

Sveriges riksbank
Inflationsrapport
Juni 1999

Innehåll

■ Förord	3
■ Sammanfattning	4
■ Kapitel 1 Utvecklingen sedan föregående rapport	7
Priser	7
Räntor, växelkurs och penningmängd	12
■ Kapitel 2 Inflationens bestämningsfaktorer	19
Internationell konjunktur och inflation	19
Ränte- och växelkursbedömning	26
Importpriser	30
Efterfrågan och utbud	34
Priseffekter av avregleringar m.m.	40
Effekter av politiska beslut och räntekostnader	40
Inflationsförväntningar	42
■ Kapitel 3 Inflationsbedömning	45
Inflationsutsikterna i huvudscenariot	45
Riskbilden	47
■ Bilaga	53
■ <i>Fakta- respektive fördjupningsrutor</i>	
Konsumentprisutvecklingen underskrider toleransintervallets nedre gräns på grund av tillfälliga effekter	11
Penningpolitikens genomslag på ekonomin	12
Implicita sannolikhetsfördelningar för den framtida växelkursen	16
Faktorer som avgör inflationens utveckling	19
En ny ekonomisk era i USA? – några reflektioner	24
Kronans kurs mot euron	27
Råvaruprisernas inflationspåverkan	32
Effekter av millennieskiftet på konjunktur- och inflationsutvecklingen	39
Inflationsbedömningens betydelse för penningpolitiken	50
Inflationsförloppet under 1990-talet	51



Förord

Målet för penningpolitiken är att begränsa inflationen till 2 procent med en tolerans för avvikelser på ± 1 procentenhet.

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

Denna rapport följer en något annorlunda uppläggning än föregående inflationsrapporter. Kapitel 1 koncentreras på en diskussion om vad som hänt med priserna och på de finansiella marknaderna sedan föregående rapport. I kapitel 2 redovisas bedömningen av hur de viktigaste bestämningsfaktorerna för inflationen kommer att utvecklas de närmaste två åren. Kapitlet är strukturerat utifrån en enkel inflationsmodell där avsikten är att tydligt illustrera vilka faktorer som är av störst betydelse för den

framtida inflationen. I kapitel 3 summeras Riksbankens bedömning av inflationsutsikterna. Rapporten innehåller också flera faktarutor vars syfte är att förmedla en bredare kunskap om olika frågor som är viktiga för inflationsbedömningen och penningpolitikens utformning. Slutligen redovisas delar av det statistiska underlagsmaterialet i en bilaga.

Inflationsrapporten återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner om inflationsutvecklingen som hölls i direktionen den 20 och 27 maj 1999. Den utgör därmed bakgrunden till direktiönens penningpolitiska beslut den 2 juni 1999. Det särskilda protokollet från detta sammanträde kommer att offentliggöras den 2 augusti 1999.

Stockholm i juni 1999

Urban Bäckström
Riksbankschef

Sammanfattning

■ Sedan föregående inflationsrapport har både konsumentpriser och underliggande inflation utvecklats i stort sett som väntat. I april 1999 var inflationen, mätt som den årliga förändringen i konsumentprisindex, KPI, -0,1 procent. Det är framför allt tillfälliga effekter av ändrade indirekta skatter, subventioner och räntekostnader som ligger bakom den svaga konsumentprisutvecklingen. Den underliggande inflationen, UND1X, som är rensad för dessa tillfälliga effekter, var 1,4 procent i april.

■ I denna inflationsrapport presenteras Riksbankens syn på inflationen fram till och med andra kvartalet 2001. För att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitiken utgår rapportens analys från att reporäntan hålls oförändrad. Med detta som grundantagande anges en bedömning av de viktigaste bestämningsfaktorerna för inflationen följt av ett s.k. huvudscenario för inflationsutvecklingen, kompletterad med en riskbedömning.

■ Inflationen påverkas främst av följande faktorer:

Den internationella konjunktur- och inflationsutvecklingen. Den internationella konjunkturbilden ligger i stora drag fast. En viss avmattning väntas 1999 i spåren av Asienkrisen följt av en successiv återhämtning de kommande två åren. De internationella konjunkturutsikterna har dock förskjutits i positiv riktning under våren, framförallt till följd av en fortsatt stark utveckling i USA. De ekonomier som först drabbades av Asienkrisen har långsamt börjat återhämta sig. I euroområdet har däremot industrikonjunkturen försvagats och det finns få tecken på en snabb återhämtning. Trots de något starkare tillväxtutsikterna för OECD-området och trots stigande oljepriser bedöms dock inflationstrycket från omvärlden via importpriser endast bli något högre än vad som var utgångspunkten i föregående inflationsrapport.

Efterfråge- och utbudsförhållanden i svensk ekonomi. Den svaga internationella utvecklingen i framför allt Europa bedöms dämpa den svenska exporten och investeringarna i år. Aktiviteten i den svenska ekonomin väntas dock utvecklas något starkare under prognosperioden än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Den inhemska efterfrågan bedöms stiga successivt, bl.a. mot bakgrund av ett lågt ränteläge. Tillsammans med en viss återhämtning av den internationella konjunkturen bedöms detta innebära att BNP växer med 2,5 procent 1999, 3 procent 2000 och 3 procent 2001. Det finns i nuläget fortfarande förhållandevis gott om lediga resurser i ekonomin, men de kommer sannolikt att tas i anspråk successivt under de kommande två åren. Detta medför troligen ett något högre inflationstryck. Avregleringar på el- och telemarknaderna samt förändringar i jordbrukssubventioner enligt förslagen i EU:s Agenda 2000 beräknas hålla tillbaka prisutvecklingen något mer än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Dessa faktorer bidrar delvis till att motverka den uppgång i den underliggande inflationen som följer av de förbättrade konjunkturutsikterna.

Inflationsförväntningarna har stigit något, men ligger fortfarande på en låg nivå. Inflationen väntas underskrida 2 procent de närmaste två åren. På lite längre sikt är förväntningarna i linje med inflationsmålet.

Tillfälliga faktorer. Ändrade indirekta skatter, subventioner och räntekostnader för egna hem bedöms hålla tillbaka ökningen av konsumentprisindex med 0,8 procentenheter på ett års sikt och 0,3 procentenheter på två års sikt. I rådande läge bortses från dessa faktorer i utformningen av penningpolitiken eftersom de inte bedöms få någon varaktig inverkan på inflationen eller inflationsförväntningarna. I praktiken innebär detta att penningpolitikens uppläggning för tillfället baseras på en bedömning av inflationen mätt med UND1X.



■ De förbättrade konjunkturutsikterna innebär att den underliggande inflationen bedöms bli något högre i huvudscenariot jämfört med föregående rapport. Rensat för ändrade indirekta skatter, subventioner och räntekostnader bedöms inflationen, mätt med UNDI1X, uppgå till 1,9 procent på ett års sikt och 2,0 procent på två års sikt. Inflationen, mätt med KPI, bedöms underskrida målet och uppgå till 1,0 procent på ett års sikt och 1,6 procent på två års sikt. Detta innebär att bedömningen av konsumentprisutvecklingen i stora drag är oförändrad jämfört med i föregående inflationsrapport.

■ Riskbilden är också av betydelse för penningpolitikens utformning. Risken för ett börsfall i USA kvarstår. Den globala finansiella oron har dock minskat och en viss återhämtning börjar skönjas på sina håll i Asien. Risken för en mer långvarig och djupare internationell konjunkturedgång har därför minskat. Till bilden hör också att uppgången i oljepri serna kan fortsätta i en snabbare takt än vad som för-

utsätts i riskscenariot. Det går heller inte att utesluta att den inhemska efterfrågan utvecklas starkare än i huvudscenariot. I detta sammanhang är finanspolitiken en viktig faktor. I den andra vägskålen ligger främst erfarenheterna under senare år, då inflationen både i Sverige och i omvärlden blivit lägre än vad historiska samband visat. Detta skulle kunna tala för en lägre utväxling mellan tillväxt och inflation än vad som förutsätts i huvudscenariot. Sammantaget bedöms riskbilden vara symmetrisk runt huvudscenariot.

■ Slutsatsen av de bedömningar som redovisats är att inflationen korrigerad för tillfälliga effekter av indirekta skatter, subventioner och ränteförändringar marginellt kommer att underskrida Riksbankens mål på ett till två års sikt förutsatt att reporäntan hålls oförändrad på 2,90 procent. Avvikelsen är dock liten, speciellt om den förändrade riskbilden beaktas. Riskbilden framstår nu som tämligen balanserad runt huvudscenariot.

Utvecklingen sedan föregående rapport

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

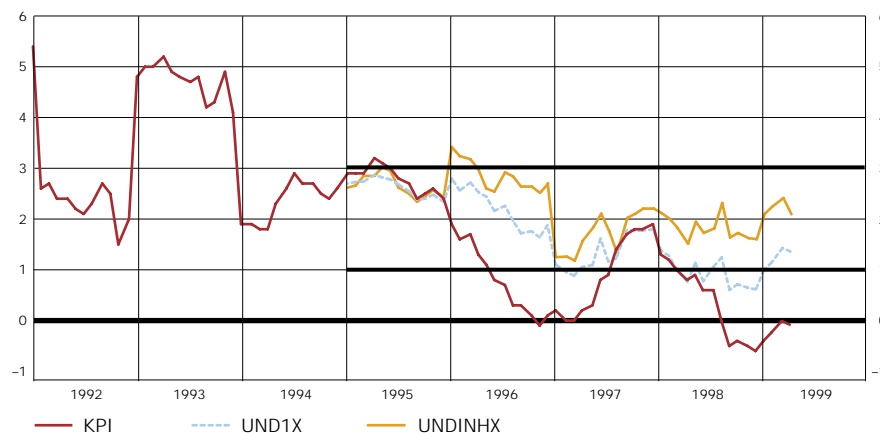
Priser

Konsumentpriserna steg med 0,2 procent mellan mars och april 1999. I förhållande till april 1998 föll dock priserna med 0,1 procent. Det var något svagare än enligt prognosen i föregående inflationsrapport. Bidraget till KPI-inflationen från räntekostnader var ca 0,1 procentenhet lägre än väntat. Samtidigt underskattades dock importprisutvecklingen något.

Konsumentpriserna har utvecklats något svagare än väntat.

Den underliggande inflationen, mätt med UND1X, har utvecklats något starkare än den bedömning som gjordes i föregående rapport och den årliga prisförändringen i april var 1,4 procent. Priserna på i huvudsak importerade varor steg mer än väntat, främst till följd av den senaste tidens prisuppgång på petroleumrelaterade varor. De inhemska priserna ökade dock i sin tur något mindre än väntat under

Diagram 1.
KPI och underliggande inflation.
Årlig procentuell förändring



Anm. UND1X definieras som KPI exklusive räntekostnader och direkta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner. UNDINHX är KPI exklusive räntekostnader, varor som i huvudsak importeras och direkta effekter av ändrade inhemska indirekta skatter. De horisontella linjerna från 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.

Källa: SCB.

våren och den inhemska underliggande inflationen, mätt med UNDINHX, uppgick till 2,1 procent i april 1999.

Den svenska inflationen har varit lägre än i de flesta EU-länder under den senaste tiden. Mätt med det harmoniserade konsumentprisindexet, HIKP, var den årliga inflationen 0,3 procent i april 1999. Låga importprisökningar och sänkta indirekta skatter uppvägde stigande priser på bl.a. tjänster.

Priserna på i huvudsak importerade varor (exkl. skatt) var i april 1999 0,3 procent lägre än i april 1998. Priserna har dock ökat påtagligt under de senaste månaderna till följd av i huvudsak stigande olje- och klädpriser. Priserna på andra konsumtionsvaror utvecklas emellertid fortfarande svagt och är lägre än för ett år sedan. Som exempel kan nämnas kraftigt fallande priser på datorer (minus 37 procent de senaste tolv månaderna), som delvis avspeglar den snabba tekniska utvecklingen inom denna sektor.

Hushållens räntekostnader för egna hem har minskat något mer än vad som antogs i föregående rapport. Den främsta orsaken till det lägre utfallet är Riksbankens sänkning av reporäntan i slutet på mars. Fallande räntekostnader bidrog i april till att dämpa den årliga förändringen i KPI med 0,8 procentenheter. Under de senaste tolv månaderna har det också skett betydande förändringar i indirekta

skatter och subventioner. Förändringar i dessa, inklusive effekterna av frysningen av taxeringsvärdena, bidrog till att dämpa KPI-inflationen med 0,5 procentenheter i april. Sammantaget medförde alltså sänkta räntekostnader samt förändrade indirekta skatter och subventioner en sänkning av KPI-inflationen i april med 1,3 procentenheter.

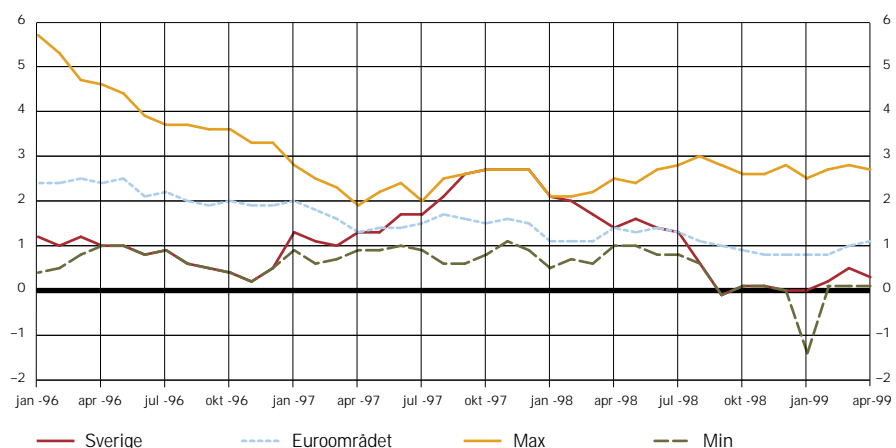
Sammanfattningsvis har konsumentpriserna de senaste månaderna utvecklats något svagare än i bedömningen i föregående inflationsrapport. Hushållens räntekostnader för egna hem har till följd av Riksbankens reporäntesänkning utvecklats något mer dämpat än väntat. Samtidigt utvecklades den underliggande inflationen något starkare än väntat

PRODUCENTPRISERNA FALLER

Producentpriserna, som är en sammanvägning av export- och hemmamarknadspriser, fortsatte att falla under perioden januari till mars 1999. Prisedgången var kraftigare än under motsvarande period 1998, den årliga prisförändringen uppgick till -2,7 procent i mars 1999. Det är framför allt mineral-, stål- och metallvaror som fått vidkännas betydande prisfall.

Det är främst lägre exportpriser som bidrar till den svaga producentprisutvecklingen, vilket delvis beror på att växelkursen¹ stärkts relativt kraftigt sedan årsskiftet. En uppdelning på användningsområden ger vid handen att utvecklingen i år och under det

Diagram 2.
Inflationen mätt med HIKP; max och min inom EU, euroområdet och Sverige.
Årlig procentuell förändring



Anm. Max anger den högsta siffra som noterats vid det aktuella tillfället inom EU exkl. Grekland. Min anger motsvarande lägsta. Inflationen för euroområdet är mätt med HIKP och sammanvägd till ECB:s målvariabel MUICP.
Källor: Eurostat och SCB.

Tabell 1.

Producentpriser inom industrin.
Procentuell förändring

	Jan. 1999– mars 1999	Jan. 1998– jan. 1999	Mars 1998– mars 1999
Exportprisindex	-1,8	-1,9	-3,4
Hemmamarknadsprisindex	-0,3	-1,5	-1,7
Importprisindex	-1,2	0,1	-1,2
Prisindex för inhemsk tillgång	-0,8	-0,8	-1,5
Producentprisindex	-1,2	-1,8	-2,7

Källa: SCB.

senaste året främst förklaras av kraftigt fallande priser på insatsvaror och i viss mån även av lägre priser på investeringsvaror.

Till skillnad från priserna på exportmarknaden har hemmamarknadspriserna bara sjunkit marginellt under de senaste månaderna. Under de senaste tolv månaderna har hemmamarknadspriserna emellertid minskat med ca 1,7 procent, vilket främst beror på fallande priser på insatsvaror. Även energirelaterade varor bidrar till denna prisnedgång trots den senaste tidens uppgång i oljepriserna.

Skillnaden mellan prisutvecklingen i konsument- och producentled på konsumtionsvaror är betydligt mindre än tidigare under året.

Importpriserna i producentledet föll kraftigt mellan januari och februari 1999. Nedgången berodde till

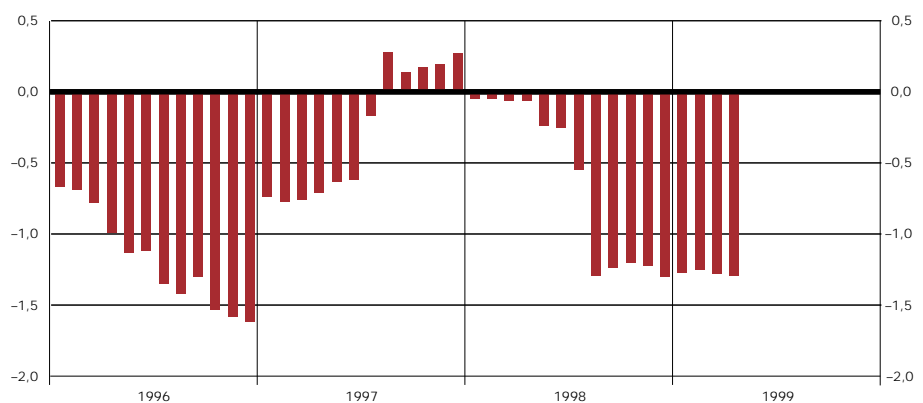
en betydande del på den förstärkning av växelkursen som skedde under januari. Mellan februari och mars steg importpriserna igen, delvis till följd av högre priser på energirelaterade varor. I mars 1999 var importpriserna ca 1,2 procent lägre än ett år tidigare. Så sent som i januari var motsvarande årliga förändring svagt positiv. Nedväxlingen beror främst på lägre priser på importerade konsumtionsvaror. Detta innebär också att den skillnad som funnits i prisutvecklingen mellan producent- och konsumentledet på importerade konsumtionsvaror har reducerats betydligt (se diagram 10 i kapitel 2).

Producentpriserna på konsumtionsvaror avsedda att förbrukas inom landet har historiskt visat sig vara

1 Den som Generaltullstyrelsen beräknat för kronan.

Diagram 3.

Effekter på KPI av indirekta skatter, subventioner och räntekostnader.
Procentenheter



Källor: SCB och Riksbanken.

en god indikator på prisutvecklingen i konsumentledet på ett par månaders sikt. Detta index ökade med endast 0,4 procent i mars (se diagram 4) och indikerar därmed fortsatt låga prisökningar på varor i konsumentledet.²

Konjunkturinstitutets barometerundersökning för första kvartalet 1999 visar att industriföretagen planerar för fortsatt sänkta priser, framför allt på exportmarknaden, under de närmaste månaderna. Undersökningen visar också att konsumtionsvaruindustrins prisökningar under första kvartalet inte har genomförts i den utsträckning som planerades av företagen. Under andra kvartalet planerar ett begränsat antal företag att höja priserna. Inom tjänstesektorerna var priserna i stort sett oförändrade under första kvartalet 1999. Få tjänstebanscher aviserar prishöjningar framöver.

RÅVARUPRISER

Råvarupriserna har sammantaget stigit under varen till följd av en kraftig uppgång av priserna på råolja. OPEC-ländernas överenskommelse den 23 mars att skära ner oljeproduktionen med ca 2 miljoner fat per dag från och med den 1 april fick effekt på oljepriserna redan i mars. Sedan föregående inflationsrapport har oljepriserna (Brent) stigit med ca 20 pro-

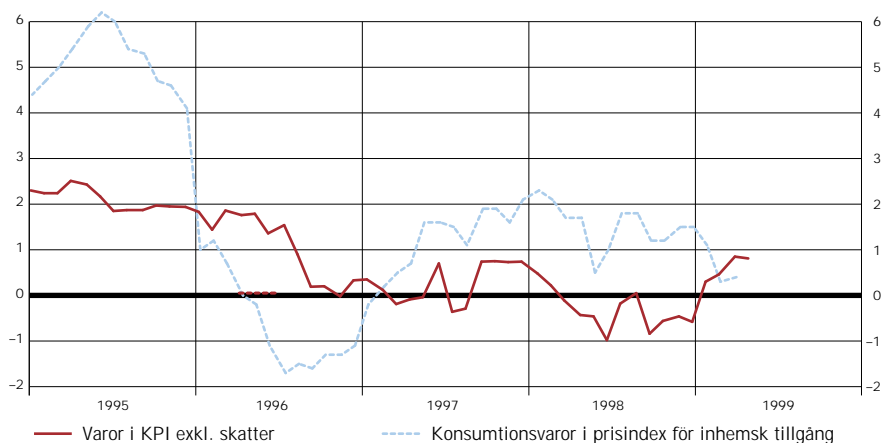
cent till 14,7 USD/fat, vilket också har påverkat priserna på bensin och eldningsolja. Bensinpriset steg betydligt under mars och april, vilket hittills har höjt KPI-inflationen med ca 0,2 procentenheter. Även priserna på basmetaller har gått upp sedan föregående inflationsrapport, med ca 16 procent, bl.a. till följd av förväntningar om en starkare internationell konjunktur. Alla råvaror har dock inte stigit i pris. Exempelvis har deprecieringen av den brasilianska realen medfört att kaffepreiserna fallit med ca 15 procent sedan årsskiftet.

Prisutvecklingen på Sveriges viktigaste exportråvaror är något splittrad. Priset på järnmalm har fallit kraftigt och ligger nu på 1993 års nivå. Prisen på pappersmassa var i mitten av mars fortfarande lägre än för ett år sedan, men under senare delen av mars och april ökade massapriset kraftigt.

Sammantaget har priserna på varor i producentledet (exkl. energirelaterade varor) utvecklats svagare än väntat, vilket tyder på en återhållsam prisutveckling i konsumentledet under de närmaste månaderna. Den senaste tidens oväntat kraftiga uppgång i oljepriserna har dock påverkat konsumentpriserna på bensin och eldningsolja.

² Avser prisindex för inhemsk tillgång av konsumtionsvaror. Inhemsk tillgång är en sammanvägning av importerade och svensktproducerade varor.

Diagram 4.
Konsument- och producent-
prisutvecklingen på varor.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

KONSUMENTPRISUTVECKLINGEN UNDERSKRIDER TOLERANSINTERVALLETS NEDRE GRÄNS PÅ GRUND AV TILLFÄLLIGA EFFEKTER

Toleransintervallet som omgärdar Riksbankens inflationsmål avspeglar att penningpolitiken inte kan kontrollera inflationen på kort sikt. Inflationstal utanför detta toleransintervall kan inte uteslutas till följd av t.ex. överraskande råvaruprisfall eller skatteförändringar. Detta beror på att det tar tid för penningpolitiken att motverka en oväntad inflationsutveckling. Tillfälliga effekter bör därför ges en underordnad betydelse både i uppläggnings- och i utvärderingsfaserna av politiken och den senare utvärderingen. Penningpolitiken och inflationsmålets uppfyllelse bör följaktligen utvärderas i ett lite längre, årligt perspektiv och inte utifrån inflationstal för enskilda månader.

Inflationstakten mätt med KPI har sedan inflationsmålet infördes i januari 1995 uppgått till 1,1 procent i genomsnitt. Den genomsnittliga inflationen har därmed underskridit inflationsmålet men legat inom toleransintervallet. Den underliggande inflationen har varit högre. UND1X uppgick till i genomsnitt 1,7 procent och UNDINHx till i genomsnitt 2,3 procent under samma period. Effekterna av förändringar i räntekostnader, indirekta skatter och subventioner samt priser på

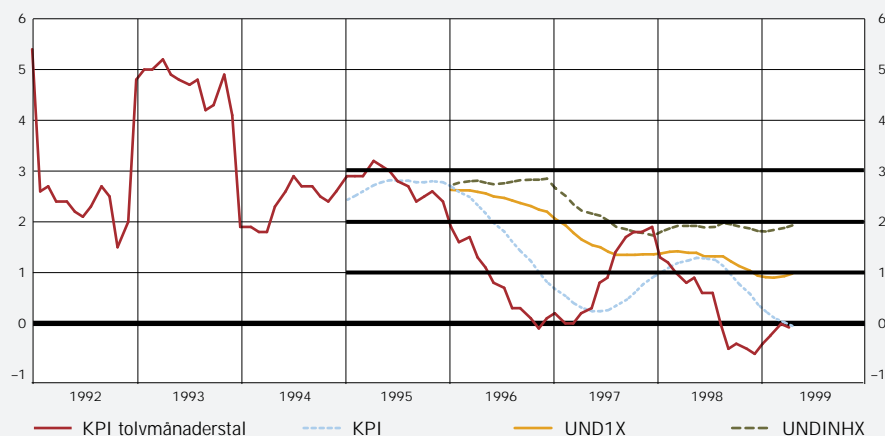
varor som i huvudsak importeras har således i genomsnitt haft en mycket kraftigt dämpande verkan på KPI-utvecklingen.

Inflationen mätt med KPI uppgick till -0,1 procent i april 1999 och fortsatte därmed att underskrida den undre gränsen i toleransintervallet. Det låga utfallet förklaras bl.a. av ett bidrag till KPI-förändringen från fallande räntekostnader för egna hem på -0,8 procentenheter och ytterligare -0,6 procentenheter till följd av sänkta indirekta skatter.

Den underliggande, trendmässiga inflationen har också varit svag, men är väsentligt högre än KPI-inflationen. Den årliga förändringen i UND1X uppgick till 1,4 procent i april. Tillfälliga effekter i form av ändrade indirekta skatter, subventioner och räntekostnader är följaktligen huvudorsaken till varför den nedre toleransgränsen har underskridits. Avlägsnas dessutom bidraget från prisutvecklingen på i huvudsak importerade varor uppgick den inhemska underliggande inflationen, mätt med UNDINHx, till 2,1 procent i april.

Diagram R1.

KPI samt 12-månaders rullande medelvärde av KPI, UND1X och UNDINHx. Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Räntor, växelkurs och penningmängd

FORTFARANDE LÅGA OBLIGATIONSRÄNTOR

De långa obligationsräntorna har sjunkit gradvis under senare år, såväl internationellt som i Sverige. Saneringen av de svenska statsfinanserna och ett successivt förbättrat förtroende för den svenska penningpolitiken inriktad på prisstabilitet, vilket bl.a. medfört lägre inflationsförväntningar, är viktiga inhemska orsaker till de lägre räntorna.

Trots den senaste tidens ränteuppgång är de långa svenska obligationsräntorna fortfarande på en historiskt låg nivå.

Efter publiceringen av föregående inflationsrapport fortsatte de svenska långräntorna nedåt. Under den allra senaste tiden har de dock åter stigit i huvudsak till följd av en global ränteuppgång orsakad i första

hand av tecken på fortsatt styrka i den amerikanska ekonomin. Trots den senaste tidens ränteuppgång är de tioåriga svenska obligationsräntorna fortfarande på en historiskt låg nivå, omkring 4,5 procent (se diagram 10 i bilagan). I likhet med de svenska långräntorna har motsvarande euroräntor stigit ungefär lika mycket. Räntedifferensen är därmed i stort sett oförändrad omkring 0,4 procentenheter (se diagram 11 i bilagan). En räntedifferens i denna storleksordning är ett tecken på ett fortsatt gott förtroende för svensk ekonomi bland aktörerna på de finansiella marknaderna.

De amerikanska obligationsräntorna har fortsatt att stiga sedan föregående inflationsrapport och räntedifferensen i förhållande till euroräntorna har därmed ökat med ca 0,5 procentenheter under 1999. Denna utveckling avspeglar sannolikt den relativt starkare tillväxten i amerikansk ekonomi. De svenska räntorna har i stort sett följt med räntorna i

PENNINGPOLITIKENS GENOMSLAG PÅ EKONOMIN

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

ker och bostadsinstitut som står för utlåningen och deras räntesättning bestäms också bl.a. av kreditrisker och av konkurrensen mellan olika låneinstitut.

Penningpolitiken har också inflytande över inflationsutvecklingen via växelkursen eftersom förändringar i växelkursen har effekter på efterfrågan och investeringar i framför allt den utrikeshandelsberoende delen av ekonomin. Under normala förhållanden leder en reporäntehöjning, eller förväntningar om en höjning, till en starkare krona. Det beror på att högre svenska räntor relativt utländska räntor gör svenska finansiella tillgångar mer attraktiva än motsvarande placeringar i andra valutor. Detta gör i sin tur att utländskt kapital lockas till Sverige och efterfrågan på kronor ökar. Om växelkursen försvagas eller förstärks mer varaktigt kommer detta – allt annat lika – att inverka på efterfrågan, via förändrade relativpriser mellan svenska och utländska varor. Detta kommer i sin tur att påverka inflationen. En förändring av kronkursen har också direkta effekter på inflationen via ändrade importpriser.

euroområdet vilket är naturligt då förtroendet för svensk ekonomi är stabilt samtidigt som den svenska konjunkturen utvecklas på ett liknande sätt som den europeiska.

PENNINGPOLITIKEN MER EXPANSIV

Hösten 1998 dämpades tillväxt- och inflationsutsikterna internationellt. Denna utveckling fick återverkningar på det svenska konjunkturläget och inflationstrycket. Aktörer på de finansiella marknaderna kom i allt större utsträckning att vänta sig räntesänkningar i Sverige. Förväntningarna infriades när penningpolitiken successivt justerades i expansiv riktning i december 1998 och februari 1999.

Sedan föregående inflationsrapport har penningpolitiken fortsatt att föras i en mer expansiv riktning i omvärlden när styrräntorna sänkts i ett flertal länder i Asien, Europa och Latinamerika. Mot bakgrund av fortsatt dämpade inflationsutsikter valde Riksbanken att sänka reporäntan i samband med publiceringen av föregående inflationsrapport. Räntesänkningen med 0,25 procentenheter till 2,90 procent innebar att Riksbanken ungefärligen infriade de förväntningar som fanns på penningmarknaden. Den svenska reporäntan kom också att underskrida ECB:s styrräntenivå. I början av april sänkte dock ECB sin styrränta med 0,5 procentenheter till 2,50 procent.

Sammantaget har den svenska tremånadersräntan minskat med ca 0,3 procentenheter sedan föregående inflationsrapport och uppgår för närvarande till ungefär 2,9 procent. En mer expansiv penningpolitik har bidragit till allt lägre korträntor och sedan november 1998 har Riksbanken sänkt reporäntan i fem steg om totalt 1,2 procentenheter.

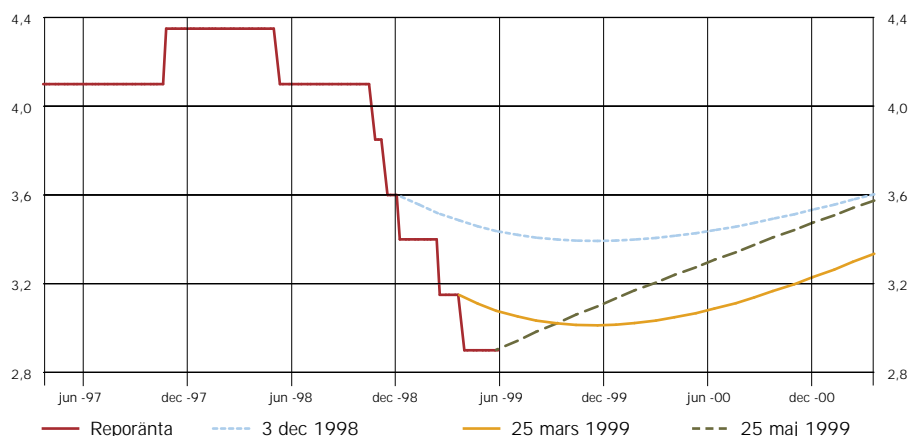
Både enkäter och prissättningen på penningmarknaden förefaller för närvarande spegla förväntningar om en oförändrad reporänta under den närmaste tiden.

Riksbankens räntesänkningar och den mer expansiva penningpolitiken i Europa har sannolikt bidragit till förväntningar om en starkare svensk konjunkturutveckling och något mindre dämpade inflationsutsikter bland externa bedömare. Både enkätresultat (se tabell 1 i bilagan) och prissättningen på penningmarknaden förefaller för närvarande spegla förväntningar om en oförändrad reporänta den närmaste tiden.

KRONAN STABIL TROTS FÖRSVAGNING MOT DOLLARN

Den nominella TCW-vägda växelkursen bedömdes i föregående inflationsrapport appreciera till 121 på ett års sikt och till ungefär 118 på två års sikt. Kronan har i konkurrensvägda termer varit i stort sett stabil sedan publiceringen av den föregående infla-

Diagram 5.
Faktisk och förväntad
reporänta enligt
terminsräntor.
Procent



Källa: Riksbanken.

tionsrapporten, vilket är något svagare än enligt Riksbankens tidigare bedömning (se diagram 14 i bilagan). Hittills under innevarande år har dock kronan sammantaget förstärkts mot TCW med ungefär 3 procent.

Kronan har i konkurrensvägda termer varit i stort sett stabil sedan publiceringen av den föregående inflationsrapporten.

Mot euron har kronan förstärkts med ungefär 6 procent sedan årsskiftet (se diagram 40 i bilagan). Sannolikt kan denna utveckling delvis förklaras av att marknadsoron dämpats jämfört med turbulensen på finansmarknaderna hösten 1998 då kronan försvagades kraftigt, särskilt mot D-marken. Dessutom har troligtvis Sveriges goda ekonomiska fundamenta med god tillväxt, låg inflation och stabila statsfinanser bidragit till förstärkningen mot euron. Det kan heller inte uteslutas att ökade förväntningar om ett svenskt framtida deltagande i ERM och EMU delvis låg bakom kronförstärkningen i början av året.

Kronans förstärkning mot euron inträffade huvudsakligen under årets två första månader och sedan föregående inflationsrapport har förstärkningen endast varit marginell. De kortsiktiga sväng-

ningarna i kronans kurs mot euron har fortsatt att minska till nivåer som rådde innan oron sommaren och hösten 1998. Samtidigt indikerar prissättningen på valutamarknaden förväntningar om fortsatt små kortsiktiga rörelser i kronans kurs mot euron.³

Både kronan och euron har försvagats mot den amerikanska dollarn som fått stöd av den fortsatt starka konjunkturen i USA.

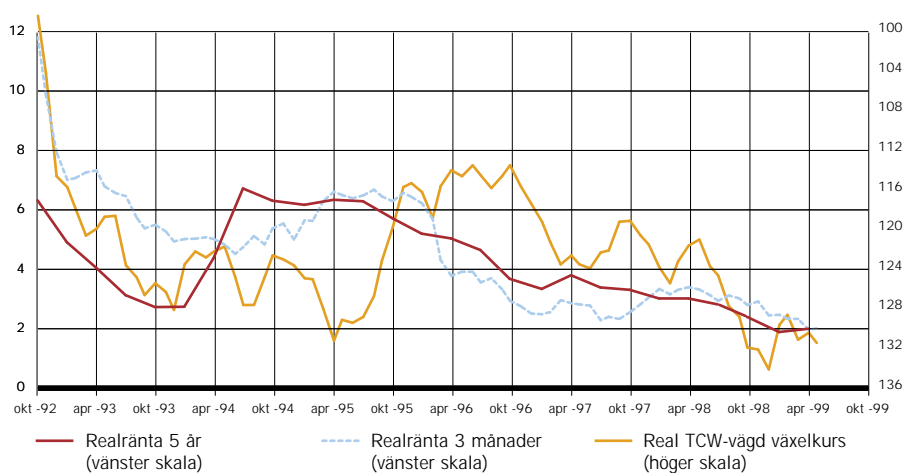
Både kronan och euron har försvagats mot den amerikanska dollarn som fått stöd av den fortsatt starka konjunkturen i USA. Prisuppgången på råvaror, främst olja, har troligtvis också bidragit till dollarförstärkningen eftersom dollarn är en stor kontraktsvaluta. Sannolikt har dollarn även i viss mån gynnats av rollen som tillflyktsvaluta för investerare som sökt säkra placeringar i samband med oron kring kriget i Kosovo.

Sammanfattningsvis har den senaste sänkningen av repo-räntan inneburit att de korta marknadsräntorna sjunkit sedan föregående inflationsrapport. De svenska långa obligationsräntorna har liksom motsvarande euroräntor delvis följt med i uppgången i de amerikanska långräntorna. Kronan har försvagats mot dollarn men har i konkurrensvägda termer varit relativt stabil.

Diagram 6.

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

Procent och index:
18 november 1992 = 100



Källa: Riksbanken.

ALLT LÄGRE KORTA REALRÄNTOR GER EXPANSIVA EFFEKTER

Den sammantagna effekten av räntor och växelkurs på efterfrågan i ekonomin bedöms ha blivit något mer expansiv än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Den korta realräntan⁴ sjönk mellan februari och maj i år, mätt som månadsgenomsnitt, med 0,3 procentenheter till ca 2,0 procent (se diagram 6). Fallet beror framför allt på att sänkningen av reporäntan i samband med föregående inflationsrapport pressat ned de korta nominella räntorna.⁵

Förändringar i den långa realräntan har verkat i en något åstramande riktning på ekonomin. Sedan föregående inflationsrapport har den långa realräntan stigit med 0,1 procentenhet vilket innebär att den uppgår till ungefär 2,0 procent.⁶ Uppgången beror uteslutande på högre nominella räntor eftersom de femåriga inflationsförväntningarna varit i stort sett oförändrade, 1,8 procent, sedan i februari.

Den reala TCW-vägda växelkursen har varit förhållandevis svag under det senaste året och sedan föregående inflationsrapport har den, mätt som månadsgenomsnitt, försvagats ytterligare eftersom prisutvecklingen i Sverige varit svagare än i omvärlden. Detta innebär att kronan har en något mer expansiv effekt på efterfrågan än tidigare.

Sammantaget bedöms effekterna av räntor och växelkurs vara något mer expansiva i rådande läge än vad som antogs i föregående inflationsrapport. De korta realräntorna har sjunkit, bland annat som ett resultat av Riksbankens sänkning av reporäntan, och de långa realräntorna har stigit något. Den reala växelkursen har samtidigt försvagats något.

FÖRETAGEN LÅNAR BILLIGARE

Vanligtvis är det banker eller kreditinstitut som lånar ut pengar till hushåll och företag eftersom endast mycket stora företag har möjlighet att finansiera sina investeringar direkt på penningmarknaden. Det finns en differens mellan bankernas utlåningsräntor och räntorna på penningmarknaden för att ta hänsyn till skillnader i kreditrisker, konkurrensförhållanden och prissättningsstrategier mellan långivare.

I höstas registrerades en viss eftersläpning i långivarnas räntesättning till det sjunkande ränteläget

på penningmarknaden. Under första kvartalet 1999 föll emellertid bankernas genomsnittliga utlåningsräntor till företagen lika mycket som penningmarknadsräntorna, ungefär en halv procentenhet.⁷ Där emot syns fortfarande en viss eftersläpning i räntesättningen på lån till hushållen då differensen till penningmarknadsräntorna var ungefär 0,2 procentenheter större i mars 1999 än i december 1998.

FORTSATT GOD TILLGÅNG TILL KREDITER

Ibland anses enskilda låntagare inte vara tillräckligt kreditvärdiga för att få låna eftersom de bedöms vara mindre benägna att betala tillbaka lånen. I samma riktning verkar att företags förväntade lönsamhet minskar om räntorna börjar stiga och, som följd därav, att efterfrågan dämpas. Följaktligen minskar företags vilja och förmåga att bära skulder. Företag som inte får eller vill låna måste dra ned på sin verksamhet och skjuta på investeringar, vilket dämpar efterfrågan. Både utlåningsräntorna och storleken på själva utlåningen har därmed via den s.k. kreditkanalen ett informationsvärde för inflationsutsikterna.

Den sammanlagda kreditgivningen från samtliga kreditinstitut till svensk allmänhet, i detta sammanhang definierad som hushåll, företag och kommuner, ökade med 6,5 procent i april 1999 jämfört med samma månad året innan (se diagram 16 i bilagan). Det innebär en högre tillväxttakt i den totala utlåningen än i föregående inflationsrapport. Den årliga ökningstakten i utlåningen till hushållen uppgick i april till 8,4 procent, vilket även det är något högre jämfört med tidigare.⁸

3 Se ruta "Implicita sannolikhetsfördelningar för den framtida växelkursen".

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

5 Statistik från SCB visar att hushållens förväntningar om prisutvecklingen de kommande tolv månaderna uppgick till 0,9 procent i april 1999, vilket är 0,1 procentenhet högre än i februari samma år.

6 Mätt som månadsgenomsnittet för en femårig statsobligationsränta justerad med finansiella placerares inflationsförväntningar på fem års sikt enligt Aragons enkät. Genomsnittet för andra kvartalet baseras på perioden fram t.o.m. den 25 maj 1999.

7 Enligt Finansmarknadsstatistik, nr 4, april 1999, Sveriges riksbank. I det här fallet avses sexmånaders statsskuldväxelränta.

8 Utlåningen till hushållen har definierats som bostadsinstitutens utlåning med villor och bostadsrätter som säkerhet samt bankernas och övriga kreditmarknadsbolags utlåning till hushållssektorn.

Bankernas utlåning till den svenska allmänheten fortsätter att öka och årstakten uppgick i april till 11,6 procent. Det är utlåningen till företagen som ökar snabbast. Samtidigt uppvisar bostadsinstitutet en markant snabbare utlåningsökning till hushållen än tidigare. Detta speglar troligtvis rådande förhållanden på bostadsmarknaden med stigande priser och högre omsättning på villor och bostadsrätter.

Sammanfattningsvis bedöms kreditutgången som fortsatt god. Kreditaggregatens utveckling visar på tilltagande ökningstakt i utlåning till både hushåll och företag. Detta indikerar en fortsatt tillväxt i detaljhandel och privat konsumtion. Risken för en okontrollerad lånefinansierad konsumtionsutveckling bedöms dock vara liten eftersom hushållen främst tillfredsställer ett uppdämt konsumtionsbehov av varaktiga varor samtidigt som deras betalningsförmåga sannolikt är god.

Tillväxttakten i kreditaggregaten och penningmängdsmåtten indikerar ett växande inflationstryck på sikt.

Tillväxttakten i kreditaggregaten och penningmängdsmåtten är fortsatt förhållandevis hög och

indikerar ett växande inflationstryck på sikt. Det snäva penningmängdsaggregatet M0, svenska hushålls och företags innehav av sedlar och mynt, har visat sig vara en god inflationsindikator på omkring sex kvartals sikt. M0 ökade i april med 7,6 procent på årsbasis, vilket var en något lägre ökningstakt än i mars men en betydligt högre ökningstakt jämfört med årets två första månader (se diagram 18 i bilagan). Den alltså höga tillväxten i M0 tyder på en fortsatt stark utveckling av privat konsumtion.

Det bredare penningmängdsaggregatet M3, där även bankcertifikat och allmänhetens inlåning i bank ingår, påverkas ibland starkt av portföljomplaceringar mellan bankinlåning och tillgångar som inte ingår i detta aggregat. Trots detta bedöms M3 vara en användbar inflationsindikator. Penningmängdsaggregatet ökade i april med 6,8 procent, vilket är högre än vid föregående inflationsrapport (se diagram 18 i bilagan). Uppgången förklaras till stor del av en ökad bankinlåning från företagen.

Både kredit- och penningmängdsaggregatens utveckling tyder på en fortsatt stark utveckling av detaljhandel och privat konsumtion samt ett växande inflationstryck på sikt.

IMPLICITA SANNOLIKHETSFÖRDELNINGAR FÖR DEN FRAMTIDA VÄXELKURSEN

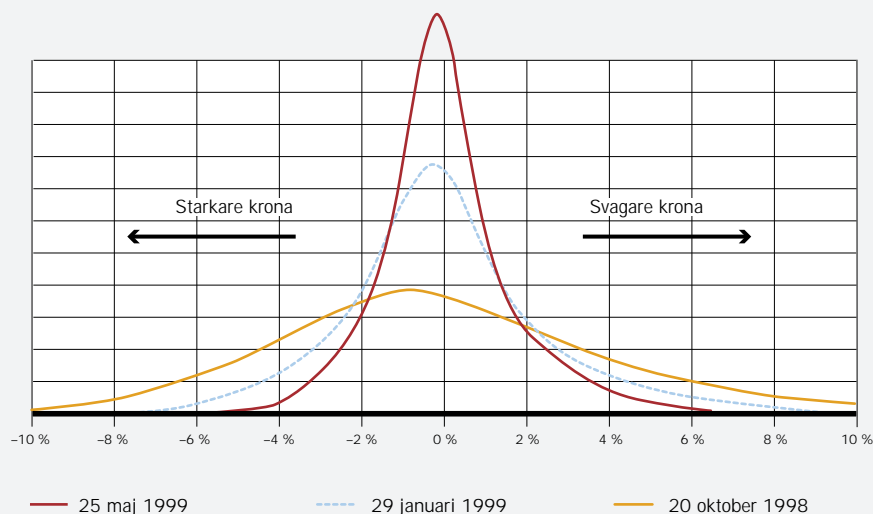
Sedan föregående inflationsrapport har kronan varit stabil mot euron, samtidigt som situationen på de globala finans- och valutamarknaderna varit förhållandevis lugn. Det kan vara av intresse att studera om, och i så fall hur, marknadens bedömning av osäkerheten i kronkursen har förändrats under senare tid, samt hur osäkerheten om den framtida kronutvecklingen uppfattas för närvarande. I föregående inflationsrapport konstaterades att prissättningen av valutoptioner är användbar för att bilda sig en uppfattning om marknadens bedömning av osäkerheten i den framtida växelkursutvecklingen. Nu utvecklas detta genom att utnyttja optionspriserna för att härleda den så kallade *implicita sannolikhetsfördelningen* för växelkursen. Den här typen av fördelning kan tolkas som marknadens *ex ante* bedöm-

ning av sannolikhetsfördelningen för den framtida växelkursen.⁹

Implicita sannolikhetsfördelningar kan skattas med hjälp av observerade marknadspriser på optioner, eftersom priset på en option i allmänhet kan skrivas som en funktion av den underliggande tillgångens sannolikhetsfördelning.¹⁰ Den implicita växelkursfördelningen förmedlar därför samma typ av information som de noterade priserna på de valutoptioner som handlas på OTC-marknaden (dvs. *at-the-money* volatilitet, *strangle* och *risk reversal*). Fördelen med implicita fördelningar är att man med hjälp av dessa kan få fram olika kvantitativa mått på marknadens riskbedömning som kan tolkas i sannolikhetsstermer, vilket ofta är mer illustrativt än att endast betrakta de noterade optionspriserna.

Diagram R2.

Implicita sannolikhetsfördelningar för SEK/EUR
20 oktober 1998,
29 januari 1999 samt
25 maj 1999.
En månads prognoshorisont.
Avkastning i SEK/EUR*



*Avkastning i förhållande till terminskursen, dvs. fördelningens medelvärde.
Källor: Reuters och Riksbanken.

Diagram R2 visar de skattade fördelningarna för SEK/EUR härledda från optionspriser med en månads löptid den 20 oktober 1998, 29 januari 1999 samt 25 maj samma år.¹¹ Den skattade implicita fördelningen för den 20 oktober 1998 är "utspridd", dvs. fördelningen har en hög standardavvikelse. Under hösten 1998 var oron stor på de finansiella marknaderna i samband med att Ryssland drabbades av svårigheter att återbetala sina lån och den svenska kronan försvagades. Naturligt nog förknippades detta med stor osäkerhet om den framtida växelkursen vid det här tillfället. I samband med att den finansiella oron dämpades efter årsskiftet minskade också osäkerheten om den framtida kronkursen, samtidigt som kronan började återhämta sig mot euron. Kronförstärkningen, som fortsatte under hela januari månad, kan också ha understötts av ökade förväntningar om ett svenskt EMU-medlemskap.

Att osäkerheten om den framtida kronkursen minskade i början av 1999 framgår tydligt av att standardavvikelsen för den implicita fördelningen den 29 januari 1999 är betydligt lägre än den var den 20 oktober 1998. Trots den minskade osäkerheten i januari framgår det av diagram R2 att fördelningen har positiv skevhet, dvs. att fördelningen har en längre och tjockare svans på dess högra sida. Detta kan i sin tur tolkas som att sannolikheten för en kraftig kronförsvagning på en månads sikt bedömdes vara större än för en motsvarande kronförstärkning. Sedan början av februari har

kronan varit relativt stabil och rört sig inom ett smalt intervall. Sannolikhetsfördelningen för den 25 maj 1999 visar att marknadens bedömning av osäkerheten har minskat ytterligare sedan januari. Fördelningen är än mer "ihoptryckt" än den var den 29 januari, även om den positiva skevheten i fördelningen kvarstår.

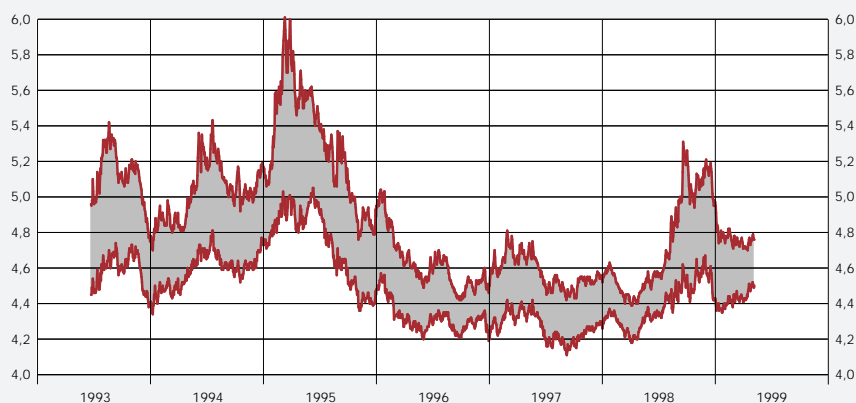
De implicita fördelningarna i diagram R2 visar en ögonblicksbild av marknadens förväntningar vid respektive tidpunkt. Det kan också vara intressant att studera hur marknadens bedömning av osäkerheten har varierat över en längre tidsperiod. Detta kan man göra genom att exempelvis studera utvecklingen för ett s.k. konfidensintervall.¹² Intervallet väljs så att en bestämd andel av sannolikhetsfördelningens massa, t.ex. 90 procent, ligger mellan intervallets gränser. Med andra ord kan man tolka intervallet som att marknaden bedömer att sannolikheten är 90 procent att växelkursen vid prognoshorisontens slut kommer att hamna inom konfidensintervallet. Intervallet ger därmed en indikation om osäkerheten på valutamarknaden över tiden. När intervallet är brett har osäkerheten om den framtida växelkursen varit stor på marknaden.

Diagram R3 visar det 90-procentiga konfidensintervallet för SEK/DEM¹³ på en månads sikt, för perioden 1 augusti 1993 t.o.m. 25 maj 1999. Diagrammet visar tydligt att osäkerheten om den framtida växelkursen varierat över tiden. Under turbulenta perioder på valuta- och finansmarknaderna visar prissättningen på

optionsmarknaden att osäkerheten om framtiden ökar. Särskilt tydligt var detta mönster under Mexikokrisen i slutet av 1994 och början av 1995, samt under Rysslandskrisen sensommaren och hösten 1998. Förutom att osäkerheten om den framtida kronkursen ökar, finns det en tendens att kronan försvagas mot D-marken under turbulenta perioder. I takt med att höstens oro på finansmarknaderna har avtagit, har också kronan stärkts mot euron (och därmed mot D-marken) samtidigt som marknadens osäkerhet om den framtida kursutvecklingen minskat. Detta innebär att stora rörelser i kronkursen på kort sikt inte längre hålls som lika sannolika av marknadsaktörerna. Den implicita SEK/EUR-fördelningen indikerar dock att sannolikheten för en kraftig försvagning av kronan under den kommande månaden för närvarande bedöms vara något högre än för en kraftig förstärkning.

Diagram R3.

Skattat 90-procentigt konfidensintervall för SEK/DEM. 1993-08-01-1999-05-25, en månads prognoshorisont



Källor: Reuters och Riksbanken.

9 Man bör dock notera att den skattade fördelningen är den s.k. *riskneutrala* fördelningen. Med andra ord visar den endast hur marknadens uppfattning om fördelningen hade sett ut om marknadsaktörerna hade varit riskneutrala.

10 Mer specifikt har vi använt oss av Malz (1997) skattningsmetod för att beräkna implicita fördelningar för den framtida växelkursen (se Malz, Allan M. (1997), "Option-Implied Probability Distributions and Currency Excess Returns", *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, nr. 32. Se även Aguilar, Javiera och Peter Hördahl (1999), "Optionspriser och marknadens förväntningar", *Penning- och valutapolitik* 1999:1, sid. 43-70, för en beskrivning av metoden och en diskussion om tolkningen av resultaten.

11 För perioden före den 1 januari 1999 har optionsdata för SEK/DEM använts, och resultaten har därefter räknats om till SEK/EUR med hjälp av konverteringskursen mellan D-marken och euron (1,95583).

12 Man bör notera att medelvärdet alltid är lika med terminkursen eftersom de implicita fördelningarna är riskneutrala.

13 Eftersom den tidsserie som studeras sträcker sig långt bak i tiden används SEK/DEM kursen.

Inflationens bestämningsfaktorer

I detta kapitel redovisas bedömningen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer de kommande två åren. Inledningsvis analyseras den internationella utvecklingen följt av en genomgång av efterfråge- och utbudsförhållandena i svensk ekonomi. Därefter diskuteras prisseffekter av avregleringar, i vilken utsträckning konsumentprisutvecklingen påverkas av politiska beslut och ändrade räntekostnader samt inflationsförväntningarna.

Internationell konjunktur och inflation

På många sätt ser den internationella konjunkturbilden nu mer robust ut än inför föregående inflations-

rapport. Den amerikanska ekonomins styrka har återigen bekräftats och nedgången i euroområdet bromsats av ECB:s räntesänkning i början av april. Slutet skönjes också på de successiva tillväxtmarknadskriserna sedan effekterna av Brasiliens valuta-

FAKTORER SOM AVGÖR INFLATIONENS UTVECKLING

Eftersom penningpolitiken påverkar den ekonomiska utvecklingen och inflationen med fördröjning måste politiken vägledas av en *prognos* över inflationens utveckling. Liksom i tidigare inflationsrapporter är utgångspunkten för prognosen att reporäntan är oförändrad. Antagandet är av teknisk karaktär och görs i första hand av pedagogiska skäl för att tydliggöra om reporäntan behöver justeras, och i så fall i vilken riktning. En inflationsbedömning som resulterar i slutsatsen att inflationen blir högre (lägre) än inflationsmålet över den tidshorisont som Riksbanken i huvudsak arbetar med – ett till två år – innebär normalt att det finns skäl att höja (sänka) reporäntan. Förutom penningpolitiken är följande faktorer avgörande för inflationens utveckling på ett till två års sikt.

1) Internationell konjunktur och inflation

Sverige är i hög grad en utrikeshandelsberoende ekonomi och den ekonomiska utvecklingen i vår omvärld är

därför en betydelsefull faktor i inflationsbedömningen.

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

2) Efterfråge- och utbudsläget

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

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

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

kostnadsutvecklingen i ekonomin, t.ex. löneutvecklingen.¹⁴

3) Andra kostnadschocker, effekter av politiska beslut och räntekostnader

Förändrade inflationsimpulser kan också komma från specifika kostnadsökningar som varken härrör från en generell internationell inflationsökning eller från efterfrågeläget. Exempel på sådana kostnadschocker är förändrade råvarupriser. Likartade impulser kan även komma från finanspolitiken i form av ändrade indirekta skatter och subventioner samt vid avregleringar av tidigare reglerade delar av ekonomin. Inflationsimpulser av denna karaktär är för det mesta tillfälliga i den mening att de ofta leder till en omedelbar engångsförändring av den allmänna prisnivån. Det är emellertid inte uteslutet att sådana impulser har en varaktig inverkan på inflationsprocessen. I så fall kommer inflationsförväntningarna att påverkas. För att skapa sig en uppfattning om inflationen rensat för tillfälliga impulser arbetar Riksbanken bl.a. med olika mått på underliggande inflation.

4) Förväntningarna om inflationen

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

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

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

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

sammanbrott visat sig oväntat små. De ekonomier som först drabbades av Asienkrisen har långsamt börjat återhämta sig. Den globala finansorn har dämpats med krympande riskpremier som följd.

Jämfört med föregående inflationsrapport revideras BNP-tillväxten i OECD-området upp något för 1999 till 2,0 procent, till följd av den starka tillväxten i USA, och till 2,0 procent 2000, mot bakgrund av euroområdets återhämtning. Utvecklingen väntas fortsätta 2001 med en tillväxt på 2,1 procent.

STARKARE UTVECKLING PÅ EXPORTMARKNADERNA

Under varen har en något starkare utveckling noterats på Sveriges viktigaste exportmarknader.

Europeisk konjunktur bottenar.

På Sveriges största exportmarknad, euroområdet, började året med en mycket svag utveckling för industrikonjunkturen i Asienkrisens kölvatten, främst i Tyskland och Italien. Nu tyder dock en rad förtroendeindikatorer på att fallet i industriproduktionen är på väg att bromsas upp. En viktig förklaring till den större optimismen är Europeiska centralbankens (ECB) räntesänkning med 0,5 procentenheter i april.

Industrins återhämtning begränsas dock, trots konjunkturomslaget, av en svag global efterfrågan. Istället är det den starka inhemska privata konsumtionen som bäddar för en återhämtning 2000 och 2001, då efterfrågan inom euroområdet väntas lyfta inte bara tjänste- utan även industrisektorn. Optimismen bland hushållen närs av stigande disponibla inkomster och långsamt minskande arbetslöshet.

På de för Sverige viktiga europeiska exportmarknaderna utanför euroområdet, Danmark, Norge och Storbritannien, dämpas konjunkturen under 1999. Nedgången ser dock ut att bli mindre djup än befarat i Danmark och Storbritannien, framförallt tack vare sänkta styrräntor. Den danska budgetstramningen tycks inte ha dämpat inhemsk efterfrågan så kraftigt som väntat. I Storbritannien ser konjunkturedgången ut att bli mild och kortvarig. Ett lägre inflationstryck har följts av räntesänkningar som redan ser ut att ha stärkt brittiska företag och konsumenters förtroende. I Norge har utvecklingen förblivit svag, men kan gynnas av varens stigande oljepriser.

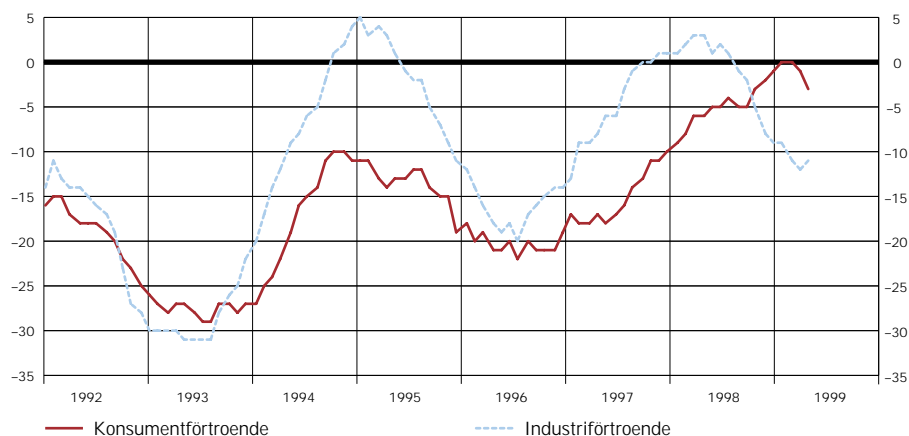
Fortsatt styrka i USA.

Den amerikanska ekonomin fortsätter att överraska positivt. Enligt preliminära siffror ökade BNP under

Diagram 7.

Förtroende bland industri-
företag och konsumenter i
EMU.

Nettotal



Källa: Ecowin.

första kvartalet 1999 med 4 procent på årsbasis. Sys-
selsättningen fortsätter uppåt, men en stark produktiv-
tetsutveckling har gjort att lönekostnaderna till
och med dämpats. Trots den höga produktivtetsut-
vecklingen har dock inflationstrycket ökat något,
främst som en följd av stigande oljepriser. Konsu-
mentförtroendet närmar sig nu de höga nivåerna
från före Rysslandskrisen, underblåst av rekordhöga
aktiekurser. Även den hittills svaga industrikonjunk-
turen visar tecken på en återhämtning. Mycket talar
ändå för att konjunkturen i USA mattas under åren
2000 och 2001, i synnerhet om de senaste årens
snabba börsuppgångar inte fortsätter. Tillväxten i
den privata konsumtionen förväntas då dämpas och
utvecklas mer i linje med hushållens inkomster. Sti-
gande långräntor till följd av något högre inflations-
förväntningar, samt en tämligen svag vinstutveckling,
väntas samtidigt bromsa investeringstakten.

Vändpunkt på tillväxtmarknaderna.

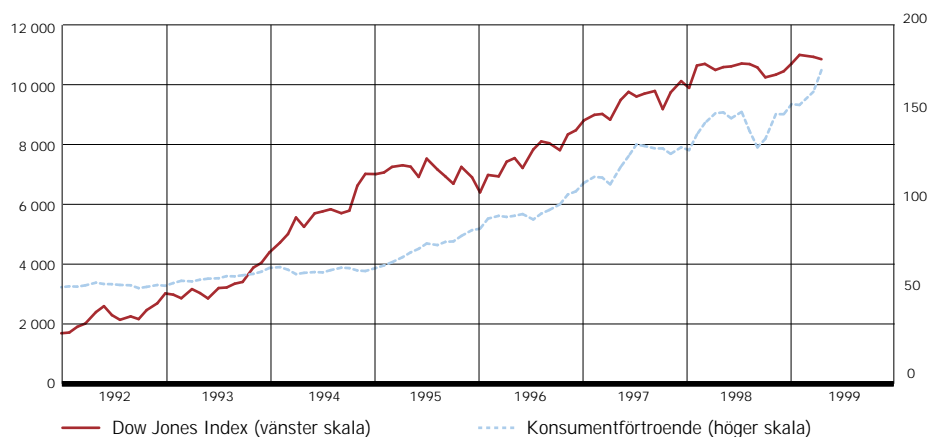
Brasiliens och Latinamerikas nedgång 1999 till följd
av den brasilianska valutakollapsen ser ut att bli
mindre omfattande än väntat sedan den brasilian-
ska valutan och inflationsutvecklingen stabiliserats.
Den latinamerikanska marknaden utgör en relativt
liten del av svensk export men Brasiliens gynnsamma
utveckling har dämpat den globala finansorn och

bidragit till att minska riskpremierna för krediter till
tillväxtmarknaderna. De sydostasiatiska ekonomier-
na ser, två år efter Asienkrisens utbrott, ut att ha nått
en vändpunkt. Inget land i regionen registrerar läng-
re stora fall i industriproduktion och BNP. Den
inhemska konsumtionen och börskurserna stiger
igen i flera länder. Prognosen för 1999 pekar nu på
en återhämtning med Sydkorea i spetsen. Därefter
väntas en uppgång i hela regionen i början av 2000,
om än med vissa frågetecken, bl.a. kring växande
budgetunderskott. På de för Sverige snabbt växande
central- och östeuropeiska exportmarknaderna ser
konjunkturen ut att återhämta sig påtagligt under
1999 sedan effekterna av Rysslandskrisen visat sig
relativt kortvariga.

Trots lyftet i övriga Asien förblir konjunkturen i
Japan mycket svag. Mot bakgrund av fortsatta prisfall
och en ovilja från hushållen att öka konsumtionen
fortsätter BNP att falla i år. Små tecken på att fallet i
företagens och konsumenternas förtroende bottnat
noterades dock under våren mot bakgrund av en
synnerligen expansiv finanspolitik och en styrränta
nära noll. BNP väntas dock inte stabiliseras förrän
2000, eftersom kraftig överkapacitet i företagen har
lett till dramatiska nedskärningar och brant stigande
arbetslöshet.

Sammantaget ser den internationella konjunk-

Diagram 8.
Konsumentförtroende och
börskurser i USA.
Indextal



Källa: Ecowin.

turbilden mer gynnsam ut för tillväxtförutsättningarna i svensk exportindustri än i föregående rapport, medan utvecklingen förblir svag under 1999 väntas en tydligare förbättring under 2000 och 2001.

LÅG INFLATION TROTS UPPGÅNG

Trots att konjunkturläget ljusnat på de flesta exportmarknader och trots att oljepriset stigit under våren, väntas inget dramatiskt tryck upp på inflationen i OECD-området. Överkapacitet inom exportindustrin i de stora OECD-länderna, kombinerat med fortsatt svag efterfrågan på råvaror väntas hålla tillbaka producentprisökningarna även de närmaste åren. I USA tycks dock producentpriserna vända något starkare uppåt igen medan trenden fortfarande pekar nedåt i euroområdet.

De senaste månadernas oljeprishöjning väntas höja exportpriser på bearbetade varor i nationell valuta i OECD-länderna. Trots ett snabbt genomslag så väntas dock effekterna av oljeprishöjningen

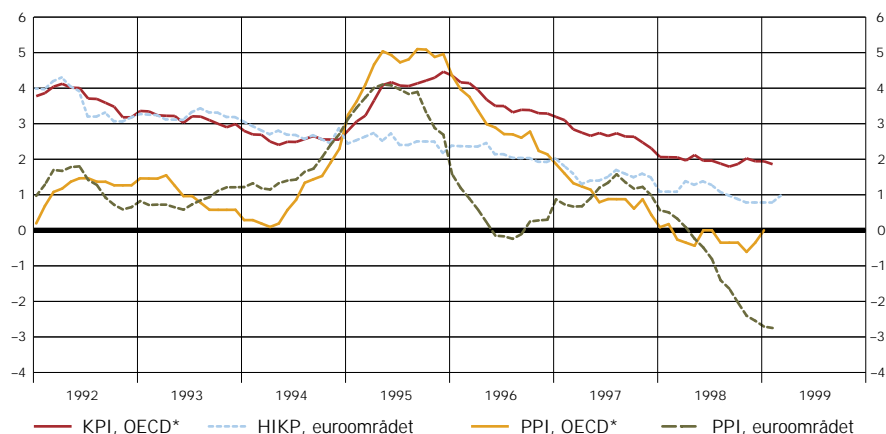
på konsumentpriserna i OECD-området bli relativt små.

Kombinationen av oljeprishöjningen och en något starkare internationell konjunktur gör att prognosen för exportpriserna i nationella valutor i OECD revideras upp något för 1999. Exportprisfallet under året väntas därmed bli mindre än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport, endast -0,6 procent. Exportpriserna i OECD väntas åter öka 2000, med 1,3 procent, men uppgången blir mindre stark än väntat då utväxlingen mellan inflation och tillväxt bedöms bli något lägre än vad som tidigare förutsågs. Riksbankens bedömning av utväxlingen ligger därmed i linje med den som t.ex. OECD och IMF gör. År 2001 fortsätter exportprisutvecklingen uppåt, med en ökning på 1,5 procent.

KPI i OECD väntas öka med 1,4 procent 1999, med en något snabbare ökning på 1,6 procent 2000 och 1,9 procent 2001 till följd av återhämtningen i Europa och Asien.

Diagram 9.

Producentpriser och konsumentpriser i OECD och euroområdet.
Årlig procentuell förändring



* OECD exklusive höginflationsländer.

Källa: Ecwin.

EN NY EKONOMISK ERA I USA? – NÅGRA REFLEKTIONER

Under de senaste åren har tillväxten i amerikansk ekonomi överträffat de flesta prognoser. Samtidigt har arbetslösheten fallit till nivåer som inte skådats sedan 1960-talet. Till skillnad från tidigare högkonjunkturer har emellertid ingen ökning av inflationstakten skett. Istället har inflationen fortsatt att falla. Bedömare har därför börjat tala om en ny ekonomiska era.

Vad har hänt med amerikansk ekonomi? – olika skolor

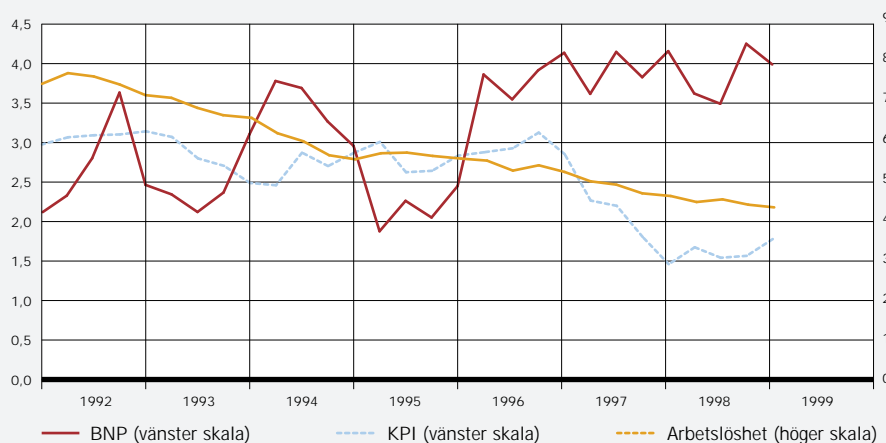
På ett mer övergripande plan finns två olika synsätt för att förklara vad som hänt. Enligt det ena beror den senaste tidens utveckling på en rad temporära faktorer. Enligt det andra har den amerikanska ekonomin genomgått så stora förändringar att gamla samband förändrats eller till och med upphört att gälla.¹⁵

Hypotesen om en "ny ekonomi" bygger på antagandet att strukturella förändringar har lett till en permanent högre potentiell tillväxt och en lägre jämviktsarbetslöshet, dvs. den arbetslöshet vid vilken inflationen är stabil. Enligt detta synsätt har ett effektivare tillverkningssätt, bl.a. som en följd av IT-revolutionen, bidragit till en kraftig ökning av arbetsproduktiviteten. Denna produktivitetsökning har dämpat lönekostnadstrycket och därmed möjliggjort fortsatt låg inflation trots en stark efterfrågan på arbetskraft. Genom ökad IT-användning har också arbetskraften blivit mer flexibel och lätttröglig mellan industrier och branscher. Tillgången på snabb information har vidare medfört att

själva "sökprocessen" på arbetsmarknaden underlättats. Förändringar av välfärdssystemen som genomförts sedan mitten av 1990-talet, bl.a. för att öka intresset för låglönejobb, och en uppstramning av bidragssystemen, har samtidigt ökat incitamenten för arbete. Ytterligare en orsak anses vara den ökade internationaliseringen, vilken har lett till en betydligt hårdare konkurrens på produktmarknaderna och ett ökat behov av kostnads-kontroll i företagen. Alla dessa faktorer, som i viss utsträckning funnits där tidigare, har samverkat till ett slags paradigmskifte som drastiskt fått ned den naturliga arbetslösheten.¹⁶ En mer extrem variant av denna skola är att den naturliga arbetslösheten har upphört att existera, om det någonsin funnits någon sådan.¹⁷ Andra menar att den amerikanska tillväxten kommer att fortsätta, att restriktioner som tidigare gjort att det uppstått överhettning i ekonomin inte längre är bindande, och att konjunkturcykeln är död.

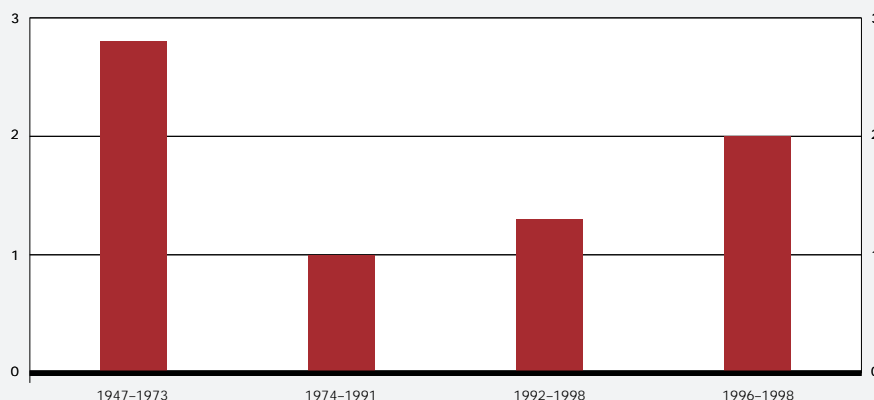
Den motsatta hypotesen bygger på att *en serie gynnsamma utbudschocker* som tillfälligt hållit tillbaka inflationen i ett läge där prisökningstakten annars skulle ha stigit och Federal Reserve tvingats strama åt penningpolitiken. Exempel på sådana faktorer är lägre priser på mat och energi (främst olja) och låga importpriser till följd av en stark dollar och en svag internationell efterfrågan. Snabbt fallande priser på högteknologiska produkter, framför allt datorer, och en svag kostnadsutveckling för sjuk- och hälsovårdstjänster, till följd av regeländringar,

Diagram R4.
BNP, arbetslöshet och KPI i USA.
Årlig procentuell förändring och procentenheter



Källa: OECD.

Diagram R5.
 Produktivitetstillväxt
 i USA.
 Årlig procentuell
 förändring



Källa: OECD.

brukar också framhållas som viktiga faktorer för att förklara varför inflationen hållits i schack. Gemensamt för dessa faktorer är att de antas vara temporära. Exempelvis kan det mycket låga oljepriset och den starka dollarn, i alla fall till viss del, tillskrivas den globalt svaga tillväxtutvecklingen i kölvattnet av Asienkrisen. I takt med att den globala konjunkturen stärks kommer Asienkrisens effekter, enligt denna uppfattning, att klinga av.¹⁷

Produktiviteten har ökat – men hur mycket?

Ser man till produktivitet per arbetad timme i näringslivet (exkl. jordbruk), vilket brukar anses vara det bästa måttet på hur ekonomin långsiktigt kan komma att utvecklas, så har ingenting sensationellt inträffat under den pågående högkonjunkturen. Produktivitetstillväxten under perioden 1992–1998 var måttliga 1,3 procent. Detta kan jämföras med perioden 1947–1973, "den gyllene eran", då den genomsnittliga produktivitetstillväxten var 2,8 procent per år. Men ser man till det kortare perspektivet, från 1996 till början av 1999, är produktivitetstillväxten emellertid mer imponerande, omkring 2 procent.¹⁸ Det ska dessutom ses mot bakgrund av att den amerikanska ekonomin befinner sig långt fram i konjunkturcykeln, vilket historiskt har inneburit avtagande produktivitetstillväxt. Sammantaget talar mycket för att en viss ökning av den potentiella tillväxten har skett.

Sett i backspeglarna kan man konstatera att den amerikanska ekonomin dragit fördel av flera temporära faktorer med prisdämpande effekt de senaste fem åren, inte minst Asienkrisen, som lett till låga import-

priser. Detta har bidragit till att hålla tillbaka inflationen, samtidigt som fallande långräntor medverkat till ett kraftigt uppsving i konsumtion och investeringar och en mycket stark utveckling på aktiemarknaden, vilket skapat en god cirkel.

Det verkar troligt att en viss ökning av den potentiella tillväxten skett under 1990-talet. Att konjunkturen inte längre skulle följa ett cykliskt mönster förefaller emellertid osannolikt. Även om den strukturella arbetslösheten har gått ned kommer man förr eller senare till en punkt då arbetslösheten inte kan bli lägre utan att inflationstrycket tar fart. Mycket talar för att den amerikanska ekonomin i nuläget befinner sig i närheten av denna punkt. Den stora frågan är om det kommer en successiv avmattning i ekonomin utan att inflationsstrycket tar fart eller om en mer abrupt förändring, en klassisk överhettning, står för dörren.

15 För en mer ingående diskussion om en "ny ekonomi" i USA se exempelvis Gordon, Robert J (1998) "Foundations of the Goldilocks Economy: Supply Shocks and the Time-Varying NAIRU", *Brookings Paper on Economic Activity*.

16 Sökkostnader, skatteklivar, bidragssystemens generositet och internationella priser har länge framhållits som några av jämviktsarbetslöshetens (NAIRU) viktigaste bestämningsfaktorer, se t.ex. Layard, Nickell och Jackman (1991), "Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market", Oxford University Press.

17 Se exempelvis Brinner, Roger E (1999) "Is Inflation Dead", *New England Economic Review*.

18 Det finns emellertid bedömare som menar att man underskattar den faktiska produktivitetstillväxten i tjänstesektorn på grund av bristen på tillförlitlig statistik.

Ränte- och växelkurs- bedömning

En viktig faktor för den framtida svenska prisutvecklingen är hur räntor och växelkurs utvecklas framöver. Bedömningen av såväl ränte- som växelkursutvecklingen är i sin tur till viss del beroende av antagandet om oförändrad reporänta. Marknadsräntornas löptid är avgörande för reporäntans genomslag. De kortaste växelräntorna påverkas betydligt mer än de längre obligationsräntorna. Tremånadersräntan bedöms därmed i stort sett ligga stilla under den två-åriga prognosperioden. Sänkningen av reporäntan med 0,25 procentenheter till 2,90 procent i samband med publiceringen av föregående inflationsrapport innebär dock att prognosen för tremånadersräntan revideras ned lika mycket. Sänkningen av reporäntan innebär också att prognosen för obligationsräntorna justeras ned något. De långa räntorna antas dock stiga från rådande låga nivåer med drygt en halv procentenhet fram till prognosperiodens slut.

I föregående inflationsrapport bedömdes kronan appreciera gradvis under prognosperioden. Fortfarande förväntas den svenska kronan stärkas på lång sikt enligt Riksbankens tidigare jämviktsberäkningar.¹⁹ Under prognosperioden bedöms dock kronan utvecklas något svagare jämfört med föregående inflationsrapport. Detta är en följd av att kronan har förstärkts långsammare än väntat under våren samt att de svenska kortrräntorna har sjunkit i förhållande till omvärlden. TCW-index bedöms uppgå till drygt 120 på ett års sikt och till ca 118 på två års sikt.²⁰

I Storbritannien har styrräntorna anpassats nedåt under senare tid. Detta bedöms bidra till att

försvaga pundet mot den svenska kronan. Dollarn antas förbli fortsatt stark på kort sikt bland annat till följd av att en skärpning av penningpolitiken framstår som troligare än motsatsen. På lite längre sikt bedöms dock dollarn försvagas när konjunkturläget i USA mattas av relativt utvecklingen i Europa.

Kronans långsiktiga undervärdering bedöms vara mindre mot euron än mot ett konkurrensvägt TCW-index.

Kronan bedöms förstärkas även mot euron. Eftersom inga större konjunkturella skillnader föreligger mellan Sverige och euroområdet bedöms kronans långsiktiga undervärdering relativt euron vara mindre än gentemot ett konkurrensvägt TCW-index. Med andra ord är apprecieringsutrymmet större relativt TCW-index eftersom pundet och dollarn bedöms försvagas på sikt i takt med att konjunkturen i Storbritannien och USA mattas av.²¹

Sammanfattningsvis medför antagandet om oförändrad reporänta att de korta räntorna i stort sett antas ligga stilla under prognosperioden. De längre svenska obligationsräntorna antas stiga med drygt en halv procentenhet på två års sikt. Den svenska kronan bedöms liksom tidigare följa en apprecierande bana.

19 Se ruta "Kronkursens långsiktiga utveckling" i Inflationsrapport 1998:3.

20 Riksbankens bedömning ligger i stort sett i linje med vad placerare på de finansiella marknaderna tror om kronans fortsatta utveckling (se tabell 1 i bilagan).

21 Se ruta "Kronans kurs mot euron".

KRONANS KURS MOT EURON

Av alla utländska valutor är euron den som har störst betydelse för den svenska ekonomin. Euron utgör ca 56 procent av det konkurrensvägda TCW-indexet och omkring 40 procent av den svenska varuexporten går till euroområdet, som i sin tur står för ca 50 procent av den svenska varuimporten. Sveriges medlemskap i EU gör länkarna till euroområdet särskilt påtagliga. Skulle Sverige komma att träda in i EMU ersätts den svenska kronan av euron. Riksdagen har också konstaterat att ett medlemskap i ERM2 kan ses som ett förberedande steg före ett svenskt inträde i EMU. Regeringen bestämmer vilket växelkurssystem som ska gälla för kronan, men vid ett inträde i ERM2 har Riksbanken ett ansvar för till vilken kurs kronan knyts till euron. Kronans centralkurs mot euron är dock ytterst en förhandlingsfråga som kommer att avgöras tillsammans med regeringen i diskussioner med de andra EU-länderna.

Historisk utveckling

Det är inte möjligt att belysa hur kronan har utvecklats mot euron i ett längre perspektiv eftersom den nya valutan endast har existerat sedan januari 1999, då den monetära unionen bildades. Däremot går det att illustrera hur kronan har utvecklats relativt de valutor som konverterats till euro. I diagram R6 visas TCW-index, utvecklingen av eurokomponenten i TCW-index, och TCW-index rensat för de valutor som konverterats till

euro.

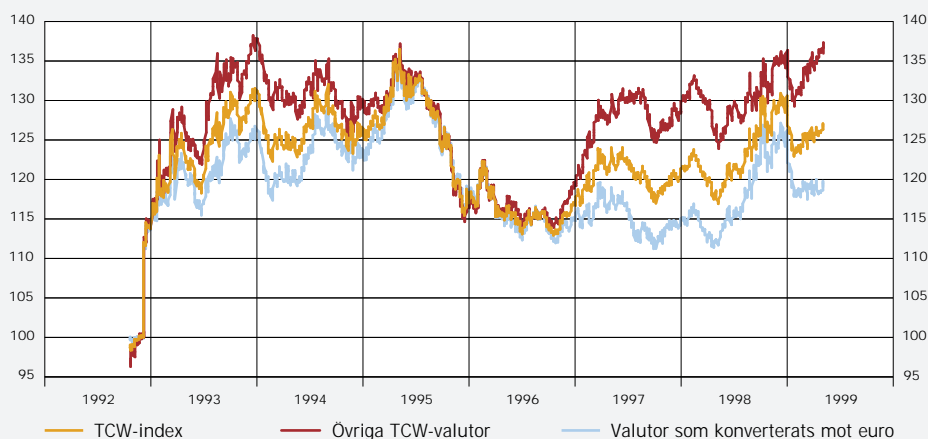
Kronan har sedan 1996, med undantag av andra halvåret 1998, varit mer stabil mot de valutor som konverterats till euro än mot de övriga valutorna i TCW-index. I början av 1999 inträffade en mycket snabb och kraftig appreciering av kronan mot både euron och TCW. Sedan februari har dock kronan varit tämligen stabil mot euron, men försvagats något mot de andra valutorna i TCW-index.

En anledning till att kronan har tenderat att utvecklas mer stabilt mot euron än mot övriga valutor är att den svenska konjunkturen under senare år har varit i nägorlunda samklang med den i euroområdet samtidigt som konjunkturen i länder som Storbritannien och USA varit starkare (se diagram R7). Denna utveckling har inneburit att svensk penningpolitik under senare år inte har skilt sig så mycket från den i euroområdet medan penningpolitiken i länder som Storbritannien och USA har haft en stramare inriktning. Detta har bidragit till att valutorerna i dessa länder har utvecklats starkt relativt både euron och kronan.

Kronans framtida utveckling mot euron

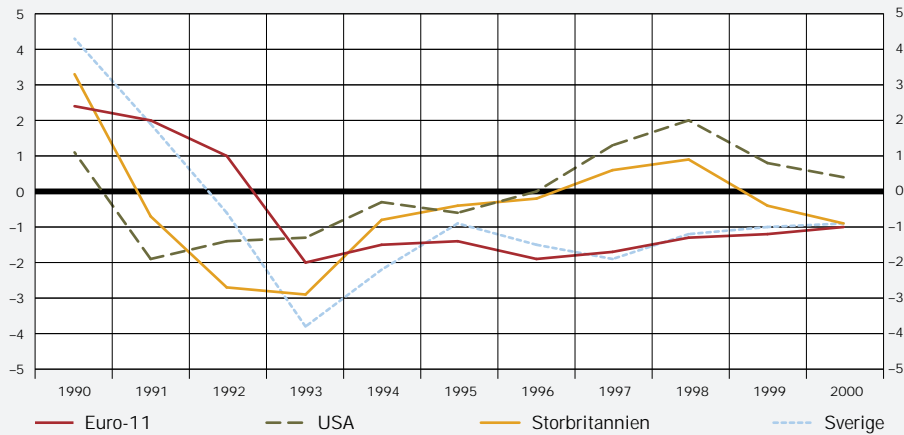
I inflationsrapportens huvudscenario förutsätts att kronan ska förstärkas med ungefär 7 procent de kommande åren i förhållande till TCW-index. En naturlig följdfråga är hur kronan bedöms utvecklas mot euron. För

Diagram R6.
Kronans nominella växelkurs i förhållande till euroområdet och övriga valutor i TCW-index. Index: 18 november 1992 = 100



Källa: Riksbanken.

Diagram R7.
Konjunkturläge enligt OECD:s mått på produktionsgap i Euro-11, Sverige, Storbritannien och USA. Procent av potentiell BNP



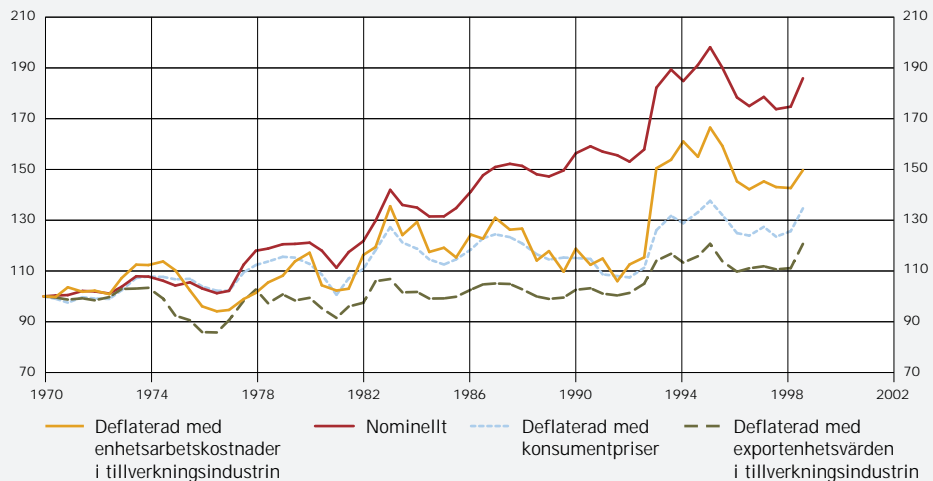
Anm. Produktionsgap för 1999 och 2000 baseras på prognoser.
Källa: OECD.

att belysa denna fråga bör man undersöka vilka interna och externa obalanser som finns i Sverige och i euroområdet. Intern balans definieras i detta sammanhang som fullt kapacitetsutnyttjande och prisstabilitet. Extern balans råder då utlandsskulden har stabiliserats som andel av BNP.

Om ekonomin befinner sig i både intern och extern balans anses den reala växelkursen vara i *långsiktig jämvikt*. Växelkursen sägs vara i *medelfristig jämvikt* om ekonomin

är i intern balans och utlandsskulden är på väg att anpassa sig mot sin långsiktiga nivå med hjälp av över- eller underskott i bytesbalansen. Om utlandsskulden som andel av BNP exempelvis är större än vad den kommer att vara på lång sikt krävs det en period av bytesbalansöverskott och en svagare växelkurs än den långsiktiga jämviktskursen till dess skuldanpassningen har slutförts, givet att intern balans råder. Den *kortsiktiga jämviktsväxelkursen* bestäms av landets relativa konjunkt-

Diagram R8.
Kronans reala växelkurs mot euroområdet 1970–1998. Halvårsdata, index: 1:a halvåret 1970 = 100



Anm. Exportenhetsvärden mäter det genomsnittliga priset på en exporterad varuenhet.
Källor: IMF, OECD och Riksbanken.

rella läge och hur penningpolitiken utformas i förhållande till omvärldens. Kortsiktig jämvikt råder när penningpolitiken är förenlig med att uppnå intern balans inom en viss tidsperiod, samtidigt som bytesbalansutvecklingen är förenlig med att uppnå extern balans på lång sikt.²²

Det svagare konjunkturläget i Sverige jämfört med USA och Storbritannien, och därmed den relativt mer expansiva inriktningen på penningpolitiken, indikerar att kronan kan väntas förstärkas mot TCW på sikt. Kronan kommer sannolikt att förstärkas mot den amerikanska dollarn och det brittiska pundet på sikt när svensk ekonomi närmar sig fullt kapacitetsutnyttjande och då konjunkturen i USA och Storbritannien mattas av. Konjunkturläget i Sverige skiljer sig däremot inte nämnvärt mot det som råder i euroområdet. Det finns inga indikationer på att Sverige har, eller förväntas ha, en mer expansiv inriktning på penningpolitiken än i euroområdet. Förväntningarna om den framtida penningpolitiken, såsom de kommer till uttryck i svenska och tyska terminsrentor, bekräftar väsentligen denna bedömning (se diagram 12 i bilagan).²³ Sammantaget talar detta för att kronan inte kommer att förstärkas lika mycket mot euron som mot TCW-index.

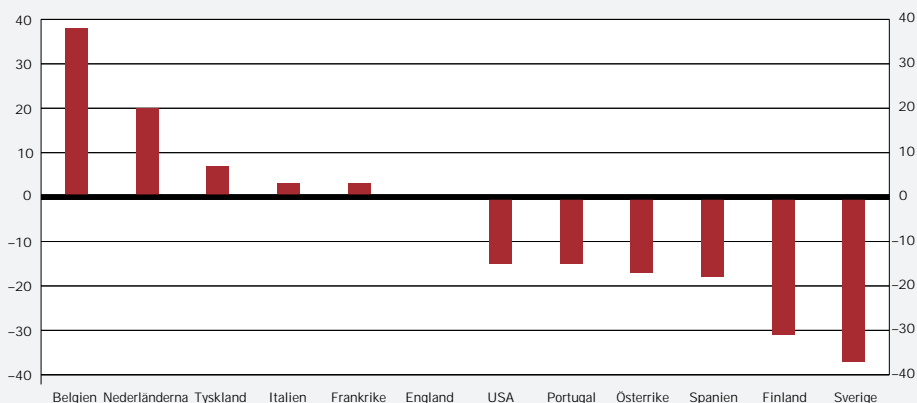
Vad talar då för en långsiktig förstärkning av kronan i förhållande till euron? Enligt traditionella konkurrenskraftsmått framstår kronan i nuläget som förhållandevis svag, åtminstone i ett historiskt perspektiv (se diagram

R8). Detta borde i sig påverka kronans kurs. Ett argument för en förhållandevis svag värdering av kronan relativt euron i nuläget, och en appreciering på sikt, är dock att Sverige jämfört med euroområdet har en större utlandsskuld och att kronan de närmaste åren bör vara långsiktigt undervärderad relativt euron för att understödja en utveckling mot extern balans.

Diagram R9 visar att Sverige har en betydligt större nettoskuld mot utlandet än många euroländer, inklusive de stora (Tyskland, Frankrike och Italien).²⁴ Även om mätproblem gör att den svenska utlandsskulden blir överdrivet stor i diagram R9 så finns det skäl som talar för att det är önskvärt att reducera den svenska utlandsskulden.²⁵ Bland annat innebär utvecklingen mot en större andel pensionärer en bit in på 2000-talet ett ökat motiv för ett större sparande i det svenska samhället och därmed en mindre utlandsskuld. I takt med att utlandsskulden som andel av BNP faller och närmar sig sin långsiktiga nivå minskar behovet av bytesbalansöverkort och kronan apprecierar.

Sammantaget bedöms kronan appreciera mot euron under de kommande åren, men förstärkningen bedöms bli mindre än mot TCW.²⁶ Detta beror på att minskade skillnader i konjunkturläge talar för en fallande korträntedifferens mot USA och Storbritannien, samtidigt som korträntedifferensen mot euroområdet bedöms vara tämligen liten framöver. Samstämmigheten i inflationsutsikterna i förhållande till euroområdet

Diagram R9.
Olika länders tillgångar och skulder, netto, gentemot utlandet 1998. Procentuell andel av BNP



Källa: Riksbanken.

torde innebära en fortsatt stabil utveckling av kronans kurs mot euron. På sikt kommer dock sannolikt kronan att förstärkas mot euron allt eftersom den svenska utlandsskulden närmar sig de nivåer som råder i euroområdet. Detta synsätt finner också visst stöd i de enkätundersökningar som genomförs för att fånga marknadsaktörernas förväntningar om den framtida växelkursutvecklingen. Enligt en undersökning utförd av SCB i maj förväntar sig aktörerna på penningmarknaden i genomsnitt att kronan ska förstärkas till 8,70 mot euron på två års sikt.

22 En utförligare redogörelse för begreppen långsiktig, medelfristig och kort-siktig jämvikt återfinns i rutan "Kronkursens långsiktiga utveckling" i Inflationsrapport 1998:3.

23 Skillnaden mellan terminsräntor kan inte ses som ett rent mått på skillnaden i penningpolitiska förväntningar eftersom terminsränteskillnaden också avspeglar en svensk riskpremie, tidigare uppskattad till ca 0,3 procentenheter.

24 Det finns inget tillgängligt mått på euroområdets externa position.

25 Preliminära beräkningar tyder på att svensk utlandsskuld utgjorde ca 20 procent av BNP 1998, se Blomberg, Gunnar och Johan Östberg (1999), "Marknadsvärderad utlandsställning – En ny bild av Sveriges utlandsberoende", kommande uppsats i *Penning- och valutapolitik* 1999:2, Sveriges riksbank.

26 Denna utveckling stämmer väl överens med de kronförväntningar som råder hos placerare på de finansiella marknaderna (se tabell 1 i bilagan).

Importpriser

Importprisutvecklingen påverkar inflationen såväl direkt som indirekt. Förändringar i internationella exportpriser och i kronkursen får en *direkt* inverkan på konsumentprisutvecklingen eftersom en stor del av KPI består av importvaror och importsubstitut. Den *indirekta* effekten på inflationen uppstår genom att den internationella prisutvecklingen tillsammans med växelkursutvecklingen påverkar efterfråge- och utbudsförhållandena i Sverige. I detta avsnitt diskuteras den direkta effekten.

Förhållandet mellan den internationella prisutvecklingen på råvaror och bearbetade varor och den svenska producent- och konsumentprisutvecklingen är komplicerat. Växelkursen är av stor betydelse för priserna i producentledet men genomslaget, i synnerhet för bearbetade varor, kan både vara fördröjt och begränsat. Detsamma gäller i ännu högre grad för effekten i konsumentledet där genomslaget kan ta åtskilliga år.²⁷ För råvaror är genomslaget mer omedelbart, vilket hänger samman med varornas homogena karaktär och att prissättningen sker på världsmarknaden.

Råvarupriserna antas öka framöver.

Utvecklingen av de internationella exportpriserna på bearbetade varor har jämförts med föregående prognos justerats upp något under 1999, bl.a. till följd av ett starkare utfall hittills i år och stigande råvarupriser. Exportprisprognosen för 2000 har dock sänkts något eftersom utväxlingen mellan tillväxt och inflation bedöms bli marginellt lägre än vad som tidigare antagits. Riksbankens bedömning av utväxlingen ligger därmed i linje med den som t.ex. OECD och IMF gör. Den svenska kronan har förstärkts långsammare än väntat under varen, men antas appreciera över prognoshorizonten i likhet med bedömningen i föregående inflationsrapport. Råvarupriserna antas öka ytterligare något utöver de senaste månadernas uppgång. Prognosen på två års sikt för de internationella oljepriserna har justerats upp från 15 till 16,5 US-dollar per fat. Priserna på övriga råvaror bedöms också fortsätta att stiga något (se ruta "Råvaruprisernas inflationspåverkan").

De internationella exportpriserna på bearbetade varor bedöms på ett till två års sikt stiga något långsammare jämfört med föregående prognos.

Den något starkare internationella prisutvecklingen 1999, till följd av stigande råvarupriser, i kombination med ett svagare växelkursantagande resulterar i en

viss upprevidering av de konsumtionsvägda importpriserna på bearbetade varor i producentledet. För 2000 och 2001 revideras importprisutvecklingen på dessa varor dock ned något till följd av svagare internationell prisutveckling och inflationsimpulserna till konsumentledet bedöms bli små (se diagram 7).

Priserna på importerade varor i konsumentledet inkl. petroleumprodukter bedöms öka med 2 procent under 1999, vilket är knappt 1 procentenhet mer än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Till en del beror detta på minskade läkemedelssubventioner då läkemedel klassificeras som en i huvudsak importerad vara. Under resten av prognosperioden väntas den årliga importprisförändringen, i likhet med föregående inflationsrapport, bli kring 1 procent. Det sammantagna bidraget från

importpriser till KPI bedöms bli ca 0,5 procentenheter 1999 och ca 0,2 procentenheter både 2000 och 2001.

De internationella exportpriserna bedöms inte falla lika kraftigt under 1999 som tidigare antagits. Pristrycket från utlandet bedöms emellertid bli något svagare på ett till två års sikt jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Det sammantagna bidraget från importpriser till KPI bedöms bli ca 0,5 procentenheter 1999 och ca 0,2 procentenheter både 2000 och 2001.

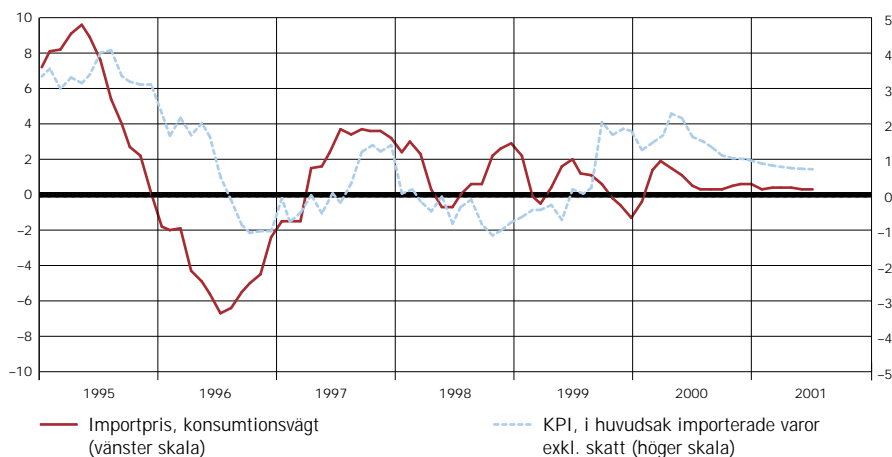
27 Se ruta "Internationella prisers och växelkursens genomslag i KPI" i Inflationsrapport 1998:4.

Diagram 10.

KPI för i huvudsak importerade varor exkl. ändrade indirekta skatter samt konsumtionsvägda importpriser.

Prognos 1999–2001.

Årlig procentuell förändring



Anm. Båda serierna är exklusive olja och petroleumprodukter.
Källor: SCB, Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

RÅVARUPRISERNAS INFLATIONSPÅVERKAN

Råvaruprisernas genomslag i KPI i termer av direkta och indirekta effekter

Prisutvecklingen på råvaror är i hög grad volatil och kan därför, trots en ringa vikt, få en märkbar priseffekt i ekonomin. Råvaruprisförändringarna påverkar KPI såväl direkt som indirekt. Det direkta genomslaget är ofta omedelbart och ganska fullständigt till följd av råvarors homogena karaktär samt att priserna sätts på världsmarknaden. Det indirekta genomslaget är mer utdraget över tiden och effekten mer svårbedömd. Prisförändringar på olja påverkar KPI direkt genom bensin- och villaoljepriserna och indirekt genom mer raffinerade energirelaterade varor samt genom insatsvaror. Effekterna av prisförändringar i andra råvaror är mer svår fångade och utgörs till övervägande del av indirekta effekter via insatsvaror.

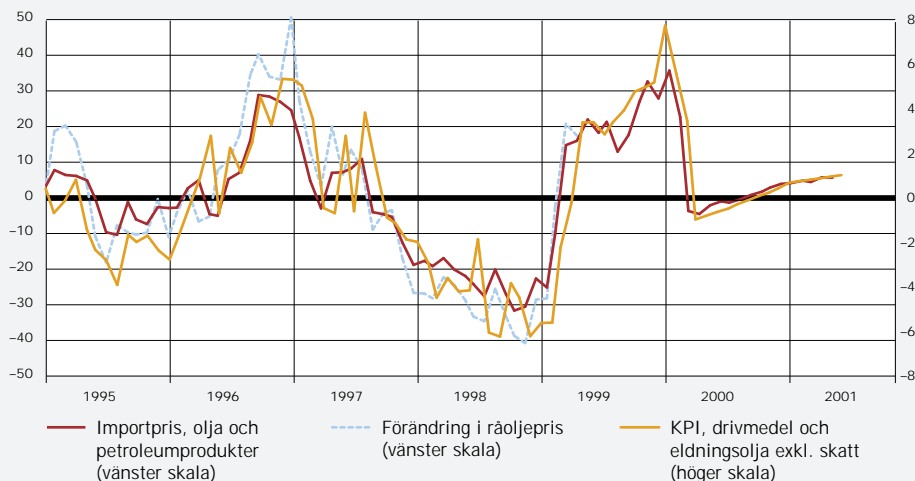
I diagrammet R10 framgår att prisutvecklingen i producent- och konsumentled för olja trots allt inte följs åt fullständigt. Till största del beror detta på att producent- och konsumentpriset också täcker ytterligare förädling

Inte heller för andra råvaror som metaller är prisgenomslaget fullständigt mellan råvaru- och producentled av samma skäl som för oljepriserna. Det ofullständiga genomslaget i producent- och konsumentleden beror också till en del på växelkursförändringar. Exempelvis har fallet i råvarupriserna, räknat i US-dollar, under 1998 motverkats av den svagare kronkursutvecklingen. Därtill kommer att priset i konsumentledet beror på utvecklingen av vinstmarginaler, löner, skatter och andra kostnader i transport- och detaljistledet.²⁸

Ekonometriska skattningar tyder på att en tioprocentig ökning av råoljepriset för närvarande approximativt ger en knapp tiondels procentenhet i direkt KPI-effekt. Därtill kommer med tiden ungefär en lika stor indirekt effekt.

Konsumentprisernas känslighet för råvaruprisutvecklingen har minskat Petroleumrelaterade produkter och andra råvaror har minskat i betydelse för svensk ekonomi. Oljeprodukternas sammantagna vikt i konsumentledet (exkl. indirekta skatter) har minskat från ca 4 procent under 1980-talet

Diagram R10.
Priser på olja och andra petroleumprodukter.
Prognos 1999–2001.
Årlig procentuell förändring



Anm. Oljepriset i maj är ett genomsnitt t.o.m. 1999-05-20.
Källor: SCB och Riksbanken.

till ca 2 procent under 1990-talet. Importen av råolja har också ökat i långsammare takt än annan import. Andra råvarors andel av importen har också minskat.

Dynamiken i prisutvecklingen – råvarucyklerna relaterat till den globala konjunkturcykeln

Prisutvecklingen på vissa råvaror, t.ex. koppar, samvarierar i viss mån med konjunkturcykeln. För andra råvaror som t.ex. råolja är detta samband inte lika starkt. Prisutvecklingen för råolja är även beroende av andra faktorer som klimat, OPEC-beslut och globala konflikter. Andra råvarupriser visar vissa tecken på att kunna fungera som en ledande indikator på konjunkturutvecklingen, framför allt gäller detta aluminium på fyra till sex kvartals sikt.

Ett mönster kan urskiljas för perioden från 1980 till 1996, där icke energirelaterade råvaror tycks följa cykler mellan de tidpunkter då priset nått en högsta nivå, vilket inträffat under 1980, 1988 och 1996.²⁹ Däremellan har priserna inledningsvis fallit med 25–30 procent under de första i genomsnitt 34 månaderna, varpå priserna planat ut eller börjar stiga igen. Den svaga globala tillväxten var en bidragande faktor till dessa prisfall.

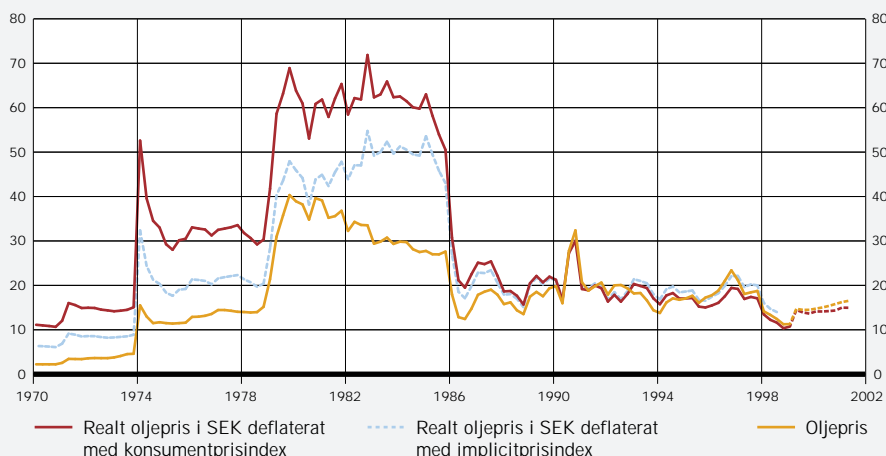
Prisutvecklingen i nuläget och Riksbankens prognos

Under loppet av 1998 uppmättes prisfall på drygt 30 procent för råolja och omkring 20 procent för basmetaller, bl.a. orsakat av efterfrågebortfall i samband med Asienkrisen. Dessa prisfall bidrog påtagligt till den svaga prisutvecklingen i Sverige. Den direkta effekten av oljeprisfallet uppgick till ca 0,4 procentenheter under 1998. Uppskattningar av den indirekta effekten uppgår till knappt lika mycket. Hittills i år har oljeprisökningen bidragit med en direkt effekt till KPI i storleksordningen ca 0,2 procentenheter. Världsmarknadspriset på kaffe har fallit med ca 15 procent sedan årsskiftet. Under samma period uppgick fallet i priset på kaffe i KPI till 1,7 procent, vilket bidrar till att dämpa konsumentprisutvecklingen marginellt. Genomslaget från ett prisfall i råkafe är sannolikt utdraget och påverkar konsumentpriserna först efter något kvartal. Övriga råvarupriser har nyligen återhämtats något. Prisökningen bedöms ännu inte ha påverkat producentprisindex för insatsvaror nämnvärt.

Innevarande år bedöms bli relativt svagt i termer av global tillväxt, som väntas uppgå till 2,0 procent. Detta talar för en begränsad prisuppgång i år. På lång-

Diagram R11.

Oljeprisutveckling i fasta (1990) och löpande priser samt fast penningvärde. Prognos 1999–2001. USD per fat



Anm. Oljepriset i SEK är deflaterat med KPI-utvecklingen samt implicitprisindex för OECD-länderna samt den svenska förväntade KPI-utvecklingen under prognosperioden.
Källor: Ecwin, Macroeconomic Indicator och Riksbanken.

re sikt bedöms efterfrågan dock öka, vilket bör medföra stigande priser. Mot detta står att ny teknik sannolikt medför att utvinningskostnaderna minskar betydligt.

Mot bakgrund av en tilltagande efterfrågan bedöms råvarupriserna stiga ytterligare på lite längre sikt. Prisprognosen för råolja, vilket är den för importen mest betydelsefulla råvaran, har reviderats upp från 15 till 16,5 dollar per fat i slutet av prognosperioden. Detta innebär dock en svag prisutveckling i reala termer (se

diagram R11). Även övriga råvarupriser förväntas stiga svagt över prognosperioden.

28 Se ruta i Inflationsrapport 1998:4 "Internationella prisers och växelkursens genomslag i KPI".

29 Global Commodity Markets – a comprehensive review and price forecast. Världsbanken, april 1999.

Efterfrågan och utbud

Analysen i detta avsnitt utgår från det gamla nationalräkenskapssystemet (SNA 68).

UTRIKESHANDEL

Både importen och exporten utvecklades något starkare än väntat under 1998. Mot slutet av året mattades dock exporttillväxten, medan importvolymen minskade. Enligt utrikeshandelsstatistiken för första kvartalet 1999 har denna utveckling fortsatt.

Den bild som ges av olika indikatorer för exportutvecklingen är fortsatt splittrad. Exportorderingen har börjat öka jämfört med bottenläget i slutet av 1998, men är fortfarande lägre än motsvarande period förra året. Inköpschefsindex indikerar att förbättringen av orderläget fortsatte i mars och april. Konjunkturinstitutets barometer för första kvartalet tyder samtidigt på en svagare exportordergång än företagen tidigare väntat. Företagen är dock tydligt mer optimistiska inför andra kvartalet.

Den globala exportmarknadstillväxten väntas bli relativt svag 1999, för att därefter tillta något de kommande två åren. Det är framför allt konjunkturförsvagningen inom euroområdet som verkar återhållande på marknadstillväxten i år. En successiv återhämtning i Sydostasien, tillsammans med en konjunkturförbättring i Storbritannien och Norge är viktiga förklaringar till att marknadstillväxten ökar nästa år och 2001. Jämfört med föregående infla-

tionsrapport görs en viss uppjustering av marknadstillväxten 2000.

Den svenska konkurrenskraften väntas försämrans något, sett över hela prognosperioden, framför allt på grund av en tydlig appreciering av kronan både under 2000 och 2001. En viss förlust av marknadsandelar förutses därför äga rum. Utsikterna för den svenska konkurrenskraften på kort sikt har dock förbättrats något, främst på grund av en svagare växelkurs. Under 2000 och 2001 beräknas priskänsligheterna gentemot omvärlden bli små. En återhållen prissättning från de svenska exportföretagens sida förväntas i viss mån motverka effekten av en apprecierande krona.

Såväl exporten som importen väntas utvecklas något starkare under prognosperioden än vad som antogs i föregående inflationsrapport.

Sammantaget väntas exporten bli något starkare såväl 1999 som 2000 jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Också importen väntas bli något starkare, framför allt på grund av högre investeringar och export. Under 2001 väntas exporten och importen försvagas, främst beroende på en viss avmattning i privat konsumtion och en apprecierande krona.

Exporten bedöms öka med ca 4,5 procent 1999, knappt 6 procent 2000 och drygt 5 procent 2001. Importen väntas i sin tur öka med ca 5,5 procent 1999, knappt 7 procent 2000 och drygt 6 procent

2001. Nettoexporten beräknas inte ge något bidrag till BNP-tillväxten 1999 eller 2000, vilket är en liten förbättring jämfört med föregående inflationsrapport. För 2001 väntas dock bidraget bli svagt positivt.

FINANSPOLITIKEN

Två budgetmål har varit styrande för finanspolitiken under senare delen av 1990-talet. Dels ett över-skottsmål, som för 2000 och 2001 uppgår till 2 procent av BNP, för den konsoliderade offentliga sektorns finansiella sparande. Dels ett utgiftstak för statens utgifter, exklusive statsskuld räntor. Under våren 1999 visade sig tidigare beslutade utgiftsökningar vara för stora för att rymmas under utgiftstaken. I vårpropositionen aviserades därför ytterligare besparingar i statens utgifter både för 1999 och 2000. Trots dessa besparingar kvarstår en viss risk för att utgiftstaken, med oförändrad finanspolitik, inte kommer att kunna hållas.

Finanspolitiken väntas alltså successivt bli mer expansiv under prognosperioden. De besparingar som aviserades i regeringens vårproposition för 1999 och 2000 (bl.a. på arbetsmarknadspolitiska åtgärder och läkemedelssubventioner) innebär dock att finanspolitiken bedöms bli något stramare dessa år än vad som antogs i föregående inflationsrapport. I vårpropositionen framgår att en s.k. beräkningsteknisk överföring från den offentliga sektorn till hushållen planeras under 2001 och 2002. Såväl formen på denna överföring som dess storlek är emellertid oklar. Riksbanken gör bedömningen att finanspolitiken kommer att lättas under 2001 mot bakgrund av det utrymme, i förhållande till de statsfinansiella målen, som väntas uppstå vid oförändrad finanspolitik. En eventuell skattesänkning skulle dock kunna genomföras redan 2000 om regeringen bedömer att det statsfinansiella utrymmet så medger. Riksbanken har dock antagit att regeringen inte kommer att besluta några nya skattesänkningar för 2000.

Synen på den offentliga konsumtionen har inte förändrats sedan föregående inflationsrapport. Offentlig konsumtion förväntas växa långsammare än BNP under hela prognosperioden.

Finanspolitiken väntas bli något stramare under 1999 och 2000 än vad som tidigare antagits, men den bedöms fortfarande successivt bli mer expansiv under prognosperioden.

Sammantaget bedöms finanspolitiken bli något stramare under 1999 och 2000 än vad som antogs i föregående inflationsrapport, förutsatt att några ytterligare skattesänkningar inte genomförs 2000. Finanspolitikens återhållande effekt på efterfrågan i ekonomin bedöms dock bli mindre än under de senaste åren. Offentlig konsumtion bedöms öka drygt 1 procent under 1999, knappt 1 procent 2000 och omkring 1 procent 2001.

PRIVAT KONSUMTION

Den privata konsumtionen ökade med 2,6 procent 1998 jämfört med 1997, vilket var den starkaste ökningen sedan 1987. Den senaste statistiken tyder på att konsumtionen fortsätter att öka i god takt. Det är främst handeln med sällanköpsvaror som fortsätter att öka. Enligt preliminär statistik steg detaljhandels omsättning under första kvartalet med drygt 5 procent jämfört med motsvarande period föregående år. Antalet personbilar som registreras av privatpersoner fortsätter också att öka.

De svenska hushållens syn på den egna ekonomiska situationen under de närmaste 12 månaderna fortsätter att vara optimistisk och har stabiliserats på en historiskt sett hög nivå. Samtidigt är emellertid hushållen fortsatt mer pessimistiska vad gäller den allmänna utvecklingen för svensk ekonomi.

Den grundläggande bilden av konsumtionsutvecklingen under de kommande åren har inte förändrats sedan föregående inflationsrapport. Stigande reallöner, lägre räntekostnader, högre sysselsättning samt vissa skattelättnader förväntas stimulera den privata konsumtionen under prognosperioden. Den senaste sänkningen av reporäntan bidrar ytterligare till denna utveckling.

Stigande reallöner, lägre räntekostnader, högre sysselsättning samt vissa skattelättnader förväntas stimulera den privata konsumtionen under prognosperioden.

Sammantaget ger den senaste penningpolitiska lätt- naden och den finanspolitiska inriktningen skäl till fortsatt optimism vad gäller utvecklingen av privat konsumtion under de närmaste åren. Den gynnsamma utvecklingen på arbetsmarknaden pekar i samma riktning. Den privata konsumtionen bedöms öka med drygt 3 procent 1999, med omkring 3 procent 2000 och med omkring 2,5 procent 2001. Detta innebär en viss uppjustering av konsumtionsprognosen både 1999 och 2000. Under 2001 bedöms konsumtionstillväxten fortsätta att vara stark men en viss dämpning förväntas främst på grund av en försvagning i konsumtionen av varaktiga varor.

BRUTTOINVESTERINGAR OCH LAGER

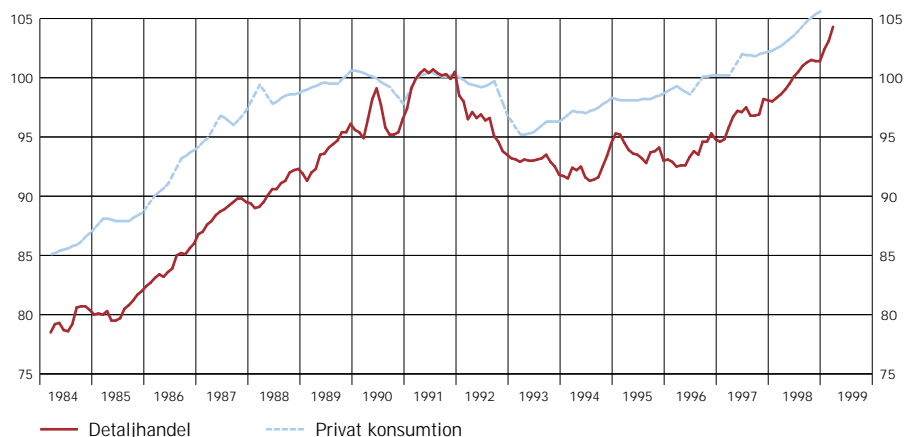
De totala bruttoinvesteringarna ökade med 9,6 procent under 1998. Det var framför allt investeringar i övrigt näringsliv som ökade starkt. Inom branscher som uthyrning och företagstjänster, handel och finansiella företag ökade investeringsvolymerna med 30–40 procent. Investeringsökningen i industrin blev dock 3,0 procent och trenden var minskande mot slutet av året. Bostadsinvesteringarna och de offentliga myndigheternas investeringar ökade med 5,1 respektive 6,4 procent under 1998. Investeringarnas andel av BNP är ännu relativt låg, trots årliga volym-

ökningar på i genomsnitt nästan 5 procent under de senaste fem åren. Detta beror i första hand på att bostadsinvesteringarna minskade kraftigt i början av 1990-talet bland annat på grund av omläggningen av bostadsfinansieringssystemet.

Den internationella avmattningen väntas bidra till att industrins investeringsvolym blir oförändrad under 1999 jämfört med 1998. Samtidigt har andelen företag som upplever brist på maskin- och anläggningskapacitet minskat enligt Konjunkturinstitutets barometer. Investeringsenkäten, som genomfördes i februari, pekar emellertid på en volymökning i storleksordningen 5 procent. Även inköschefsindex och Konjunkturinstitutets aprilbarometer tyder på en något snabbare återhämtning. Industriinvesteringarna bedöms bli något högre 1999 jämfört med vad som förväntades i föregående inflationsrapport, bl.a. mot bakgrund av de förbättrade konjunkturutsikterna. Under 2000 och 2001 väntas industriinvesteringarna åter öka betydligt mer än BNP.

Investeringarna i övrigt näringsliv väntas fortsätta att stiga under prognosperioden, men i avsevärt lugnare takt än under 1998. I viss utsträckning kan volymutvecklingen under 1998 ha påverkats av tillfälliga faktorer som personalköpen av datorer, millennieskiftet och anpassningen av administrativa sys-

Diagram 11.
Privat konsumtion och omsättning i detaljhandeln. Volym, säsongkorrigerade kvartalsdata respektive tremånaders glidande medeltal. Index: 1991=100



Källa: SCB.

tem till införandet av euron. Under 1999 väntas investeringarna i industrinära delar av övrigt näringsliv komma att hämmas av industrikonjunkturen. Bostadsinvesteringarna väntas dock öka procentuellt sett ganska mycket under de närmaste åren. Även de offentliga myndigheternas investeringar bedöms fortsätta att öka under prognosperioden om än i lägre takt än under 1998.

Lagerförändringarna gav ett bidrag till BNP-tillväxten under 1998 på 0,3 procentenheter. Barometerdata tyder på att industrins lagersituation har försämrats under första kvartalet 1999. Nulägesomdömena om såväl råvaru- som färdigvarulager visar att missnöjet med för stora lager har ökat. Detta behöver dock inte betyda att lagerstockarna faktiskt har ökat. Konjunkturbarometern tyder på att företagen har dragit ned råvarulagren något samtidigt som färdigvarulagren har ökat något.

Sammantaget väntas bruttoinvesteringarna öka med drygt 5 procent under 1999, närmare 8 procent 2000 och drygt 7,5 procent 2001. Bedömningen av lagerförändringarnas bidrag till BNP-tillväxten har inte förändrats påtagligt sedan föregående inflationsrapport. Bidraget bedöms bli negativt under 1999 och 2000 för att sedan vara neutralt 2001.

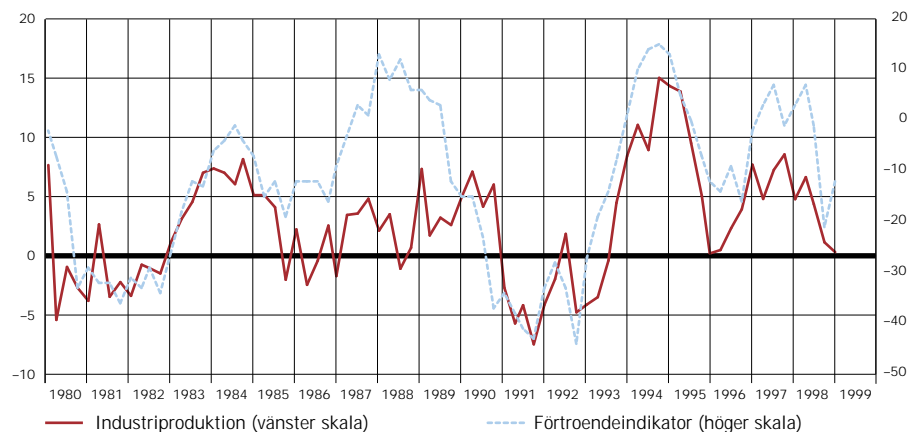
BNP

De svenska tillväxtutsikterna har förbättrats något sedan föregående inflationsrapport. Detta beror bland annat på en något starkare internationell konjunktur i kombination med en gynnsammare konkurrenskraft i förhållande till omvärlden. Reporäntesänkningen i mars bedöms också få vissa positiva effekter på i första hand investeringsutvecklingen men även på utvecklingen av den privata konsumtionen. Vissa tecken tyder dessutom på att industrikonjunkturen förbättras snabbare jämfört med tidigare bedömningar.

Sammantaget bedöms BNP växa med 2,5 procent 1999 och med 3 procent både 2000 och 2001.

Den svaga internationella utvecklingen i framför allt Europa bedöms fortfarande leda till en viss nedgång i tillväxten under 1999. Den inhemska efterfrågan bedöms stiga successivt, bl.a. mot bakgrund av ett lågt ränteläge. Tillsammans med en viss internationell återhämtning bedöms detta leda till att den svenska ekonomin växer förhållandevis starkt 2000 och 2001. Sammantaget bedöms BNP växa med 2,5 procent 1999 och med 3 procent både 2000 och 2001.

Diagram 12.
Förtroendeindikator för tillverkningsindustrin och industriproduktion. Nettototal respektive årlig procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

SYSSELSÄTTNING OCH PRODUKTIVITET

Sysselsättningen ökade kraftigt mot slutet av 1998. Denna trend har fortsatt under början av innevarande år. Sysselsättningen inom den privata tjänstesektorn har utvecklats starkt – framför allt inom företagstjänster och utbildning – liksom inom kommunsektorn. Under årets första fyra månader var antalet sysselsatta drygt 100 000 fler än under motsvarande period förra året. Sysselsättningens ökningstakt bedöms bromsas upp något under senare hälften av 1999. Det starka utfallet hittills i år föranleder dock en upprevidering av prognosen för 1999. Under 2000 och 2001 väntas sysselsättningen öka med i genomsnitt 50 000 personer per år.

Sysselsättningen väntas öka med i genomsnitt 50 000 personer per år under 2000 och 2001.

Inflödet till arbetskraften har ökat allt mer sedan förra sommaren. Ökningen förklaras både av att kunskapslyftet första år slutfördes och av att s.k. latent arbetssökande återvände till arbetskraften. I vårpropositionen aviserades åtgärder som ytterligare bidrar till att öka arbetskraften. Under prognosperioden bedöms arbetskraften öka med mellan 30 000 och 40 000 personer per år.

Arbetslösheten bedöms bli knappt 6 procent 1999, omkring 5,5 procent 2000 och knappt 5 procent 2001.

Produktivitetens utvecklingen bedöms bli något svagare 1999 än vad som tidigare antagits, bl.a. beroende på den starka sysselsättningsuppgången i tjänstesektorn som har en relativt sett lägre produktivitetökning än industrin. Under 2000 och 2001, när industrikonjunkturen förbättras, bedöms dock produktiviteten öka med drygt 1,5 procent per år, vilket ligger i linje med genomsnittet för perioden 1990–1998.

KAPACITETSUTNYTTJANDET

Enligt de olika ekonomiska skattningar som används av Riksbanken bedöms produktionsgapet för ekonomin som helhet ha uppgått till ca -2 procent som årsgenomsnitt under 1998. Eftersom den svenska ekonomin väntas växa snabbare än dess

potentiella produktionsförmåga bedöms produktionsgapet minska successivt under prognosperioden.

Den svenska ekonomin väntas växa snabbare än dess potentiella produktionsförmåga och produktionsgapet bedöms därför minska successivt under prognosperioden.

Kapacitetsutnyttjandet i industrin minskade, enligt SCB:s undersökning, med 1,4 procentenheter till 88,7 procent mellan tredje och fjärde kvartalet 1998. Konjunkturbarometerns mätning visar att det aktuella kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin därefter minskade från 85 procent i december 1998 till 83 procent i mars 1999. Leveranstiderna har fortsatt att minska enligt konjunkturbarometern och tillgången på produktionsfaktorer begränsar produktionen för endast omkring en femtedel av industriföretagen. För industrins del är utgångsläget således relativt gott inför en period med god tillväxt. I tjänstesektorn är dock kapacitetsutnyttjandet fortfarande mycket högt för flera delbranscher inom bland annat uppdragsverksamheten.

Sammantaget bedöms den förhållandevis starka tillväxten i svensk ekonomi medföra att de lediga resurser som nu finns i ekonomin krymper successivt under de kommande åren.

LÖNER OCH ENHETSARBETSKOSTNADER

De ljusare konjunkturutsikterna under de kommande två åren antas bidra till en något starkare löneutveckling, framför allt inom det privata näringslivet. En stor del av avtalen kommer att omförhandlas senast under första halvåret 2001. Prognosen för 2001 innehåller därför en första bedömning av hur lönerna kommer att utvecklas efter nästa avtalsrunda. Den prognosticerade produktivitetökningen och inflationsförväntningarna hos arbetsmarknadens parter talar för genomsnittliga löneökningar på 3,5–4 procent under prognosperioden. Även det faktum att arbetslösheten minskar och produktionsgapet krymper under prognosperioden, talar för ett successivt högre lönetryck. Å andra sidan har de reala löneökningarna under de senaste åren varit högre än väntat. Detta kan bidra till att dämpa löneökningarna något under prognosperioden.

Lönerna bedöms öka med i genomsnitt 3,5–4 procent under prognosperioden.

Arbetskraftskostnaden per producerad enhet bedöms öka något mer än i föregående inflationsrapport. Det

är främst högre löneökningar som väntas bidra till ökat kostnadstryck i ekonomin. Under 1999 väntas även en något svagare produktivitet utveckling bidra till högre enhetsarbetskraftskostnad.

EFFEKTER AV MILLENNIESKIFTET PÅ KONJUNKTUR- OCH INFLATIONSUTVECKLINGEN

Övergången till ett nytt årtusende om drygt ett halvår ställer krav på anpassningar av framför allt datateknisk karaktär i stora delar av ekonomin. Det kan inte uteslutas att dessa omställningar och förberedelser kommer att visa sig vara av en sådan omfattning att den real-ekonomiska utvecklingen påverkas.

Flera olika effekter är tänkbara. Nya eller tidigare lagda IT-investeringar och ökade konsultutgifter kan öka efterfrågan i ekonomin inför årsskiftet. En strävan hos företagen att bygga upp lagren lite extra inför årsskiftet, för att kunna parera eventuella produktionsstörningar inom det egna företaget eller hos underleverantörer, kan också öka produktionen tillfälligt. Förändringar i efterfrågan på viss typ av arbetskraft och efterfrågan på vissa typer av varor kan också påverka löne- och prisutvecklingen inom delar av ekonomin. Efter årsskiftet kan istället en nedgång i investeringsefterfrågan och en lageravveckling inträffa, med en tillfällig nedgång i produktionen som följd.

Det är sannolikt att denna typ av effekter verkar i ekonomin under ett par års tid, och inte endast perioden närmast före och efter millennieskiftet. Företag som behöver byta ut hård- och mjukvara för att klara omställningen till år 2000 väntar knappast tills in i det sista med sådana investeringar. Millennieskiftet bör med andra ord i viss utsträckning redan ha påverkat investeringsefterfrågan. 1998 ökade till exempel investeringarna i övrigt näringsliv med närmare 15 procent. Det är möjligt att denna kraftiga ökning bland annat rymde ökade IT-investeringar inför 2000-årsskiftet.

Effekter på den makroekonomiska utvecklingen kan också uppstå i det fall förberedelserna för millennieskiftet visar sig otillräckliga och omfattande produktionsstörningar uppstår. I detta fall rör det sig sannolikt om en påverkan på realekonomin som är mer koncentre-

rad till årsskiftet 1999/2000.

Försök att uppskatta hur kraftig en eventuell konjunkturpåverkan kan bli har gjorts av prognosmakare i olika länder. Eftersom bedömningarna förefaller att vila på olika antaganden och variera vad gäller vilka effekter som inkluderats i uppskattningarna är det dock ingen enhetlig bild som framtonar. I den inflationsprognos som presenteras i denna rapport ges ingen separat redovisning av millennieskiftets bidrag. Det beror framför allt på att det skulle vara mycket svårt att försöka kvantifiera t.ex. vilka IT-investeringar som är orsakade av 2000-skiftet och vilka som varit påkallade ändå. Hänsyn till tusenårsskiftet kan ändå sägas ha tagits i så motto att företagens och hushållens anpassningar till millennieskiftet bör komma till uttryck i statistik och indikatorer över planerade och genomförda investeringar, lageromdömen, lönestatistik för olika yrkesgrupper m.m., vilka i sin tur ligger till grund för inflationsbedömningen.

Vad gäller risken för makroekonomiska störningar kring årsskiftet till följd av produktionsstörningar tyder tillgänglig information inte på några betydande risker. Enligt en enkät som Industriförbundet genomfört bedömer 90 procent av företagen att risken för driftsstörningar inom det egna företaget är begränsad. Erfarenheter från produktionsstörningar som tidigare inträffat i några länder – t.ex. stora elavbrott på Nya Zeeland och i Kanada – tyder också på att effekterna på den totala ekonomin blir små även om den drabbade sektorn lider kännbar skada.

Det kan emellertid inte uteslutas att den bild av risken för produktionsstörningar som de svenska företagen förmedlar i nuläget förändras i takt med att millennieskiftet närmar sig. Den långt skridna internationella integrationen gör också att bristande förberedelser i något annat land kan påverka produktionsförutsätt-

ningar för de svenska företagen. Därför är det viktigt att noga följa utvecklingen framöver. Riksbanken studerar den makroekonomiska statistiken och indikatorer på den ekonomiska utvecklingen med särskild uppmärksamhet

på eventuella signaler om förväntade produktionsstörningar eller eventuella tecken på mer märkbara förändringar i efterfrågeläget eller inflationsutvecklingen till följd av millennieskiftet.

Priseffekter av avregleringar m.m.

Trots att den svenska elmarknaden avreglerades redan 1996 har priseffekter i konsumentprisledet hittills i huvudsak uteblivit, av allt att döma på grund av kravet på installation av s.k. timmätare. Detta krav slopas dock från och med 1 november 1999, något som väntas få betydande priseffekter. Vissa tendenser till fallande elpriser syns redan nu i KPI, vilket dock till viss del beror på en metodförändring av SCB. Totalt beräknas elpriserna komma att falla med cirka 10 procent och därmed dämpa konsumentprisökningen med totalt ca 0,3 procentenheter under prognosperioden.

Även telepriserna kan komma att sjunka ytterligare. De reformer om s.k. nummerportabilitet, dvs. möjlighet att behålla ursprungligt nummer trots byte av operatör, och lika tillträde till telenätet som träder i kraft under andra halvåret 1999, kommer att underlätta byte av operatör och sannolikt att leda till ökad konkurrens och prispress.

EU:s regeringschefer fattade i mars beslut om den s.k. Agenda 2000, som framför allt innehåller reformer av EU:s jordbruksstöd. Reformerna innebär bland annat sänkta subventionspriser på jordbruksgrödor och nötkött samt kompensation till jordbrukarna i form av ökade direkta subventioner. En beräkning av dessa reformers effekter i konsumentledet är naturligtvis vanskelig. Totalt bedömer dock Riksbanken att prisgenomslaget på KPI väntas bli knappt en halv procentenhet fördelat på tio år, varav ca hälften bedöms inträffa redan under 2000 och 2001.

Fallande tele- och elpriser väntas dämpa konsumentprisutvecklingen med ca 0,2–0,3 procentenheter utöver vad som antogs i föregående inflationsrapport till följd av ny information. Förändringar i jordbrukssubventioner enligt de slutliga förslagen i Agenda 2000 (som inte kunde beaktas i föregående rapport) beräknas ge ett bidrag på –0,1 procentenheter både 2000 och 2001, vilket är något mer än vad som antogs i föregående inflationsprognos. Dessa faktorer bidrar till att motverka det högre pristryck som följer av det starkare konjunkturläget.

Effekter av politiska beslut och räntekostnader

Sedan föregående inflationsrapport har flera förslag till förändringar av indirekta skatter och subventioner presenterats, bl.a. i regeringens vårproposition. För 1999 föreslås att införandet av avfallsskatten skjuts upp till 2000 och att gränsen för högkostnadsskydd på läkemedel höjs. Regeringen föreslår även att den tillfälliga sänkningen av fastighetsskatten på hyreshus förlängs från 1999 till 2000 samt att en maxtaxa på daghem införs 2001.³⁰

Ändrade indirekta skatter och subventioner samt räntekostnader dämpar KPI-utvecklingen något mer än i föregående rapport.

KPI påverkas även av tidigare beslut och förslag. Under 1999 är det främst frysningsvärdena för egna hem, indexeringen av energiskatter och den tillfälliga sänkningen av fastighetsskatten för flerfamiljshus som kommer att dämpa KPI.³¹ I mot-

verkande riktning verkar avskaffandet av ROT-avdraget.

Det har även förts en diskussion om att återindexera taxeringsvärdena för egna hem 2001 som har varit frysta sedan 1997, vilket skulle ha stor betydelse för konsumentprisutvecklingen. I likhet med föregående rapport antas att en återindexering ej kommer att genomföras 2001. Under 2000 genomförs dessutom en ny fastighetstaxering av flerfamiljshus, vilket kommer att medföra nya taxeringsvärden 2001. Även i detta fall antar Riksbanken att taxeringsvärden fryses 2001.

Hushållens räntekostnader för egna hem bedöms dra ned inflationen mätt med KPI mer än i föregående inflationsrapport, vilket delvis förklaras av Riksbankens senaste sänkning av reporäntan.

Jämfört med föregående rapport innebär detta sammantaget en större skillnad mellan utvecklingen av KPI och UND1X 1999 och en något mindre 2000.

Sammantaget bedöms förändringar i räntekostnader samt förändringar av indirekta skatter och subventioner dämpa inflationen, mätt med KPI, med -0,8 procentenheter på ett års sikt och med -0,3 procentenheter på två års sikt.

30 För närvarande ingår inte daghemsavgifter i KPI men kommer enligt gällande beslut att ingå i HIKP från och med 2000. Riksbanken väljer därför att anta att de samtidigt kommer att införas i KPI.

31 Effekter av förändringar i fastighetsskatt på flerbostadshus klassas av SCB som en indirekt effekt av ändrade indirekta skatter och subventioner. Dessa indirekta effekter påverkar de av SCB publicerade måtten på underliggande inflation.

Tabell 2.

Bidrag till KPI från indirekta skatter, subventioner och räntekostnader. Procentenheter

	1999 dec.	2000 juni	2000 dec.	2001 juni
Indirekta skatter och subventioner, direkta effekter	0,0	0,0	0,0	0,0
Tillfällig frysning av taxeringsvärden för bostäder (direkt effekt)	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Ändrade räntekostnader	-0,8	-0,8	-0,6	-0,2
Summa bidrag till KPI	-0,9	-0,8	-0,6	-0,3

Anm. Justeras "summa bidrag till KPI" för att UND1X endast utgör omkring 93 procent av KPI erhålls skillnaden i inflation mätt med KPI respektive UND1X.

Källa: Riksbanken.

Tabell 3.

Politiska beslut som påverkar UND1X. Procentenheter

	1999 dec.	2000 juni	2000 dec.	2001 juni
Maxtaxa inom barnomsorg	0,0	0,0	0,0	-0,1
Ändrade läkemedelssubventioner	0,2	0,0	0,0	0,0
Fastighetsskatt på hyreshus	-0,1	0,0	0,0	0,1
Summa bidrag till UND1X	0,1	0,0	0,0	0,0

Anm. UND1X utgör endast drygt 90 procent av KPI.

Källa: Riksbanken.

Inflationsförväntningar

LÅGA INFLATIONSFÖRVÄNTNINGAR

TROTS VISS UPPGÅNG

För att få en uppfattning om framtida förväntningar vad gäller de korta räntornas utveckling är det vanligt att utnyttja beräkningar av implicita terminsräntor. I det korta och medelfristiga perspektivet beror terminsräntornas utveckling till största delen på penningmarknadens förväntningar om framtida penningpolitik och inflation. Terminsräntor med förfall långt fram i tiden innehåller däremot främst information om vad som sker med förtroendet för den samlade ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet och det långsiktiga globala realränteläget.

De medelfristiga terminsräntorna, med likvid om ett till två år, har stigit med ca 0,3 procentenheter sedan föregående inflationsrapport (se diagram 37 i bilagan). Detta kan indikera såväl något högre inflationsförväntningar som att penningmarknadens aktörer bedömer att penningpolitiken kommer att justeras i en något mindre expansiv riktning under de kommande åren.

Bortsett från en tillfällig ökning under förra höstens finansiella oro har den långa terminsräntedifferensen mot Tyskland varit relativt stabil under en längre tid. Sedan årsskiftet har terminsräntedifferensen varit i genomsnitt omkring 0,3 procentenheter (se diagram 39 i bilagan). Under den allra senaste tiden har dock differensen ökat något, till ungefär 0,5 procentenheter. Trots denna ökning tyder utvecklingen på ett fortsatt stabilt förtroende för inflationsmålspolitiken.

Inflationsförväntningarna ligger i linje med målet på lång sikt.

Marknadens bedömning av den framtida inflationen kan med hjälp av priser på de finansiella marknaderna mätas på ytterligare ett sätt. Detta görs genom att studera de långsiktiga inflationsförväntningarna som erhålls genom att ta skillnaden mellan långsiktiga nominella och reala terminsräntor (5–15 år).³² Denna differens uppgår till ungefär 1,9 procent vilket är något högre än vid föregående inflationsrapport

(se diagram 41 i bilagan). Eftersom de reala obligationsräntorna ger inflationskompensation baserad på den årliga procentuella förändringen i KPI:s korttidsindex tyder terminsräntedifferensen ovan på inflationsförväntningar i linje med målet på lång sikt.³³

ENKÄTERNA VISAR PÅ LÅGA MEN NÅGOT STIGANDE INFLATIONSFÖRVÄNTNINGAR

Sedan föregående inflationsrapport har flera nya undersökningar av inflationsförväntningar publicerats. Det allmänna intrycket är att inflationsförväntningarna är stigande. De kortsiktiga inflationsförväntningarna underskrider 2 procent med bred marginal, de medelfristiga förväntningarna upp till två år underskrider Riksbankens inflationsmål något medan långsiktiga förväntningarna är i linje med målet (se tabell 4, diagram 8 och diagram 42 och 43 i bilagan).

SCB:s undersökning i maj antyder stigande inflationsförväntningar hos samtliga intervjuade aktörer och på i stort sett alla tidshorisonter. De största förändringarna sedan föregående undersökning noteras hos aktörer på penningmarknaden och inköpschefer i industrin.

Hushållens inflationsförväntningar för de kommande tolv månaderna var i april 0,9 procent, vilket var 0,1 procentenheter högre jämfört med i mars. Industriföretagens förväntningar för det närmaste året var 0,6 procent i mars vilket var 0,1 procentenheter högre än i december. Tjänsteföretagens inflationsförväntningar³⁴ uppgick till 0,7 procent i mars, vilket var samma nivå som i december 1998.

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

33 Den årliga förändringen i korttidsindex är det juridiska måttet på inflation och används till att räkna upp värdet av exempelvis basbelopp och realränteobligationer. SCB och Riksbanken använder dock tolv månaderstalet som mått på inflationen och den huvudsakliga skillnaden mellan dessa båda mått är hanteringen av viktbyten vid årsskiftena. I genomsnitt har den årliga förändringen i korttidsindex varit ett par tiondelar lägre än inflationstakten mått med tolv månaderstal.

34 Tjänsteföretagens inflationsförväntningar utgörs här av ett ovägt genomsnitt av de olika delbranschernas förväntningar.

Tabell 4.

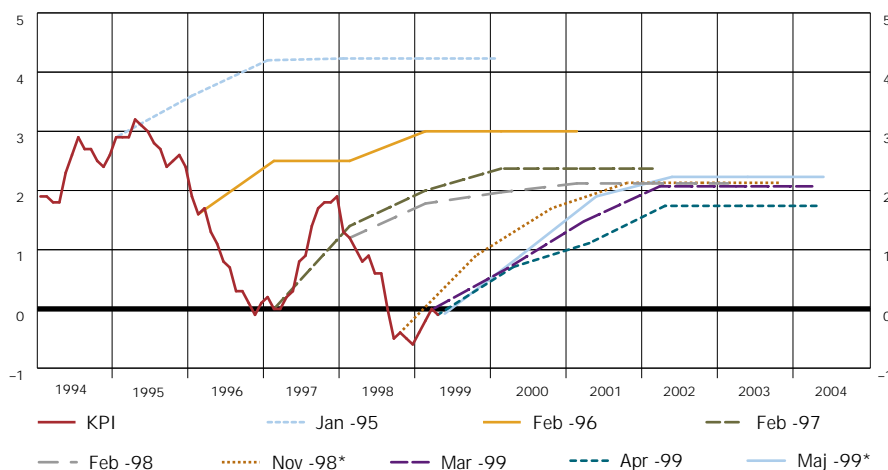
Förväntad genomsnittlig
inflation per år i maj 1999
enligt SCB:s inflations-
undersökning.
Procent

Förändring av KPI (per år)				
Kategori	-1 år	-2 år	-5 år	
Penningmarknadens aktörer	0,9 (0,2/0,1)	1,4 (0,3/0,4)	1,9 (0,2/0,4)	
Arbetsgivarorganisationer	1,0 (0,1/0,3)	1,3 (0,1/0,4)	1,7 (0,1/0,5)	
Arbetstagarorganisationer	1,2 (0,1/0,1)	1,5 (0,1/0,2)	1,8 (0,0/0,2)	
Inköpschefer handel	1,3 (0,2/0,2)	1,6 (0,2/0,4)	1,9 (0,2/0,4)	
Inköpschefer industri	1,4 (0,2/0,2)	1,7 (0,3/0,4)	2,0 (0,2/0,4)	
Aragon		1,2	1,8	
Hushåll (HIP)	0,9			
Industriföretag (barometer)	0,6			
Tjänsteföretag (barometer)	0,7			
Implicita inflationsförväntningar				
	1-2 år		3-5 år	
Penningmarknadens aktörer	1,9 (0,4/0,7)		2,2 (0,1/0,4)	
Arbetsgivarorganisationer	1,6 (0,1/0,5)		2,0 (0,1/0,6)	
Arbetstagarorganisationer	1,8 (0,1/0,3)		2,0 (-0,1/0,2)	
Inköpschefer handel	1,9 (0,2/0,6)		2,1 (0,2/0,4)	
Inköpschefer industri	2,0 (0,4/0,6)		2,2 (0,1/0,4)	
Aragon			2,2	

Anm. Inom parentes anges med fetstil förändringar i procentenheter jämfört med SCB:s undersökning i mars 1999 samt förändringar jämfört med Prosperas undersökning i april.
Källor: Aragon Fondkommission, Konjunkturinstitutet (KI), Prospera Research AB och SCB.

Diagram 13.

Inflationsförväntningar hos
penningmarknadsaktörer.
Procent



*Enligt SCB (övriga Prospera Research AB).
Källor: Prospera Research AB och SCB.

Inflationsbedömning

I detta kapitel sammanfattas Riksbankens bedömning av inflationsutsikterna förutsatt att reporäntan hålls oförändrad på 2,90 procent. Inledningsvis beskrivs grunddragen i det s.k. huvudscenariot, dvs. den prisutveckling som anses vara mest sannolik de kommande två åren. Därefter redovisas hur Riksbanken ser på osäkerheten och riskbilden i inflationsutsikterna.

Inflationsutsikterna i huvudscenariot

Tillväxten i OECD-området bedöms bli marginellt starkare jämfört med prognosen i föregående inflationsrapport. Detta förklaras främst av den fortsatta starka utvecklingen i USA. I euroområdet har däremot industrikonjunkturen försvagats och det finns få tecken på en snabb återhämtning. ECB:s räntesänkning väntas dock ge en positiv effekt på tillväxten under 2000 och 2001. Den norska ekonomin väntas utvecklas något svagare än väntat i år medan dansk och brittisk ekonomi bedöms växa något starkare nästa år.

Kronkursen har i stort sett varit stabil sedan föregående inflationsrapport. I likhet med tidigare bedömningar antas kronan följa en apprecierande bana samtidigt som de långa räntorna förväntas stiga gradvis. Den i stora drag oförändrade synen på kronan och den räntesänkning som vidtog i slutet på mars bedöms bidra till att den sammanvägda effekten av räntor och växelkurs på efterfrågan i ekonomin blir något mer expansiv än vad som antogs i föregående rapport.

Den internationella prisutvecklingen bedöms bli fortsatt svag. Tillsammans med en förväntad appreciering av kronan medför detta ett svagt pristryck från utlandet. På grund av en något svagare bana för växelkursen i kombination med högre världsmarknadspriser på olja och i viss mån även bearbe-

tade varor, väntas importpriserna på kort sikt dock öka något mer än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Prognosen för 2000 och 2001 är dock i huvudsak oförändrad.

Starkare svensk konjunktur medför ett något högre inflationstryck.

Den svaga internationella utvecklingen i framför allt Europa bedöms få återverkningar för den svenska exportrelaterade industriproduktionen och investeringarna i år. Aktiviteten i den svenska ekonomin väntas dock utvecklas något starkare under prognosperioden än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Den inhemska efterfrågan bedöms stiga successivt, bl.a. mot bakgrund av ett lågt ränteläge. Tillsammans med en viss återhämtning av den internationella konjunkturen bedöms detta innebära att BNP växer med 2,5 procent 1999, 3 procent 2000 och 3 procent 2001.

Det finns i nuläget fortfarande förhållandevis gott om lediga resurser i ekonomin, men de kommer sannolikt att tas i anspråk successivt under de kommande två åren. Detta medför troligen ett något högre inflationstryck. De något förbättrade tillväxtutsikterna innebär att lönerna antas öka med 3,5–4 procent, vilket är något mer än i föregående prognos. Samtidigt förväntas dock produktivitetstillväxten bli fortsatt stark, varför arbetskraftskostnaderna ökar måttligt.

Inflationsförväntningarna har stigit något, men

ligger fortfarande på en låg nivå. Inflationen väntas underskrida 2 procent de närmaste två åren. På lite längre sikt är förväntningarna i linje med inflationsmålet.

Avregleringar på tele- och elmarknaderna motverkar det något högre pristryck som följer av de förbättrade konjunkturutsikterna.

De förbättrade konjunkturutsikterna för svensk ekonomi innebär att den underliggande inflationen bedöms bli något högre jämfört med föregående inflationsrapport. Avregleringar på tele- och elmarknaderna samt förändringar i jordbrukssubventioner enligt förslagen i Agenda 2000 beräknas hålla tillbaka prisutvecklingen något mer än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Dessa faktorer bidrar delvis till att motverka den uppgång i den underliggande inflationen som följer av de förbättrade konjunkturutsikterna (se diagram 14). Sammantaget bedöms den underliggande inflationen, mätt som UND1X, uppgå till 1,9 procent på ett års sikt och 2,0 procent på två års sikt.

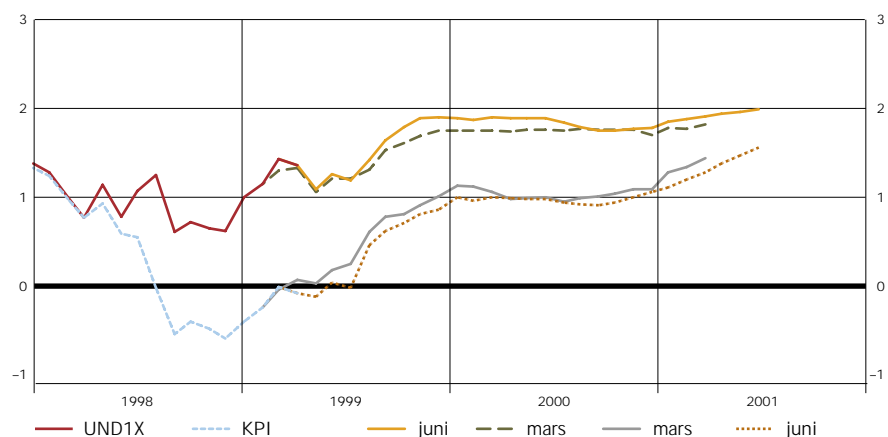
Den underliggande inflationen, mätt som UND1X, bedöms uppgå till 1,9 procent på ett års sikt och 2,0 procent på två års sikt.

I huvudscenariot bedöms inflationen, mätt med KPI, underskrida målet och uppgå till 1,0 procent på ett års sikt och 1,6 procent på två års sikt. Detta innebär att bedömningen av konsumentprisutvecklingen i stora drag är oförändrad jämfört med i föregående inflationsrapport (se diagram 14). Det är framför allt fortsatt sjunkande räntekostnader till följd av bl.a. Riksbankens sänkning av reporäntan i mars som ligger bakom detta. Regeringens vårproposition innehöll också ett antal förslag som kommer att påverka konsumentpriserna. Totalt beräknas de nya förslagen i bl.a. vårpropositionen öka KPI med knappt 0,1 procentenhet 1999 medan de är i stort sett neutrala för 2000 och 2001.

Skillnaden mellan KPI och UND1X utgörs av räntekostnader för egna hem och förändringar i indirekta skatter och subventioner. Den sammanlagda effekten av dessa tillfälliga faktorer på KPI beräknas till -0,8 procentenheter på ett års sikt och -0,3 på två års sikt. Riksbanken bortser normalt från dessa faktorer vid utformningen av penningpolitiken då de inte bedöms ha någon varaktig inverkan på inflationen eller inflationsförväntningarna. Konsumentpriserna kan även påverkas av andra typer av tillfälliga faktorer, som t.ex. prisförändringar på import- och råvaror. I nuläget bedöms tillfälliga effekter av detta

Diagram 14.

KPI och UND1X. Utfall och huvudscenariot i jämförelse med föregående inflationsrapport. Årlig procentuell förändring



Anm. I marsrapporten utgick huvudscenariot från en reporänta på 3,15 procent. Den innevarande bedömningen utgår ifrån att reporäntan hålls oförändrad på 2,90 procent under de kommande två åren. Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 5.

Inflationsprognos i

huvudscenariot.

Procentuell förändring

	Årsgenomsnitt 1999	Årsgenomsnitt 2000	Tolvmånaderstal juni 2000	Tolvmånaderstal juni 2001
KPI	0,2	1,0	1,0	1,6
UND1X	1,4	1,8	1,9	2,0
UNDINHX	1,9	2,0	2,1	2,5
HIKP	0,6	1,8	2,0	1,9

Källa: Riksbanken.

slag inte vara av en sådan storleksordning att de har någon betydelse för penningpolitikens utformning. I praktiken innebär detta att penningpolitikens uppläggning för tillfället baseras på en bedömning av inflationen mätt med UND1X.

Riskbilden

Inflationsbedömningen i huvudscenariot är den prognos som Riksbanken anser vara mest sannolik. Den konjunktur- och inflationsprognos som redovisas är dock förknippad med osäkerhet och denna riskbild är också av betydelse för penningpolitikens utformning.³⁵

I den föregående rapporten bedömdes det finnas en viss nedåtrisk i inflationsbedömningen på grund av risken för en sämre internationell konjunktur än vad som förutsattes i huvudscenariot. Det främsta hotet mot tillväxten i världsekonomin förblir de finansiella obalanserna i USA, där högkonjunkturen förlängts mot bakgrund av en stark konsumtionstillväxt, ett lågt sparande och rekordnoteringar på aktiemarknaden med högt ställda vinstförväntningar. Ett ras på den amerikanska börsen skulle radikalt förändra utsikterna för en återhämtning i Europa. En svagare prisutveckling skulle också kunna orsakas av mer strukturella faktorer som ett fortsatt starkt konkurrenstryck stimulerat av t.ex. IT-teknologins genomslag eller EMU:s tillkomst.

Samtidigt kan det inte uteslutas att den mer expansiva penningpolitiken i Europa och Japan kan

leda till en starkare återhämtning, i synnerhet om den skulle kombineras med tillväxtfrämjande strukturåtgärder. Den globala finansiella oron har också fortsatt att mildras. Effekterna av den brasilianska krisen har hittills visat sig vara små och en viss återhämtning börjar skönjas på sina håll i Asien. Mot den bakgrunden bedöms risken för en mer långvarig och djupare internationell konjunkturedgång ha minskat. Till bilden hör också uppgången i oljepri- serna som kan fortsätta i en snabbare takt än vad som förutsatts i huvudscenariot. Sammantaget innebär detta att den internationella riskbilden är symmetrisk.

De inhemska riskerna i inflationsbedömningen framstår också som symmetriska runt huvudscenariot. Det går inte att utesluta att den inhemska efterfrågan utvecklas starkare än i huvudscenariot. Exakt hur detta skulle påverka inflationsutsikterna är emellertid svårt att bedöma, men det finns naturligtvis en risk för att priserna skulle stiga snabbare än vad som förutsatts i huvudscenariot. I detta sammanhang är finanspolitikens fortsatta utformning en viktig faktor. Riksbankens utgångspunkt är att finanspolitikens återhållande effekt på efterfrågan blir mindre än under de gångna årens budgetkonsolidering. De besparingar som aviserades i regeringens vårpropo-

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

sition för 1999 och 2000 innebär dock att finanspolitiken framstår som något mindre expansiv under dessa år än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Till detta kommer en risk för att kronan inte apprecierar lika snabbt som förutsätts i huvudscenariot.

I den motsatta vägskålen ligger främst erfarenheterna från senare år, då inflationen blivit lägre än vad historiska samband visat. Bakom detta har bl.a. legat svårigheter att uppskatta den potentiella tillväxten och den lediga kapaciteten i ekonomin. Dessutom har betydelsen av de lägre inflationsförväntningarna sannolikt underskattats. Under de närmaste åren, då konjunkturen bedöms bli starkare och inflationstrycket öka, blir det extra viktigt att följa indikationer på flaskhalsar och kapacitetsbrister i ekonomin för att utvärdera hållbarheten i tidigare samband.

Risken för en mer långvarig internationell konjunkturavmattning har minskat och riskbilden är därför symmetrisk runt huvudscenariot.

Sammantaget har risken för en mer långvarig internationell konjunkturavmattning minskat sedan föregående inflationsrapport och riskbilden är därför symmetrisk runt huvudscenariot. I diagram 15, som visar bedömningen av osäkerheten runt inflations-

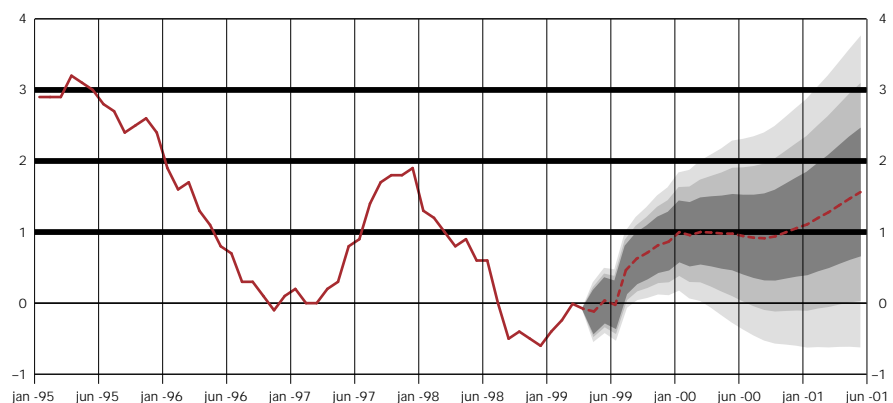
prognosen i huvudscenariot, framgår också att de olika uppåt- och nedåtriskerna balanserar varandra.³⁶ Att riskerna bedöms vara symmetriska innebär att osäkerhetsintervallen är lika breda nedanför som ovanför prognosen i huvudscenariot. På det hela taget framstår inflationsutsikterna som ungefär lika svårbedömda som inför föregående inflationsrapport, vilket avspeglas i osäkerhetsintervallens bredd.

Den underliggande inflationen mätt som den årliga förändringen i UNDI_X uppvisar också en symmetrisk riskbild (se diagram 16).

Penningpolitiken avvägs främst med utgångspunkt från en bedömning av prisutvecklingen ett till två år framåt i tiden och inflationsutsikterna på denna horisont är därför av speciellt intresse. I huvudscenariot väntas inflationen, mätt som tolv-månaderstal i KPI, uppgå till 1,0 procent i juni 2000 och 1,6 procent i juni 2001. Medelvärde och medianen är lika stora eftersom riskerna är i stort sett balanserade.

Tabell 6 visar med vilken sannolikhet inflationen bedöms hamna inom olika intervall ett och två år framåt. Sannolikheten för att inflationen, mätt med KPI, ska hamna över 2 procent ett år framåt är i tiden är liten; två år framåt är sannolikheten större. Däremot är risken att inflationen ska understiga den nedre gränsen för toleransintervallen under prog-

Diagram 15.
KPI med osäkerhetsintervall.
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6.

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

	KPI<1	1<KPI<2	2<KPI<3	KPI>3	Summa
2000 (juni-juni)	50	40	9	1	100
2001 (juni-juni)	33	30	23	14	100

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

Tabell 7.

UND1X-inflation.
Sannolikhet i procent för
olika utfall.
Tolvmånaderstal

	UND1X<1	1<UND1X<2	2<UND1X<3	UND1X>3	Summa
2000 (juni-juni)	9	46	39	6	100
2001 (juni-juni)	21	30	29	20	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att den underliggande inflationen, UND1X, hamnar under 1 procent, mellan 1 och 2 procent, mellan 2 och 3 procent samt över 3 procent.
Källa: Riksbanken.

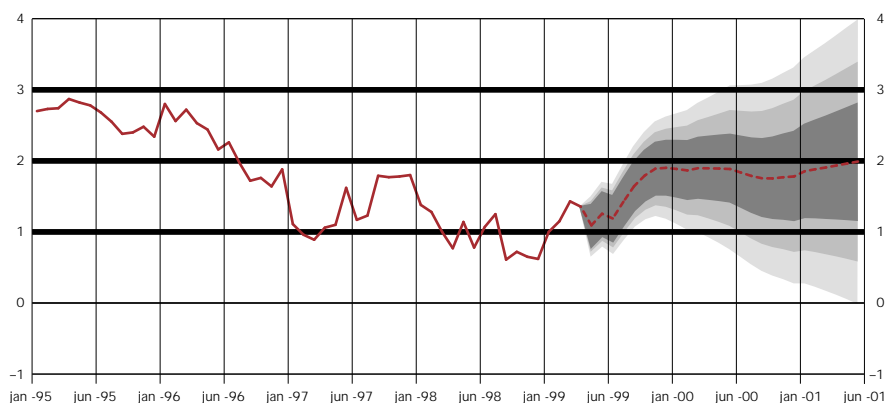
nosperioden betydande. Huvudorsaken till detta är tillfälliga effekter på konsumentprisutvecklingen till följd av sjunkande räntekostnader.

Inflationen mätt med UND1X som exkluderar tillfälliga effekter från ändrade indirekta skatter, subventioner och ränteförändringar kommer emeller-

tid antagligen att befinna sig inom toleransintervallet för konsumentprisutvecklingen fram till prognosperiodens slut. Sannolikheten att UND1X-inflationen kommer att underskrida 2 procent bedöms som något större än sannolikheten att den kommer att överstiga denna nivå. Jämfört med föregående infla-

Diagram 16.

UND1X med osäkerhetsintervall.
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket den underliggande inflationen, UND1X, med 50, 75 och 90 procents sannolikhet bedöms hamna. Den streckade linjen visar prognosen i huvudscenariot. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.
Källor: SCB och Riksbanken

tionsrapport är dock inte bilden lika entydig. Prognosen i huvudscenariot är för det första något högre. Risken för en mer långvarig internationell konjunkturavmattning har dessutom minskat och uppåt- och nedåtriskerna i inflationsbedömningen balanserar nu därför varandra förhållandevis väl.

Slutsatsen av de bedömningar som redovisats är att inflationen korrigerad för tillfälliga effekter av indirekta skatter, subventioner och ränteförändringar marginellt kommer att understrida Riksbankens mål på ett till två års sikt förutsatt att reporäntan hålls oförändrad på 2,90 procent. Avvikelsen är

dock liten, speciellt om den förändrade riskbilden beaktas. Risken för en mer långvarig internationell konjunkturavmattning bedöms ha minskat. Riskbilden framstår nu som tämligen balanserad runt huvudscenariot.

36 En beskrivning av hur osäkerhetsintervall härleds finns i Blix, Märten och Peter Sellin (1999), "Inflationsprognos med osäkerhetsintervall", kommande uppsats i *Penning- och valutapolitik, Sveriges riksbank*; en utförligare mer modellorienterad analys görs av Blix, Märten och Peter Sellin (1999), "Uncertainty bands for inflation forecasts", Working Paper No. 65, *Sveriges Riksbank*.

INFLATIONSBEDÖMNINGENS BETYDELSE FÖR PENNINGPOLITIKEN

Målet för penningpolitiken är att begränsa den årliga förändringen av konsumentprisindex till 2 procent med en tolerans för avvikelser på ± 1 procentenhet i ett medelfristigt perspektiv.

Penningpolitiken avvägs främst med utgångspunkt från en bedömning av inflationen ett till två år framåt i tiden. I varje inflationsrapport flyttas tidsperspektivet ungefär ett kvartal framåt i tiden. Innebörden av detta är att även om Riksbankens syn på inflationsutvecklingen vore oförändrad kan det behöva dras andra penningpolitiska slutsatser som en följd av att fokus för bedömningen har flyttats framåt. Penningpolitiken kommer den närmaste tiden främst att baseras på en bedömning av konsumentprisutvecklingen under tredje kvartalet 2000 till och med andra kvartalet 2001.

Inflationsbedömningen i huvudscenariot är den prognos som Riksbanken anser vara mest sannolik. Den framtida inflationsutvecklingen är emellertid inte enkel att förutse. Riksbanken arbetar därför också med osäkerhetsbedömningar av den framtida inflationsutvecklingen. Den samlade bilden av inflationsutsikterna ges därmed i praktiken av en slags sannolikhetsbedömning. Förutom ett huvudscenario, som alltså anses vara det mest sannolika, vägs ett antal riskscenarier in i den slutliga bedömning som ligger till grund för penningpolitiken. Osäkerheten runt huvudscenariot behöver inte alltid vara symmetrisk. Ibland dominerar uppåtriskerna, men vid andra tillfällen verkar det mer troligt att inflationen blir lägre än i huvudscenariot. Värderingen av riskbilden kompletterar således bedömningen i huvud-

scenariot och kan utgöra ett viktigt argument för att penningpolitiken stramas åt eller förs i en mer expansiv riktning.

Penningpolitiken brukar ibland beskrivas på följande sätt: Om den samlade bilden av inflationsutsikterna – under antagande om oförändrad reporänta – talar för att inflationen kommer att avvika från målet på ett till två års sikt bör reporäntan normalt ändras för att kompensera för denna avvikelse. I det sammanhanget kan det dock vara värt att betona att också själva osäkerheten i inflationsbedömningen påverkar utformningen av penningpolitiken. En hög osäkerhet i inflationsbedömningen kan utgöra ett skäl för en mer försiktig utformning av politiken för att därmed undvika för stora kast i räntor och förväntningsbildning.

Det finns två skäl till att ibland avstå från att inrikta penningpolitiken på att uppnå målet definierat i termer av konsumentprisindex på ett till två års sikt. För det första kan konsumentpriserna i det relevanta tidsperspektivet pressas upp eller ner av någon eller några faktorer som inte bedöms påverka inflationen varaktigt. Exempel på sådana faktorer utgör förändringar i räntekostnader samt indirekta skatter och subventioner. Ett annat skäl kan vara att en snabb återgång till målet när en stor avvikelse har inträffat ibland kan vara förenad med stora realekonomiska kostnader. Om någon av ovanstående situationer föreligger klargör Riksbanken i förväg hur stor avvikelse från inflationsmålet i termer av konsumentprisindex som kan vara motiverad på ett till två års sikt.

INFLATIONSFÖRLOPPET UNDER 1990-TALET

Under 1990-talet har inflation och realekonomisk aktivitet i många länder utvecklats på ett sätt som förefaller svårt att förklara med hjälp av historiska erfarenheter av sambandet mellan dessa båda variabler. Detta har, kanske framför allt i USA, givit upphov till en debatt där man bland annat har ifrågasatt om inte det tidigare förhållandevis stabila kortsiktiga sambandet mellan real aktivitet och inflation (det s.k. Phillipskurvesambandet) är i behov av en översyn. Vissa bedömare har också hävdat att makroekonomin nu befinner sig i en ny strukturell situation som bland annat innebär att ekonomin av olika orsaker kan växa i snabbare takt än tidigare utan att inflationstendenser behöver uppstå ("the new economy").³⁷

Paralleller till denna debatt finns också i Sverige eftersom inflationen varit lägre än någon bedömare, inklusive Riksbanken, räknat med, trots att tillväxten med historiska mått mätt varit förhållandevis god och kapacitetsutnyttjandet i industrin varit högt.

Med hjälp av en ekonometrisk modell kan man försöka undersöka om sambandet mellan real aktivitet och inflation har förändrats. Det förtjänar att påpekas att alla modeller av detta slag med nödvändighet måste vila på ett antal förenklande antaganden. Det innebär att resultaten från en sådan modell måste tolkas försiktigt och endast bör ses som vägledande i en vidare bedömning. Till grund för analysen ligger följande dekomponering av den faktiska inflationen:

$$\pi_t = \pi_t^{LS} + \pi_t^E + \pi_t^T, \quad (1)$$

där π_t står för faktisk inflation, π_t^{LS} för långsiktig inflation, π_t^E för den del av inflationen som genereras av cykliska svängningar i ekonomin (som i sin tur ofta betraktas som ett mått på variationer i aggregerad efterfrågan i ekonomin) samt π_t^T för den del av inflationen som genereras av olika typer av tillfälliga effekter och utbudschocker (t.ex. förändringar av skatter och subventioner och oljepriset).³⁸ Vissa restriktioner på de bakomliggande modellerna för komponenterna (dvs. på modellerna för π_t^{LS} , π_t^E och π_t^T) gör att det kan säkerställas att den faktiska inflationen sammanfaller med π_t^{LS} i långsiktig jämvikt. Dessa restriktioner innebär också att det endast är *avvikelser* π_t^{LS} från som samvarierar med cykliska rörelser i real ekonomi, vilket enligt Phillips-

kurveteorin innebär att π_t^{LS} bör spegla *förväntad inflation*.

I flera viktiga avseenden överensstämmer den bild av inflationsförloppet som modellen ger med andra typer av analyser (som såväl Riksbanken som andra bedömare gjort) och med den samlade bild som skisserats i inflationsrapporterna under senare tid. Det kanske mest påfallande resultatet är att den förväntade inflationen, som framgår av diagram R12, har minskat kraftigt under 1990-talet. Den förväntade inflationen, så som den uppmäts av modellen, ligger idag i stort i linje med Riksbankens inflationsmål vilket innebär att förtroendet för inflationsmålet är stort och att låginflationsregimen idag kan betraktas som relativt fast etablerad.³⁹

Det framgår också i diagram R12 att efterfrågeläget i stort sett under hela 1990-talet haft en återhållande effekt på inflationen, men att även utbudseffekter och olika typer av tillfälliga effekter, har bidragit till en icke försumbar dämpning av inflationen.⁴⁰ En tolkning av denna bild för inflationsförloppet är att penningpolitiken under 1990-talet varit tämligen framgångsrik i att bringa ned den förväntade inflationen till en mer gynnsam nivå, men att den faktiska inflationen sammantaget blivit lägre på grund av en svag efterfrågeutveckling och olika effekter av mer tillfällig karaktär. Bidraget från den senare typen av effekter uppgick, givet den valda specifikationen, till hela -1,6 procent under det fjärde kvartalet 1998 (-2,1 procent inklusive bidraget från utbudschockerna).⁴¹

Eftersom bilden under 1990-talet har dominerats av nedgången i den förväntade inflationen är det svårt att analysera det partiella sambandet mellan efterfrågeläget och inflationen. Det finns i nuläget dock inte några starka indikationer på att det har skett någon betydande förändring av detta samband. Det är således inte säkert att inflationens *svängningar över konjunkturcykeln* har minskat även om nedgången i förväntad inflation indikerar att den faktiska inflationen framgent kommer att ligga på en lägre genomsnittlig *nivå*. Det kan dock inte utslutas att utvecklingen av inflationsförväntningarna även är av viss betydelse för de kortsiktiga fluktuationerna i inflationen. I så fall kan resultatet bli en inflation som både befinner sig på en lägre genomsnittlig *nivå* och uppvisar lägre *variabilitet* trots att det direkta sambandet mellan efterfrågeläge och inflation är oförändrat.

Den bild som modellen ger stämmer i allt väsentligt väl överens med den bild som ligger till grund för Riksbankens nuvarande huvudscenari för inflationsutvecklingen framöver. Låginflationsregimen antas vara relativt väl etablerad vilket innebär att inflationen inte kommer att – via kraftigt uppreviderade förväntningar – återgå till de höga genomsnittliga nivåer som rådde på 1970- och 1980-talen. En viss vaksamhet krävs naturligtvis så att förtroendet för penningpolitiken inte minskar och inflationsförväntningarna börjar öka kraftigt. I en sådan situation måste penningpolitiken reagera snabbt och bestämt. I Riksbankens nuvarande huvudscenari bedöms det dock finnas lediga resurser i ekonomin, vilket tillsammans med tillfälliga effekter av ändrade indirekta skatter, subventioner och räntekostnader förklarar varför inflationen för närvarande underskrider Riksbankens mål på 2 procent. I takt med att efterfrågeläget successivt förbättras och effekterna av mer tillfällig karaktär klingar av väntas dock inflationen öka och närma sig Riksbankens mål.

37 För en diskussion och analys av amerikanska förhållanden, se Gordon, R.J., "Foundations of the Goldilocks Economy: Supply Shocks and the Time-Varying NAIRU", Brookings Papers on Economic Activity, 2:1998. Se också fördjupningsruta "En ny ekonomisk era i USA? – några reflektioner", sid. 24, i denna rapport.

38 Modellen diskuterades även i en fördjupning i inflationsrapporten i mars – "Tillfälliga faktorer och andra utbudschocker – en modellbaserad ansats". För en beskrivning av denna ansats, se Apel, M. och Jansson, P., "A Parametric Approach for Estimating Core Inflation and Interpreting the Inflation Process", Sveriges Riksbank Working Paper Series 1999:80.

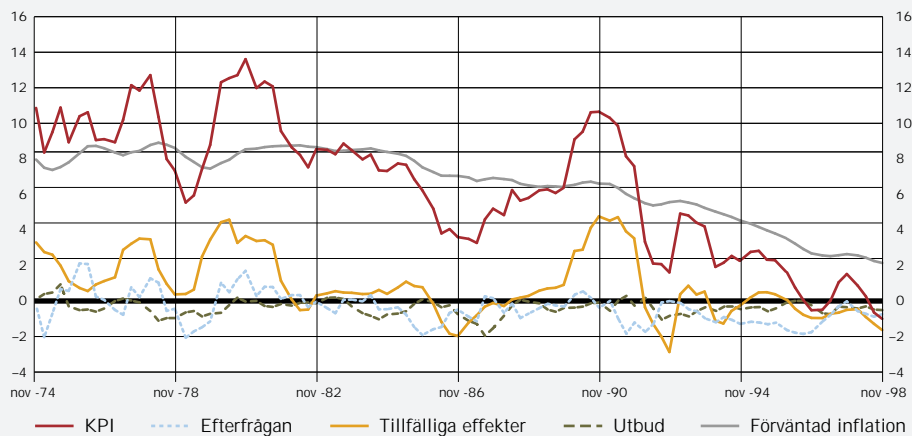
39 Det kan noteras att den förväntade inflationen i modellen något överstiger den förväntade inflationen så som den kommer till uttryck i olika enkäter, åtminstone under undersökningsperiodens senare del. Att olika metoder inte ger exakt samma resultat för inflationsförväntningarna är dock inte förvånande. En utvärdering som tar hänsyn till att vissa skillnader beror på rent statistiskt betingad osäkerhet ger också en mindre dramatisk bild av differenserna.

40 I den aktuella specifikationen tilläts "tillfälliga effekter" uppstå till följd av förändringar i kort nominell ränta, nominellt oljepris, nominellt importpris och indirekta skatter. "Utbudschocker" approximeras av förändringar i realt oljepris och produktivitet.

41 Det påpekas att summan av de olika komponenternas bidrag inte är exakt lika med värdet på den faktiska inflationen då dekomponeringen i (1) också påverkas av en konstant. Vidare påpekas att komponenternas sammanlagda bidrag inkluderar såväl direkta som indirekta effekter på inflationen.

Diagram R12.

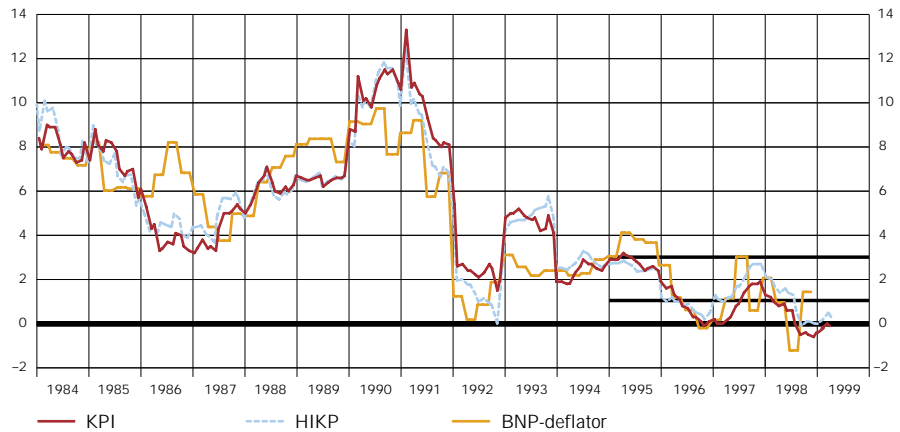
Faktisk inflation och bidrag från olika bakomliggande komponenter, Fjärde kvartalet 1974 till fjärde kvartalet 1998. Årlig procentuell förändring



Anm. KPI-inflationen är beräknad utifrån officiella indextal.
Källor: SCB och Riksbanken

Bilaga

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

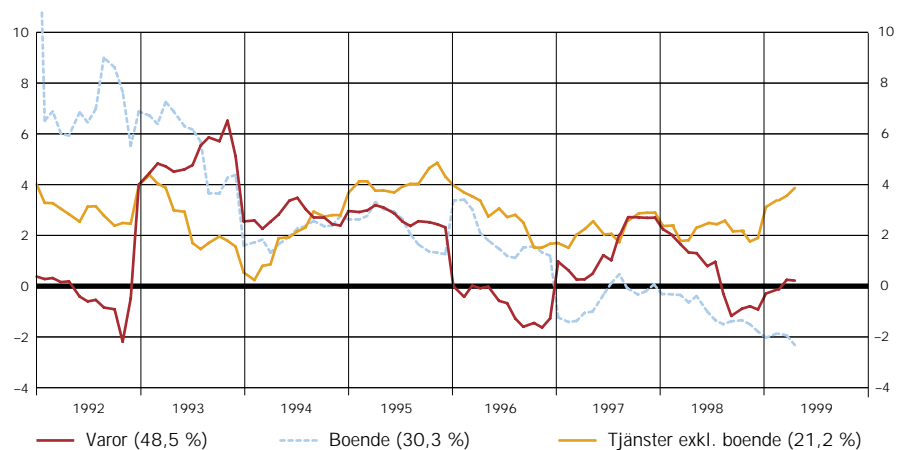


*Harmoniserat index för konsumentpriser.

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

Källor: SCB och Riksbanken.

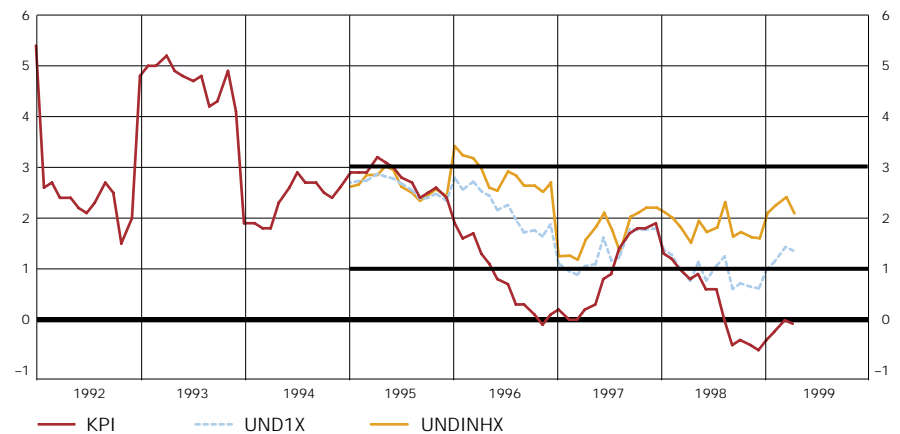
Diagram 2.
Konsumentprisindex för
olika produktområden.
Årlig procentuell förändring



Anm. Vikten i KPI för 1999 anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 3.
KPI och underliggande
inflation.
Årlig procentuell förändring

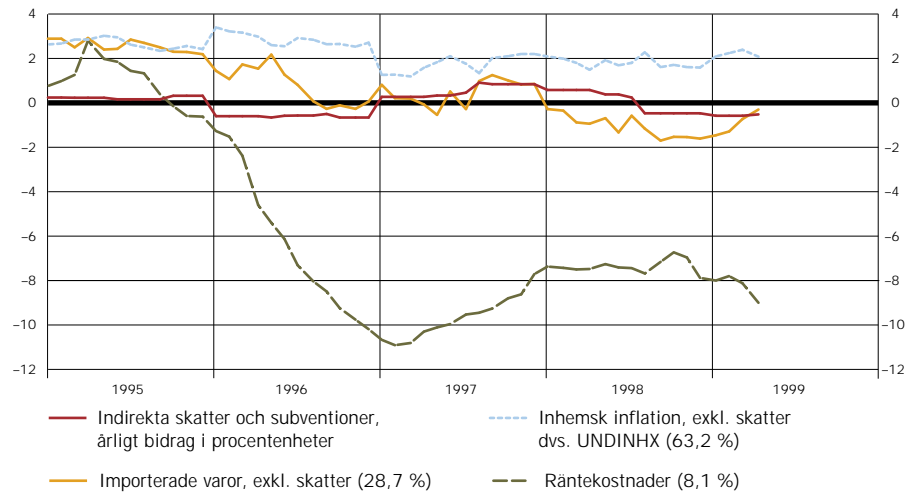


Anm. UND1X definieras som KPI exklusive räntekostnader och direkta effekter av ändrade indirekta skatter. UNDINH är KPI exklusive räntekostnader, varor som i huvudsak importeras och direkta effekter av ändrade inhemska indirekta skatter. De horisontella linjerna från 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.

Källa: SCB.

Diagram 4.

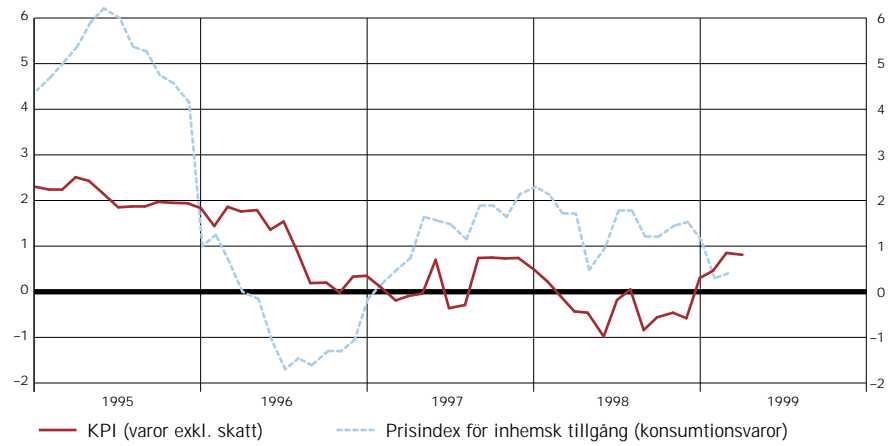
Konsumentprisutvecklingen
uppdelat på olika områden.
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1999.
Källa: SCB.

Diagram 5.

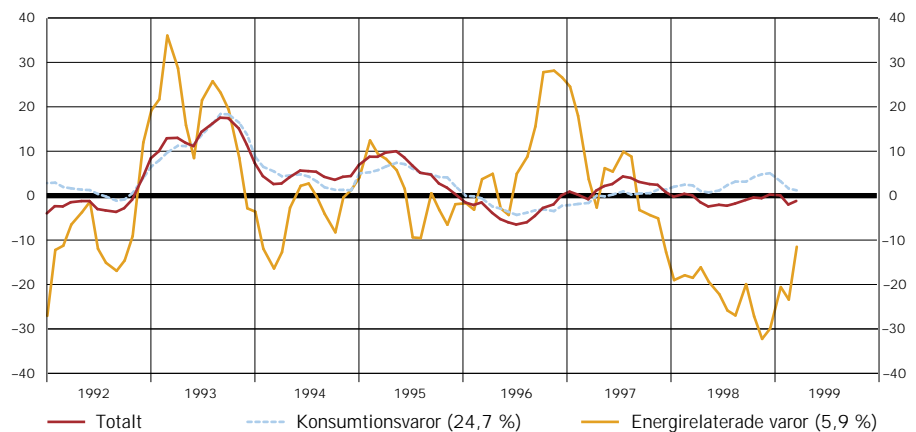
Konsument- och producent-
prisutvecklingen på varor.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 6.

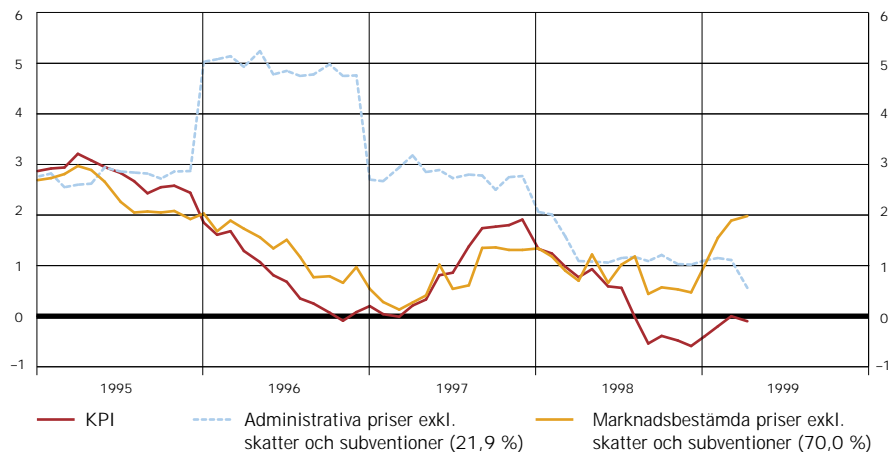
Importprisutvecklingen i
producentledet.
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges andelar i importprisindex 1999, exklusive produkter från jord- och skogsbruk, jakt och fiske.
Källa: SCB.



Diagram 7.
Marknadsbestämda och
administrativt bestämda
priser i KPI.
Årlig procentuell
förändring



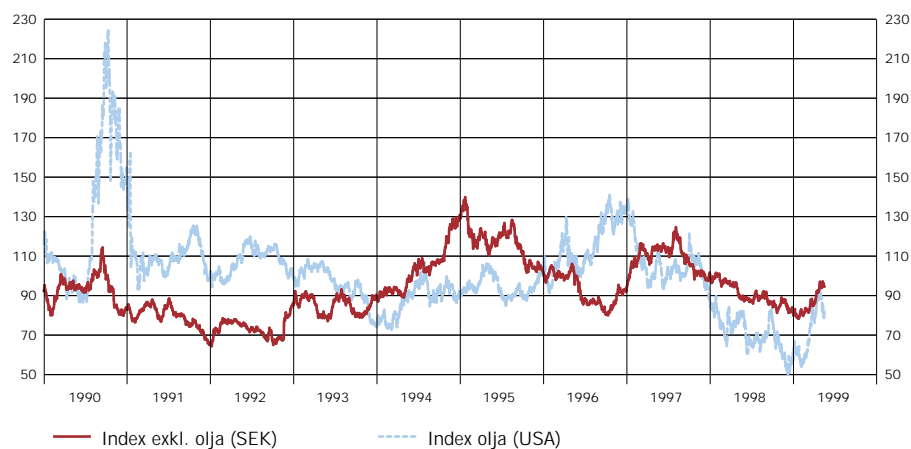
Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1999. Serierna är reviderade på grund av ändrad skatteberäkning samt ändrade definitioner.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 8.
Uppdelning av KPI.
Vikter 1999, procent av
total KPI inklusive indirekta
skatter och subventioner



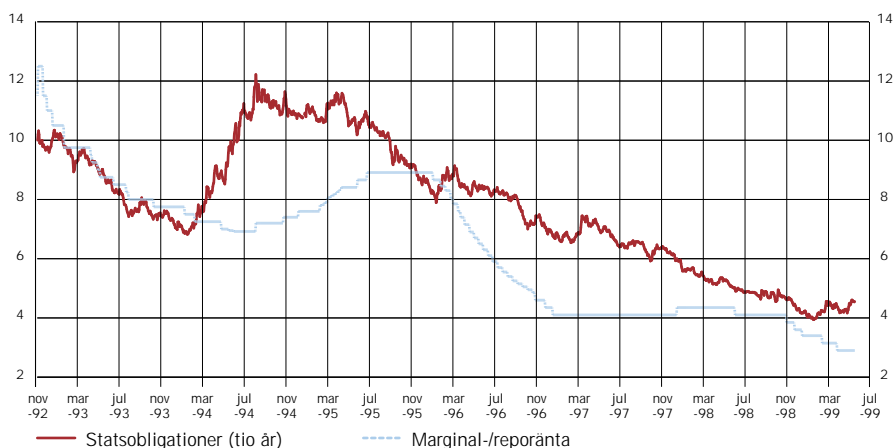
Anm. Summan av administrativt prissatta tjänster, lägenhetshyra och del av övrigt egna hem brukar betraktas som administrativt prissatta varor och tjänster i KPI.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 9.
Råoljeprisindex samt
importviktat råvaruprisindex
exkl. olja.
Dagsnoteringar, index:
januari 1996=100



Anm. Följande varor ingår i råvaruprisindexet: aluminium, koppar, nickel, zink, guld, silver, bly och tenn. Varje varas vikt i indexet beräknas på basis av dess andel av Sveriges import respektive år. Totalt summerar importen av ovanstående varor upp till ca 2 procent av Sveriges import. Olja svarar för ca 3 procent (1998) av Sveriges import. Noteringar t.o.m. 1999-05-25.
Källor: Ecwin, SCB och Riksbanken.

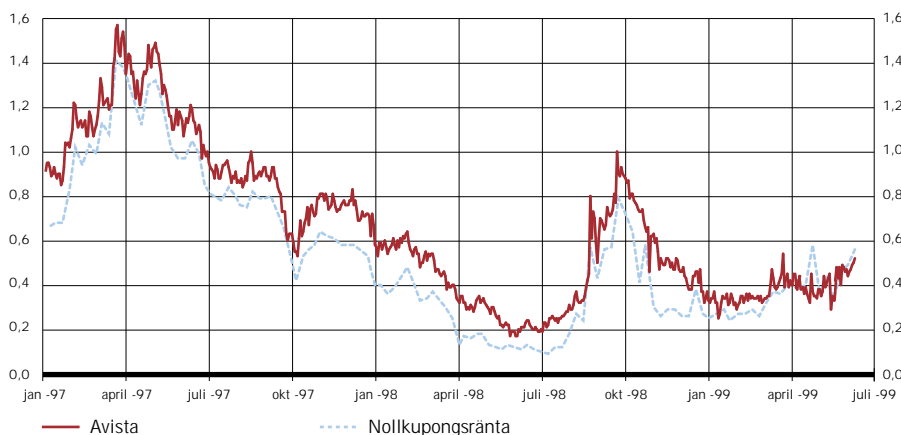
Diagram 10.
Räntor.
Dagsnoteringar, procent



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

Källa: Riksbanken.

Diagram 11.
Tioårig långräntedifferens
mot tyska statspapper.
Dags- respektive
veckonoteringar,
procentenheter



Källa: Riksbanken.

Tabell 1.
Penningmarknadsaktörernas
ränte- och växelkurs-
förväntningar i maj 1999
respektive mars 1999 (inom
parentes). Medianvärden,
procent och index:
18 november 1992=100

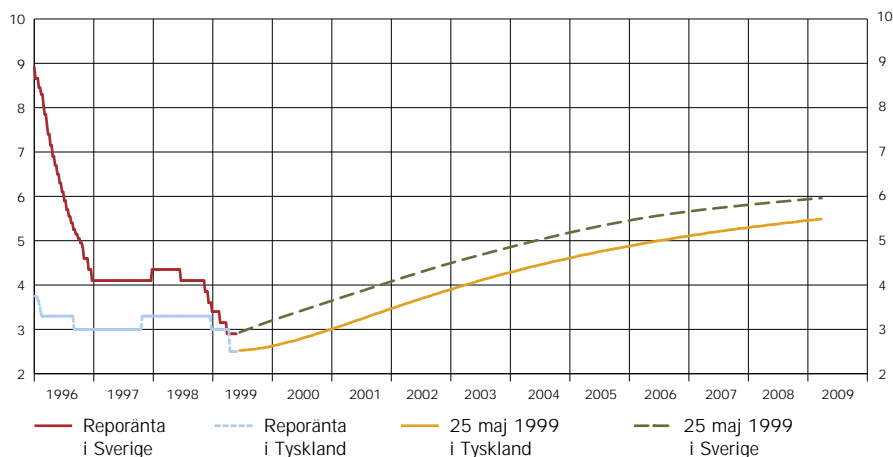
	3 mån	1 år	2 år
Reporänta	2,90 (3,00)	3,15 (3,00)	3,50 (3,50)
TCW-index	125,0 (124,0)	122,3 (120,0)	120,0 (120,0)
SEK/EUR	8,90 (8,85)	8,80 (8,70)	8,70 (8,60)

Anm. Undersökningarna genomfördes den 8 mars 1999 respektive den 10 maj 1999 och speglar förväntningarna på 3, 12 och 24 månaders sikt.

Källa: SCB.

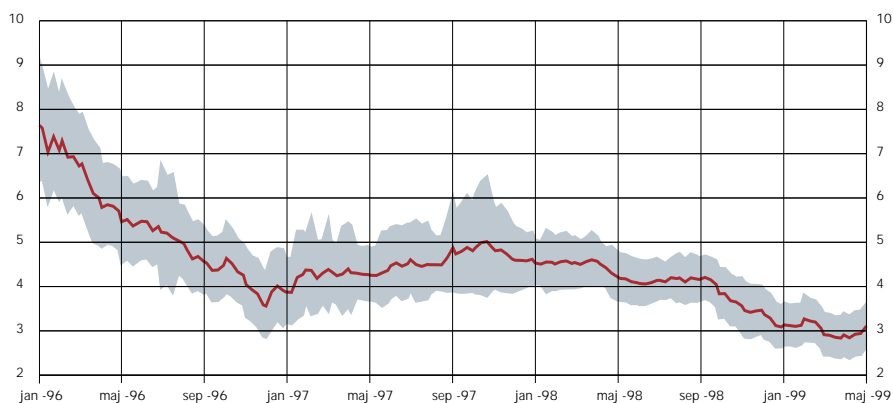


Diagram 12.
Faktisk och förväntad
reporänta i Sverige och
Tyskland.
Effektiv årsränta, procent



Anm. För Tyskland avses från och med årsskiftet 1998/1999 ECB:s styrränta.
Källa: Riksbanken.

Diagram 13.
Medelvärde och 90-
procentigt konfidens-
intervall för reporäntan på
sex månaders sikt
960101-990525.
Procent



Anm. Diagrammet visar den förväntade reporäntan samt ett 90-procentigt konfidensintervall för reporäntan på sex månaders sikt vid varje tillfälle under perioden. Värdena är skattade med hjälp av Longstaff-Schwartz räntemodell, givet noteringarna på penning- och obligationsmarknaden samt korträntevolatiliteten vid varje skattningstillfälle (se Inflationsrapport 1998:3).
Källa: Riksbanken.

Diagram 14.
Nominell effektiv
TCW-vägd växelkurs.
Dagsnoteringar, index:
18 november 1992=100

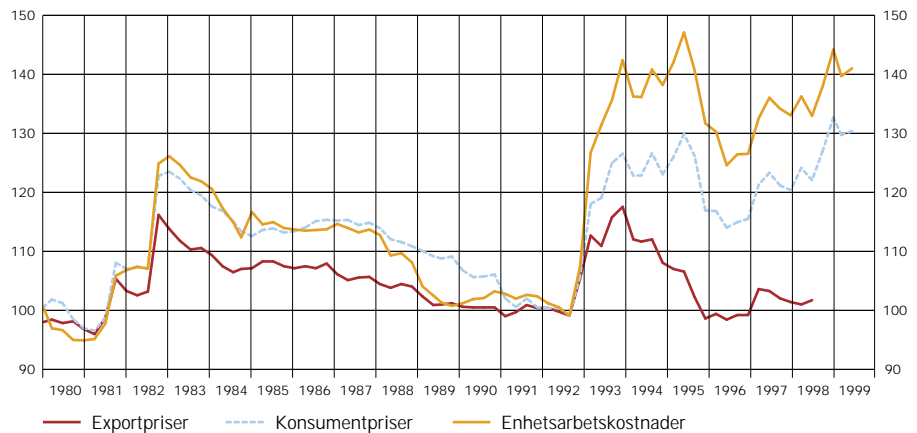


Källa: Riksbanken.



Diagram 15.

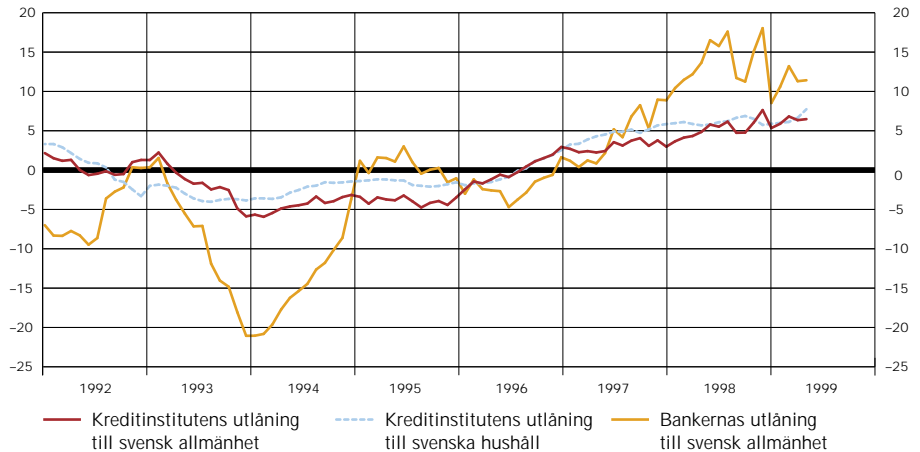
Real effektiv växelkurs baserad på exportpriser, konsumentpriser och enhetsarbetskostnader inom tillverkningsindustrin. Index: 18 november 1992=100



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

Diagram 16.

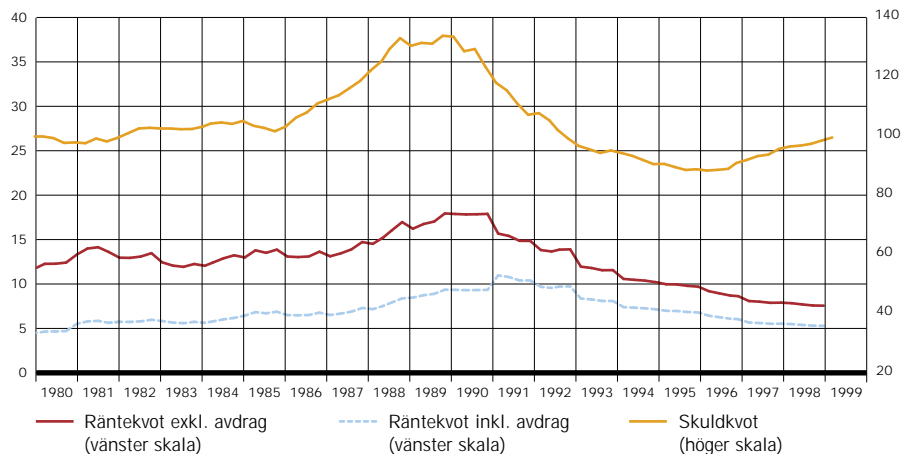
Kreditinstitutens utlåning till svensk allmänhet och hushållssektorn samt bankernas utlåning till svensk allmänhet. Årlig procentuell förändring



Anm. Svensk allmänhet definieras som hushåll, företag och kommuner. 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 17.

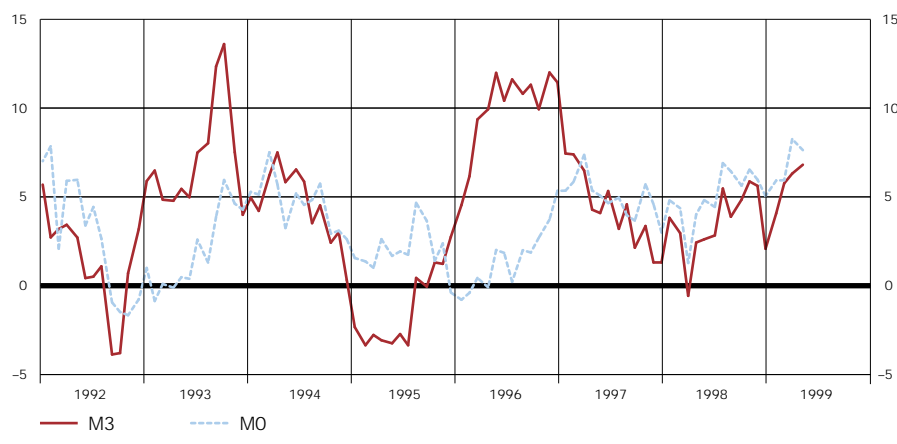
Hushållens skuldsättning. Procent



Anm. Räntekvoterna anger hushållens räntebetalningar, brutto, som andel av disponibel inkomst före respektive efter skatteavdrag. Skuldkvoten är hushållens skulder, brutto, som andel av den disponibla inkomsten på årsbasis.
Källor: SCB och Riksbanken.

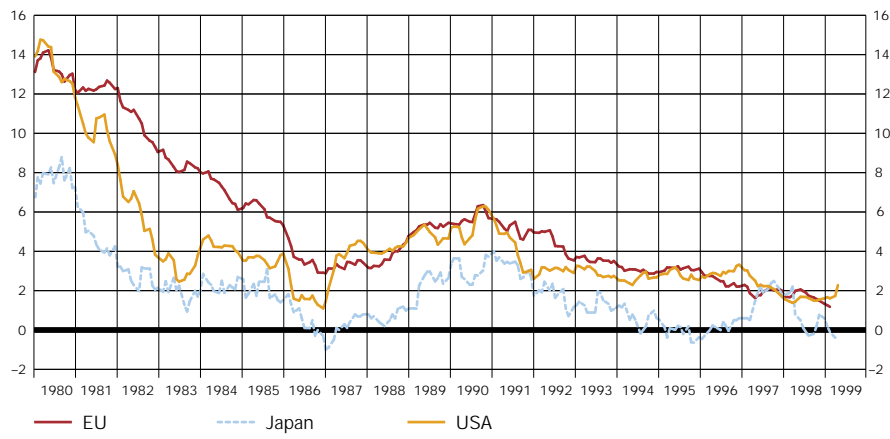


Diagram 18.
Peningmägd.
Årlig procentuell förändring



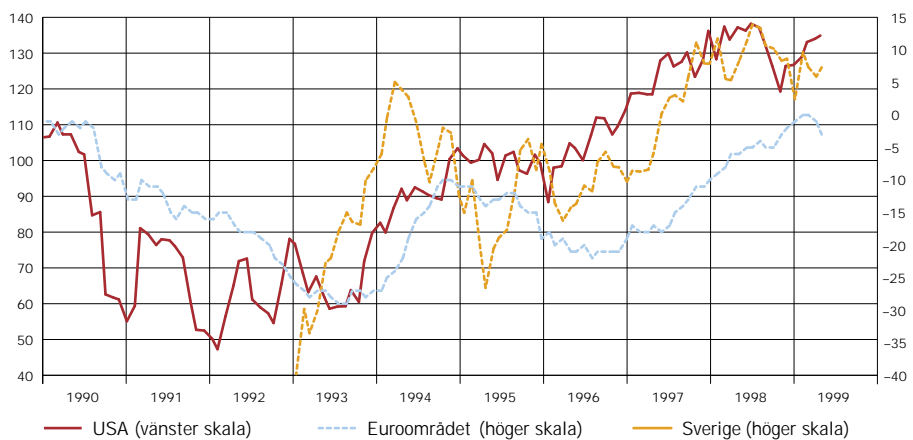
Anm. M0 innehåller svenska hushålls och företags innehav av sedlar och mynt. M3 innehåller förutom M0 även allmänhetens inlåning i bank och bankcertifikat.
Källa: Riksbanken.

Diagram 19.
Inflationen i EU, Japan
och USA.
Årlig procentuell förändring



Källa: Ecwin.

Diagram 20.
Konsumentförtroende i
Sverige, euroområdet och
USA. Säsongsrensade värden,
index: 1985=100 respektive
netttotal

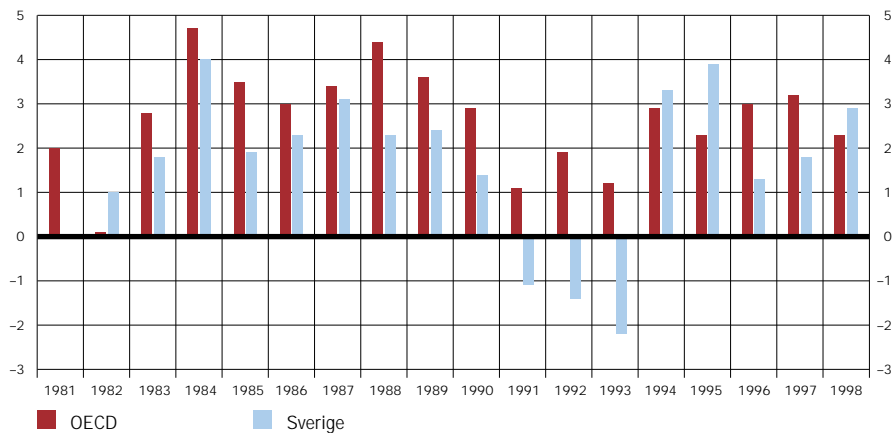


Källa: Ecwin.



Diagram 21.

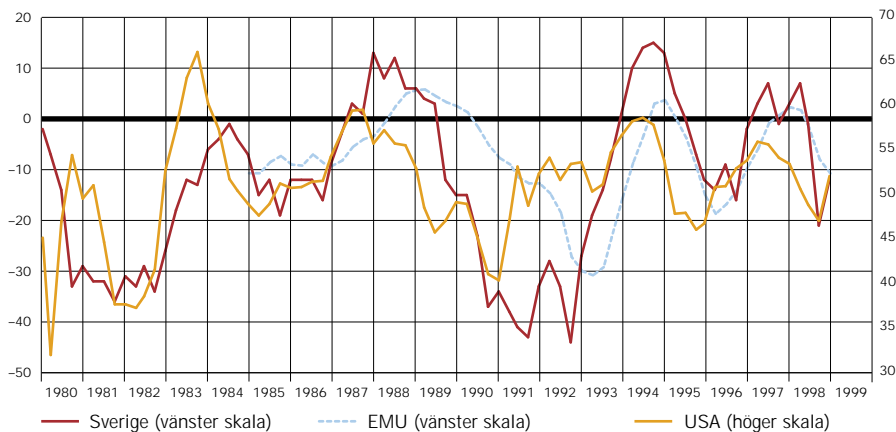
Real tillväxt (BNP) i OECD och Sverige.
Årlig procentuell förändring



Anm. Noteringar för OECD 1998 är Riksbankens prognos.
Källor: OECD, SCB och Riksbanken.

Diagram 22.

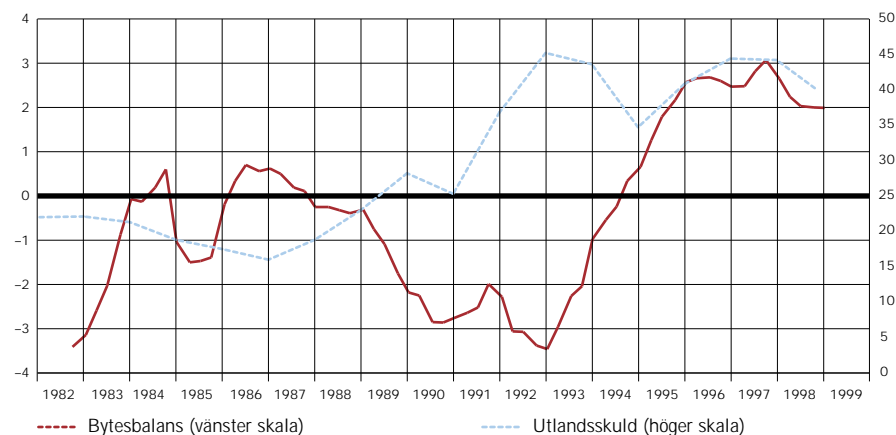
Förtroendeindikator,
tillverkningsindustrin.
Nettotal



Anm. För USA visas det s.k. NAPM-indexet.
Källor: Ecwin och Konjunkturinstitutet.

Diagram 23.

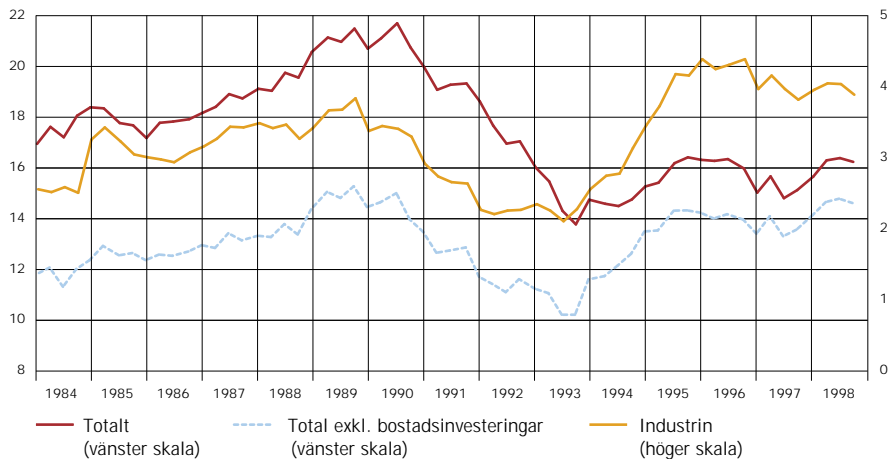
Utlandsskuld och bytesbalans.
Ställning vid årets slut
respektive fyra kvartals
glidande medeltal.
Procent av BNP



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

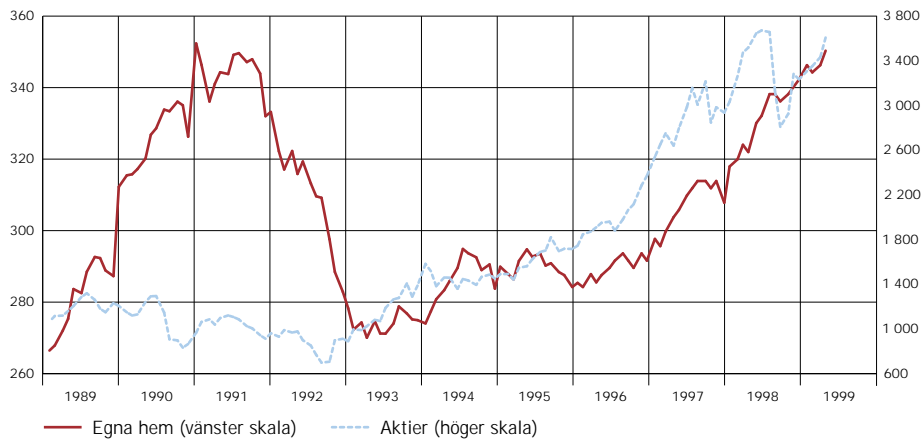


Diagram 24.
Bruttoinvesteringar som andel av BNP. Säsongsrensade volymer, procent



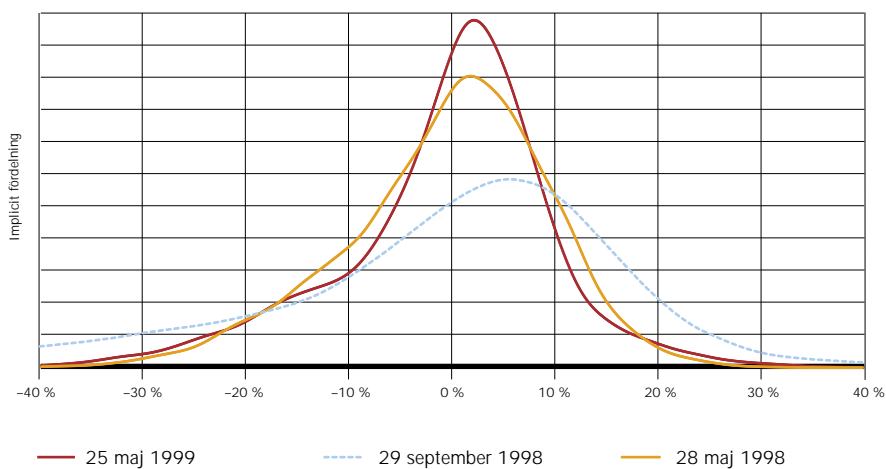
Källa: SCB.

Diagram 25.
Prisindex egna hem, löpande priser, (index: 1981=100) och Stockholms Fondbörs generalindex (index: 1979-12-30=100)



Anm. Aktieindex består av månadsvisa noteringar, ultimo.
Källor: SCB och Stockholms Fondbörs.

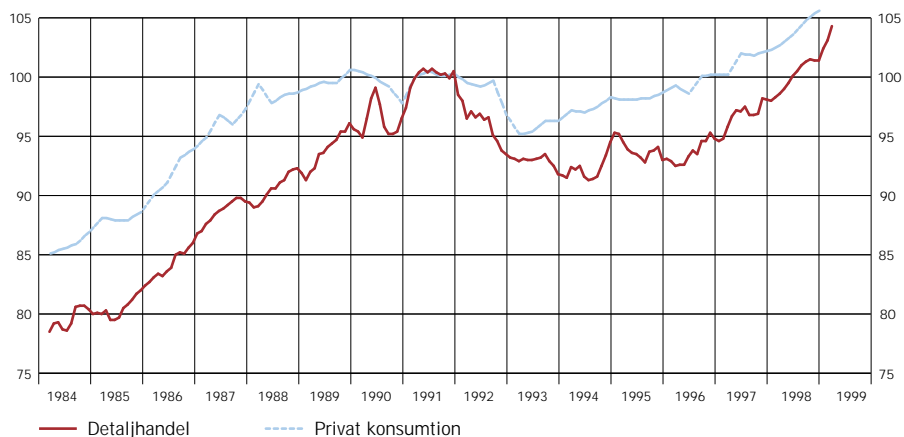
Diagram 26.
Implicit fördelning för avkastning på OMX-index enligt optionsnoteringar. 60 dagar framåt



Anm. Diagrammet visar den implicita riskneutrala sannolikhetsfördelningen för avkastningen i OMX-index under den kommande 60-dagarsperioden vid tre olika tillfällen. Skattningen av fördelningarna baseras på prisnoteringar för OMX-optioner med 60 dagars löptid vid varje tillfälle (se Inflationsrapport 1998:3).
Källa: Riksbanken.

Diagram 27.

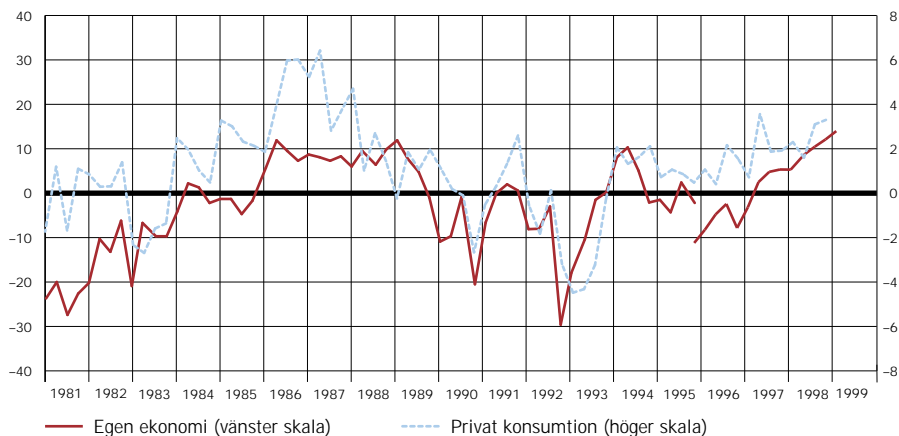
Privat konsumtion och omsättning i detaljhandeln. Volym, säsongkorrigerade kvartalsdata respektive tremånaders glidande medeltal. Index: 1991=100



Källa: SCB.

Diagram 28.

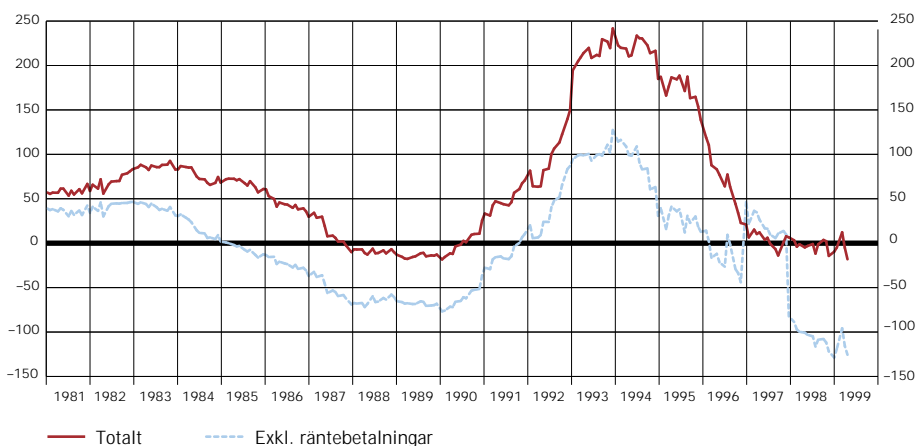
Hushållens förväntningar om den egna ekonomin och faktisk privat konsumtion. Nettotal och årlig procentuell förändring



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

Diagram 29.

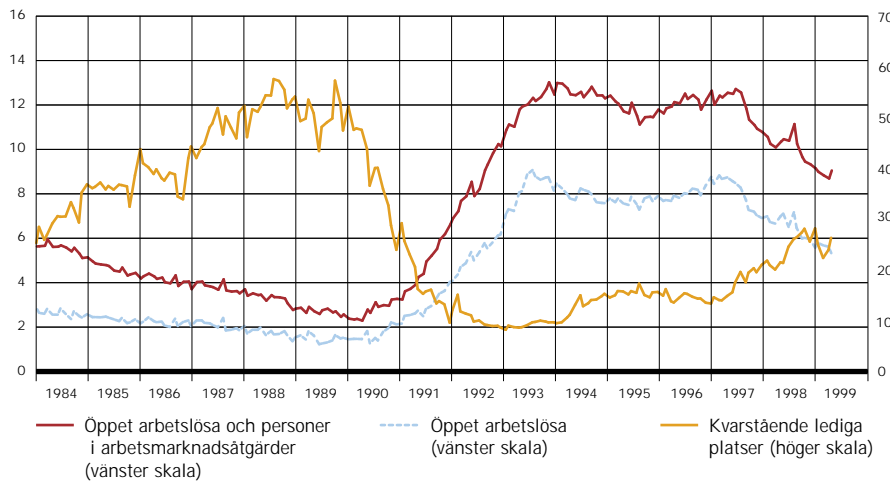
Statens lånebehov, totalt och exklusive räntebetalningar. Ackumulerade tolv månaders-tal, miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret.

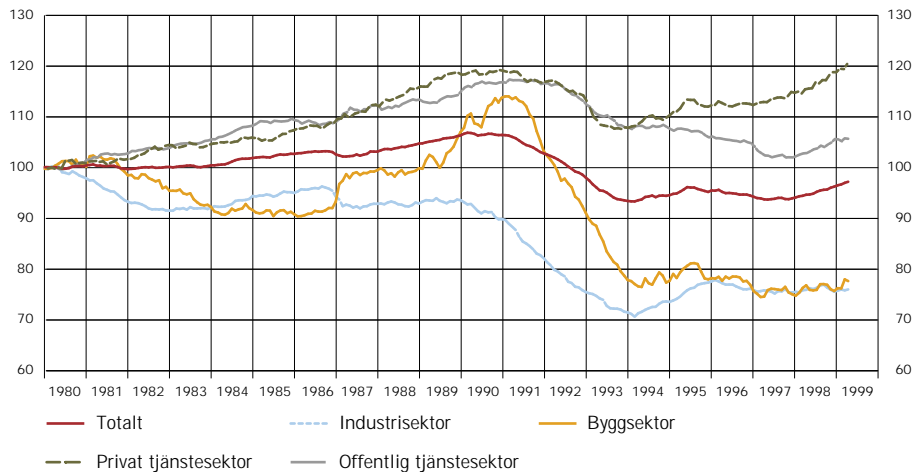


Diagram 30.
Arbetslöshet och vakanser.
Säsongrensade data,
procent respektive
1 000-tal platser



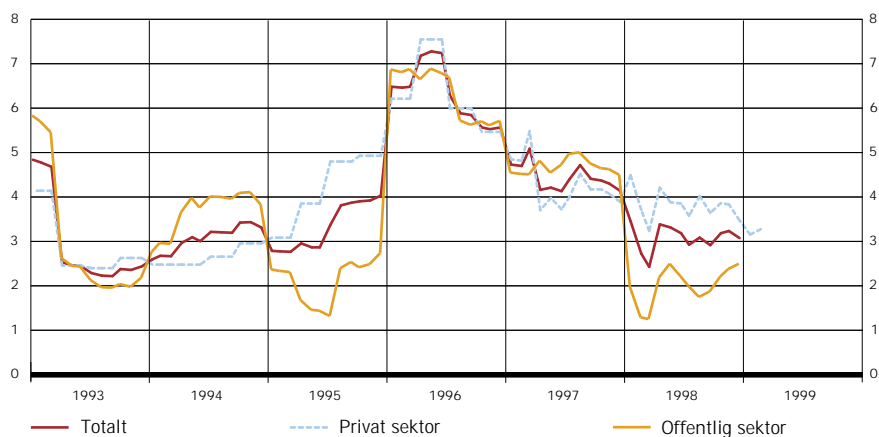
Källor: AMS och SCB.

Diagram 31.
Sysselsatta personer.
Säsongrensade tre månaders
glidande medeltal, index:
tredje kvartalet 1980=100



Källa: SCB.

Diagram 32.
Löneutveckling totalt och i
olika sektorer.
Årlig procentuell förändring



Källor: Kommunförbundet, Landstingsförbundet, SCB och Riksbanken.

Tabell 2.

Löneutveckling i olika sektorer.
Årlig procentuell förändring

	Utfall 1995	1996	1997	1998*	1999* (jan-feb)
Privat sektor	4,2	6,3	4,3	3,8	3,2
varav industri	4,8	7,5	4,5	3,9	3,0
varav handel	3,9	5,2	4,3	3,7	2,7
varav byggnadsindustri	4,1	4,0	3,0	3,2	5,0
Offentlig sektor	2,1	6,3	4,7	2,0	**
Stat	3,9	7,0	4,1	1,3	4,2
Kommun	1,0	5,3	4,4	2,2	**
Landsting	2,7	7,8	6,0	2,4	**
Totalt	3,3	6,3	4,4	3,1	**

* Preliminär.

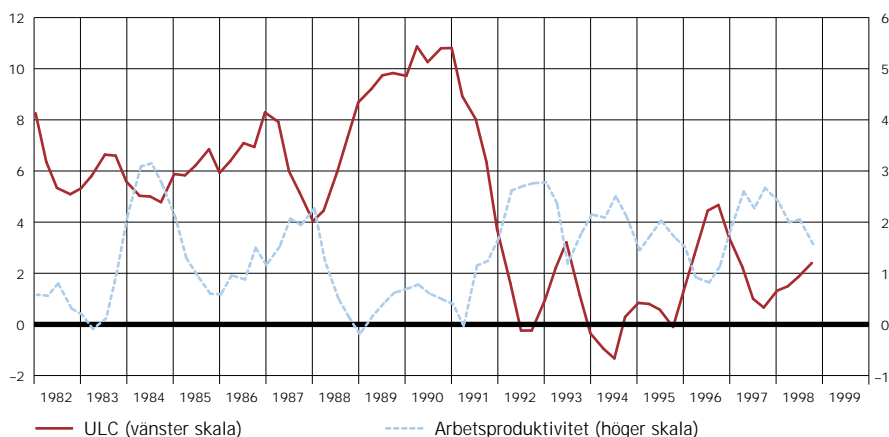
** Lönestatistik för kommuner och landsting har tagits över av SCB. Några utfall för 1999 har ännu inte publicerats.

Anm. Justeringar har gjorts för retroaktiva utbetalningar, men ej för överföringar av verksamhet mellan olika sektorer.

Källor: Kommunförbundet, Landstingsförbundet, SCB och Riksbanken.

Diagram 33.

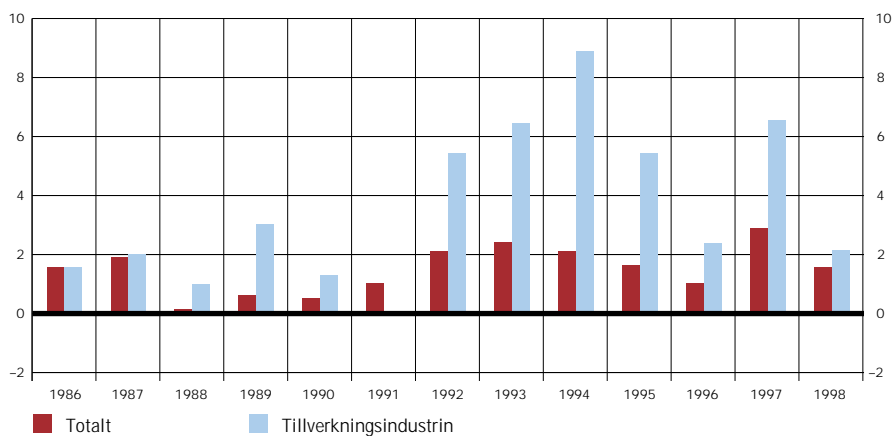
Arbetskraftskostnader per producerad enhet (ULC) och arbetsproduktivitet. Fyra kvartals glidande medeltal, årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Diagram 34.

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

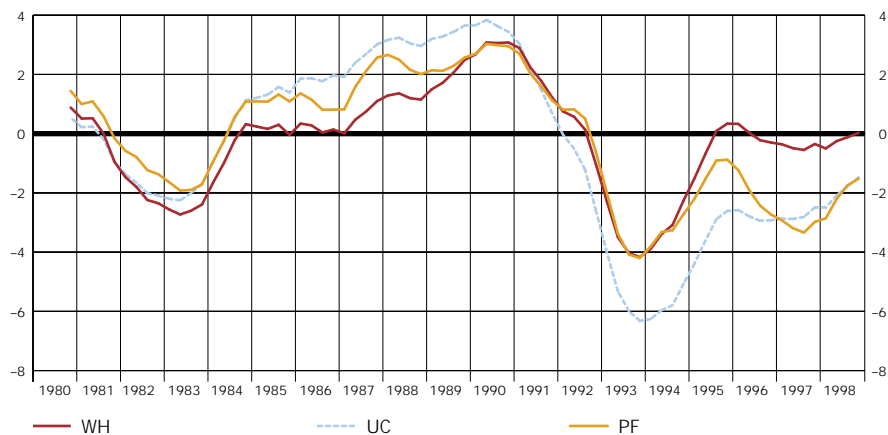


Källa: SCB.



Diagram 35.

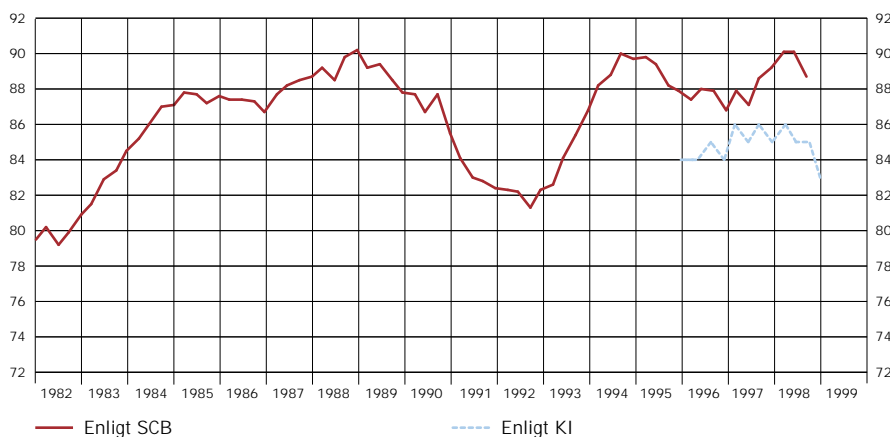
Produktionsgapet med tre olika metoder; Whittaker-Henderson-filtret (WH), Unobserved Component-metoden (UC) och produktionsfunktionsansatsen (PF). Fyra kvartals glidande medeltal, procent



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

Diagram 36.

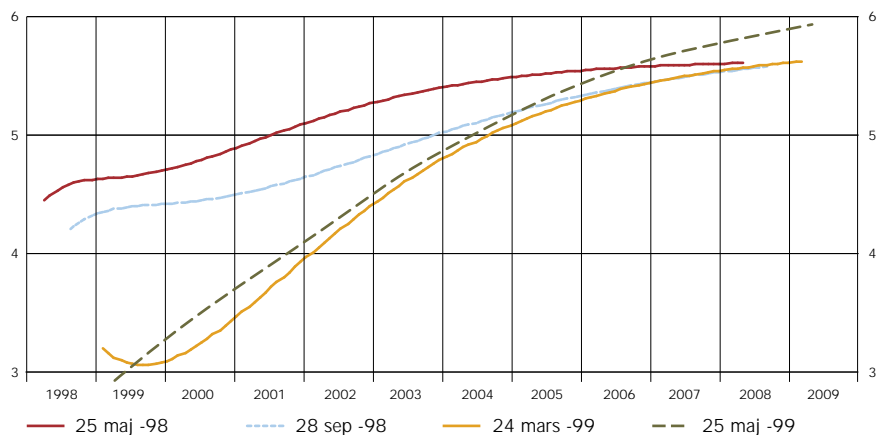
Kapacitetsutnyttjande inom industrin. Procent



Källor: Konjunkturinstitutet (KI) och SCB.

Diagram 37.

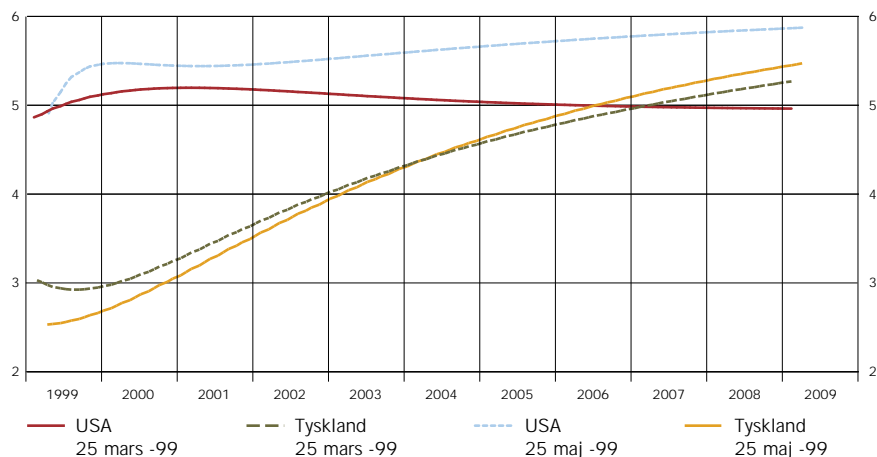
Implicita terminsräntor. Effektiv årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

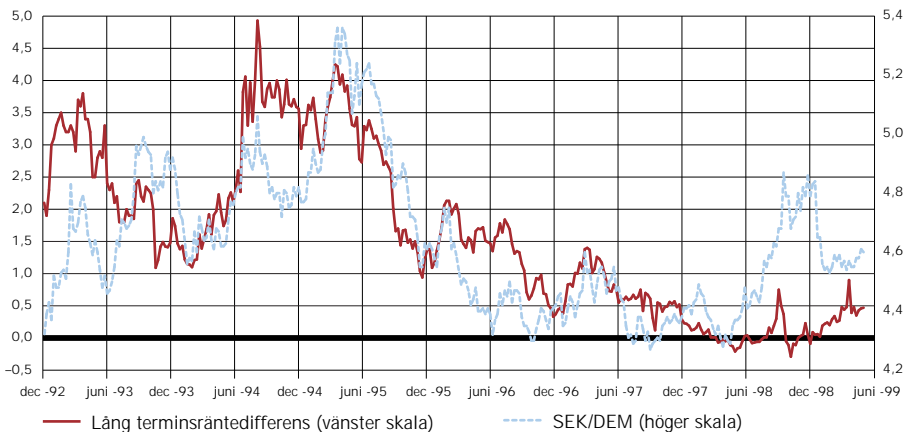


Diagram 38.
Implicita terminsräntor för
USA och Tyskland.
Effektiv årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

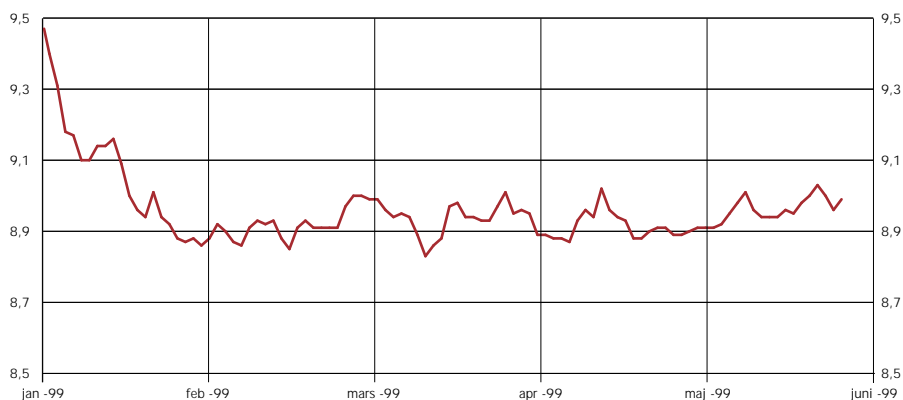
Diagram 39.
Lång terminsräntedifferens
(tio år) gentemot Tyskland
och kronans kurs mot den
tyska marken.
Procentenheter respektive
SEK/DEM



Anm. SEK/DEM kursen är implicit beräknad fr.o.m. 1999-01-01.

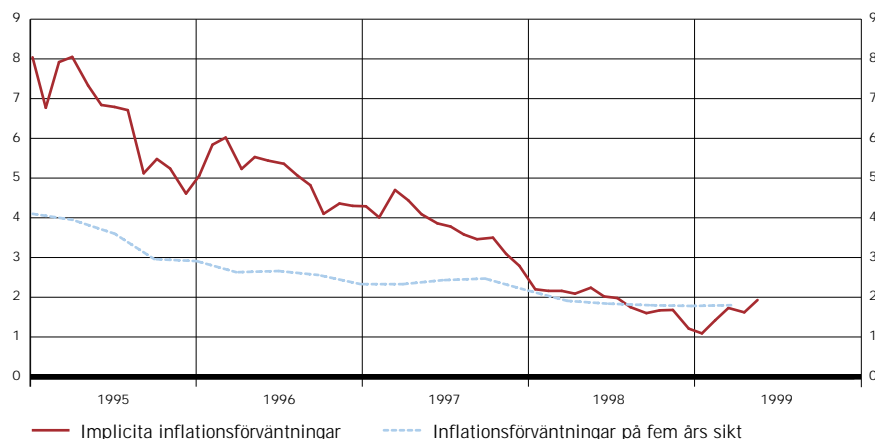
Källa: Riksbanken.

Diagram 40.
Kronans kurs mot euron.
SEK/EUR



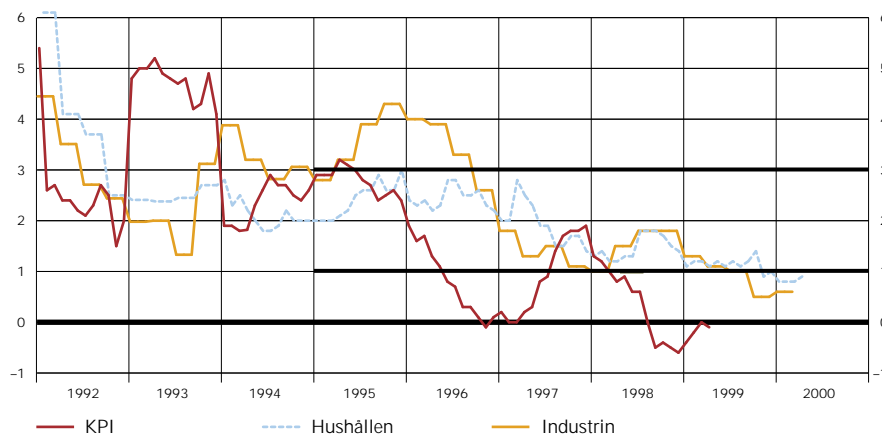
Källa: Riksbanken.

Diagram 41.
Inflationsförväntningar.
Procent



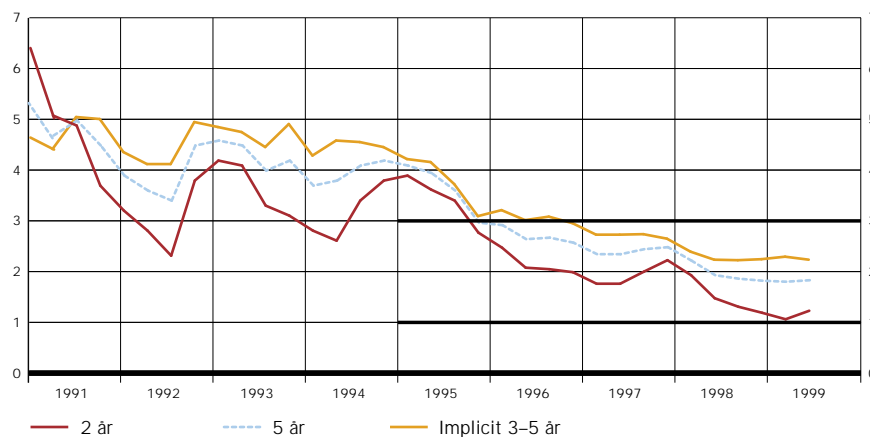
Anm. Inflationsförväntningarna är definierade som skillnaden mellan implicita långa (5–15 år) nominella och reala terminsräntor och inflationsförväntningar på fem års sikt enligt enkät.
Källor: Aragon Fondkommission och Riksbanken.

Diagram 42.
Faktisk inflation (KPI) samt
hushållens och industrins
inflationsförväntningar.
Årlig procentuell förändring



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

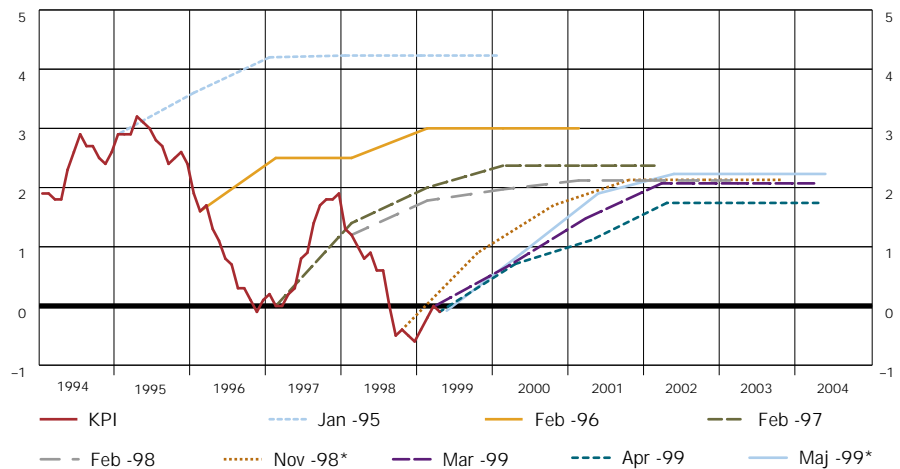
Diagram 43.
Årliga inflationsförväntningar
hos placerare på obligations-
marknaden, de närmaste två
respektive fem åren.
Procent



Anm. Genomsnittlig förväntad inflation för perioden tre till fem år framåt i tiden är beräknad av Riksbanken. De horisontella linjerna från 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.
Källor: Aragon Fondkommission och Riksbanken.

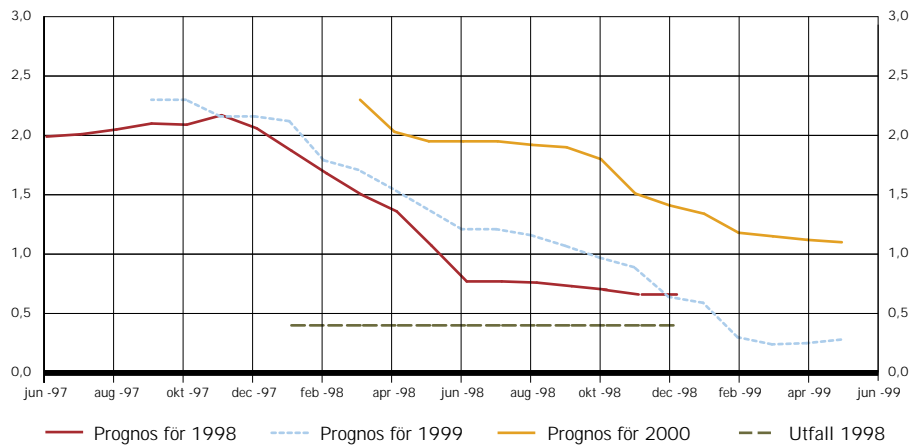


Diagram 44.
Inflationsförväntningar hos
penningmarknadsaktörer.
Procent



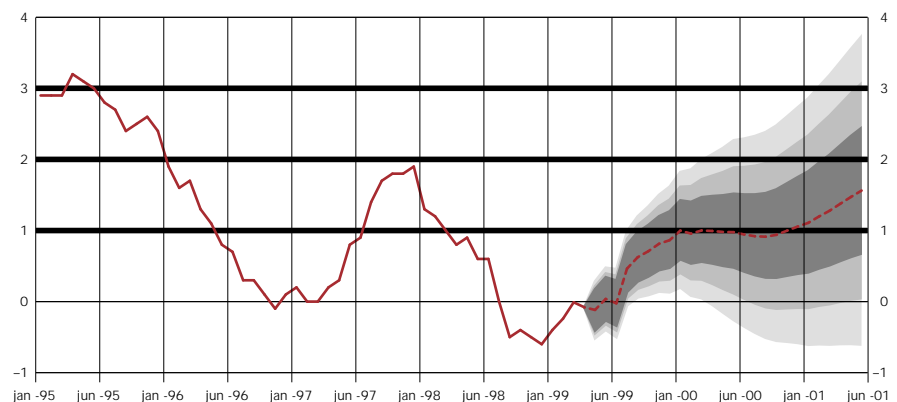
*Enligt SCB (övriga Prospera Research AB).
Källor: Prospera Research AB och SCB.

Diagram 45.
Sammanvägning av olika
prognosmakares KPI-
prognoser.
Procentuell förändring,
årsgenomsnitt



Anm. Tidsaxeln anger när prognoserna för respektive år görs. Observationerna utgörs av ovägda genomsnitt av följande aktörers inflationsprognoser: Aragon, Finansdepartementet, FöreningsSparbanken, Handels utredningsinstitut, Handelsbanken, Hagströmer & Qviberg, Konjunkturinstitutet, LO, Matteus Fondkommission, Merita-Nordbanken, Posten, SEB och Unibank.
Källor: Ovan nämnda aktörer, SCB och Riksbanken.

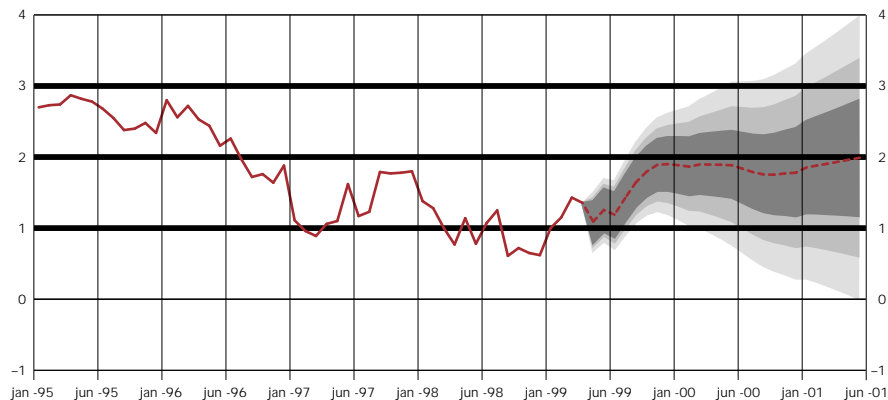
Diagram 46.
KPI med osäkerhets-
intervall.
Årlig procentuell förändring



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



Diagram 47.
UND1X med osäkerhetsintervall.
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket den underliggande inflationen, UND1X, med 50, 75 och 90 procents sannolikhet bedöms hamna. Den streckade linjen visar prognosen i huvudscenariot. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.
Källor: SCB och Riksbanken

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

	KPI<1	1<KPI<2	2<KPI<3	KPI>3	Summa
2000 (juni-juni)	50	40	9	1	100
2001 (juni-juni)	33	30	23	14	100

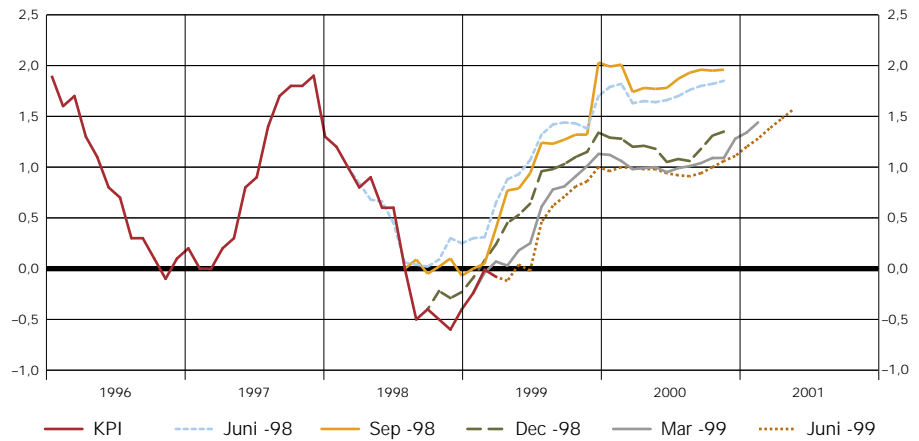
Anm. Siffrorna anger sannolikheten för en inflation under 1 procent, mellan 1 och 2 procent, mellan 2 och 3 procent samt över 3 procent.
Källa: Riksbanken.

Tabell 4.
UND1X-inflation.
Sannolikhet i procent för
olika utfall

	UND1X<1	1<UND1X<2	2<UND1X<3	UND1X>3	Summa
2000 (juni-juni)	9	46	39	6	100
2001 (juni-juni)	21	30	29	20	100

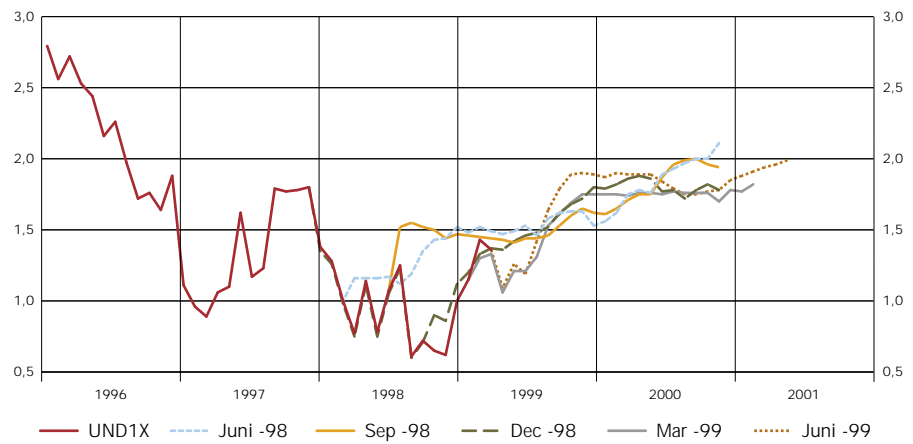
Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att den underliggande inflationen, UND1X, hamnar under 1 procent, mellan 1 och 2 procent, mellan 2 och 3 procent samt över 3 procent.
Källa: Riksbanken.

Diagram 48.
KPI-prognoser.
Årlig procentuell förändring



Anm. Huvudscenariot i de fem senaste inflationsrapporterna, från juni 1998 till juni 1999.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 49.
Prognoser för
underliggande inflation.
Årlig procentuell förändring



Anm. Huvudscenariot för UND1 i inflationsrapporter juni 1998 och september 1998 och för UND1X därefter.
Källor: SCB och Riksbanken.