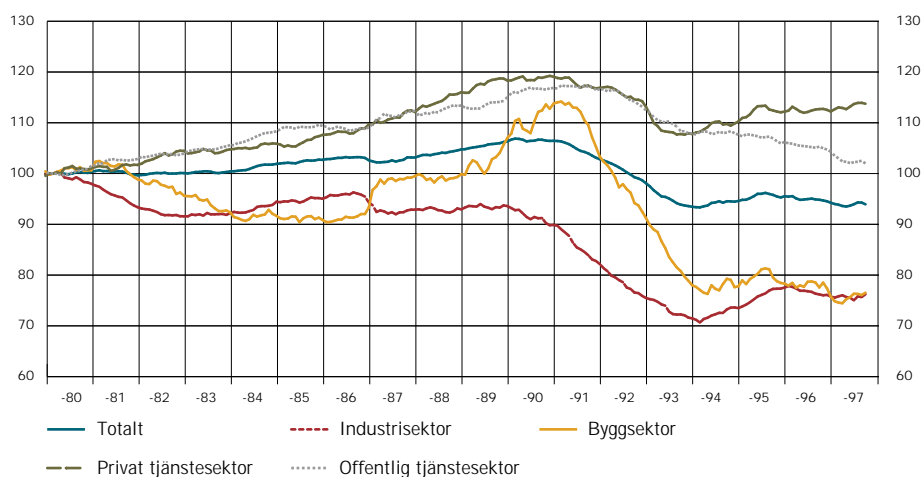
I oktober var den öppna arbetslösheten knappt 7 procent. Det innebar drygt 40 000 färre arbetslösa än samma månad förra året. Förbättringen beror dock i allt väsentligt på att arbetskraftsdeltagandet har fallit och inte på att sysselsättningsläget har förbättrats. Allt fler har sedan sommaren lämnat arbetskraften för att utbilda sig. I oktober minskade arbetskraften med 115 000 personer; sådana kraftiga minskningar har inte registrerats sedan 1993.

Minskningen av arbetslösheten berodde på att allt fler lämnade arbetskraften.

Sysselsättningen i den privata sektorn, exklusive byggnadsindustrin, har trendmässigt vuxit sedan 1993. Efter en mindre avmattning under främst 1996 har antalet sysselsatta åter börjat öka. Den offentliga sysselsättningen har alltsedan 1991 minskat. Denna nedgång är så kraftig att den överskuggar sys-

Diagram 10.

Sysselsatta personer.
Säsongrensade tre-
månaders glidande
medeltal.
Index: tredje kvartalet
1980=100



Källa: SCB.

selsättningsuppgången under de senaste åren i den privata sektorn. Därmed har den sammantagna sysselsättningsutvecklingen varit svag (se diagram 10).

Även antalet arbetade timmar har minskat, med 1,5 procent under första halvåret 1997 jämfört med förra året. Arbetade timmar per vecka har dock varit oförändrat under perioden juli–oktober.

Det finns tecken på att arbetsgivare och arbets-sökande har svårigheter att finna varandra.

Det finns tecken på att arbetsgivare och arbets-sökande har svårigheter att finna varandra. Antalet kvarstående lediga platser ökar t.ex. ungefär lika mycket som nyanmälningarna. En orsak till detta kan vara att den kompetens som efterfrågas inte finns bland de arbetslösa och att företagen därför inte kan fylla de uppkomna vakanserna. Det framgår också av Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer i september att bristen på tekniska tjänstemän i industrin och personal med branschspecifik kompetens inom dataföretag och uppdragsverksamheten har ökat.

Under de två närmaste åren bedöms sysselsättningen, främst inom den privata sektorn, öka i takt med att inhemsk efterfrågan förstärks. Sysselsättningstillväxten i kombination med fortsatta arbetskraftssänkande åtgärder medför att arbetslösheten bedöms minska relativt snabbt. De utbildningsats-

ningar som har genomförts – och minskat arbetskraften – kan medföra att den strukturella arbetslösheten faller något, såsom den beräknas utifrån faktisk arbetslöshet. Erfarenheter från bl.a. Danmark visar att inflationstrycket inte automatiskt tilltar på kort sikt om det är svaga grupper på arbetsmarknaden, t.ex. långtidsarbetslösa, som deltar i sådana åtgärder.¹⁷

Flera studier indikerar att den strukturella arbetslösheten i Sverige har ökat under senare år.¹⁸ En indikator på detta är att reallönerna de senaste åren har stigit trots att arbetslösheten har varit hög.

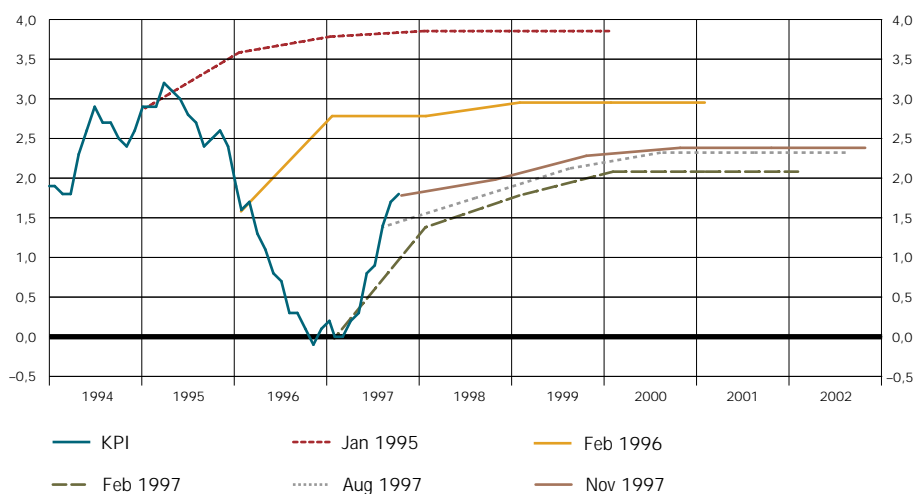
Lägre inflationsförväntningar inför den kommande avtalsrörelsen medför att samma förväntade reallöneutveckling nu kan uppnås med nominella löneökningar som är ca 1,5 procentenheter lägre än 1995.

För stora delar av arbetsmarknaden löper nu gällande löneavtal ut vid årsskiftet 1997/1998 eller under början av 1998. Förutsättningarna inför den kommande avtalsrörelsen skiljer sig i flera avseenden från den förra avtalsrörelsen 1995. En av de viktigaste skillnaderna är lägre inflationsförväntningar. Samma för-

17 Se OECD Country Studies 1996, Danmark och Nickell, S. (1997), "Unemployment and Labor Market Rigidities: Europe versus North America", Journal of Economic Perspectives, vol 11, No. 3.

18 Se Inflationsrapport 1997:3 för en diskussion om strukturell arbetslöshet.

Diagram 11.
Inflation och inflationsförväntningar hos arbetstagarorganisationer.
Procent



Källor: SCB, Prospera Research och Riksbanken.

väntade reallöneutveckling kan således uppnås med nominella löneökningar som är ca 1,5 procentenheter lägre än vad avtalsrörelsen 1995 gav.

Vidare bedöms vinstmarginalerna i näringslivet bli lägre 1997 än 1995, vilket delvis beror på att kronan har stärkts. Detta bör också bidra till en lägre löneutveckling.

Sedan den föregående inflationsrapporten presenterades har bl.a. LO och en del av dess medlemsförbund formulerat sina avtalskrav inför den kommande avtalsrörelsen. Enligt LO motsvarar lönekravet i genomsnitt en löneökning på 3,7 procent för det egna avtalsområdet. Inom några mindre områden har också nya avtal undertecknats.

Lönerna inklusive löneglidning bedöms stiga med ca 4 procent per år under 1998 och 1999.

Lönerna stiger troligen med ca 4 procent 1997. För 1998 väntas lägre inflationsförväntningar samt lägre vinstmarginaler i näringslivet bidra till att hålla tillbaka löneutvecklingen jämfört med utvecklingen 1996. Samtidigt drar dock den stigande efterfrågan på arbetskraft i kombination med svårigheter att rekrytera efterfrågad kompetens i motsatt riktning. Mot denna bakgrund bedöms lönerna inklusive löneglidning stiga med ca 4 procent per år under 1998 och 1999. Tillsammans med den antagna produkti-

vetetstillväxten innebär detta att arbetskraftskostnaden per producerad enhet (ULC) förutses stiga de kommande två åren (se diagram 12). Detta innebär ett tryck uppåt på inflationstakten. Lägre löneökningar skulle medföra ett lägre inflationstryck och möjliggöra en större sysselsättningsökning än bedömningen i huvudscenariot. Jämfört med förra inflationsrapporten innebär de bedömningar som nu görs av löner och produktivitet en viss upprevidering av tillväxten i ULC.

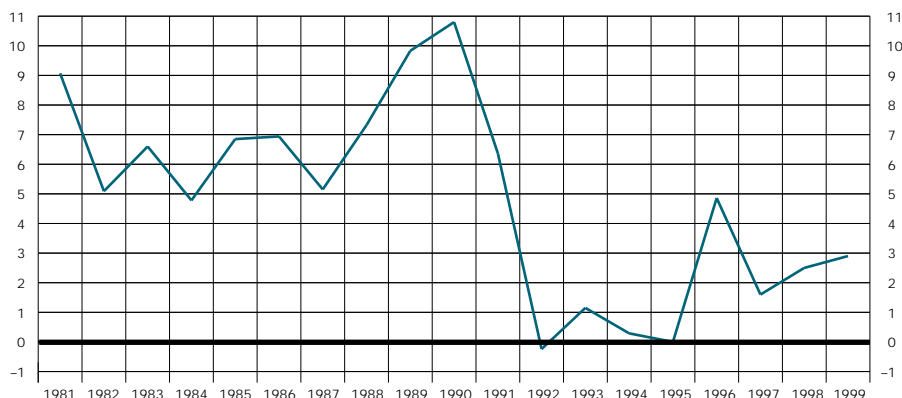
Utvecklingen på arbetsmarknaden och den förutsedda konjunkturuppgången medför en ökad sysselsättning, främst inom den privata sektorn, under de kommande två åren. Produktivtetsutvecklingen bedöms avta, vilket tillsammans med löneutvecklingen medför stigande arbetskraftskostnader per producerad enhet. Detta innebär ett tryck uppåt på inflationstakten.

PRODUKTIONSGAPET SLUTS GRADVIS

Produktionsgapet definieras som skillnaden mellan faktisk och potentiell produktion. Den potentiella produktionsförmågan bestäms av olika faktorer, som demografi, tekniska framsteg samt olika marknadens funktionssätt, och förändras endast gradvis. Avvikelser mellan faktisk och potentiell BNP uppkommer därför på kort sikt främst som ett resultat av fluktuationer i efterfrågan. I en normal konjunkturuppgång kommer aktiviteten i ekonomin att förr eller senare

Diagram 12.

Arbetskraftskostnader per producerad enhet, hela ekonomin.
Årlig procentuell förändring



Anm. Utvecklingen från 1997 till 1999 är Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken.

nå en gräns där ett ökat utnyttjande av produktionsresurserna leder till ett inflationstryck.

I en normal konjunkturuppgång kommer aktiviteten i ekonomin att förr eller senare nå en gräns där ett ökat utnyttjande av produktionsresurserna leder till ett inflationstryck.

Produktionsgapet är inte direkt observerbart, utan måste beräknas. Sådana beräkningar är behäftade med osäkerhet. Sambandet mellan inflationen och produktionsgapet kan också vara komplicerat. Det kan inte uteslutas att produktionsgapets förändring, såväl som dess storlek, påverkar inflationsutvecklingen. Inflationen kan därmed påverkas även av hur snabbt ett gap sluts eller vidgas; i en kraftig konjunkturuppgång kan alltså flaskhalsar uppstå i ett förhållandevis tidigt skede. Sammantaget innebär detta att skattningar av produktionsgapet ska ses som ett komplement till övrig statistik som avspeglar efterfråge- och utbudsförhållandena i ekonomin.

Revideringen av nationalräkenskaperna har resulterat i att det beräknade gapet vidgats något mellan första och andra kvartalet. Storleken på produktionsgapet under andra kvartalet uppskattas till mellan -1,4 och -4,4 procent beroende på vilken metod som används (se diagram 18 i bilagan).

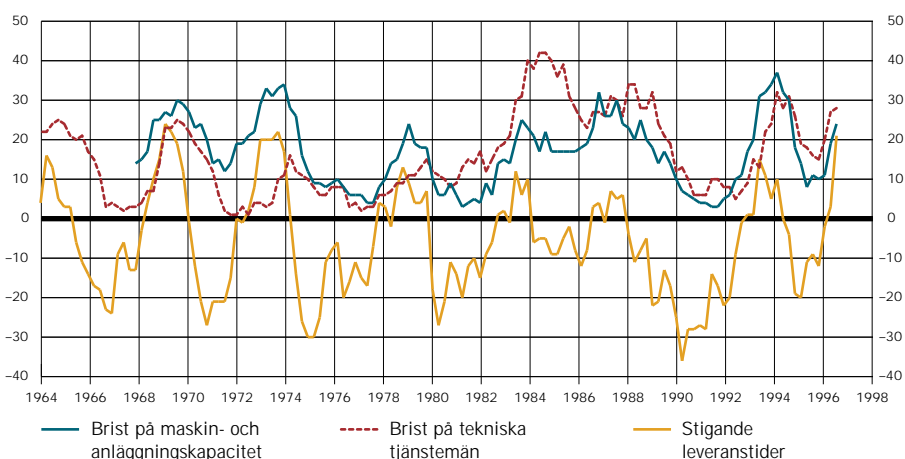
Kapacitetsutnyttjandet inom industrin är historiskt sett högt, 87,9 procent under andra kvartalet enligt SCB, och har så varit under en längre tid (se diagram 4 i bilagan). Samtidigt har inflationen varit låg de senaste åren. Tillsammans indikerar detta att siffrorna bör tolkas med viss försiktighet. På senare tid noteras emellertid ytterligare en viss uppgång av kapacitetsutnyttjandet.

Konjunkturbarometern för tredje kvartalet tyder på att tillgången på lediga resurser i tillverkningsindustrin minskade mellan andra och tredje kvartalet. Andelen företag som återopade bristande produktionsfaktorer som främsta begränsande sektor för ökad produktion steg från 29 till 34 procent. Ännu finns det ingen generell brist på arbetskraft, men allt fler företag börjar rapportera brist på tekniska tjänstemän. Andelen företag som rapporterar ökad brist på maskin- och anläggningskapacitet ökar i industrin, framförallt i investeringsvarubranschen (se diagram 13).

Ett annat tecken på att kapacitetsutnyttjandet ökar är att allt fler företag anger att de har ökande leveranstider. Hittills förefaller dock ändå trycket att höja priserna vara begränsat. Andelen företag som planerar att höja sina priser kommande kvartal är fortfarande lågt även om en viss uppgång registrera-

Diagram 13.

Andel företag inom tillverkningsindustrin som anger brist på produktionsfaktorer och stigande leveranstider. Procent



Källa: Konjunkturinstitutet.

des under andra kvartalet 1997, framförallt i insatsvaruindustrin.

I huvudscenariot – och med en potentiell tillväxt på drygt 2 procent – kommer produktionsgapet att slutas under senare delen av 1999.

När resultaten av de olika produktionsgapsskattningarna vägs ihop med information om kapacitetsläget i ekonomins olika sektorer bedöms överskottskapaciteten i ekonomin som helhet uppgå till omkring 2 procent av BNP. I huvudscenariot – och med en potentiell tillväxt på drygt 2 procent – kommer därmed produktionsgapet att slutas under senare delen av 1999.

Kapacitetsutnyttjandet bedöms sammantaget öka under de kommande två åren. Under senare delen av 1999 bedöms överskottskapacitetens återhållande effekt på prisutvecklingen att upphöra.

Temporära effekter på inflationen

Inflationen påverkas också av specifika kostnadsförändringar som inte beror på några allmänna prisökningar på världsmarknaden eller på det inhemska efterfrågeläget. Ett klassiskt exempel är oljeprischockerna under 1970-talet. Liknande inflationsimpulser, som inte har något tydlig koppling till konjunkturläget, kan komma från finanspolitiken i form av ändrade indirekta skatter och subventioner. Ett exempel på detta är skattereformen 1990 och 1991, då bl.a. en omfattande växling från direkt till indirekt beskattning genomfördes. Ett problem med dessa olika inflationsimpulser är att de helt eller delvis är temporära. I den mån de är temporära ska de inte heller påverka penningpolitiken.

Bidraget till inflationen från förändringar i nettot av indirekta skatter och subventioner är för tillfället relativt stort.

Bidraget till inflationen från förändringar i nettot av indirekta skatter och subventioner är för tillfället relativt stort och förklarar en betydande del av

ökningen i inflationstakten under det senaste halvåret. I oktober var bidraget ca 1,2 procentenheter till den totala årliga ökningen i KPI som uppmättes till 1,8 procent.

Normalt sett utgår Riksbanken i sin inflationsbedömning från oförändrad finanspolitik. Detta innebär att endast kända förändringar i beskattningen beaktas i inflationsbedömningen. Under 1998 är det framförallt två skatteförändringar som påverkar KPI, dels en indexering av alkoholskatten, dels införandet av en avfallsskatt. Sammantaget beräknas dessa bidra med 0,2 procentenheter till inflationen. Omräkningstalen, som ligger till grund för taxeringsvärdet för egnahem, är till följd av politiska beslut oförändrade 1998 jämfört med 1997. Detta innebär att fastighetsskatten endast marginellt kommer att påverka KPI.

De nu kända förändringarna under 1999 är avskaffandet av ROT-avdraget samt en indexering av vissa punktskatter. Dessa åtgärder beräknas höja KPI med drygt 0,2 procentenheter. För 1999 antas omräkningstalen för taxeringsvärdena för småhus förändras enligt gällande regler, vilket innebär att taxeringsvärdena skrivs upp med prisutvecklingen på småhus mellan 1997 och 1998. Mellan nämnda år antas småhuspriserna stiga med ca 10 procent, vilket genererar ytterligare knappt 0,2 procentenheter i bidrag till KPI. Den sistnämnda effekten brukar inte betraktas som temporär.¹⁹

I mars 1997 var den årliga minskningen av egnahemsägares räntekostnader för första gången, sedan april 1995, mindre än månaden innan. I oktober var bidraget -0,9 procentenheter till den årliga ökningen av KPI. Den negativa förändringstakten beräknas successivt avta och försvinna till 1999. Räntekostnadernas bidrag till KPI:s förändring bedöms till -0,5 procentenheter 1998 och till -0,1 procentenheter 1999.

19 I Riksbankens samtliga mått på underliggande inflation exkluderas bl.a. räntekostnader för egnahemsägare samt förändringar i indirekta skatter och subventioner till följd av politiska beslut. Detta innebär att de förändringar i fastighetsskatten som beror på ändrade taxeringsvärden inte avräknas vid beräkningarna av den underliggande inflationen.

Förändringar i indirekta skatter, subventioner och räntekostnader har en begränsad effekt för KPI-bedömningen 1998 och 1999.

Sammantaget har alltså förändringar i indirekta skatter, subventioner och räntekostnader en begränsad effekt för KPI-bedömningen 1998 och 1999. Det handlar om 0,0 procentenheter 1998 och 0,4 procentenheter 1999, varav endast 0,2–0,3 procentenheter 1999 är att betrakta som temporära. Indirekta skatter, subventioner och räntor förutses sammantaget stiga långsammare än prisökningar för övriga varugrupper som ingår i KPI.²⁰

Inflationsförväntningar

Inflationsförväntningar intar en central roll i prisbildningsprocessen. Prisförväntningarnas kanske viktigaste kanal går via lönebildningen (se löneavsnittet ovan). Men även prissättningen inom andra områden påverkas i olika uträkning av den förväntade inflationsutvecklingen. I detta avsnitt redovisas inflationsförväntningar så som de kan avläsas i terminsräntor och i olika enkäter.

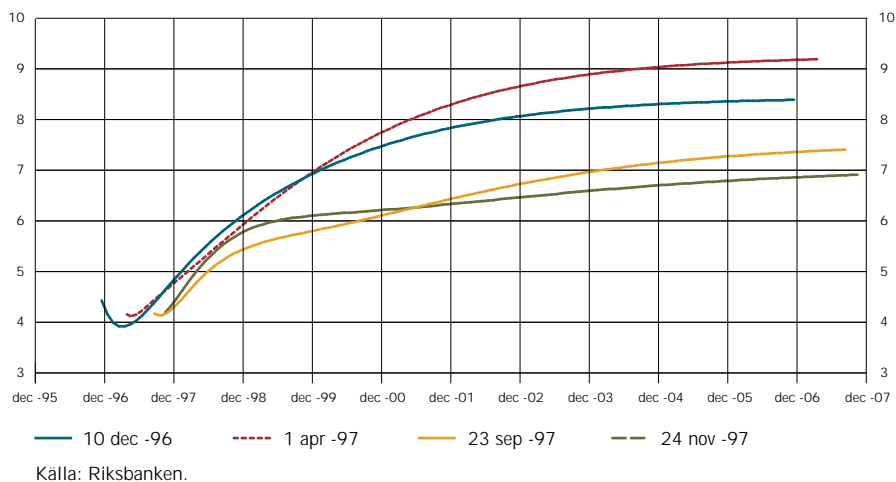
FÖRVÄNTNINGAR OM HÖJD REPORÄNTA
Inflationsförväntningar beror bl.a. på vilken penningpolitik som förväntas råda. Genom att studera terminsräntor går det att få en uppfattning om de finansiella placerarnas förväntningar om den framtida inflationen och penningpolitiken.

De kortaste implicita terminsräntorna indikerar placerarnas förväntningar om reporäntan. Sedan den senaste inflationsrapporten har marknadsaktörernas förväntningar förändrats. Enligt de implicita terminsräntekurvorna har förväntningar om en höjning av reporäntan flyttats närmare i tiden. I september indikerade prissättningen på penningmarknaden en reporäntehöjning under första kvartalet 1998. Nu tycks det finnas förväntningar om en penningpolitisk åtstramning redan runt årsskiftet (se också kapitel 1 och diagram 14).

Den medelfristiga terminsräntan (ca ett till två år) påverkas dels av inflationsförväntningar, dels av förväntningar om penningpolitiska åtgärder. När

20 Se vidare resonemanget om underliggande inflation sid. 31.

Diagram 14.
Implicita terminsräntor.
Effektiv årsränta, procent



inflationförväntningarna stiger leder detta till förväntningar om att de monetära förhållandena kommer att stramas åt (bli mindre expansiva) via stigande realräntor.²¹ Studier visar på att mindre än hälften av rörelserna i den ettåriga terminsräntan speglar fluktuationer i inflationförväntningar och resten förväntningar om förändringar i realräntan.²² Sedan förra inflationsrapporten har den medelfristiga terminsräntan gått upp med ca 0,4 procentenheter. Detta kan alltså vara en indikation på såväl ökade inflationförväntningar som en förväntad högre realränta.

Den långa terminsräntan avspeglar hur förtroendet för den ekonomiska politikens inriktning på prisstabilitet utvecklar sig. Men eftersom en del av förändringarna i de långa terminsräntorna också beror på internationella trender är det lämpligare att använda t.ex. den långa terminsräntedifferensen mot Tyskland som "förtroendeindikator". Mätt på detta sätt, ökade förtroendet för prisstabilitet under våren och sommaren 1997. Under de senaste månaderna har differenserna i de långa terminsräntorna i stort sett varit oförändrade.

Terminsräntorna indikerar en åtstramning av penningpolitiken och möjligen också en viss uppgång i inflationförväntningarna på ett till två års sikt.

De förändringar som skett i ränteläget sedan den förra inflationsrapporten och som säger något om den väntade inflationen är förhållandevis små. Terminsräntorna indikerar en åtstramning av penningpolitiken och möjligen också en viss uppgång i inflationförväntningarna på ett till två års sikt, samtidigt som det mer långsiktiga förtroendet förefaller ha förbättrats något.

ENKÄTERNA ANTYDER HÖGRE INFLATIONSFÖRVÄNTNINGAR 1999

I fördjupning "Hushållens inflationförväntningar" analyseras hushållens inflationförväntningar. Slutsatsen är att förväntningarna förefaller vara en god indikator på den framtida inflationen på kort sikt. Hushållens inflationförväntningar har under senare år pendlat inom Riksbankens toleransintervall på 1

till 3 procent. En påtaglig stabilisering har skett i förväntningarna på längre sikt. För närvarande förväntas inflationen uppgå till 1,5 procent under de närmaste tolv månaderna. Hushållens goda prognosförmåga, enligt resultaten i fördjupningen, och de låga förväntningarna i dagsläget indikerar en måttlig inflation under det kommande året.

Inflationförväntningar har, efter att ha fallit flera år i rad, stabiliserats under 1997. Den sista tiden har en mindre uppgång noterats.

Andra aktörers inflationförväntningar har, efter att ha fallit flera år i rad, stabiliserats under 1997. Den sista tiden har en mindre uppgång kunnat skönjas (se diagram 16 och tabell 2 i bilagan).

Enligt Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer i september var inflationförväntningarna på ett års sikt inom industrisektorn 1,8 procent och inom tjänstesektorn 1,5 procent. Båda dessa är 0,3 procentenheter högre jämfört med undersökningen i juni.

Aragons kvartalsvisa undersökning i november visar att obligationsmarknadens inflationförväntningar på två och fem års sikt är 2,2 respektive 2,5 procent. Detta är en uppgång med 0,2 respektive 0,1 procentenheter sedan augusti. Under det senaste halvåret har obligationsmarknadens förväntningar på två års sikt stigit med ca 0,5 procentenheter.

Prosperas undersökning i november av inflationförväntningarna bland aktörer på arbets-, varu- och penningmarknaderna visar att samtliga aktörer justerat upp såväl inflationförväntningarna som förväntade löneökningar för de närmaste åren med några tiondels procentenheter.

Externa bedömares inflationsprognoser är marginellt uppreviderade sedan tidpunkten för föregående inflationsrapport. De genomsnittliga prognoserna för 1997, 1998 och 1999 uppgick i november

21 På motsvarande sätt leder lägre inflationförväntningar till förväntningar om en lättare penningpolitik i form av lägre realräntor.

22 För en mer utförlig diskussion se Dillén, H. & Hopkins, E., "Forward Interest Rates and Inflation Expectations: The Role of Regime Shift Premia and Monetary Policy", kommande arbetsrapport.

till 0,9, 2,1 respektive 2,3 procent. Flera av dessa prognoser är baserade på antaganden om förändrad penningpolitik.

Den registrerade uppgången i inflationsförväntningarna är i huvudsak naturlig och ska ses i ljuset av att den tidsperiod som inflationsförväntningarna omfattar allt tydligare karakteriseras av en stigande aktivitetsnivå i ekonomin.

Sammanfattningsvis är inflationsförväntningarna låga och i huvudsak i linje med inflationsmålet, men har i de flesta mätningar stigit något under den senaste tiden. De finansiella placeringarna förutser en relativt snar åtstramning av penningpolitiken.

HUSHÅLLENS INFLATIONSFÖRVÄNTNINGAR

I hushållens inköpsplaner (HIP) har SCB sedan 1979 frågat svenska hushåll om deras förväntningar om inflationstakten under de kommande tolv månaderna. Sedan 1993 görs denna undersökning månadsvis.

Under huvuddelen av perioden från 1979 hade Sverige fast växelkurs. Bytet av penningpolitisk regim 1993 kan mycket väl ha påverkat informationsinnehållet i inflationsförväntningarna, så att de nu i högre grad återspeglar hushållens förtroende för inflationsmålet.

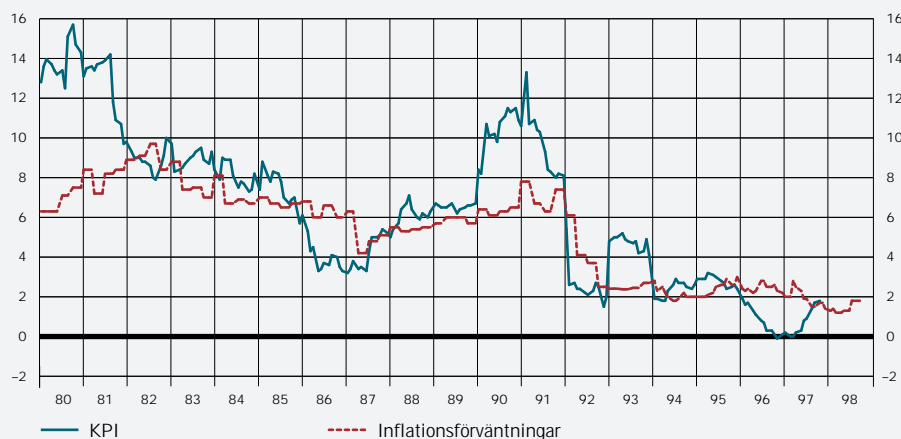
Det är svårt att göra långsiktiga inflationsprognoser. Det är därför anmärkningsvärt hur väl hushållens inflationsförväntningar fångar såväl inflationens trend som nivå. I diagram F3. visas inflationsförväntningarna och det faktiska utfallet ett år senare. De betydande avvikelser som trots allt har noterats hänförs i huvudsak till stora oväntade skift i prinsnivån. I början av 1980-

talet devalverades kronan vid två tillfällen och 1979 och 1986 steg respektive föll oljepriset kraftigt. Under dessa perioder uppvisar hushållens förväntningar betydande prognosfel.

Hushållen förefaller inte heller ha insett skattereformens effekter (1990–91) på konsumentpriserna. Det är dock intressant att notera att den höga inflationstakten korrekt identifierades som tillfällig och inte föranledde någon upprevidering. Under våren 1991 reviderade hushållen istället ner sin inflationsbedömning från 7,4 till 4,1 samtidigt som den registrerade inflationen låg kvar över 10 procent. Under våren 1992 föll den faktiska inflationen från 8,1 till 2,2 procent.

Som framgår av diagrammet var också den kraftiga nedgången under 1996 i huvudsak oväntad. Detta drabbade som bekant inte bara hushållen utan de fles-

Diagram F3.
Hushållens inflationsförväntningar ett år tidigare och faktiskt utfall för inflationen. Procent



Källa: SCB.

ta inflationsbedömare. I augusti 1996 var dock hushållens inflationsbedömning 1,5 procent, vilket också blev utfallet i augusti 1997.

En enkel prognosekvation baserad på hushållens förväntningar "laggade" fyra kvartal samt ett intercept kan förklara 66 procent av variationen i inflationstakten (mätt som tolv månaderstal).²³

$$\pi_t = \underset{(-0.94)}{-0.84} + \underset{(7.11)}{1.26} \pi_{t-4}^e + \varepsilon_t \quad \bar{R}^2 = 0.66$$

där π och π^e är faktisk respektive förväntad inflation.

Interceptet är inte signifikant och koefficienten framför förväntad inflation är inte signifikant skild från ett. Detta kan tolkas som att hushållens förväntningar är "väntevärdesriktiga", d.v.s. inte har någon tendens till över- eller underskattning.

Hushållens förväntningsbildning förefaller också i

hög grad ha varit framåtblickande. Det är inte så att hushållen enbart framskriver den faktiska historiska inflationstakten. En motsvarande ekvation baserad enbart på den "laggade" inflationstakten har ett förklaringsvärde på endast 18 procent. Givet inflationsförväntningarna bidrar den historiska inflationen inte med någon ytterligare information. Ett formellt statistiskt test på detta (ett s.k. Granger-kausaltestet) bekräftar att det är den förväntade inflationen som leder inflationen och inte tvärtom.²⁴

Slutsatsen man kan dra är således att hushållens förväntningar historiskt varit rationella, framåtblickande och – med vissa viktiga undantag – mycket träffsäkra.

23 Ekvationen innehåller överlappande data vilket kan skapa problem med inferensen. Standardfelet har därför justerats med den s.k. Newey-West-metoden.

24 I Baumgartner, Ramaswamy och Zettergren (1997) utvärderas ett antal tidsseriernas användbarhet som inflationsindikatorer. Slutsatsen är att hushållens förväntningar, liksom monetära aggregat, tillhör de bästa indikatorerna.

Inflationsprognosen

Riksbankens inflationsbedömning baseras på antagandet att reporäntan hålls oförändrad under den kommande tvåårsperioden. Kronan antas appreciera något, och realränteläget är lågt i ett historiskt perspektiv. Sammantaget utgår alltså Riksbankens inflationsbedömning från att effekterna av räntor och växelkurs på ekonomin är expansiva.

Riksbankens inflationsbedömning utgår från att effekterna av räntor och växelkurs på ekonomin är expansiva.

Effekterna av den ekonomiska krisen i Asien och dess återverkningar på världsekonomin är svåra att bedöma i dagsläget. De kraftiga kursfallen i Asien har fått spridningseffekter på aktiebörserna världen över. Sedan slutet av oktober har dock aktiekurserna i USA och Europa återhämtat sig något. De asiatiska börsfallen tycks ha fått mer bestående effekter på kurserna på de nya tillväxtmarknaderna. Huvudscenariot utgår från att den ekonomiska krisen i Asien får begränsade effekter på den svenska tillväxten främst via en något sämre exporttillväxt.

Den internationella inflationen bedöms vara låg under de närmaste två åren. Det innebär att utlandets exportpriser förutses stiga långsamt, en tendens som förstärks av deprecieringen av flera asiatiska länders valutor. Eftersom dessutom den svenska kronan antas appreciera något bedöms inflationstrycket från utlandet bli mycket måttligt.

Bedömningen av *aktivitetsnivån* i svensk ekonomi förändras inte i huvudscenariot jämfört med i septemberrapporten. Det är främst de inhemska efterfrågekomponenterna, privat konsumtion och investeringar, som bedöms ge ökande bidrag till tillväxten medan bidragen från nettoexporten avtar. I huvudscenariot bedöms tillväxten bli ca 3 procent 1998 och drygt 3 procent 1999.

Den främsta anledningen till att denna relativt gynnsamma tillväxtbana bedöms vara förenlig med en förhållandevis återhållsam prisutveckling är att det fortfarande finns gott om lediga resurser i ekonomin och att produktiviteten ökar. Efterfrågan i den svenska ekonomin bedöms dock växa snabbare än den potentiella tillväxten. En allt större del av den svenska ekonomins lediga resurser kommer därmed att tas i anspråk och kapacitetsutnyttjandet stiger. Inte

heller när det gäller produktionsgapet i vid mening har bedömningen ändrats sedan i september men tidsperspektivet har förskjutits ett kvartal framåt. Någon gång under slutet av 1999 bedöms det inte längre i ekonomin som helhet finnas ledig kapacitet. Skattningar baserade på de senaste nationalräkenskapsiffrorna antyder visserligen ett något större produktionsgap. Å andra sidan har kapacitetsutnyttjandet mätt på andra sätt stigit.

Den främsta anledningen till att den relativt gynnsamma tillväxten bedöms vara förenlig med en förhållandevis återhållsam prisutveckling är att det fortfarande finns gott om lediga resurser i ekonomin och att produktiviteten ökar.

Det är inte bara produktionsgapets storlek som är av betydelse för inflationsutvecklingen, även dess förändringstakt är viktig. Den stigande efterfrågan och det krympande produktionsgapet bedöms gradvis komma att öka inflationstrycket i ekonomin under de närmaste åren. Detta är naturligt i en situation när konjunkturläget stärks.

Under hösten har stigande bristtal börjat noteras i flera industribranscher, bl.a. ökar leveranstiderna och bristen på tekniska tjänstemän. Samtidigt är andelen företag som planerar prishöjningar fortfarande låg. Det är sannolikt att den ökade investeringsaktiviteten i industrin och övrigt näringsliv kan förhindra att generella överhettningstendenser på grund av bristande anläggningsskapacitet uppstår i den svenska ekonomin i huvudscenariot. En brist-situation i vissa branscher kan dock komma att leda till flaskhalsar och ge spridningseffekter via löne-glidningen.

Eftersom ökningstakten för produktivitetstillväxten under de närmaste åren bedöms avta i samband med aktivitetshöjningen i ekonomin kommer löne-ökningar av den storleksordning som nu förutses troligen att leda till stigande arbetskraftskostnader per producerad enhet. Detta bidrar till att inflations-trycket tilltar. Utvecklingen på arbetsmarknaden tyder också på kvarvarande strukturella problem inom lönebildningen. Detta bekräftas bl.a. av att "matchningen" mellan arbetsökande och kvarstå-

ende lediga jobb tycks ha försämrats. Sedan den förra rapporten har en mindre upprevidering gjorts i arbetskraftskostnaderna per producerad enhet till följd av en förväntad något högre löneökningstakt och något lägre produktivitetstillväxt.

Temporära effekter har under de senaste åren haft stor inverkan på KPI. Under 1997 har effekterna på den genomsnittliga inflationen från höjda skatter och avgifter dock i huvudsak motverkats av nedgången i hushållens räntekostnader för egna hem. Under 1998 och 1999 bedöms bidraget till den genomsnittliga inflationen från indirekta skatter och subventioner vara 0,5 respektive 0,4 procentenheter vilket motverkas av en neddragande effekt från lägre räntor på hushållens bostadslån med 0,5 och 0,1 procentenheter 1998 respektive 1999.

Sammantaget bedöms inflationen stiga under de kommande åren. Årsgenomsnittet bedöms uppgå till ca 1 procent 1997, ca 2 procent 1998 och ca 2,5 procent 1999.

Den samlade bilden av *inflationförväntningarna* såsom de mäts i enkäter, på obligationsmarknaden eller i externa bedömares prognoser är att de har stigit något sedan föregående rapport. Till viss del beror detta på att bedömningarna nu sträcker sig ett kvartal längre fram, och att inflationen naturligen kan förväntas stiga något ju längre in i konjunkturuppgången vi kommer. Flertalet bedömare räknar dock med att inflationsmålet på 2 procent kan komma att överskridas med mellan en kvarts och en halv procentenhet under 1999.

Sammantaget bedöms inflationen stiga under de kommande åren. Detta är inte förvånande i och med att konjunkturen stärks och penningpolitiken fortfarande har en expansiv inriktning. Vid oförändrad reporänta bedöms inflationen, mätt som tolv månaderstal i KPI, uppgå till ca 2 procent i december 1997, mellan 2 och 2,5 procent i december 1998 och runt 2,5 procent i december 1999. Årsgenomsnittet bedöms uppgå till ca 1 procent 1997, ca 2 procent 1998 och ca 2,5 procent 1999. Den underliggande inflationstakten, som den mäts med UND1, väntas öka och uppgå till drygt 2,5 procent i slutet av 1999.

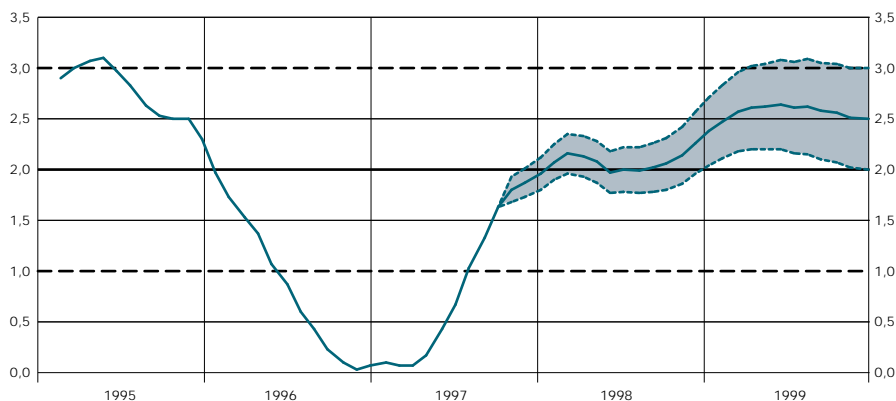
Mättet på underliggande inflation, UND1, illustrerar prisutvecklingen exklusive räntekostnader och effekter av indirekta skatter (förändringar av fastighetsskatten till följd av ändrade taxeringsvärden ingår emellertid i UND1). Detta innebär att UND1 stiger mer än KPI om priserna på de varor och tjänster som omfattas av UND1 ökar i snabbare takt än indirekta skatter och räntekostnader. Detta är också vad som förväntas ske under de närmaste åren.

För 1998 sammanhänger detta med att priserna på de varugrupper som ingår i UND1 förväntas stiga med 2 till 3 procent. Samtidigt antas nettot av indirekta skatter och räntor bli oförändrat under

1998, varför UND1 stiger snabbare än KPI. För 1999 beräknas de varugrupper som ingår i UND1 stiga med 1,5 till 3 procent, medan indirekta skatter och räntor antas stiga med ca 0,5 procent. Detta medför att UND1 stiger mer än KPI även under 1999.

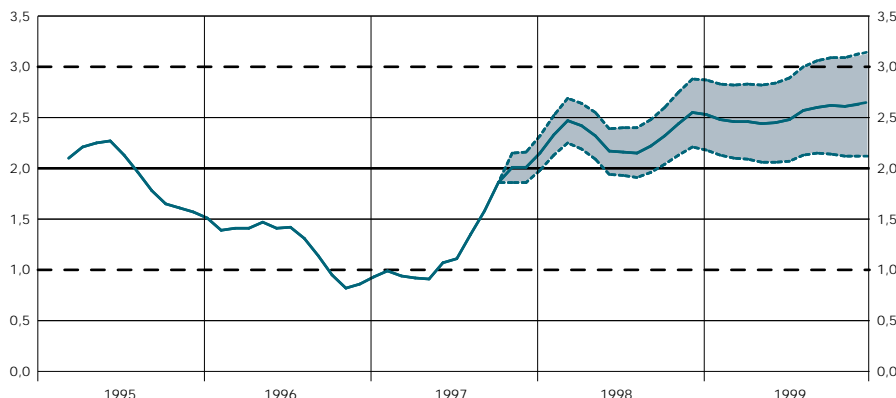
Riksbanken har i denna rapport valt att redovisa en inflationsbana för de närmaste två åren. Syftet är att tydliggöra utvecklingen över tiden och att det med denna bana skall bli lättare att förstå de överväganden som penningpolitiken baseras på. Bedömningar om den framtida utvecklingen är alltid förenade med stor osäkerhet. För att understryka detta

Diagram 15.
Konsumentprisindex med osäkerhetsintervall.
Årlig procentuell förändring, tremånaders glidande medelvärde



Anm. De horisontella linjerna på en resp. tre procent anger Riksbankens toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 16.
UND1 med osäkerhetsintervall.
Årlig procentuell förändring, tremånaders glidande medelvärde



Anm. De horisontella linjerna på en resp. tre procent anger Riksbankens toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.
Källor: SCB och Riksbanken.

anges ett osäkerhetsintervall för inflationsbedömningen. Detta osäkerhetsintervall ger en fingervisning om hur osäker inflationsbedömningen anses vara, men ska inte uppfattas som att inflationen med en exakt angiven sannolikhet kommer att finnas inom bandet. Presentationen av hur osäkra inflationsprognoserna kan uppfattas vara kommer att utvecklas i kommande inflationsrapporter.²⁵

Inflationsbanan visar främst två saker:

- Inflationen har ökat kraftigt sedan i somras. Utvecklingen förklaras främst av höjda indirekta skatter, stigande villapriser samt höjda priser på kläder. Detta motverkades inte på så vis som skedde under 1996 och första halvåret 1997 av fallande räntor.

- Under 1998 och 1999 bedöms en gradvis uppgång i prisökningstakten komma att ske när konjunkturen stärks. Detta framgår tydligare när underliggande inflation studeras.

Alternativa utvecklingsvägar

Den konjunktur- och inflationsbedömning som redovisas i inflationsrapporten är av olika orsaker förenad med osäkerhet. Det är därför viktigt att penningpolitiken också beaktar alternativa utvecklingsvägar.

Ett riskscenario är att *den ekonomiska krisen i Asien* och dess återverkningar på världens börser får mer omfattande effekter på konjunktur och inflation än vad som bedöms i huvudscenariet. Det kan inte uteslutas att de negativa effekterna på svensk export till Asien (via en lägre importefterfrågan) blir större om krisen ytterligare fördjupas i Sydkorea och Japan. Om valutorna i de största asiatiska ekonomierna deprecierar ytterligare kan det försämra den svenska konkurrenskraften, vilket i sin tur kan leda till förlorade marknadsandelar för svenska företag och förstärka en nedgång i den svenska exporten. Motsvarande effekter kan uppkomma om oron mer påtagligt påverkar Latinamerika och Östeuropa.

För att den ekonomiska krisen i Asien ska få betydande effekter på inflationen måste utvecklingen förvärras i en sådan omfattning att den internationella konjunkturen allvarligt försvagas.

Fortsatta börsfall kan inte heller uteslutas. Historiskt har nya marknader, tillväxtmarknader, (emerging markets) drabbats hårdare än marknaderna i andra länder vid global oro. Fortsatta kursfall kan förstärka problemen i t.ex. Sydamerika med ytterligare återverkningar för exporttillväxten i OECD-området. För att den ekonomiska krisen i Asien ska få betydande effekter på inflationen måste dock utvecklingen förvärras i en sådan omfattning att den internationella konjunkturen allvarligt försvagas. I så fall påverkas hela den samlade konjunkturbedömningen.

Det kan inte uteslutas att den långsiktiga produktivitetstillväxten fortfarande är lika låg som under tidigare decennier. I så fall är ekonomins potentiella tillväxtförmåga sämre än i huvudscenariet och det finns då en risk för en starkare inflationsuppgång.

Ett annat riskscenario är en snabbare inflationsutveckling, t.ex. som följd av *en sämre produktivitetstillväxt och högre löneökningar* än i huvudscenariet. Riksbankens utgångspunkt är att den potentiella tillväxttakten i ekonomin är drygt 2 procent, vilket är något högre än på 1970- och 1980-talen. Den kraftiga konjunktursvackan som drabbade svensk ekonomi under början av 1990-talet kan emellertid ha medfört en produktivitetstillväxt av mer tillfällig natur (se fördjupning "Produktivitet, reallöner och arbetslöshet"). Det kan därför inte uteslutas att den långsiktiga produktivitetstillväxten fortfarande är lika låg som under tidigare decennier. I så fall är ekonomins potentiella tillväxtförmåga sämre än i huvudscenariet och det finns då en risk för en starkare inflationsuppgång.

En missbedömning av senare års produktivitetstillväxt innebär också en ökad risk för *alltför höga löne-*

²⁵ En möjlighet är att använda den metodik som har utvecklats inom Bank of England.

ökningar. Om det visar sig att uppgången i produktiviteten är tillfällig, men lönekraven ställs utifrån att den är mer bestående, kan lönerna öka mer än vad som är samhällsekonomiskt rimligt. Orsakerna till att löneökningarna kan bli för höga kan också vara av institutionell karaktär, t.ex. formerna för löneförhandlingarna.

Totalt sett bedöms risken att något av dessa alternativa scenarier realiserar som ungefär lika stor.

Sammanfattningsvis kan det inte uteslutas att utvecklingen i Asien och dess återverkningar på de finansiella marknaderna leder till en markerad försvagning av den internationella konjunkturen, med större dämpande effekter på prisutvecklingen. Det finns också en risk för att en sämre produktivitsutveckling och högre löneökningar leder till högre inflation än i huvudsce- nariet. Totalt sett bedöms risken att något av dessa alternativa scenarier realiserar som ungefär lika stor.

Slutsatser för penningpolitiken

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

PENNINGPOLITIKENS MÅL

Riksbankens uppgift är att värna penningvärdet. Bakom denna målformulering ligger insikten att det är genom att säkra en låg och stabil inflation som penningpolitiken bäst bidrar till att skapa långsiktigt gynnsamma förutsättningar för tillväxt, sysselsättning och välstånd. I Sverige bedrivs penningpolitiken med utgångspunkt från ett inflationsmål. Den årliga ökningstakten i konsumentprisindex ska begränsas till 2 procent, med ett tolerensintervall på ± 1 procentenhet.

Penningpolitiken baseras främst på en bedömning av konsumentprisutvecklingen ett till två år framåt i tiden.

De penningpolitiska åtgärder Riksbanken vidtar påverkar prisutvecklingen i ekonomin med en fördröjning och åtgärderna måste därför vara framåtblickande. Svenska och internationella erfarenheter tyder på att penningpolitiken har sin huvudsakliga effekt på prisutvecklingen på ett till två års sikt. Politiken baseras därför främst på en bedömning av konsumentprisutvecklingen ett till två år framåt i tiden. I fokus står därmed den årliga ökningstakten i konsumentprisindex på denna horisont.

Penningpolitiken avvägs med utgångspunkt från en bedömning av prisutvecklingen i ett rullande "fönster" ett till två år framåt i tiden. I varje inflationsrapport flyttas tidsperspektivet ungefär ett kvar-

tal 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 tiden gått och att siktet nu är inställt ett kvartal längre fram än i den senaste inflationsrapporten. Sedan inflationsrapporten i september har fokus i inflationsbedömningen flyttats fram ett kvartal. Penningpolitiken kommer den närmaste tiden främst att baseras på bedömningen av konsumentprisutvecklingen under första till och med fjärde kvartalet 1999.

Riksbankens uppgift är att avväga styrräntan så att prognosen för den framtida inflationen är i linje med inflationsmålet. Principerna för penningpolitikens avvägning kan formuleras som en enkel tumregel: Om inflationsprognosen – under antagande om oförändrad styrränta – talar för att inflationen kommer att vara i linje med målet på två års sikt är penningpolitiken väl avvägd i nuläget. Om bedömningen visar att inflationen riskerar att överstiga målet är penningpolitiken för expansiv och styrräntan bör då höjas. Om, å andra sidan, inflationen tycks understiga målet är penningpolitiken för stram och styrräntan bör då sänkas.

Förutom ett huvudscenario, som anses vara det mest sannolika, arbetar Riksbanken med ett antal riskscenarier som vägs in i den slutliga bedömningen och därmed också påverkar penningpolitikens uppläggning.

Det är viktigt att understryka att inflationsprognosen i praktiken inte utgörs av enskilda punktskattningar utan av flera scenarier för den framtida inflationsutvecklingen (egentligen en hel fördelning av mer eller mindre sannolika utfall). Förutom ett huvudscenari, som anses vara det mest sannolika, arbetar Riksbanken med ett antal riskscenarier som vägs in i den slutliga bedömningen och därmed också påverkar penningpolitikens uppläggning. Det bör också betonas att även om KPI är Riksbankens målvariabel så finns det skäl att i den praktiska penningpolitiken beakta alternativa mått på inflationen och att ta hänsyn till den information som dessa ger om temporära inslag i prisutvecklingen.

Riksbanken har tidigare framhållit att penningpolitiken och inflationsmålets uppfyllelse bör utvärderas i ett årligt perspektiv. Bakgrunden är att tillfälliga effekter då får en mindre betydelse för utvärderingen samtidigt som det tydligare framgår att det tar tid för penningpolitiken att motverka en oväntad inflationsutveckling.

I detta sammanhang är det viktigt att påpeka att utvärderingen inte begränsas till att avse kalenderår. Istället bör utvärderingsperioden successivt flyttas fram så att utvärderingen alltid gäller fyra angränsande kvartal, oavsett om dessa utgör ett kalenderår eller ej.

Även i ett årligt perspektiv kan den genomsnittliga inflationen dock komma att avvika från 2 procent eftersom osäkerheten är stor bl.a. om penningpolitikens effekter, ekonomins utgångsläge och den framtida utvecklingen. Detta får alltid ett visst genomslag också på de årliga genomsnitten. Under normala omständigheter ska dock dessa avvikelser rymmas inom inflationsmålets toleransintervall.

Det löpande årsgenomsnittet har sedan november 1996 understigit toleransintervallet. Förklaringen till detta är i allt väsentligt den allmänna räntenedgången under de senaste åren, som via kapitalkostnaderna för egna sänkt ökningstakten i KPI markant.

INFLATIONSUTSIKTER

Penningpolitiken fram till nästa inflationsrapport baseras i första hand på bedömningen av konsumentprisernas utveckling under 1999. Denna grundas på den analys av internationell inflation, efterfråge- och utbudsförhållanden, temporära effekter och inflationsförväntningar som redovisats i kapitel 2. Det bör också betonas att Riksbankens inflationsbedömning baseras på det tekniska antagandet att styrrentan hålls oförändrad under den kommande tvåårsperioden.

Den samlade effekten av växelkurs och räntor är i nuläget expansiv. Kronan är undervärderad och bedöms gradvis appreciera några procent i TCW-termen till slutet av 1999. Realränteläget är också lågt i ett historiskt perspektiv. Inflationsbedömningen utgår från en oförändrad kort ränta och en viss reduktion av långräntedifferensen mot Tyskland där räntan antas stiga något.

Sedan föregående inflationsrapport har den realekonomiska bilden inte förändrats i någon påtaglig utsträckning. Nationalräkenskaperna för första halvåret 1997 visar att aktivitetsnivån i den svenska ekonomin blev något lägre än förväntat, men tillväxten i privat konsumtion och export förefaller fortsätta i en stabil takt. Samtidigt bedöms fallet i offentlig konsumtion bromsas upp och investeringarna öka. I de två senaste inflationsrapporterna bedömdes *tillväxten* uppgå till omkring 3 procent 1998 och drygt 3 procent 1999. Denna bedömning kvarstår. Uppgången ser ut att bli relativt jämt fördelad mellan export- och hemmamarknad.

Den stigande efterfrågan och det krympande produktionsgapet leder till att inflationstrycket i ekonomin ökar under kommande år. På *utbudssidan* bedöms den planerade investeringsaktiviteten bidra till att motverka generella överhettningssimpulser till följd av bristande anläggningsskapacitet. Däremot bedöms ökningstakten för produktivitetstillväxten avta i samband med att högkonjunkturen blir alltmer uttalad. Detta leder tillsammans med antagna löneökningar på ca 4 procent inklusive löneglidning till stigande arbetskraftskostnader per producerad enhet.

Den stigande efterfrågan och det krympande produktionsgapet leder till att inflationstrycket i ekonomin ökar under kommande år.

Finanspolitikens roll för den framtida utvecklingen måste också understrykas. Under de senaste åren har finanspolitiken ökat utrymmet för penningpolitiken genom att efterfrågan hållits tillbaka och förtroendet för den ekonomiska politiken återställt. Bedömningen utgår från att konsolideringen av statsfinanserna fortsätter enligt fastlagda planer. Därmed får penningpolitiken ett stöd. Finanspolitikens direkt återhållande effekt på efterfrågan bedöms dock under 1998 och 1999 inte bli lika stor som under senare år.

I det rådande konjunkturläget är det särskilt viktigt att *inflationförväntningarna* förankras kring inflationsmålet. En tydlig uppgång i inflationförväntningarna skulle vara en källa till oro, särskilt mot bakgrund av avtalsrörelsen. Inflationförväntningarna, som de mäts i olika enkäter, på obligationsmarknaden och enligt externa bedömares prognoser, ligger i linje med riksbankens inflationsmål 1998, men förväntningarna tycks vara inställda på att målet kan komma att överskridas något under 1999.

Inflationförväntningarna hos arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer är inför den kommande avtalsrörelsen ca 1,5 procent lägre än inför avtalsrörelsen 1995. Det är ett positivt tecken som bör leda till att löneavtalen sluts på lägre nivåer när avtalen på arbetsmarknaden förhandlas om. En samlad bedömning av hur löneökningar och produktivetsförändringar påverkas av huvudscenariots konjunkturförlopp innebär dock att produktionskostnaderna bedöms bidra till att inflationstrycket tilltar.

Årsgenomsnittet för inflationen mätt med KPI bedöms bli ca 1 procent 1997, ca 2 procent 1998 och ca 2,5 procent 1999.

Sammanfattningsvis bedöms inflationen stiga något under 1998 och 1999 i takt med att konjunkturåterhämtningen befästs och givet den expansiva inriktning – med låg ränta och svag krona – penningpolitiken haft den senaste tiden. Med oförändrad repo-

ränta bedöms årsgenomsnittet för inflationen mätt med KPI bli ca 1 procent 1997, ca 2 procent 1998 och ca 2,5 procent 1999. De temporära effekterna på inflationen bedöms bli försumbara under 1998 och ge ett visst bidrag 1999. Den underliggande inflationen väntas också öka och uppgå till drygt 2,5 procent i slutet av 1999. Jämfört med inflationsprognosen i september innebär detta en mindre upprevidering för 1999 främst till följd av högre lönekostnader och lägre produktivitet. Viktigare för penningpolitiken är i praktiken att tidsperspektivet förskjutits framåt ett kvartal, vilket medför att inflationsprognosen nu innefattar en period med ett något högre kapacitetsutnyttjande och inflationstryck.

PENNINGPOLITIKENS UTFORMNING

Penningpolitiken kommer den närmaste tiden att utformas med siktet inställt på prisutvecklingen främst under 1999. Inflationsmålet på 2 procent kommer troligen att överskridas under 1999 om reporäntan hålls oförändrad. Detta aktualiserar frågan om inte penningpolitiken gradvis måste läggas om och ges en mindre expansiv riktning.

Penningpolitiken måste föras med försiktighet med tanke på den osäkerhet som finns i bedömningen av den framtida inflationstakten. En sådan osäkerhetsfaktor är den finansiella oron i Asien och de effekter den kan få både på den internationella och svenska konjunkturutvecklingen. Riksbankens preliminära bedömning är dock att den hittillsvarande utvecklingen inte kommer att påverka tillväxt- och inflationsutsikterna i Sverige mer än marginellt. Ett svagare scenario där tillväxten blir något lägre kan dock inte uteslutas. Det skulle leda till en något mer dämpad inflation.

En annan typ av osäkerhet hänger samman med ekonomins utbudssida. Produktionsgapet och den potentiella tillväxten i ekonomin är som alltid svårbedömda. Riksbanken uppskattar i dagsläget den outnyttjade kapaciteten i ekonomin till omkring 2 procent av BNP. Om den produktivetsökning vi sett under senare tid är tillfällig kan den potentiella tillväxtförmågan vara lägre än 2 procent. Om produk-

tivitetsuppgången under senare tid är av mer tillfällig natur men avtalsrörelsen baseras på att den är mer permanent kan det innebära ett tryck uppåt på prisökningstakten. Det gör det svårare att få till stånd en önskvärd uppgång i sysselsättningen. Dessa båda alternativa scenarier bedöms vara ungefär lika troliga.

Mot bakgrund av lönekostnadernas dominerande roll för kostnadsutvecklingen i ekonomin är det oundvikligt att den pågående lönerörelsen påverkar penningpolitikens uppläggning. Låga respektive höga löneavtal påverkar inflationsförutsättningarna och får därmed effekter på penningpolitiken. Samtidigt förtjänar det att understrykas att räntesänkningar och räntehöjningar i alla industriländer är naturliga inslag i penningpolitiken över konjunkturcykeln, oberoende av lönebildningssystem.

Räntesänkningar och räntehöjningar är i alla industriländer naturliga inslag i penningpolitiken över konjunkturcykeln, oberoende av lönebildningssystem.

I den konjunkturfas som svensk ekonomi nu befinner sig i är det viktigt att penningpolitiken inte är expansiv alltför länge. Penningpolitiken måste läggas om i

mindre expansiv riktning i god tid innan produktionsgapet sluts, med tanke på den eftersläpning som penningpolitikens verkan är förknippad med. En sådan ändring av penningpolitiken kommer under de närmaste åren att något dämpa ekonomins expansion men resultatet är bättre förutsättningar för en mer långvarig produktions- och sysselsättningsuppgång.

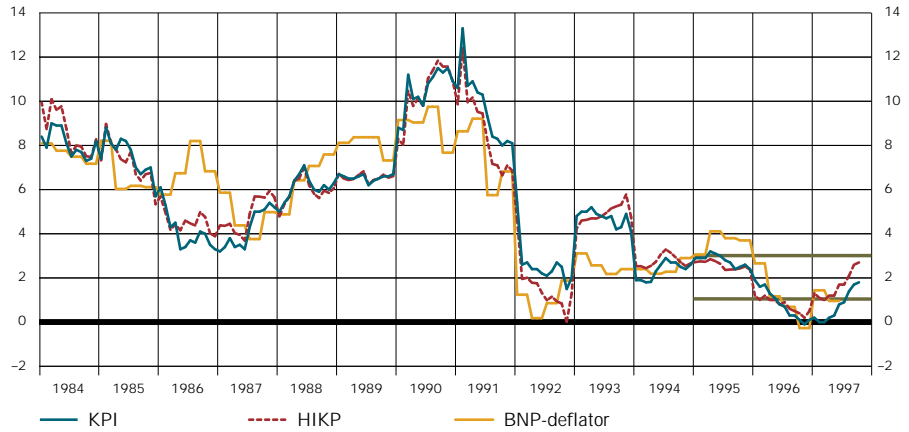
Penningpolitiken måste läggas om i mindre expansiv riktning i god tid innan produktionsgapet sluts.

Om Riksbanken skulle vänta för länge med att lägga om penningpolitiken riskerar inflationstrycket att bli för starkt. Företag och hushåll kan då börja vänja sig vid en högre inflationstakt. Under sådana omständigheter skulle omläggningen av penningpolitiken behöva bli mer påtaglig. Det skulle krävas större ränterörelser för att föra tillbaka inflationen i linje med målet. Detta skulle i sin tur kunna ge negativa utslag i den reala ekonomin.

Sammantaget finns det goda skäl att under vintern ändra penningpolitiken i mindre expansiv riktning.

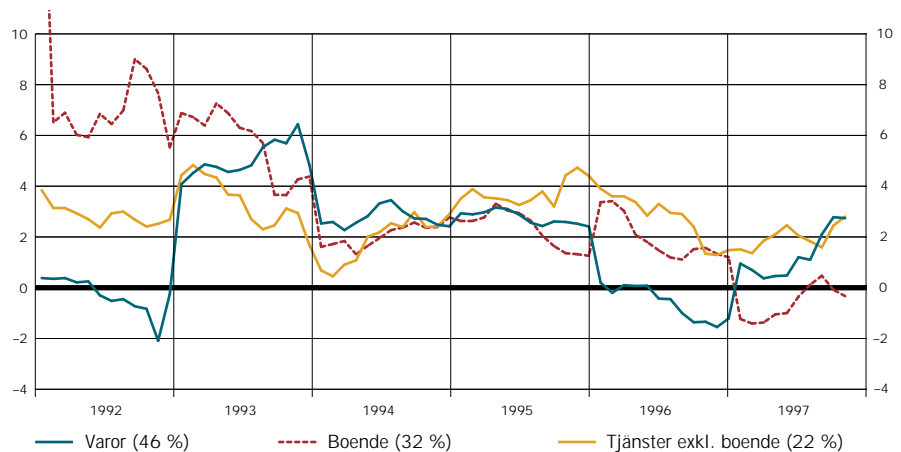
Bilaga

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



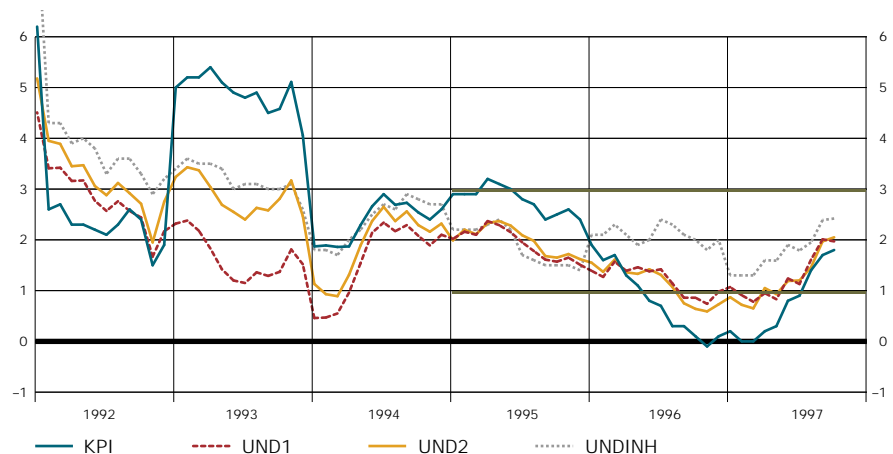
*Harmoniserat index för konsumentpriser. Data före 1996 är en approximativ beräkning.
Anm. De horisontella linjerna för 1995–1997 anger Riksbankens toleransintervall för KPI.
Källa: SCB.

Diagram 2.
Konsumentprisindex för
olika produktområden.
Årlig procentuell förändring



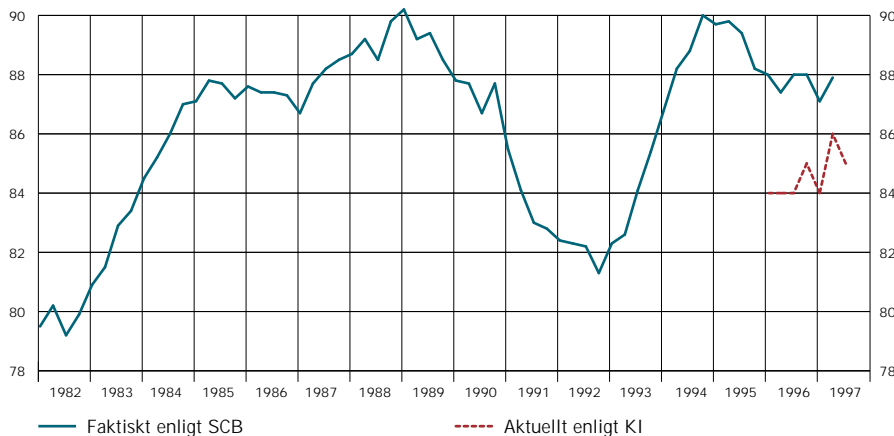
Anm. Vikten i KPI anges inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 3.
KPI och underliggande
inflation.
Årlig procentuell förändring



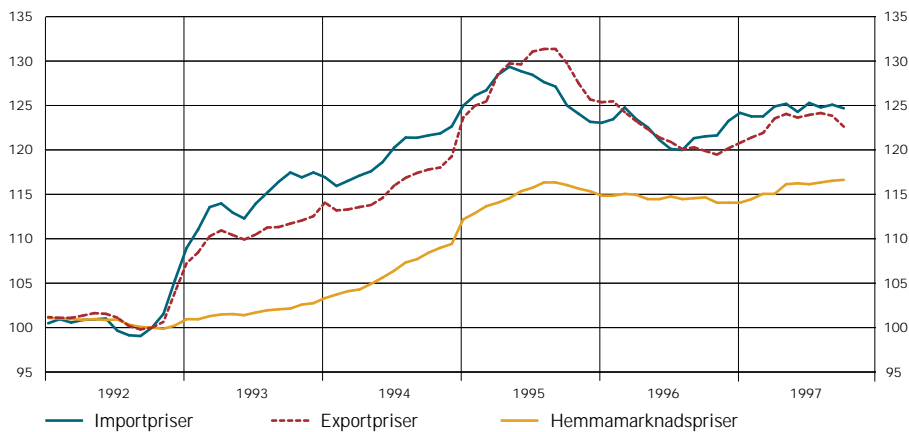
Anm. De horisontella linjerna för 1995–1997 anger Riksbankens toleransintervall för KPI.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 4.
Kapacitetsutnyttjande
inom industrin.
Procent



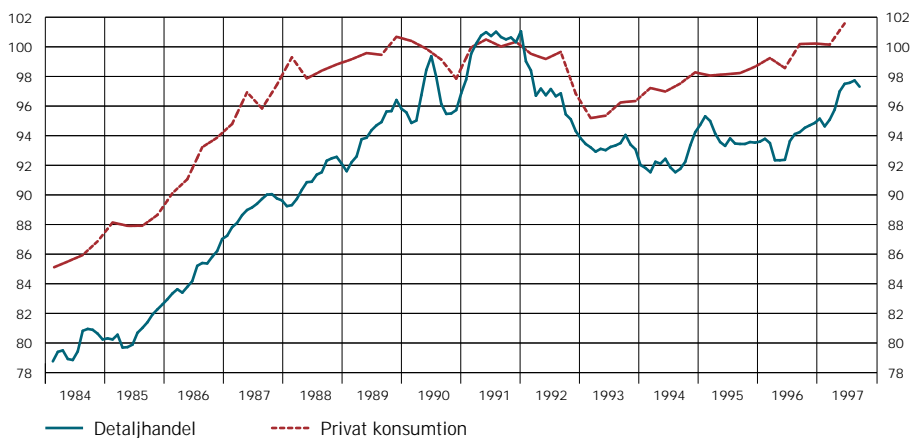
Källor: SCB och Konjunkturinstitutet (KI).

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



Källa: SCB.

Diagram 6.
Privat konsumtion och
omsättning i detaljhandeln.
Volym, säsongkorrigerade
kvartalsdata respektive
tre månaders glidande
medeltal.
Index: 1991=100

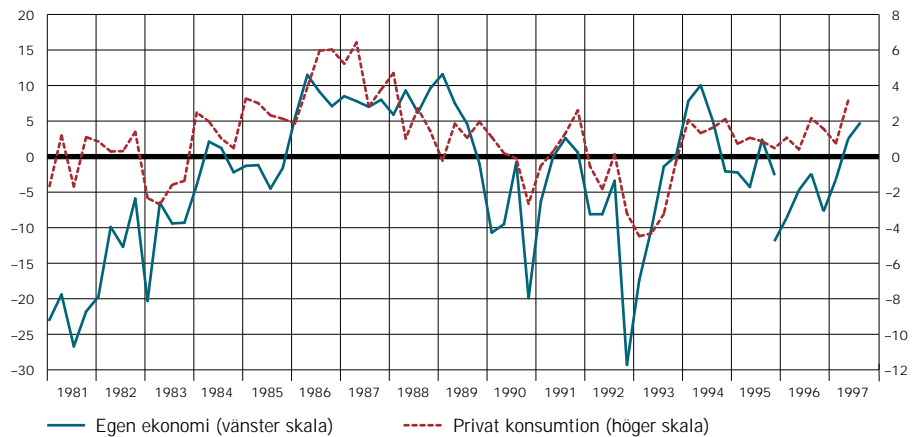


Källa: SCB.



Diagram 7.

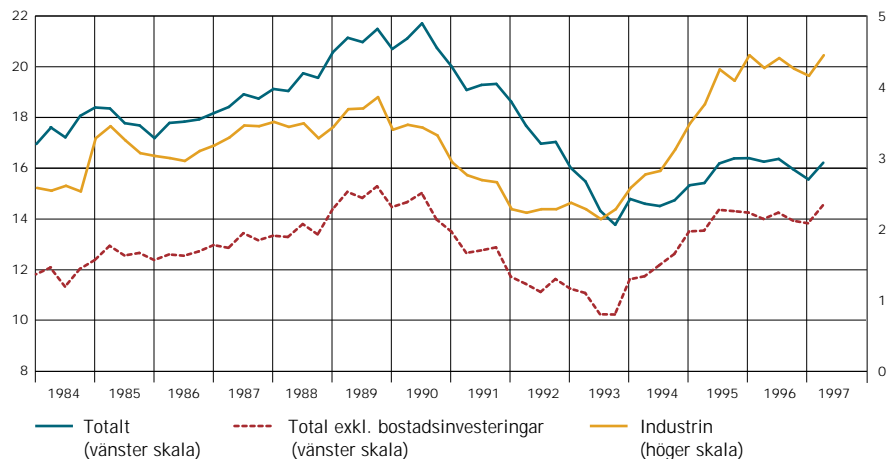
Hushållens förväntningar om den egna ekonomin* och faktisk privat konsumtion. Nettotal och årlig procentuell förändring



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

Diagram 8.

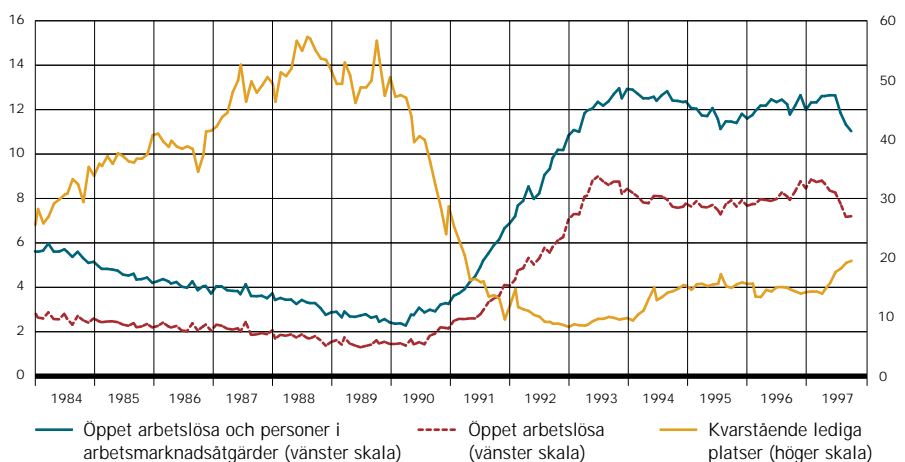
Bruttoinvesteringar som andel av BNP; totalt, exklusive bostadsinvesteringar och i industrin. Säsongrensade volymer, procent



Källa: SCB.

Diagram 9.

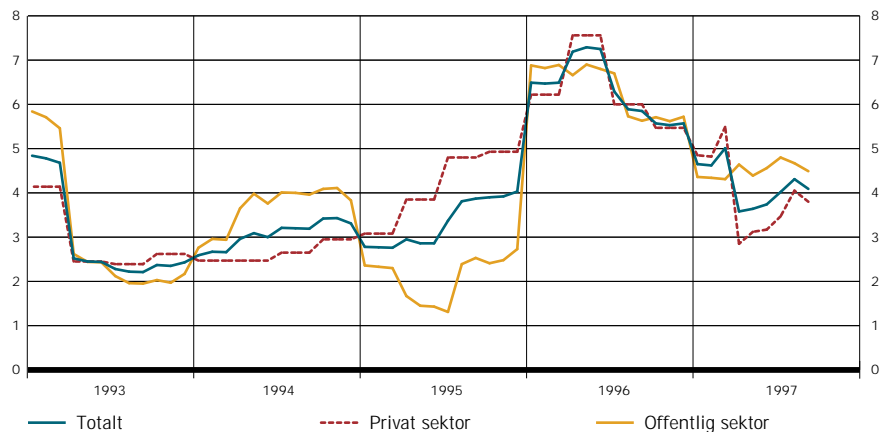
Arbetslöshet och vakanser. Säsongrensade data, procent respektive 1000-tal platser



Källor: SCB och AMS.

Diagram 10.

Löneutveckling totalt och i olika sektorer.
Årlig procentuell förändring.



Källor: SCB, Kommunförbundet, Landstingsförbundet och beräkningar inom Riksbanken. Preliminär statistik för 1997.

Tabell 1.

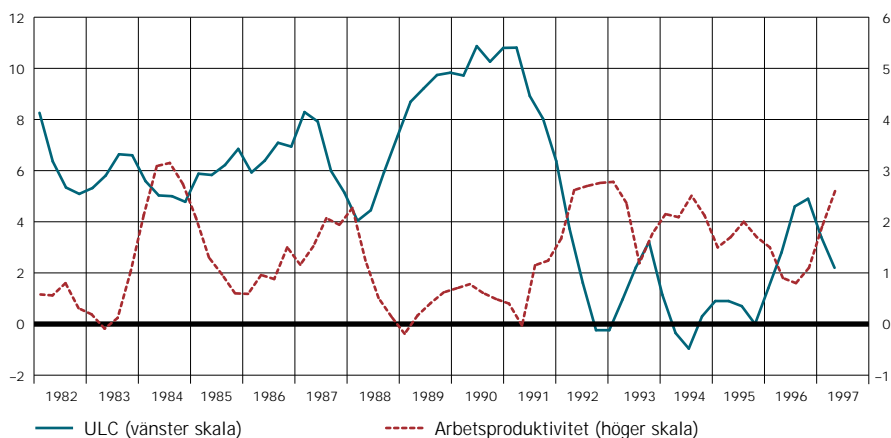
Löneutveckling i olika sektorer.
Årlig procentuell förändring

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

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 11.

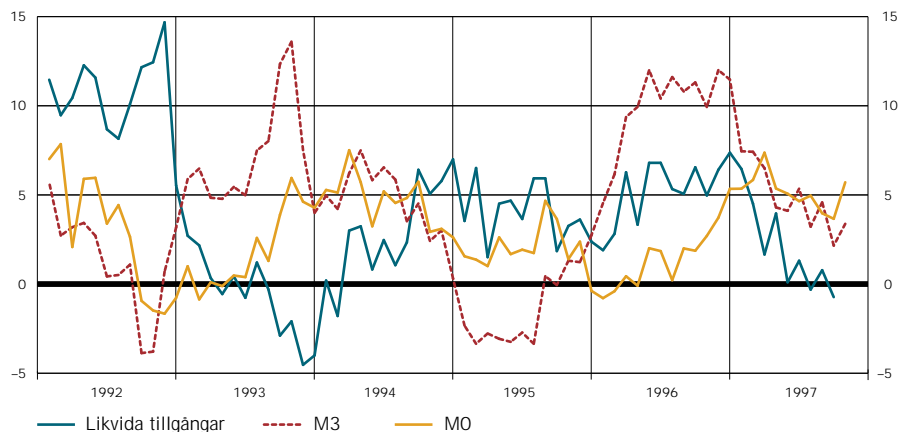
Arbetskraftskostnader per producerad enhet (ULC) och arbetsproduktivitet.
Fyra kvartals glidande medeltal, årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

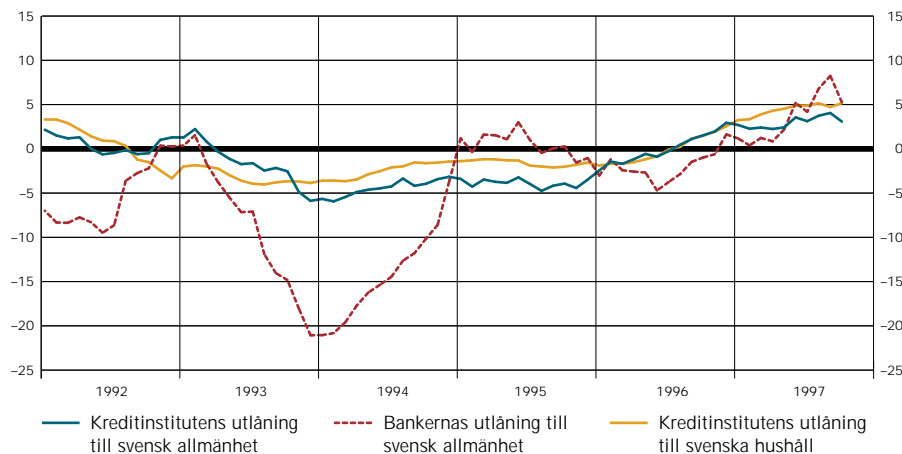


Diagram 12.
Penningmängd och likviditet.
Årlig procentuell förändring



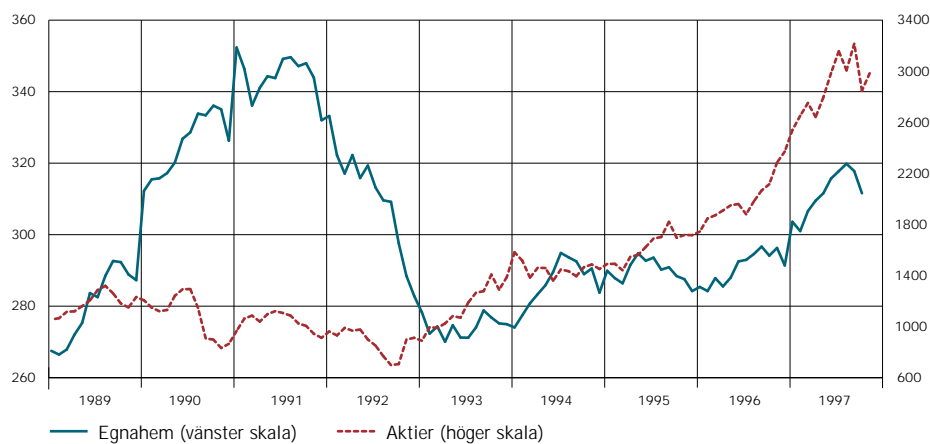
Anm. Likviditetsaggregatet omfattar allmänhetens innehav av M3, certifikat, statsskuldväxlar, allemanssparande, riksgäldskonto samt premie- och privatobligationer.
Källa: Riksbanken.

Diagram 13.
Kreditinstitutens utlåning till svensk allmänhet och hushållssektorn samt bankernas utlåning.
Årlig procentuell förändring



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

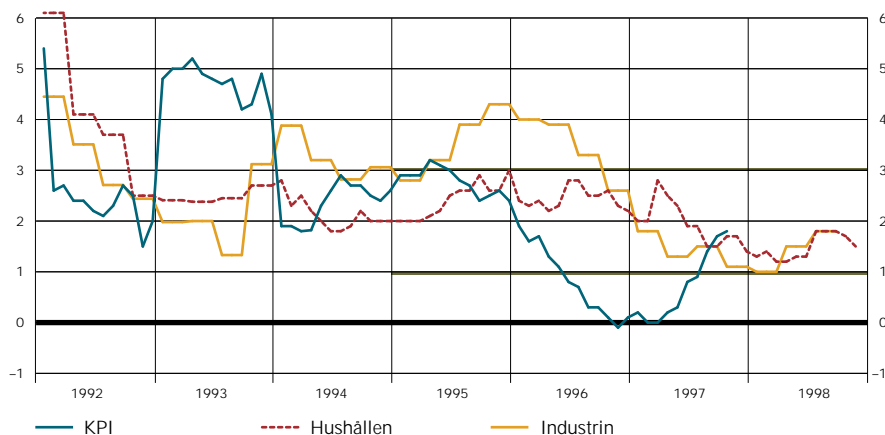
Diagram 14.
Prisindex egnaem, löpande priser, (index:1981=100; vänster skala) och Stockholms fondbörs generalindex* (index:1979-12-30=100; höger skala)



*Senaste observationen 1997-11-28.
Källor: SCB och Stockholms fondbörs.

Diagram 15.

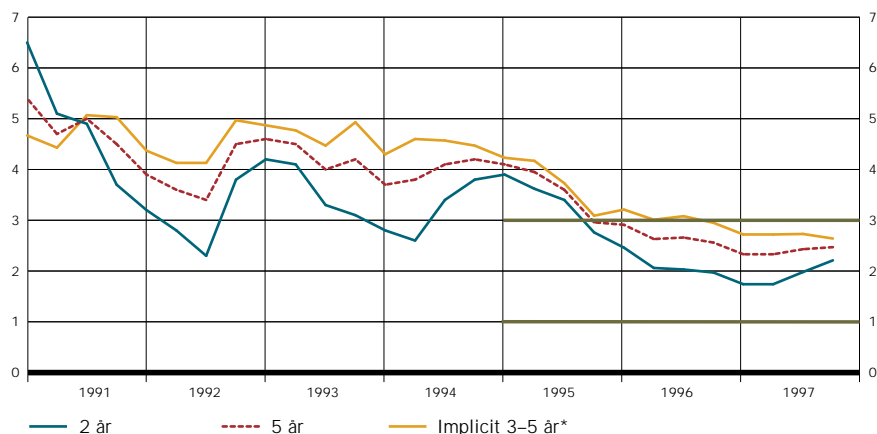
Faktisk inflation (KPI) samt hushållens* och industrins inflationsförväntningar**. Årlig procentuell förändring



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

Diagram 16.

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.

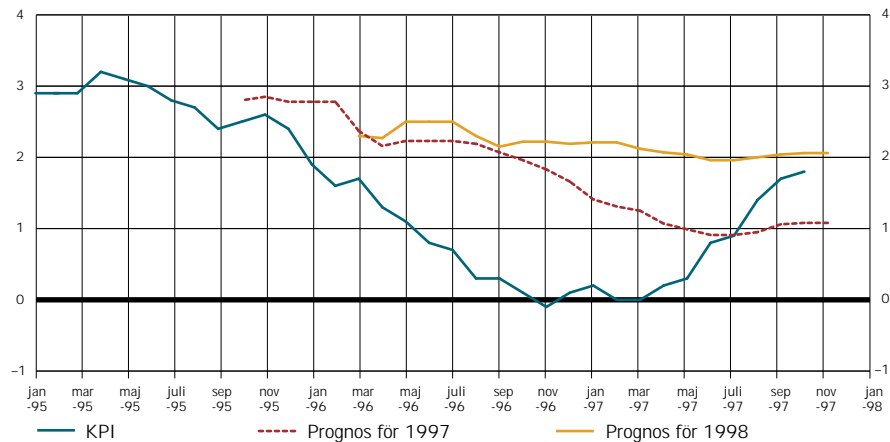
Inflationsförväntningar november 1997 samt förändringar jämfört med augusti 1997 inom parentes. Medelvärden, procent respektive procentenheter

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

Källa: Prospera Research AB.

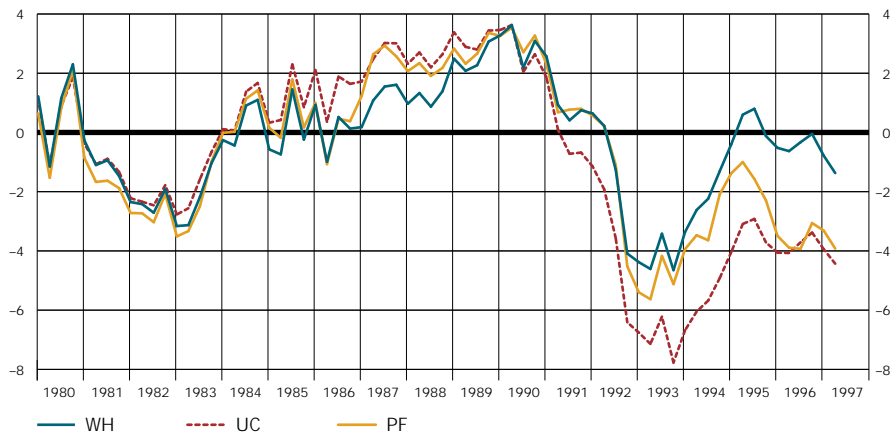


Diagram 17.
Sammanvägning av
inflationsprognoser från
olika prognosmakare.
Procent



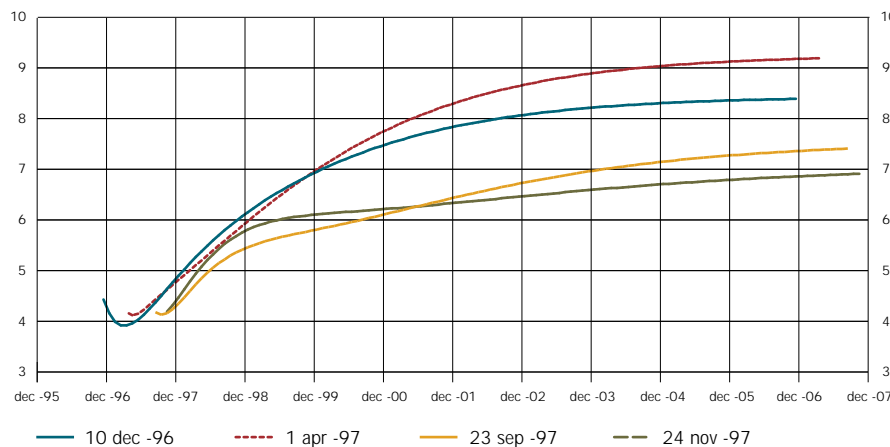
Källor: Riksbanken och respektive prognosmakare.

Diagram 18.
Produktionsgapet med tre
olika metoder; Whittaker-
Henderson-filtret (WH),
Unobserved Component-
metoden (UC) och
produktionsfunktions-
ansatsen (PF).
Procent



Anm. W-H-filtret baseras på KI:s prognos för 1997, 1998 och 1999 på 2,1, 3,1 (augustiprognosen) och 2,9 procent (marsprognosens medelfristiga perspektiv).
Källa: Riksbanken.

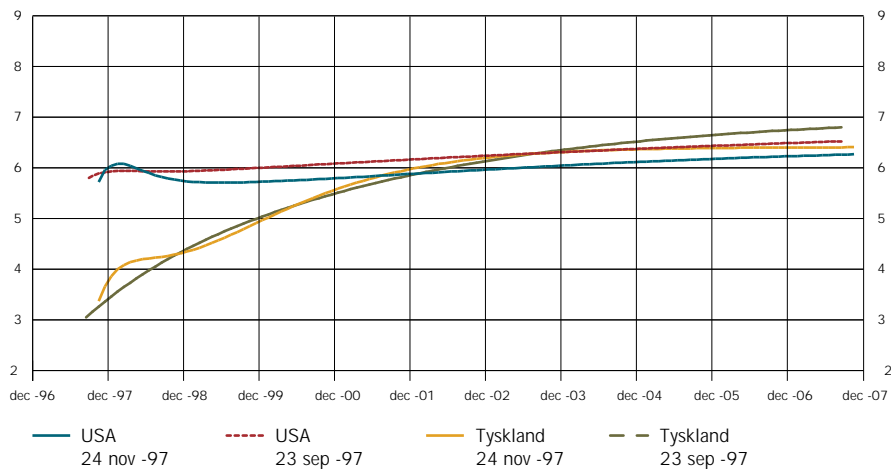
Diagram 19.
Implicita terminsräntor.
Effektiv årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

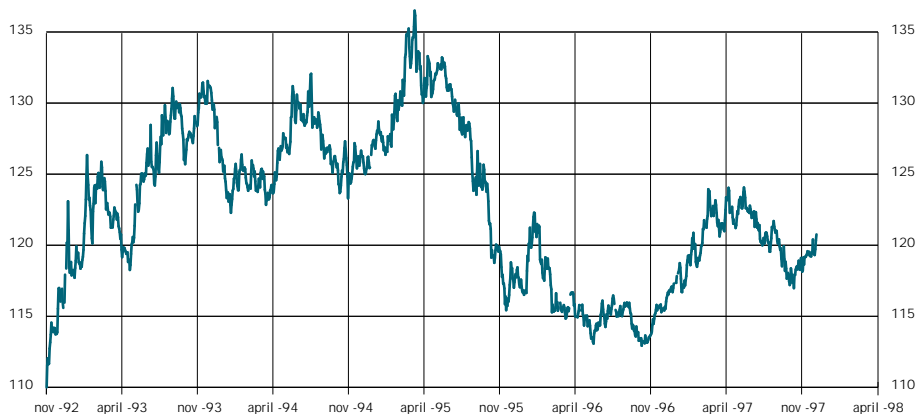


Diagram 20.
Implicita terminsräntor för
USA och Tyskland.
Effektiv årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

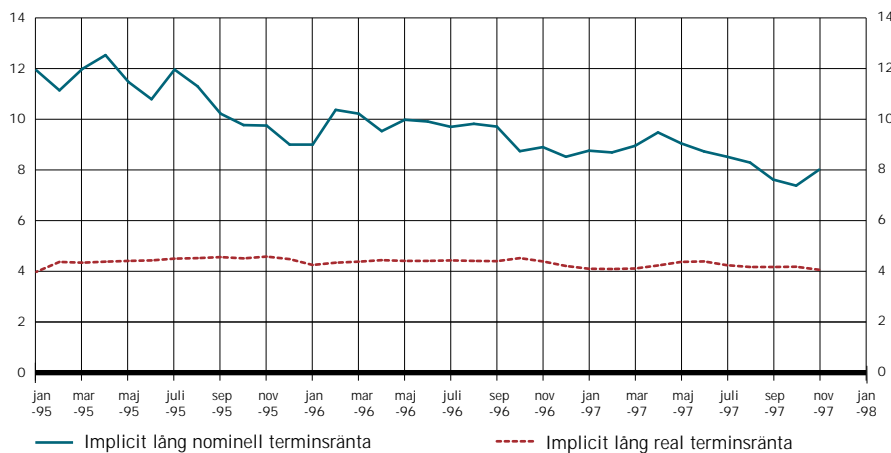
Diagram 21.
Nominell effektiv växelkurs
(TCW-vägd).
Dagsnoteringar, index:
18 november 1992=100



Anm. Sista observation 1997-11-27.

Källa: Riksbanken.

Diagram 22.
Implicita långa (tio år)
reala och nominella
terminsräntor.
Procent



Anm. Sista observation vecka 48, 1997.

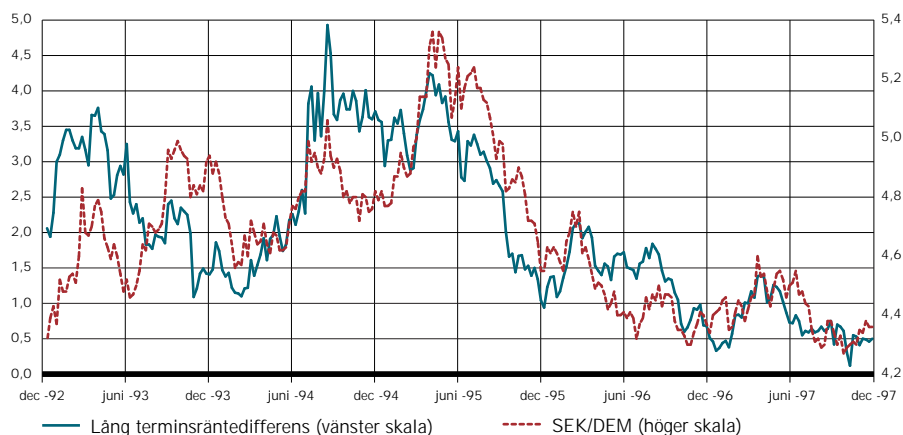
Källor: Riksgäldskontoret och Riksbanken.



Diagram 23.

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

Dagsnoteringar procentenheter resp. SEK/DEM



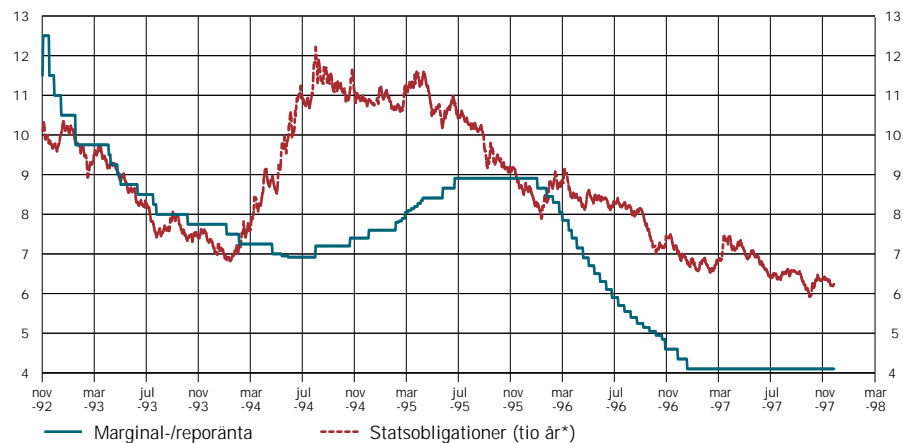
Anm. Sista observation vecka 48, 1997.

Källa: Riksbanken.

Diagram 24.

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.

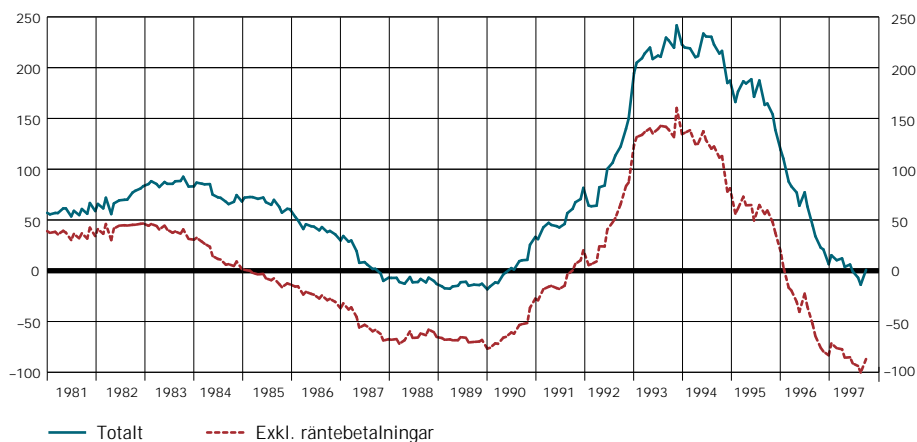
Anm. Sista observation 1997-11-27.

Källa: Riksbanken.

Diagram 25.

Statens lånebehov, totalt och exklusive räntebetalningar.

Ackumulerade tolv-månaderstal, miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret.



Diagram 26.

Sysselsatta personer.
Säsongrensade tre
månaders glidande
medeltal.
Index: tredje kvartalet
1980=100

