

Innehåll

■ Förord	3
■ Kapitel 1 Inflationsbedömning	5
Sammanfattning	5
Huvudscenariot	8
Riskbilden	11
Utvecklingen bortom prognoshorisonten	13
■ Kapitel 2 Inflationens bestämningsfaktorer	21
Internationell konjunktur och inflation	21
Räntor och växelkurs	29
Efterfråge- och utbudsförhållanden i den svenska ekonomin	32
Inflationsförväntningar	42
Avregleringar, politiska beslut och tillfälliga effekter	43
■ Kapitel 3 Riskbilden	45
■ <i>Fördjupningsrutor</i>	
Den senaste tidens inflationsutveckling	6
Den ekonomiska politiken och inflationen	14
Införandet av sedlar och mynt i euroområdet	26
Utväxlingen mellan tillväxt och inflation	38
Inflationsprognos med av marknaden väntad reporänta – ett räkneexempel	50



Förord

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

Inflationsrapporten återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 22 och den 29 november 2001. Den inflationsbedömning som redovisas i rapporten reflekterar Riksbankens samlade syn på inflationsutsikterna i rådande läge.

Inflationsrapporten utgör bakgrund till Riksbankens penningpolitiska beslut den 4 december 2001. Inom direktionen kan det finnas olika åsikter om hur de viktigaste bestämningsfaktorerna för inflationen kommer att utvecklas och vilket genomslag detta kan komma att få på den framtida inflationen. Eventuella avvikelser i synen på inflationsutsikterna redovisas i det särskilda protokoll från direktionens sammanträde den 4 december som kommer att publiceras den 18 december 2001.

Syftet med inflationsrapporten är att ta fram underlag för penningpolitiska beslut samt sprida kännedom och kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör och därmed göra det lättare för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken. Ytterligare ett syfte är att uppmuntra till diskussion kring penningpolitiska frågor.

I denna inflationsrapport presenteras Riksbankens syn på inflationsutsikterna t.o.m. fjärde kvartalet 2003. För att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitiken utgår analysen från att reporäntan hålls oförändrad under samma tid.

I kapitel 1 presenteras Riksbankens samlade inflationsbedömning. I kapitel 2 diskuteras den mest sannolika utvecklingen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer. I kapitel 3 redovisas bedömningen av riskbilden i inflationsutsikterna. Rapporten innehåller också flera faktarutor vars syfte är att förmedla en djupare kunskap i olika frågor som är viktiga för inflationsbedömningen och penningpolitikens utformning.

Stockholm i december 2001
Urban Bäckström
Riksbankschef

Inflationsbedömning

I detta kapitel görs en sammanfattande bedömning av inflationsutsikterna t.o.m. fjärde kvartalet 2003 under förutsättning att reporäntan hålls oförändrad.

Sammanfattning

Inflationen uppgår för närvarande till knappt 3 procent. I takt med att effekterna av vårens prishöjningar på vissa varor och tjänster klingar av samtidigt som lägre oljepriser och den senaste tidens kronförstärkning dämpar importpriserna, kommer inflationen att minska och under en tid underskrida Riksbankens mål. Till detta bidrar en något svagare efterfrågan och lägre resursutnyttjande. Mot slutet av prognosperioden stiger inflationen åter något bl.a. till följd av stigande råvarupriser. Den samlade bedömningen, med hänsyn tagen till riskbilden, är att inflationen på ett till två års sikt kommer att utvecklas ungefär i linje med Riksbankens mål.

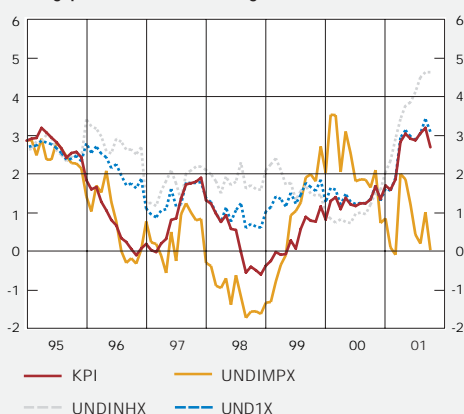
Tillväxtutsikterna i omvärlden ter sig på kort sikt mer pessimistiska än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Den kraftiga omläggningen av den ekonomiska politiken, framförallt i USA, men också i andra industriländer, tillsammans med avklarad lageranpassning talar emellertid för en återhämtning under prognosperioden. En något svagare aktivitetsnivå internationellt och lägre råvarupriser bidrar till en mer dämpad utveckling av de internationella exportpriserna. Den importerade inflationen blir dock högre mot slutet av prognosperioden främst till följd av stigande oljepriser.

Även i Sverige bidrar den ekonomiska politiken till återhämtningen. Skattesänkningar och ökade transfereringar medför en stark utveckling av hushållens disponibla inkomster. Realräntorna har också en expansiv effekt på den inhemska efterfrågan. Även om kronan förväntas appreciera är den kraftigt undervärderad i utgångsläget, vilket är en av orsakerna till att exporten återhämtar sig under prognosperioden. I rapportens huvudscenario är BNP nedreviderad och väntas öka med 1,2 procent i år, 1,8 procent 2002 och 2,4 procent 2003.

Ett lägre resursutnyttjande förväntas leda till att den inhemska inflationen blir mer dämpad jämfört med föregående prognos. Samtidigt beräknas den importerade inflationen bli högre på två års sikt. KPI-inflationen bedöms i huvudscenariot uppgå till 2,0 procent på ett års sikt och 2,1 procent på två års sikt. Motsvarande prognos för UND1X-inflationen är 2,0 och 1,9 procent.

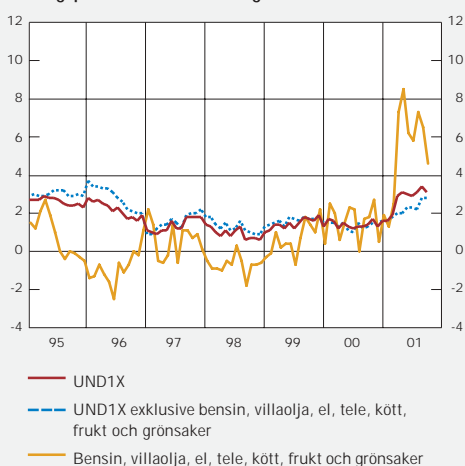
Riskbilden är av stor betydelse för utformningen av penningpolitiken. Sedan den förra inflationsrapporten har osäkerheten i bedömningen minskat, men antas fortfarande vara större än normalt. Det finns en risk att inflationen kan bli lägre än i huvudscenariot till en följd av en svagare konjunkturutveckling i såväl omvärlden som i Sverige. Det bedöms samtidigt finnas en risk för högre inflation till följd av att inflationstrycket och genomslaget från en svag växelkurs kan ha underskattats. Riskbilden antas vara balanserad.

Diagram R1. Olika inflationsmått.
Årlig procentuell förändring



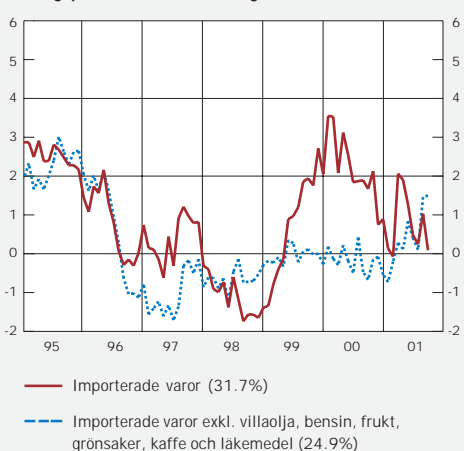
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R2. UND1X exklusive vissa varor.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R3. Importerad inflation.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

DEN SENASTE TIDENS INFLATIONSUTVECKLING

Inflationen mätt med KPI föll i oktober till 2,7 procent och mätt med UND1X till 3,1 procent (se diagram R1). Den inhemska inflationen, UNDINHx, var fortfarande hög och uppgick till 4,6 procent i oktober medan den importerade inflationen exklusive skatt var fortsatt låg. Den inhemska inflationen har utvecklats i linje med prognosen i föregående inflationsrapport medan den importerade inflationen, UNDIMPX, har blivit något lägre än väntat.

Sedan i våras har inflationen varit förhållandevis hög och överskridit de prognoser som gjordes under föregående år, exempelvis var UND1X-inflationen i oktober hela 1,4 procentenheter högre än vad som förväntades för ett år sedan (se diagram R8 sidan 38).

Den oväntat höga inflationen bedöms i första hand bero på tillfälliga utbudsstörningar som medfört högre priser på bl.a. el, kött, frukt, grönsaker, bensin och villaoilja. Denna bedömning stöds också dels av att dessa prisökningar börjat dämpas, vilket framgår av diagram R2, dels av resultaten i fördjupningsrutan "Utväxlingen mellan tillväxt och inflation", som visar att den senaste tidens prisutveckling på dessa varor inte primärt beror på efterfrågeläget i ekonomin. Men även exklusive dessa tillfälliga prisförändringar har inflationen under det senaste halvåret varit något högre än väntat.

Tabell R1. Bidrag från olika varugrupper till UND1X-inflationen i oktober 2001.

	Årsförändring	Bidrag
Tjänster exklusive tele	4,7	0,9
Därav administrativt prissatta tjänster	3,3	0,2
Svenska varor exklusive kött, frukt och grönsaker	2,8	0,4
Kött, frukt och grönsaker	7,6	0,4
Hyror	2,6	0,4
Övriga egnahemskostnader	7,7	0,3
El	18,1	0,4
Tele	5,2	0,1
UNDINHx, totalt	4,6	3,1
Importpriser, bearbetade varor	1,5	0,4
Oljeproducter, kaffe, importerade frukter och grönsaker, etc	-4,5	-0,3
Importerad inflation exklusive skatt, totalt	0,0	0,0
UND1X, totalt	3,1	3,1

Källor: SCB och Riksbanken.

ÖVRIGA IMPORTERADE VAROR OCH TJÄNSTER

Priserna på mer bearbetade importvaror steg med 1,5 procent på årsbasis i september och oktober efter att under lång tid sjunkit eller stigit endast svagt i årstakt (se diagram R3). Detta kan vara ett tecken på att den svaga kronan nu börjar få ett visst genomslag på konsumentpriserna.

ÖVRIGA INHEMSKA VAROR OCH TJÄNSTER

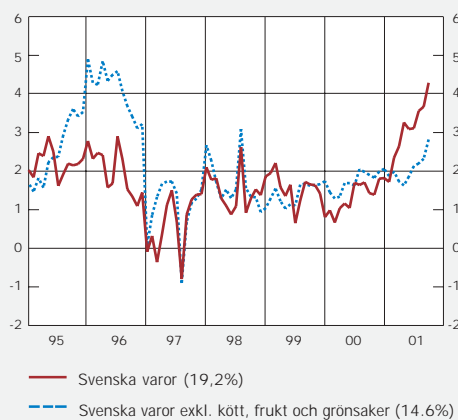
Priserna på övriga svenska varor och tjänster steg med 3,5 procent i årstakt i oktober. Exkluderas tjänstesektorn ökade priserna med 2,8 procent, vilket innebär att det skett en viss uppgång i prisökningstakten sedan mitten av förra året i takt med det stigande resursutnyttjandet i ekonomin (se diagram R4).

Prisökningstakten på tjänster har varit låg under 1990-talet bl.a. till följd av det låga resursutnyttjandet och att delar av denna sektor har blivit mer konkurrensutsatt. En förändring verkar dock ha skett i slutet av förra året då priserna började stiga på mer bred front. En disaggregerad analys antyder att stigande priser på el- och petroleumprodukter samt livsmedelspriser har påverkat priserna på transporttjänster och restaurangbesök. Det relativt höga resursutnyttjandet är troligtvis en förklaring till att stigande kostnader kunnat övervältras på konsumenterna. Priserna på administrativt prissatta tjänster, t.ex. kommunala taxor och kontrollbesiktning har också ökat i allt snabbare takt sedan början av 1999 (se diagram R5).

Hushållens boendekostnader har ökat allt snabbare under det senaste året. Uppgången kan delvis förklaras av höjda arbetskraftskostnader och stigande elpriser (se diagram R6).

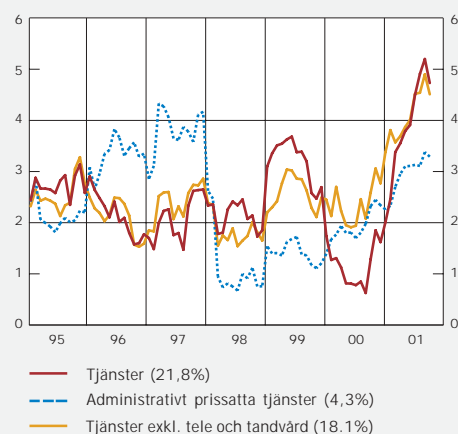
Sammanfattningsvis kan den senaste tidens prisutveckling förhållandevis väl förklaras av tillfälliga utbudsstörningar, svag krona och ett fram till i våras stigande resursutnyttjande.

Diagram R4. Svenska varor.
Årlig procentuell förändring



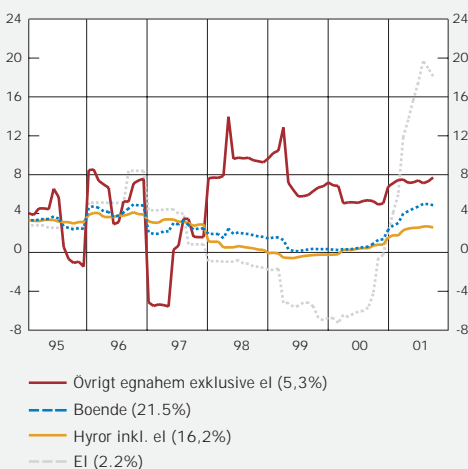
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R5. Tjänster.
Årlig procentuell förändring



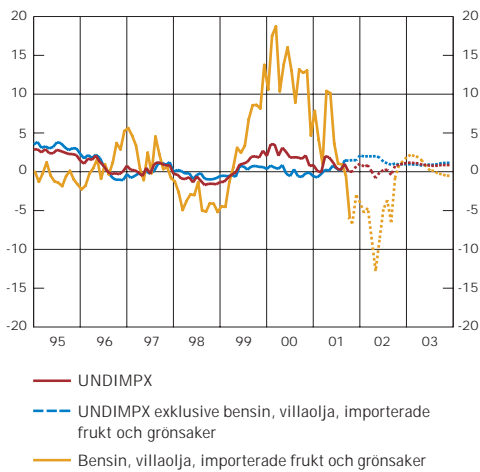
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R6. Boendekostnader.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 1. UNDIMPX exklusive vissa varor.
Utfall och huvudscenariot.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Huvudscenariot

Den internationella konjunkturavmattningen har blivit alltmer synkroniserad. Den senaste tidens ekonomiska statistik har i huvudsak pekat på att konjunkturutvecklingen riskerar att bli svagare än vad som tidigare antagits, även om det är svårt att värdera i vilken utsträckning detta beror på tillfälliga effekter av terrordåden i USA.

På ett till två års sikt är det emellertid av större vikt att den ekonomiska politiken har blivit mer expansiv för i stort sett hela OECD-området. I USA förväntas kombinationen av expansiv finans- och penningpolitik gynna investerings- och konsumtionsviljan. Den låga inflationen bidrar också till att hushållens reala inkomster och konsumtionsvilja upprätthålls samtidigt som sparandet ändå bedöms öka och bidra till en gradvis korrigerande av de sparandeobalanser som byggts upp under senare år.

Den expansiva ekonomiska politiken förväntas bidra till en återhämtning av den internationella konjunkturen.

I euroområdet, till skillnad från USA, bidrar växelkursen till att dämpa effekterna av konjunkturedgången. Även i Europa har penningpolitiken en expansiv effekt på efterfrågeutvecklingen, medan stimulans-effekten från finanspolitiken inte är lika omfattande som i USA (se fördjupningsruta "Den ekonomiska politiken och inflationen").

I huvudscenariot antas återhämtningen i världskonjunkturen inledas vid mitten av nästa år i takt med att lageranpassningen och investeringskorrigeringen klingat av och att effekterna av den expansiva ekonomiska politiken växer i styrka. Sammantaget beräknas tillväxten i OECD-området uppgå till 0,9 procent i år, 0,8 procent nästa år och 2,8 procent 2003.

Den något lägre aktivitetsnivån i omvärlden och lägre råvarupriser bidrar till en mer dämpad utveckling av de internationella exportpriserna. Världsmarknadspriset på olja har sjunkit påtagligt sedan föregående inflationsrapport, men förväntas stiga från dagens nivåer mot slutet av prognosperioden bl.a. till följd av en ökad efterfrågan i omvärlden. I vilken utsträckning den internationella prisutvecklingen påverkar inflationen i Sverige beror bl.a. på växelkursen. Den svenska kronan är fortsatt svag, men har utvecklats starkare än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Minskad osäkerhet på de finansiella marknaderna i världen kan vara en bidragande orsak. Fundamentala skäl som bytesbalansöverskott och relativ tillväxt talar för en fortsatt förstärkning av kronan under prognosperioden.

Kronan gynnas av minskad internationell osäkerhet.

Lägre internationella priser och en starkare växelkurs bedöms dämpa den importerade inflationen under nästa år. För 2003 blir dock bidraget från importpriserna till inflationen marginellt högre än i föregående inflationsrapport, vilket främst beror på lägre oljepriser i utgångsläget (se diagram 1).

Konjunkturförloppet i Sverige präglas av att efterfrågan, efter en inledande period med svag aktivitet, vänder uppåt till följd av en förväntad uppgång i världskonjunkturen, en svag krona, låga realräntor, en expansiv finanspolitik och en viss uppgång på aktiemarknaden. Att tillväxtutsikterna mörknat på kort sikt beror främst på att nedrevideringen av tillväxten i omvärlden motiverar en något svagare export- och investeringsutveckling.

Konjunkturutvecklingen i Sverige har dämpats av lägre internationell efterfrågan.

En fortsatt god utveckling av hushållens reala inkomster bl.a. till följd av skattesänkningar och höjda transfereringar talar för en återhämtning av de privata konsumtionsutgifterna under nästa år. Återhämtningen av exporten och konsumtionen bedöms med tiden också stimulera investeringarna. Sammantaget väntas BNP öka med 1,2 procent i år, 1,8 procent 2002 och 2,4 procent 2003, vilket är lägre än bedömningen i föregående inflationsrapport.

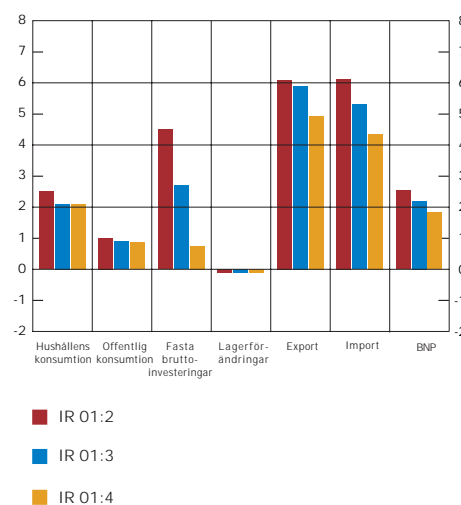
Trots avmattningen har sysselsättningsökningen i år varit stark. Den svagare tillväxten antas slå igenom på sysselsättningen under nästa år och medför att den totala arbetslösheten stiger något. Det lägre samlade efterfrågetrycket i ekonomin och mer lediga resurser medför en nedrevidering av det totala resursutnyttjandet. Med den tillväxt som nu prognostiseras beräknas mängden lediga resurser öka i år och en stor del av nästa år för att sedan gradvis minska. Mot slutet av prognosperioden bedöms ekonomin åter närma sig fullt kapacitetsutnyttjande.

Även prognosen för löneökningarna revideras ned marginellt jämfört med föregående inflationsrapport. Huruvida löneökningstakten är förenlig med en stabil och låg inflation beror bl.a. på produktivitetstillväxten i ekonomin. Den svaga produktivitetstillväxten i år bedöms vara tillfällig och väntas successivt återgå till mer normala nivåer. Enhetsarbetskostnaderna bedöms öka med 3,3 procent i år och med 1,8 procent under såväl 2002 som 2003.

Inflationen bedöms utvecklas i takt med inflationsmålet på två års sikt.

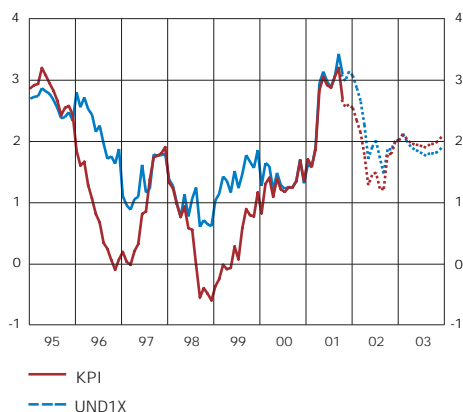
De höga inflationsutfallen hittills i år leder till att inflationen på kort sikt ligger inom, eller strax över, toleransintervallet för inflationsmålet. Jämfört med prognosen i föregående inflationsrapport bedöms inflationen dock bli något lägre det närmaste året. Detta beror främst på att Telia avstår från den abonnemangsavgiftshöjning som tidigare aviserats. En motverkande faktor är att fastighetsskattesänkningen inte tycks få ett lika stort genomslag på hyresutvecklingen. De kraftiga prishöjningarna för vissa varugrupper (el, tele, grönsaker och kött), som starkt bidragit till den högre inflationen bedöms - liksom tidigare - huvudsakligen vara av tillfällig natur.

Diagram 2. Försörjningsbalansens komponenter 2002 enligt IR01:2, IR01:3 och IR01:4. Procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

Diagram 3. KPI och UND1X. Utfall och huvudscenariot.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Det lägre resursutnyttjandet i år och nästa år väntas leda till att den inhemskt genererade inflationen blir mer dämpad än vad som bedömdes i föregående inflationsrapport. Tillsammans med utvecklingen av den importerade inflationen medför detta att KPI-inflationen i huvudscenariot bedöms uppgå till 2,0 procent på ett års sikt och 2,1 procent på två års sikt. Motsvarande prognos för UND1X-inflationen är 2,0 procent och 1,9 procent (se tabell 1).

Tabell 1. Inflationsprognos i huvudscenariot.
Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt			Tolvmånaderstal		
	2001	2002	2003	dec 2002	sep 2003	dec 2003
KPI	2,6 (2,6)	1,8 (2,0)	2,0	2,0 (2,0)	2,0 (2,1)	2,1
UND1X	2,7 (2,8)	2,1 (2,4)	1,9	2,0 (1,9)	1,8 (2,0)	1,9
UNDINH*	3,8 (3,8)	3,0 (3,2)	2,4	2,5 (2,5)	2,3 (2,7)	2,4
UNDIMPX*	0,7 (0,7)	0,4 (0,7)	0,9	1,1 (0,8)	0,8 (0,7)	0,9

Anm. Siffrorna inom parentes visar motsvarande prognos i föregående inflationsrapport.

* Prisförändringar på i huvudsak importerade varor rensat för direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner.

Källa: Riksbanken.

Riskbilden

Inflationsprognosen är behäftad med osäkerhet och därför är även riskbilden av betydelse för utformningen av penningpolitiken. I föreliggande rapport bedöms riskerna nedåt på inflationen från en svagare ekonomisk utveckling, såväl internationellt som i Sverige, balanseras av en uppåtrisk på inflationen som främst är förknippad med att inflationstrycket i vid mening kan ha underskattats.

Den ekonomiska utvecklingen, såväl i omvärlden som i Sverige, är en central förutsättning för inflationsbedömningen i huvudscenariot. Om exempelvis korrigeringen av sparandeobalanserna i USA blir mer omfattande än vad som nu förutses, eller om den säkerhetspolitiska situationen förvärras kan konjunkturåterhämtningen fördröjas ytterligare. För svensk del kan ett minskat globalt handelsutbyte leda till lägre BNP-tillväxt och i förlängningen även till en lägre prisökningstakt. Sedan föregående inflationsrapport har en viss del av den initiala osäkerheten som följde efter terrordåden klingat av, vilket bl.a. har kommit till uttryck i en stabilisering på de finansiella marknaderna samtidigt som den ekonomiska politiken fått en än mer expansiv inriktning. Till detta kommer att bedömningen av den internationella utvecklingen i huvudscenariot även har reviderats ned sedan föregående tillfälle. Risken för att den internationella ekonomiska utvecklingen, framförallt mot slutet av prognosperioden, skulle utvecklas väsentligt sämre än vad som förutses i huvudscenariot bedöms således ha minskat.

Konjunkturutvecklingen i Sverige kan bli svagare även beroende på inhemska faktorer. Under året har tillväxten i varuexporten helt avstannat samtidigt som växelkursförsvagningen inte förefaller ha motverkat detta i samma utsträckning som i tidigare konjunkturedgångar. Frågan om exportens ogynnsamma sammansättning och om mer långtgående strukturproblem i exportindustrin har därför väckts. En annan möjlig orsak till en svagare inhemsk konjunkturutveckling kan vara en fördjupad nedgång på arbetsmarknaden som fördröjer uppgången i konsumtionen. Därmed skulle även resursutnyttjandet och inflationstrycket bli lägre.

Mot risken att inflationen kan bli lägre än i huvudscenariot skall risken för en högre inflation ställas. Liksom tidigare föreligger en risk för högre inflation som beror på en sämre utväxling mellan tillväxt och inflation i vid mening. Under året har inflationen ökat i en situation där det samlade resursutnyttjandet inte har bedömts vara särskilt ansträngt. Detta gäller även när hänsyn tagits till att en del prishöjningar har varit av tillfällig karaktär. Ekonometriska undersökningar av utväxlingen tyder inte på att Riksbanken på ett påtagligt sätt skulle ha missbedömt varken produktionsgapets nivå eller effekten på inflationen av ett ändrat resursutnyttjande.¹ Inflationen har också på senare tid som förväntat minskat något. Mot denna bakgrund finns det argument för att något reducera uppåtrisken från utväxlingen jämfört med förra inflationsrapporten.

1 För en mer detaljerad analys se fördjupningsrutan "Utväxlingen mellan tillväxt och inflation" i denna rapport.

Utvecklingen av inflationsförväntningarna är inte entydig. Prissättningen på de finansiella marknaderna indikerar att förväntningarna ligger kring 2 procent. Enkätundersökningar för hushållen och industrin bekräftar denna bild. Även professionella pronosmakare räknar, med något undantag, med att inflationen faller ner mot målet. Enligt Prosperas senaste enkätundersökning räknar emellertid parterna på arbetsmarknaden och inköpschefer i näringslivet med att inflationen förblir hög framöver. Om de på så vis uppmätta inflationsförväntningarna någorlunda korrekt avspeglar pris- och lönesättningarnas förväntningar om framtida inflation finns det en risk för en varaktig inflationsuppgång i ekonomin. Särskilt allvarligt vore det om den tillfälligt högre inflationstakten skulle tas som intäkt för högre löner i framtiden och inflationstakten därmed skulle riskera att permanentas.

Det föreligger även en risk att kronan kan komma att utvecklas svagare och att genomslaget från en svag växelkurs på importpriserna kan bli större än vad som förutses i huvudscenariot.

I takt med minskad internationell osäkerhet har även risken att kronan skall utvecklas svagare minskat, vilket innebär att risken för högre inflation från en svagare krona nu bedöms vara mindre än tidigare. Samtidigt kan det inte uteslutas att möjligheterna att höja priserna har underskattats. Hushållens inkomstutsikter är goda, detaljhandelsföretagen räknar med stigande efterfrågan och hushållens konsumtion bedöms öka snabbare under de kommande åren än i år. Risken för importprisstegringar ökar antagligen också om företag och hushåll i utgångsläget väntar sig en högre prisökningstakt.

Sammantaget balanseras nedåtriskerna från en svagare konjunkturutveckling av uppåtrisken härrörande från det inhemska inflationstrycket. Detta innebär att bedömningen med beaktande av riskbilden sammanfaller med prognosen i huvudscenariot. UND1X-inflationen väntas uppgå till 2,0 och 1,9 procent på ett respektive två års sikt.

Utvecklingen bortom prognoshorisonten

Penningpolitiken inriktas normalt sett på att uppnå inflationsmålet på ett till två års sikt. Detta utesluter dock inte att utvecklingen också på kortare och längre sikt kan ha betydelse för penningpolitiken. I detta avsnitt skissas inflationsutvecklingen i ett något längre tidsperspektiv.

I huvudscenariot sker en relativt stark återhämtning under senare delen av prognosperioden. Om utvecklingen följer dessa banor är det rimligt att räkna med ett gradvis stigande resursutnyttjande och inflationstryck, som på sikt kan komma att motivera högre räntor. Under 2004 kommer stora grupper av löntagare att omförhandla löneavtalen, vilket skulle kunna resultera i högre avtalsnivåer eftersom resursutnyttjandet samtidigt är mer ansträngt. Till en sådan utveckling skulle också en hög inflation under 2002 och 2003 kunna bidra, eftersom det skulle kunna rubba löntagarnas tilltro till 2-procentsmålet. Högre lönenivåer ökar företagens kostnader och verkar normalt prishöjande i ekonomin i varje fall om de inte kan motverkas av en högre produktivitetsutveckling.

Även växelkursutvecklingen har betydelse för inflationsutsikterna. Mot prognosperiodens slut bedöms kronan vara fortsatt undervärdd jämfört med dess jämviktsväxelkurs. Mot bakgrund av den ekonomiska utveckling som förutses i denna rapport finns det flera fundamentala faktorer som talar för en fortsatt förstärkning av växelkursen, exempelvis betydande bytesbalansöverskott och goda statsfinanser. Till detta kan komma en folkomröstning om en svensk anslutning till valutaunionens tredje etapp. En snabbare kronappreciering efter prognosperiodens slut bidrar till att motverka effekterna av ett allt högre resursutnyttjande.

Om den internationella konjunkturutvecklingen blir starkare än förväntat och/eller de ekonomisk-politiska åtgärderna får större effekter på efterfrågan och inflation kan inflationstrycket komma att stiga än mer. Till detta kan en snabb vändning uppåt för råvarupriserna komma att bidra.

Det finns också en betydande risk för att den internationella konjunkturutvecklingen blir svagare eller mer fördröjd än i huvudscenariot. Det skulle föra med sig ett en mer dämpad internationell prisutveckling, inte minst på råvaror, och ett lägre inhemskt resursutnyttjande och en lägre inflation i Sverige. Återhämtningen skulle i en sådan situation alltså fördröjas. Resursutnyttjandet skulle också vara lägre vid slutet av prognosperioden om inte penningpolitiken dessförinnan förändrats. I en sådan situation skulle kronan sannolikt inte appreciera lika mycket som i huvudscenariot, vilket delvis skulle motverka den inflationsdämpande effekten av ett lägre resursutnyttjande.

DEN EKONOMISKA POLITIKEN OCH INFLATIONEN

INLEDNING

I en rad länder har både finans- och penningpolitiken under det senaste året förskjutits i expansiv riktning. Syftet med denna fördjupningsruta är att försöka beskriva hur expansiv den ekonomiska politiken är i Sverige och relatera detta till utvecklingen i USA och Euroområdet.

MONETÄRA OCH FINANSIELLA FÖRHÅLLANDEN

Riksbanken och andra centralbanker påverkar inflationen indirekt genom styrräntans effekt på marknadsräntorna, kreditgivningen, växelkursen och andra tillgångspriser, vilket i sin tur påverkar inflationsförväntningar, resursutnyttjande och slutligen också prisstegringstakt. Ett sätt att mäta skillnader i penningpolitik mellan olika länder är att jämföra så kallade index för monetära förhållanden. Dessa monetära index inkluderar traditionellt bara korta realräntor och växelkursen, vilket betyder att flera viktiga faktorer i transmissionsmekanismen exkluderas. Ytterligare ett problem är att transmissionsmekanismen skiljer sig åt mellan olika länder. Exempelvis kan växelkursgenomslaget variera med graden av öppenhet i ekonomin och de korta realräntornas relativa betydelse kan bero bl.a. på hur löptiderna för hushållens och företagens upplåning skiljer sig åt mellan länderna. Detta innebär att en ränteförändring inte nödvändigtvis har samma effekt på efterfrågan och prisnivån i Sverige som i Euroområdet och USA.²

Index för monetära förhållanden baseras normalt på estimeringar av hur den korta realräntan och den effektiva reala växelkursen påverkar resursutnyttjandet och inflationen. Sådana beräkningar är förknippade med betydande osäkerhet och sambanden är inte heller nödvändigtvis stabila över tiden.³ Mot bl.a. denna

2 Dornbusch, R., Favero, C. A. & Giavazzi, F., "The immediate challenges for the ECB", NBER Working paper series no 6369, 1998, Gerlach, S. & Smets, F., "The monetary transmission mechanism: Evidence from the G-7 countries", *CEPR discussion paper series 1219*, 1995.

3 Eika, K.H., Ericsson, N.R. & Nymoen, R., "Hazards in implementing a monetary conditions index", *Oxford Bulletin of economics and statistics*, vol 58, 1996, 765-790.

Tabell R2. Monetära och finansiella förhållanden.

Procent och procentuella förändringar

	USA				euroområdet				Sverige			
	1995-00	2000	2001	senast	1995-00	2000	2001	senast	1995-00	2000	2001	senast
Statsobligationer												
3-mån minus KPI	2,8	2,6	0,7	0,1	2,6	2,1	1,7	1,2	3,9	2,7	1,5	1,0
2-år minus und. inflation	3,3	3,8	1,4	0,1	2,9	3,6	1,8	0,6	4,0	3,5	1,6	0,9
5-år minus långsikt. inflation	3,4	3,6	2,1	1,4	3,7	3,4	2,7	2,2	4,2	3,2	2,7	2,4
10-år minus långsikt. inflation	3,6	3,5	2,6	2,0	4,3	3,6	3,2	3,0	4,7	3,3	3,1	2,9
Bostadsobl. (5-7 år) minus långsikt. infl.	4,1	4,7	3,1	2,6	3,36	4,21	3,74	3,58	3,6	4,0	3,3	3,4
För.obl. (5-7 år) minus PPI	5,0	3,4	2,6	5,4	3,90	0,01	1,48	3,70	5,0	2,2	3,2	4,2
M1 å/å	-0,6	0,2	2,1	5,6	7,9	7,8	3,2	5,3	4,7	6,5	5,6	7,2
M3 å/å	8,0	9,3	11,4	13,0	5,0	4,8	5,1	7,4	4,9	6,2	1,7	4,9
Växelkurs												
å/å	2,4	4,2	7,0	2,5	-3,0	-9,4	0,1	5,4	0,4	0,2	-8,7	-8,9
Börsutveckling												
å/å	20,1	10,5	-18,2	-23,5	23,8	32,3	-20,3	-35,6	27,2	48,7	-30,5	-33,3

Anm. Senast avser utfall för oktober. För euroområdet har statsobligationer från Tyskland, Frankrike, Italien och Spanien vägts samman med vikter för BNP. Den underliggande inflationen mäts här som KPI exklusive mat- och energipriser för USA och euroområdet samt UND1X för Sverige. För USA har antagits att den långsiktiga inflationen uppgår till 2,5 procent, för euroområdet 1,75 procent och 2 procent för Sverige. Vid jämförelse av bostadsobligation används Lehman Brothers index för USA, en tysk s.k. pfandbriefe för euroområdet och Handelsbankens bostadsobligationsindex för Sverige. Jämförelser för företagsobligationer baseras på Lehman Brothers index för företagsobligationer för USA, Lehman Brothers index för euroområdet och Handelsbankens index för Sverige. Växelkursen mäts med Bank of England:s index för den effektiva växelkursen. Vid jämförelser av penningmängdstillväxten används M0 för Sverige. Borsjämförelse baseras på Wilshire 5000, DAX samt OMX.

bakgrund, väljer de flesta centralbanker idag att inte publicera monetära index.⁴

I tabell R2 görs en grov jämförelse mellan några viktiga indikatorer för de finansiella och monetära förhållanden i USA, euroområdet och Sverige. Dessa variabler ger en fingervisning om hur expansiva de monetära och finansiella förhållandena är.

Som framgår av tabellen är realräntorna på statsobligationer lägre i USA än i Sverige och euroområdet. Ur ett historiskt perspektiv är det rimligt att hävda att realräntorna har en expansiv effekt på efterfrågan i alla tre regionerna och detta gäller särskilt de korta realräntorna.

Utvecklingen av monetära aggregat kan tyda på att penningpolitiken är mer expansiv i USA än i Sverige och Europa, vilket överensstämmer med ränteskillnaderna. Växelkursen kan anses vara åtstramande i USA, medan den svaga euron sannolikt ger en viss stimulans till euroområdet. Den senaste tidens appreciering av euron innebär dock att effekten är avklingande. Den svaga kronan innebär en tydlig skillnad i de monetära och finansiella förhållandena mellan Sverige, USA och

4 King, M., "Monetary policy and the exchange rate", *Bank of England Quarterly Bulletin*, maj 1997, 225—227, Stevens, G., R., "Pitfalls in the use of monetary condition indexes" *Reserve Bank of Australia Bulletin*, augusti, 1998, 34-43.

Euroområdet. I förhållande till beräkningar av den reala jämviktskursen är kronan påtagligt svagare än i första hand dollarn.

Börsutvecklingen i Sverige har det senaste året varit svagare än i USA och Europa. Till viss del motverkas denna effekt av att aktiepriserna i ett längre perspektiv ökat snabbare i euroområdet och Sverige än i USA.⁵

FINANSPOLITIKEN

Finanspolitiken påverkar ekonomin och inflationen genom en rad olika kanaler. Diskretionära – dvs. aktiva – finanspolitiska förändringar kan påverka prisnivån både *direkt* och *indirekt*. En förändring av direkta skatter, såsom olika inkomstskatter, offentlig konsumtion eller investeringar påverkar inflationen indirekt via effekter på efterfrågeutvecklingen, medan exempelvis förändringar av varu- och tjänsteskatte eller prisregleringar ger ett direkt genomslag på prisnivån. Offentliga investeringar i infrastruktur, utbildning, forskning- och utveckling och vissa skattereformer har dock – åtminstone på längre sikt – normalt sett en positiv inverkan på ekonomins långsiktiga produktionsförmåga.

Vid sidan om analysen av finanspolitikens direkta och indirekta effekter på prisnivå och inflation är det viktigt att också göra en bedömning av de offentliga finansernas konjunkturkänslighet. Ett skattesystem med progressiva inslag i kombination med inkomstrelaterade transfereringar förstärker de automatiskt stabiliserande effekterna på den ekonomiska aktiviteten även i frånvaro av en aktiv stabiliseringspolitik.

Det är viktigt att skilja på mått som anger riktningen på den diskretionära finanspolitiken (eng. *fiscal stance*) och mått som anger dess effekt på ekonomin (eng. *fiscal impulse*). Vanligtvis brukar ett konjunkturrensat mått på budgetsaldot – det så kallade strukturella budgetsaldot – användas för att få ett mått på inriktningen av finanspolitiken. Om det strukturella saldot sjunker över tiden, indikerar det att finanspolitiken förs i en mer expansiv riktning.⁶

5 Bristen på jämförbar statistik över utvecklingen av fastighetspriserna gör det svårt att tolka skillnader i förmögenhetsutvecklingen.

6 Det bör påpekas att det strukturella saldouträkningen kan beräknas med flera olika metoder och att resultaten därför kan skilja sig avsevärt åt mellan de olika metoderna. Betydelsen av detta problem är dock mindre vid en analys av förändringen i det strukturella budgetsaldot.

Tabell R3. Strukturell budgetbalans i Sverige, Euroområdet och USA.

Procent av BNP

	2001	2002	2003	Förändring 2001-2003
Sverige	4,4	2,8	1,9	-2,5
USA	0,7	-0,5	-0,2	-0,9
Euroområdet	-0,9	-0,6	-0,5	+0,4

Anm. OECD:s beräkning för Sverige 2003 har justerats för ett ytterligare steg i inkomstskattereformen.

Källor: OECD och Riksbanken.

Tabell R3 visar att finanspolitiken förs i en betydligt mer expansiv riktning i Sverige jämfört med USA och ett genomsnitt för euroområdet. Den relativt expansiva finanspolitiken i Sverige gentemot genomsnittet för euroområdet och USA skall ses mot bakgrund bl.a. av att Sverige har haft överskott i de offentliga finanserna de senaste åren. Flera stora EU-länder, såsom Tyskland och Frankrike, har svaga offentliga finanser, vilket innebär att utrymmet för finanspolitiska lättnader är begränsat.

Förändringen av det strukturella saldot ger en bild av riktningen och storleksordningen på finanspolitiken, men säger mindre om vilka effekter förändringen kan förväntas ha på inflationen. Försämringen av det strukturella sparandet indikerar att finanspolitiken har förskjutits i expansiv riktning på senare tid. Trots detta uppvisar den offentliga sektorn ett överskott i det finansiella sparandet.

Det finns även en rad andra faktorer som påverkar effekten av den förda finanspolitiken. En lika stor försämring av det strukturella sparandet i två länder kan få olika stora effekter på ekonomin beroende på bl.a. skillnader i finanspolitikens sammansättning, hushållens förväntningar och storleken på de automatiska stabilisatorerna.

Stora delar av de finanspolitiska lättnaderna i Sverige under prognosperioden påverkar hushållens disponibla inkomster (se tabell R4). I vilken utsträckning detta påverkar den privata konsumtionen beror bl.a. på vilka hushållskategorier som påverkas av stimulansen. Om skattesänkningen riktas till låginkomsttagare, som ofta antas konsumera en större andel av sina inkomster, blir effekten på den totala efterfrågan och prisnivån större än om skattesänkningen riktas till höginkomsttagare som antas spara mer. Inkomstskattesänkningarna i Sverige är i huvudsak en kompensation för egenavgiften till pensionssystemet, vilket innebär att inkomstskattesänkningen riktas till alla hushåll som betalar allmän pensionsavgift.⁷

7 Då den marginella konsumtionsbenägenheten – dvs. den konsumtionsökning en inkomstökning ger upphov till – är mindre på kort än på lång sikt, kan skattesänkningarna också förväntas få olika stor effekt över tiden. Den marginella konsumtionsbenägenheten bör också vara något mindre vid en övåntad än vid en förväntad permanent inkomstförändring.

Tabell R4. Finansiellt sparande i offentlig sektor i Sverige.

Förändring i procent av BNP

	2000	2001	2002	2003
Finansiellt sparande	2,5	-0,2	-2,4	-0,1
Bidrag från				
Diskretionär politik	-1,4	-1,7	-1,7	-1,2
Därav				
Direkt effekt på hushållens disponibla inkomster	-0,7	-1,2	-1,4	-0,9
Automatiska stabilisatorer	0,9	-0,7	-0,3	0,2

Anm. Periodiseringseffekter av skatter m.m., särredovisas inte. Storleken på de automatiska stabilisatorerna har erhållits genom att multiplicera budgetelasticiteten (som antas uppgå till 0,75) med förändringen i outputgapet. Eftersom denna tabell är baserad på delvis andra källor än tabell R3, kan resultaten avvika något från varandra på grund av olika underliggande antaganden.

Källor: Finansdepartementet och Riksbanken.

En faktor som i USA talar för en mer begränsad effekt på den privata konsumtionen av skattelättnaderna är att sparandet initialt är mycket lågt, vilket knappast är långsiktigt hållbart. Det är därför rimligt att anta att sparkvoten kommer att öka de närmaste åren, vilket i viss utsträckning kommer att motverka finanspolitikens genomslag. Även om sparkvoten förväntas stiga också i Sverige, är det rimligt att anta att den relativt större sparandeobalansen i USA har en mer återhållande effekt på finanspolitikens genomslag.

Hushållens förväntningar om huruvida skattesänkningarna kommer att vara bestående eller inte har också betydelse för effekten på den privata konsumtionen. Även om nivån på det strukturella saldodet skall tolkas med stor försiktighet, indikerar den att skattesänkningarna i USA och Sverige är hållbara på sikt och därför kan de förväntas få en mer permanent höjande effekt på den privata konsumtionen.

En svårighet när det gäller att bedöma genomslaget från finanspolitiken på efterfrågan är att avgöra i vilka utsträckning hushållen redan anpassat sin konsumtion till det förväntade framtida skatteuttaget. De senaste åren har den offentliga sektorns finansiella sparande i såväl USA som Sverige förbättrats. Detta kan ha varit en viktig drivkraft till att det privata sparandet i både USA och Sverige har minskat. I den mån hushållen redan anpassat sin konsumtion, reduceras genomslaget för de skattesänkningar som nu genomförs. I USA har det aviserats att ytterligare skatteförändringar kommer att genomföras under det närmaste decenniet, vilket kan förstärka det kortsiktiga genomslaget på konsumtionen.

De automatiska stabilisatorerna kan i nuvarande konjunkturavmattning också bidra till att konsumtions-efterfrågan hålls uppe. Budgetelasticiteten – som anger hur budgetsaldot uttryckt som andel av BNP förbättras (försämras) då BNP ökar (minskar) med en procent vid

en oförändrad finanspolitik – fångar upp effekten av de automatiska stabilisatorerna.⁸ Ju större budgetelasticiteten är, ju större är i princip effekten av de automatiska stabilisatorerna. Budgetelasticiteten brukar uppskattas till 0,75 för Sverige. Tabell R4 visar storleksordningen på de automatiska stabilisatorerna i Sverige. Under åren 2001-2002 förväntas de automatiska stabilisatorerna och den diskretionära finanspolitiken gå hand i hand. Under 2003 då resursutnyttjandet förväntas öka igen, kommer de automatiska stabilisatorerna verka något återhållande.

För USA har OECD uppskattat budgetelasticiteten till 0,25. De automatiska stabilisatorernas dämpande effekt på konjunktursvängningar kan således förväntas vara betydligt högre i Sverige än i USA.

SAMMANFATTNING

Att jämföra effekterna av den ekonomiska politiken i olika länder är förknippat med stora svårigheter. Det är därför viktigt att betona att slutsatserna i denna fördjupningsruta skall tolkas med försiktighet.

Effekterna på efterfrågan och prisnivån av de monetära och finansiella förhållandena förefaller vara något mer expansiva i Sverige än i USA eller euroområdet. Visserligen är realräntorna lägre i USA, men samtidigt är växelkursen avsevärt svagare i Sverige. Att nedgången av aktiepriser varit större i Sverige än i USA under det senaste året bedöms inte fullt ut uppväga denna skillnad.

Finanspolitiken bedöms vara mer expansiv i Sverige än i USA och euroområdet. Stora delar av de finanspolitiska lättnaderna i Sverige och USA under prognosperioden påverkar hushållens disponibla inkomster. Eftersom sparandeobalanserna inte är lika betydande i Sverige som i USA, skattesänkningarna är inriktade på låg- och medelinkomsttagare och trovärdigheten för den långsiktiga uthålligheten i statsfinanserna är god, finns det anledning att förvänta sig att den förändrade finanspolitiken bidrar till en förhållandevis god efterfrågeutveckling de närmaste åren i Sverige.

8 Budgetelasticiteten skall tolkas med stor försiktighet – dels för att de empiriska skattningarna är förknippade med betydande osäkerhet, dels för att elasticiteten inte beaktar orsaken till BNP-förändringen. Eftersom exporten i Sverige är lågt beskattad bör en exportledd konjunkturavmattning påverka de offentliga finanserna i mindre utsträckning än en konjunkturavmattning ledd av en nedgång i den inhemska efterfrågan. ECB har nyligen presenterat en metod för att beräkna strukturella budgetsaldon som i viss utsträckning tar hänsyn till detta problem (ECB Working Paper No. 77, "Cyclically adjusted budget balances: An alternative approach").

Inflationens bestämningsfaktorer

I detta kapitel redovisas den mest sannolika utvecklingen för inflationens bestämningsfaktorer under de kommande två åren. Inledningsvis diskuteras den internationella utvecklingen. Detta följs av en genomgång av växelkurser och räntor. Slutligen diskuteras utvecklingen i svensk ekonomi.

Internationell konjunktur och inflation

I likhet med föregående inflationsrapport bedöms den ekonomiska aktiviteten i OECD-området förbli svag under resten av innevarande år bl.a. till följd av en synkroniserad avmattning. Företagens vinstutsikter har försämrats och aktiekurserna har fallit, vilket försämrat investerings- och konsumtionsviljan. Terrordåden i USA har bidragit till att ytterligare förstärka avmattningen i OECD-området och ökat ovissheten om den framtida utvecklingen.

Efter terrordåden i USA har den globala avmattningen fördjupats ytterligare.

Prissättningen på de internationella finansiella marknaderna tyder på att osäkerheten om framtiden är stor. De internationella aktiekurserna präglas av stora svängningar, men har stigit sedan föregående rapport. Även de långa räntorna har börjat vända uppåt efter att ha fallit sedan i somras. Euron har försvagats marginellt mot dollarn den senaste månaden (se diagram 4, 5 och 6).

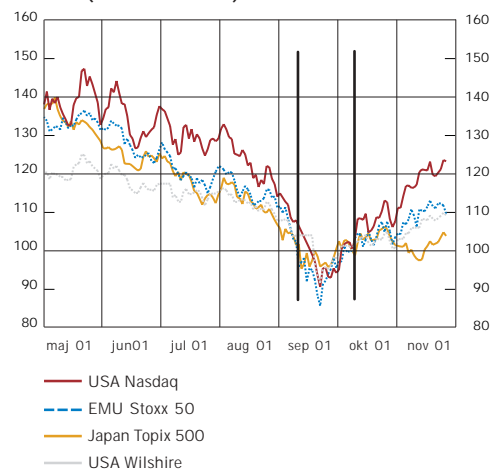
Den pågående globala avmattningen bekräftas av nyinkommen statistik. De omedelbara effekterna av terrordåden, när det gäller produktions- och konsumtionsbortfall, har emellertid hittills varit mindre i USA än väntat. Såväl hushåll som företag har dock blivit avsevärt mer pessimistiska i flertalet OECD-länder (se diagram 7).

Den försämrade framtidstron väntas tillsammans med stigande arbetslöshet bidra till att den privata konsumtionen försvagas under de kommande månaderna (se diagram 8 och 9).

Jämfört med föregående inflationsrapport bedöms således tillväxten i OECD-området bli svagare mot slutet av innevarande år än beräknat. Detta medför att tillväxten även nästa år blir lägre, vilket sammanhänger med att nedrevideringen av tillväxten i slutet av detta år beräkningsmässigt får ett stort genomslag även på nästa års tillväxt.

Den expansiva ekonomiska politiken i flera OECD-länder väntas emellertid bidra till en återhämtning i såväl USA som euroområdet under andra halvåret 2002 och under 2003, givet

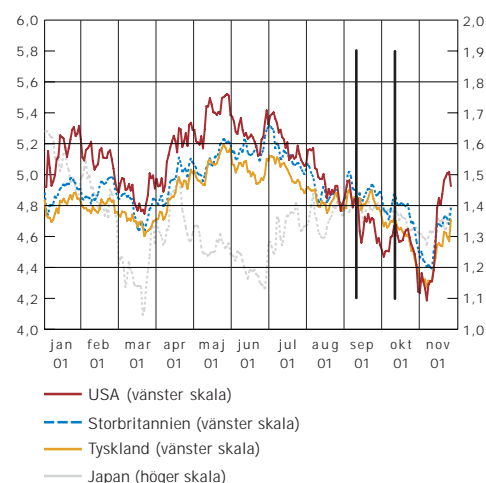
Diagram 4. Den internationella börsutvecklingen. Index (2001-10-09=100)



Anm. De vertikala linjerna avser stoppdatum för föregående inflationsrapport och terrordåden i USA.

Källa: Hanson och Partners AB.

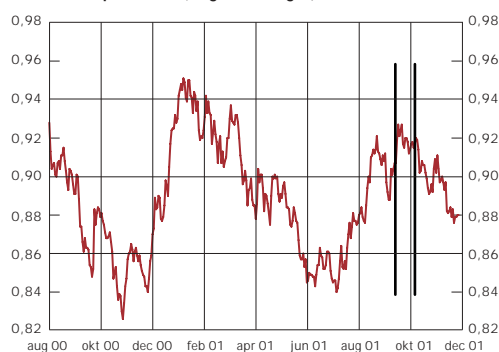
Diagram 5. Internationella långräntor. Procent



Anm. De vertikala linjerna avser stoppdatum för föregående inflationsrapport och terrordåden i USA.

Källa: Riksbanken.

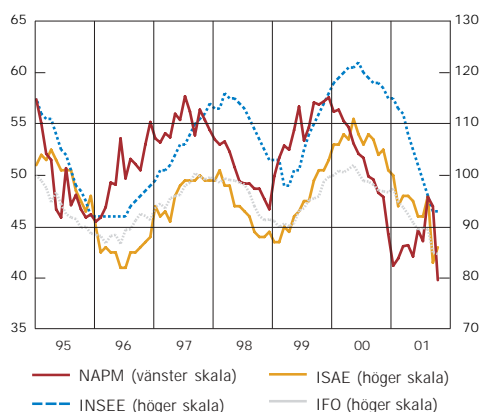
Diagram 6. Växelkursutveckling USD/EUR.
Dollars per euro (dagsnoteringar)



Anm. De vertikala linjerna avser stoppdatum för föregående inflationsrapport och terrordåden i USA.

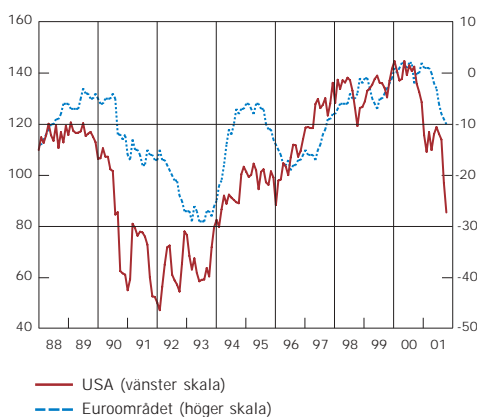
Källa: Hanson och Partners AB.

Diagram 7. Företagsförtroende i USA, Tyskland, Frankrike och Italien.
Index



Källor: ISAE National Institute of Economic Research, IFO National Institute of Research, National Association of Purchasing Managers och INSEE.

Diagram 8. Konsumentförtroende i USA och euroområdet.
Index



Källor: The Conference Board och EU-kommissionen.

att den globala politiska och säkerhetspolitiska utvecklingen inte förvärras. Mot bakgrund av den tydliga konjunkturavmattningen, särskilt på ett antal för Sverige viktiga exportmarknader, som USA, Tyskland och Norden, har förutsättningarna för svensk export försämrats.

Den svagare efterfrågan i omvärlden har även medfört att inflationen har dämpats sedan föregående rapport (se tabell 2). Inflationsförväntningarna tyder på ett fortsatt lågt inflationstryck i OECD-området under 2002.

Sammantaget innebär detta att den svenska exportmarknaden liksom internationella exportpriser förutses utvecklas förhållandevis svagt under det närmaste året.

Tabell 2. Internationella förutsättningar.
Årlig procentuell förändring

	BNP				KPI			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
USA	4,1	1,0 (1,0)	0,6 (1,5)	3,5 (3,1)	3,4	3,0 (3,0)	1,7 (2,0)	2,0 (2,2)
Japan	1,5	-0,9 (-1,2)	-0,9 (-0,4)	1,2 (1,6)	-0,7	-0,8 (-0,8)	-0,7 (-0,2)	0,5 (0,5)
Tyskland	3,0	0,7 (0,9)	1,1 (1,8)	2,3 (2,3)	2,1	2,6 (2,6)	1,2 (1,3)	1,4 (1,6)
Frankrike	3,4	1,8 (1,9)	1,6 (2,0)	2,5 (2,5)	1,8	1,7 (1,7)	1,3 (1,4)	1,6 (1,7)
Storbritannien	2,9	2,2 (1,9)	2,1 (2,3)	2,5 (2,5)	2,1	2,2 (2,2)	2,3 (2,3)	2,4 (2,4)
Italien	2,9	1,8 (1,8)	1,4 (2,0)	2,5 (2,5)	2,6	2,7 (2,7)	1,8 (1,8)	1,9 (2,0)
Danmark	3,2	1,2 (1,4)	1,7 (1,9)	2,2 (2,2)	2,7	2,3 (2,3)	1,9 (1,9)	2,1 (2,1)
Finland	5,7	0,8 (1,8)	2,0 (2,5)	2,7 (2,7)	3,0	2,7 (2,7)	1,6 (1,8)	2,0 (2,2)
Norge	2,3	1,2 (1,2)	1,6 (1,6)	1,8 (1,8)	3,1	3,2 (3,2)	2,0 (2,0)	2,5 (2,5)
Euro12	3,4	1,5 (1,6)	1,5 (2,0)	2,6 (2,6)	2,3	2,6 (2,6)	1,5 (1,6)	1,7 (1,9)
TCW-vägt	3,2	1,4 (1,4)	1,4 (1,8)	2,5 (2,5)	2,3	2,5 (2,5)	1,6 (1,7)	1,9 (2,0)
OECD 19	3,4	1,0 (1,0)	0,8 (1,5)	2,8 (2,6)	2,3	2,2 (2,2)	1,3 (1,6)	1,7 (1,8)

	2000	2001	2002	2003	
Exportmarknadstillväxt		10,8	2,6 (3,7)	4,2 (5,4)	7,5 (7,4)
Genomsnittliga exportpriser i nationell valuta (OECD)		1,2	0,5 (0,8)	0,2 (0,5)	0,7 (0,9)
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD per fat Brent Blend)		28,4	24,4 (25,6)	20,0 (23,0)	22,2 (22,2)

Anm. KPI avser RPIX för Storbritannien och HIKP för Tyskland, Frankrike, Italien, Danmark samt Finland. BNP för Norge avser fastlandsekonomin. Prognoser i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Svensk exportmarknadstillväxt avser tillväxt för import av varor för samtliga länder Sverige exporterar till. Prognosen vägs ihop utifrån respektive lands andel av total svensk export av varor 1998-1999.

Källa: Riksbanken.

Den ekonomiska politiken har blivit mer expansiv, vilket förutses stimulera efterfrågan.

Även om nyinkommen statistik tyder på en svagare tillväxt den närmaste tiden finns det goda skäl att tro på en återhämtning i OECD-området under nästa år, främst till följd av en mer expansiv penning- och finanspolitik.

Penningpolitiken har gradvis lättats i större delen av OECD-området. I USA har Federal Reserve sänkt räntan med ytterligare 0,5 procentenheter sedan i oktober till 2,0 procent, vilket är en historiskt låg nivå. Även i reala termer är räntan i dagsläget låg (se diagram 10). Den europeiska och den brittiska centralbanken har också sänkt sina styrräntor med 0,5 procentenheter vardera

till 3,25 respektive 4,0 procent. Ytterligare räntesänkningar kan komma att genomföras. Mot slutet av 2002 och under 2003 väntas emellertid styrräntorna i de stora OECD-länderna åter höjas i takt med att den ekonomiska aktiviteten tar fart.

Effekterna av den penningpolitiska stimulansen är osäkra i främst USA.

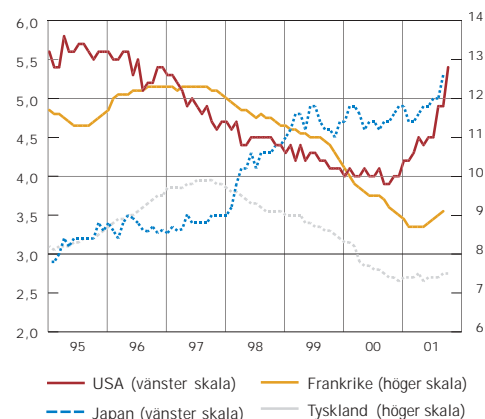
Det finns emellertid faktorer som kan begränsa och motverka effekterna av de styrräntesänkningar som genomförts i USA. Den fortsatta starka dollarkursen och det senaste årets nedgång av aktiepriserna verkar återhållande. Att ränteskillnader mellan å ena sidan statsobligationer och å andra sidan företags- och bostadsobligationer har ökat kraftigt de senaste åren har en liknande effekt. När det gäller realräntan för investeringar i näringslivet tillkommer dessutom att producentpriserna, såväl när det gäller den faktiska utvecklingen som för förväntningarna om framtiden, har fallit. Det kan göra att en realräntejämförelse baserad enbart på konsumentpriser kan vara missvisande.

Det finns också vissa argument för att ränteelasticiteten för både hushåll och företag skulle vara lägre än normalt. Om det p.g.a. överinvesteringar föreligger en betydande och allmänt spridd överkapacitet kan det, låga realräntor till trots, dämpa investeringsviljan. Överkapaciteten är dock främst märkbar inom sektorn för informations- och kommunikationsteknologi (IKT), som utgör en mindre del av näringslivet i USA. Den relativt sett höga avskrivningstakten på IKT-varor bidrar också till att eventuella överinvesteringar i den sektorn bör vara avskrivna under loppet av nästa år. Däremot kan det låga hushållsparandet verka återhållande på genomslaget för räntesänkningarna.

Sammantaget bedöms räntesänkningarna verka efterfrågestimulerande i USA även om genomslaget kan bli något fördröjt. En indikation på att politiken har effekter är att utlåningen till allmänheten och olika penningmängdsaggregat ökar i snabb takt.

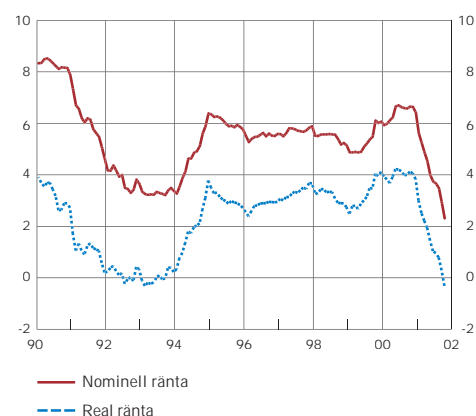
Även finanspolitiken har lättats betydligt i USA genom såväl skattesänkningar som särskilda åtgärds paket till följd av terror-dåden. Dessutom kommer sannolikt beslut att fattas om ytterligare lättnader riktade till hushåll och företag och tidigareläggande av redan beslutade skattesänkningar. Genomförs de skattelättnader som avser företag kommer det påverka investeringsviljan positivt. En betydande del av lättnaderna riktas dock till hushåll med förhållandevis hög konsumtionsbenägenhet, vilket bedöms medföra att konsumtionen också kan öka framöver. Samtidigt väntas emellertid hushållsparandet stiga. Det ökade sparandet ska ses mot bakgrund av ett i dagsläget historiskt lågt sparande och en försämrad framtidstro. Konsumtionsviljan väntas därför vara relativt återhållen under den närmaste tiden, vilket bidrar till en svag importefterfrågan och en förbättring av bytesbalansen. Denna utveckling bedöms således leda till att de amerikanska

Diagram 9. Arbetslöshet i USA, Japan, Tyskland och Frankrike. Procent



Källor: Bureau of Labor Statistics, Management and Coordination Agency, Federal Labour Office och National Employment Agency.

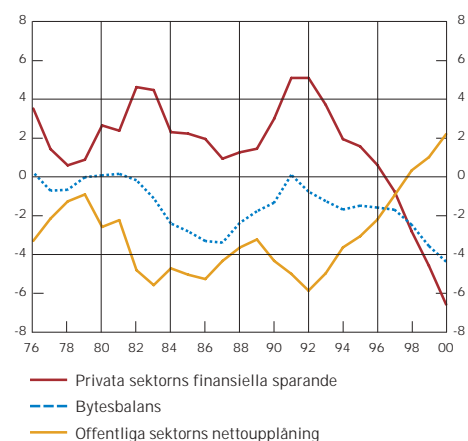
Diagram 10. Tre månaders nominell och real ränta i USA. Procent



Anm. Real ränta beräknad som tre månaders ränta deflaterad med underliggande inflation, där underliggande inflation utgörs av KPI exklusive mat och energi.

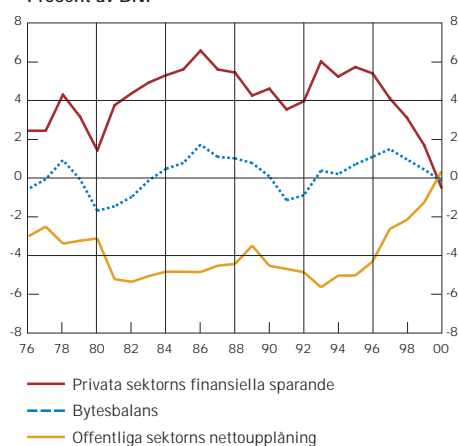
Källa: Riksbanken.

Diagram 11. Sparande i USA. Procent av BNP



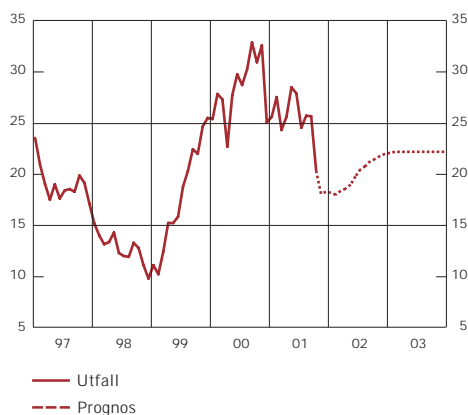
Källa: OECD.

Diagram 12. Sparande i euroområdet.
Procent av BNP



Källa: OECD.

Diagram 13. Råoljeprisprognos (Brent).
USD/fat



Anm. Prognos fr.o.m. november 2001.

Källor: IPE och Riksbanken.

sparandeobalanserna minskar (se diagram 11). I huvudscenariot väntas den privata sektorns sparande öka från -6 procent av BNP 2000 till knappt -3 procent av BNP 2003.

Lageravvecklingen bedöms snart vara avslutad och en lageruppbyggnad väntas också understödja en återhämtning i tillväxten under nästa år. Tecken på detta är bl.a. att lagerkvoten inom tillverkningsindustrin, dvs. lagerhållning i förhållande till försäljning, börjat vika ned efter att ha stigit sedan andra halvåret 2000.

Sparandeobalanser är ett mindre problem i euroområdet.

I euroområdet begränsas det finanspolitiska utrymmet av att flera av de stora länderna under de senaste åren trots god tillväxt, inte vidtagit tillräckliga åtgärder för att förstärka den offentliga sektorns finansiella sparande. Någon ytterligare stimulans utöver redan planerade skattesänkningar och de bidrag som ges av automatiska stabilisatorer förutses därför inte. Samtidigt bör penningpolitiken få ett större genomslag eftersom behovet av ökat sparande är lägre för de europeiska hushållen än vad det är för de amerikanska (se diagram 12). Antagligen är inte heller behovet av att anpassa kapitalstocken lika stort.

Sedan föregående inflationsrapport har korta realräntor sjunkit, dock inte till motsvarande låga nivåer som i USA, europeiska börsindexen stigit, euron försvagats och långräntorna fallit marginellt, vilket tyder på mer expansiva finansiella förhållanden. Det finns därför goda förutsättningar för en återhämtning i de europeiska ekonomierna under andra halvåret nästa år.

Produktionsfall och deflation i Japan.

I Japan väntas BNP minska med ca en procent både i år och nästa år, samtidigt som konsumentpriserna faller. Ett finanspolitiskt åtgärds paket har nyligen presenterats med bl.a. satsningar på nya arbetstillfällen inom den offentliga sektorn. Effekterna är dock svårbedömda. Osäkerhet råder också om penningpolitikens effektivitet, bl.a. därför att ett tydligt ankare för inflationsförväntningarna saknas.

Olje- och råvarupriser väntas förbli låga, vilket bidrar till fortsatt låg inflation.

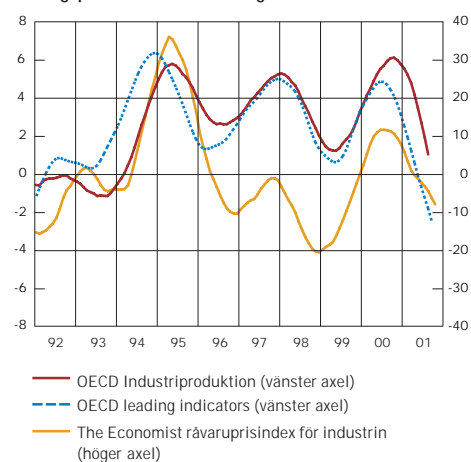
Sedan föregående inflationsrapport har oljepriset fallit till sin lägsta nivå på över två år men har därefter återhämtat sig något och ligger nu kring 19 dollar per fat. Det försämrade konjunkturläget gör att oljeprisprognosen revideras ned för både 2001 och 2002 (se diagram 13 och tabell 2). På kort sikt finns det en risk för att oljepriset faller ännu mer än prognostiserat. Samtidigt reagerar oljepriset vanligtvis snabbt på förändringar i efterfrågeläget och stiger därför ofta tidigt i konjunkturcykeln. Det kan följdaktligen förväntas vända upp under andra halvåret nästa år. Prisuppgången

dämpas dock till viss del av ett ökat utbud från oljeproducenter utanför OPEC.

Priserna på övriga råvaror föll mer än väntat i oktober. I november har dock råvarupriserna stigit till följd av produktionsminskningar men prisuppgången bedöms som tillfällig. Råvarupriserna följer väl industriproduktionens utveckling och en svagare global industriproduktion än vad som tidigare antagits medför att även råvaruprisprognosen revideras ned något (se diagram 14).

Det lägre resursutnyttjandet inom OECD-området under de kommande två åren liksom lägre råvarupriser medför dessutom en lägre ökningstakt av de internationella exportpriserna under prognosperioden. Priserna väntas dock stiga något under slutet av perioden och uppgången i oljepriset från låga nivåer är en orsak till att den importerade inflationen 2003 bedöms bli något högre än i föregående inflationsrapport.

Diagram 14. Industriproduktion och ledande indikator i OECD samt råvaruprisindex. Årlig procentuell förändring



Anm. Säsongsrensad 12-månaders glidande medelvärde.

Källor: OECD och The Economist.

INFÖRANDET AV SEDLAR OCH MYNT I EUROOMRÅDET

INLEDNING

Den 1 januari 2002 kommer de tolv euroländerna fysiskt att få en gemensam valuta i en historiskt unik valutaövergång. 15 miljarder eurosedlar och 50 miljarder euromynt skall ersätta de nationella sedlarna och mynten som lagligt betalningsmedel.

Den förestående övergången till euro även som fysiskt betalningsmedel har rest frågor kring vilka effekter detta kan få framförallt på inflationen i euroområdet. Denna ruta syftar främst till att diskutera om införandet av nya sedlar och mynt i euroområdet kommer att påverka inflationsutvecklingen och i så fall hur. Detta är av intresse för Sverige då knappt 50 procent av Sveriges totala import kommer från och 40 procent av den totala exporten går till euroområdet.

Redan inledningsvis finns det skäl att notera att det engångskift i prisnivå som utbytet skulle kunna leda till enbart kommer att ge en inflationsimpuls under en begränsad period. Så länge inte inflationsförväntningarna påverkas av utbytet är eventuella effekter mindre viktiga ur ett penningpolitiskt perspektiv.

KORTSIKTIGA EFFEKTER PÅ PRISNIVÅN

En hypotes som förts fram är att utbytet av sedlar och mynt i euroområdet kommer att leda till en ökad inflationsrisk till följd av att prissättare tar tillfället i akt att avrunda de nya "europriserna" uppåt.

Det finns faktorer som talar för ett visst pristryck uppåt till följd av införandet av eurosedlar och -mynt. Eftersom kostnader relaterade till förberedelser och genomförande av prisförändringar, s.k. *menykostnader*, är betydande, justeras priserna sällan.⁹ Exempelvis ändrar cirka 40 procent av de holländska detaljhandlarna sina priser endast en gång per år, vilket även gäller för svenska företag, och tio procent än mer sällan. Höga menykostnader skulle kunna innebära att företagen "passar på" att justera sina priser i samband med införandet av de nya sedlarna och mynten eftersom kostnaderna för ommärkning av priserna ändå kommer att finnas där.

Vidare är det vanligt att prissätta varor efter s.k.

9 Detta gäller för Nederländerna, se "Risk of substantial price increases due to euro conversion seems limited", De Nederlandsche Bank, juni 2001. För Sverige se rutan "Enkätstudie över svenska företags prissättningsbeteende" i Inflationsrapport 2001:3.

psykologiska nivåer såsom t.ex. SEK 3,99 istället för SEK 4,00. Ett antal studier visar att en sänkning av priset från t.ex. SEK 4,00 till SEK 3,99 skulle ha en avsevärt mer stimulerande effekt på efterfrågan än en prissänkning från SEK 3,99 till SEK 3,98. Övergången till euro även som fysiskt betalningsmedel innebär att en anpassning av priserna till nya psykologiska nivåer måste ske uppåt eller nedåt. Med tanke på menykostnaderna, och beroende på konkurrenssituationen på den aktuella varumarknaden, finns det en risk att företagen tar tillfället i akt att höja priserna för att etablera nya psykologiska nivåer. Enligt en undersökning gjord i Nederländerna angav 30 procent av detaljhandlarna att de hade som avsikt att kombinera utbytet till euro med en prisjustering till attraktiva psykologiska nivåer, medan 43 procent menade att de skulle behålla de gamla prisnivåerna och justera till mer attraktiva nivåer vid ett senare tillfälle.

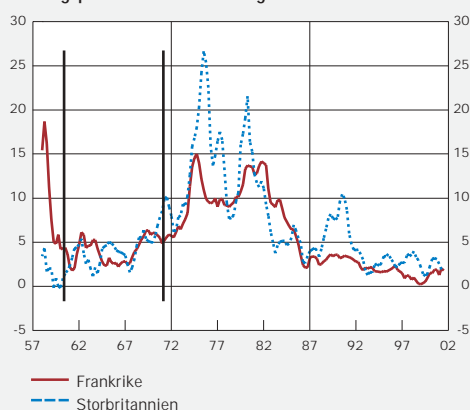
Sammantaget skulle de som "passar på" att höja priserna för att undvika ytterligare menykostnader kunna bidra till en viss effekt på den uppmätta inflationen. Detta innebär dock sannolikt uteblivna prishöjningar vid ett annat tillfälle och således skulle den genomsnittliga inflationen på lite längre sikt troligen inte påverkas påtagligt. Samtidigt är det rimligt att anta att det även kommer att ske vissa prissänkningar till närmaste psykologiska nivå. Detta skulle dock innebära att företagen måste sänka sina vinstmarginaler och/eller sänka sina kostnader.

Konsumenter vet oftast vad en vara bör kosta och baserar sitt köpbeslut på hur det faktiska priset är i relation till detta s.k. *referenspris*. En aspekt som förts fram är att priser i euro kommer att försvåra sådana jämförelser åtminstone till en början. Under tiden skulle det kunna skapa en inflationsimpuls, till följd av felaktiga bedömningar av konsumenterna som leder till att europriiserna verkar mer attraktiva. Det som talar emot detta är att informationen varit utbredd och att dubbelprissättning har varit vanligt förekommande sedan en tid tillbaka.

VAD VISAR EMPIRIN?

I Tyskland, Frankrike, Nederländerna och Finland har det gjorts undersökningar som visar på prishöjningar inför införandet av euron som legalt betalningsmedel. Ett av skälen som anges är avrundning av priserna uppåt till närmaste psykologiska nivå. Historiska exempel av ändrade räkneenheter vid förändringar i valutasystem ger dock inget belegg för en ökad inflation (se diagram R7). I Storbritannien infördes ett nytt decimalsystem

Diagram R7. KPI i Frankrike och Storbritannien.
Årlig procentuell förändring



Källa: IMF.

1971. Trots en tillfällig uppgång i inflationen i samband med förändringen finns inga empiriska belägg för att det var just denna som drev upp priserna. I Frankrike utlöste inte heller övergången till den ”nya francen” 1959 någon uppgång i inflationen. Övergången var dock en åtgärd bland flera för att få ner inflationen och återskapa förtroendet för den femte republiken.

LÅNGSIKTIGA EFFEKTER AV EN VALUTAUNION

Introduktionen av euron som betalningsmedel i euroområdet kommer att underlätta prisjämförelser mellan länder. Prisskillnaderna mellan olika länder inom unionen är i dag ca 16 procent i genomsnitt, vilket till viss del beror på den psykologiska barriär som det innebär att tänka i olika priser. En ökad möjlighet till prisjämförelser kommer att stimulera efterfrågan på importerade varor från det land som har de lägsta priserna. Detta kommer att resultera i en ökad konkurrens och minskade prisskillnader, vilket borde verka prisdämpande. Dessutom torde den gemensamma valutan på lite sikt innebära lägre kostnader för företagen i form av t.ex. lägre transaktionskostnader, förbättrade finansieringsmöjligheter samt enklare redovisnings- och finansiella system och därmed lägre priser för konsumenterna. Ytterligare en vinst som skulle kunna följa en gemensam valuta är en ökad handel och integration. Sammantaget har den fysiska introduktionen av euron, på kort sikt, liten betydelse för inflationsutvecklingen i euroområdet. På längre sikt kan dock betydelsen för den ekonomiska utvecklingen vara större.

Räntor och växelkurs

Svenska långräntor har sjunkit marginellt sedan föregående inflationsrapport. Utvecklingen har i stor utsträckning präglats av vad som hänt på den internationella räntemarknaden, särskilt i det långa segmentet av avkastningskurvan (se diagram 15 och 16). Det är framförallt ytterligare indikationer på försämrade konjunkturutsikter som bidragit till fallet i början av perioden. De senaste veckorna har dock räntorna stigit både i Sverige och omvärlden, främst till följd av att mer positiv statistik publicerats och minskad osäkerhet om bl.a. kriget i Afghanistan. Långräntedifferensen mot Tyskland, som steg i samband med terrordåden i USA, har fallit tillbaka något. Samtidigt indikerar den låga förväntade styrräntedifferensen mellan Sverige och Tyskland på tio års sikt att förtroendet för penningpolitiken är fortsatt gott. Inte heller svenska swap- och bospreadar har förändrats nämnvärt vilket kan tolkas som en indikation på att både svenska banker och hushåll bedöms vara fortsatt kreditvärdiga (se även "Finansiell Stabilitet 2001:2").¹⁰

Något lägre långa räntor och flackare avkastningskurva.

Mot bakgrund av de något försämrade konjunkturutsikterna i Sverige och internationellt väntas de långa räntorna bli marginellt lägre under 2002 jämfört med föregående bedömning. Den 10-åriga statsobligationsräntan bedöms i genomsnitt uppgå till 5,2 procent under 2002 och 5,6 procent under 2003.

Förväntningar om oförändrad reporänta på kort sikt.

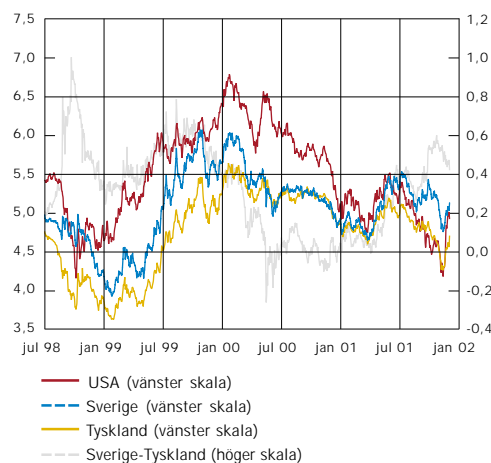
Svenska korträntor har sammantaget stigit marginellt sedan inflationsrapporten, vilket avviker något från den internationella bilden. Orsaken till att korta räntor sjunkit i USA och euroområdet är sannolikt att FED:s och ECB:s sänkningar av styrräntorna i november sedan en tid varit förväntade av marknaden. I Sverige har bland annat stigande inflationsförväntningar bidragit till något högre korta räntor.

Riksbankens beslut att lämna reporäntan oförändrad i mitten av oktober var väntat av marknadsaktörerna (se diagram 17). I samband med indikationerna på försämrade konjunkturutsikter och andra centralbankers styrräntesänkningar skiftade den penningpolitiska förväntningsbilden nedåt under november, vilket är i linje med Prosperas marknadundersökning som utfördes i början av månaden.¹¹ Därefter tycks bland annat mer positiv statistik, penningpolitisk signalering samt indikationer på stigande inflationsförväntningar ha bidragit till att marknadens prissättning enligt de implicita terminräntorna återigen tyder på förväntningar om oförändrad reporänta i december (se vidare avsnittet

¹⁰ Att analysera rörelser i swap- och bospreadar är ett sätt att bedöma förändringar i kreditvärdighet för banker respektive hushåll. En sk. swapspread betecknar räntedifferensen mellan swapräntan - den fasta ränta en motpart, vanligtvis en bank, erhåller när parterna byter t.ex. löptid på räntebärande tillgångar. Bospread avser räntedifferensen mellan en bostadsobligation och en statsobligation med samma löptid.

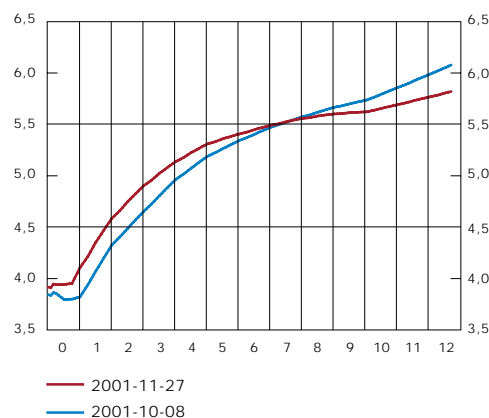
¹¹ Prosperas reporänteenkät utfördes den 7 november.

Diagram 15. 10-årig statsobligationsränta i Sverige, Tyskland och USA samt räntedifferens mellan svensk och tysk 10-årig statsobligation. Dagsnoteringar, procent, procentenheter



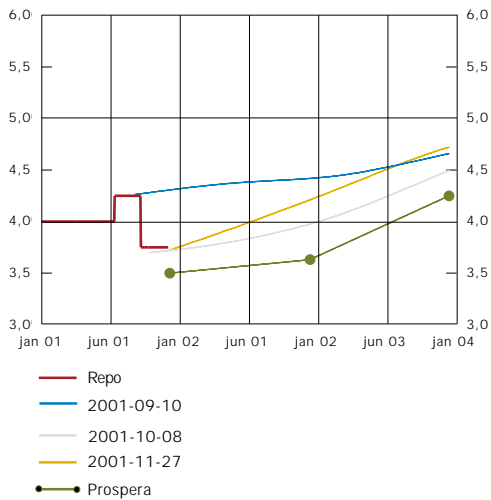
Källa: Riksbanken.

Diagram 16. Svenska avkastningskurvor den 8 oktober och 27 november. Procent



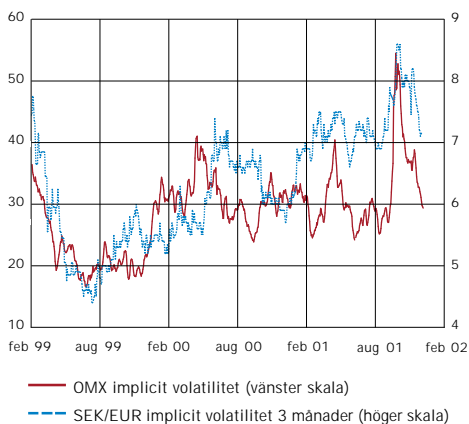
Källor: Datastream och Riksbanken.

Diagram 17. Reporänta, förväntad reporänta enligt implicita terminräntor samt Prosperas enkät.
Dagsnoteringar, procent



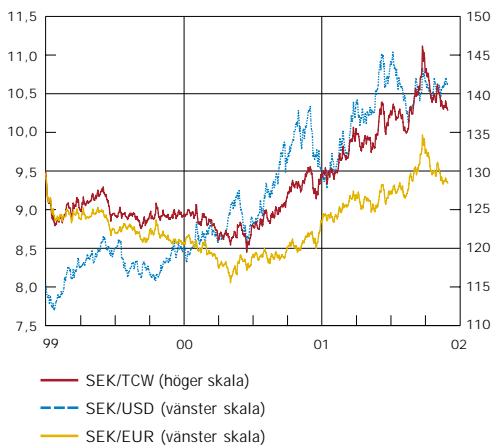
Källor: Prospera Research AB och Riksbanken.

Diagram 18. Implicit volatilitet i OMX-optioner och SEK/EUR.
Procent



Källa: Riksbanken.

Diagram 19. Nominell effektiv TCW-vägd växelkurs, SEK/USD och SEK/EUR.
Dagsnoteringar, index: 18 november 1992=100



Källa: Riksbanken.

”Inflationsförväntningar” och diagram 17). På 12 månaders sikt väntas höjningar med 0,5 procentenheter och därefter indikerar marknadsprissättningen förväntade höjningar till sammantaget 4,75 procent inom 2 år.

Stigande tillväxttakt i M0 och M3.

Den årsvisa tillväxttakten i M0 ökade till 7,3 procent i oktober jämfört med 5,9 procent i september. Uppgången kan sannolikt förklaras av att tillväxten i detaljhandelsomsättningen varit förhållandevis hög. Tillväxttakten i M3 ökade till 4,9 procent på årsbasis, främst beroende på kraftigt ökad företagsinlåning. Tillväxttakten i företagets bankupplåning har däremot sjunkit marginellt. Den senaste tidens utveckling av företagets in- och utlåning i bankerna kan möjligen tolkas som att den likviditetsbrist som eventuellt kan ha uppstått i samband med fallande vinster och sämre finansieringsvillkor på marknaden, har reducerats något. Kreditgivningen till hushållssektorn är fortsatt hög. En bidragande orsak är troligen att aktiviteten och priserna på fastighetsmarknaden fortfarande är höga.

Stabilare börsutveckling.

Trots de försämrade konjunkturutsikterna har börsutvecklingen stabiliserats under perioden, både i Sverige och i omvärlden, exempelvis har OMX-index har stigit med över 11 procent sedan föregående inflationsrapport. Troligen härrör den positiva börsutvecklingen till stor del från minskad riskaversion hos investerare som tycks väga in en ökad sannolikhet för en återhämtning av konjunktoren. Samtidigt verkar också osäkerheten ha fallit tillbaka från de mycket höga nivåer som noterades i samband med terrordåden, vilket t.ex. kan illustreras med att den implicita volatiliteten i OMX-optioner sjunkit (se diagram 18).

Starkare krona.

Kronan har utvecklats starkare än bedömningen i förra inflationsrapporten. Den ökade riskviljan och minskade oron på de finansiella marknaderna har bidragit till att kronan stärkts i likhet med andra valutor som försvagades kraftigt i samband med terrordåden i USA (se diagram 19). Korrelationen mellan OMX-index och kronan tycks vara fortsatt hög och den stabilare börsutvecklingen har sannolikt också varit en bidragande faktor till att kronan stärkts.

Trots den senaste tidens förstärkning bedöms kronan vara undervärderad. En stimulerande ekonomisk politik väntas leda till en återhämtning både i Sverige och utomlands. Tillsammans med fundamentala faktorer som relativ tillväxt, sunda statsfinanser och överskott i bytesbalansen väntas detta bidra till en förstärkning av kronan under prognosperioden. Vid förra inflationsrapporten anpassades växelkursprognosen efter de mycket osäkra förhållandena i samband med terrordåden i USA.

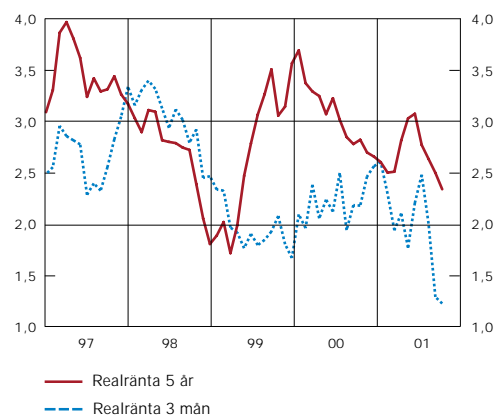
Även om goda skäl talade för att en nivå i närheten av den mer fundamentalt motiverade borde kunna nås, bedömdes det vara tveksamt om det var rimligt att anta en så stor förstärkning under tvåårsperioden som detta skulle förutsätta. Mot bakgrund av det starkare kronutfallet och att osäkerheten på de finansiella marknaderna avtagit något bedöms den handelsvägda växelkursen, TCW-index, nu bli starkare jämfört med föregående prognos. Kronan väntas få stöd av ökande exportintäkter och en stabilare, positiv börsutveckling i takt med att investerarnas riskaversion avtar och förväntningarna om en konjunkturvändning realiseras. Ytterligare en bidragande faktor är den ökade konträntedifferensen mot utlandet. En motverkande faktor kan dock vara fortsatt flödesproblematik i samband med portföljdiversifieringar utomlands. Kronan väntas få stöd av en allmän försvagning av dollarn och pundet, men bedöms också appreciera mot euron. Kronan väntas stärkas till 133,7 SEK/TCW i genomsnitt för 2002 och 127,0 SEK/TCW för 2003.

Fortsatt expansiva förhållanden.

I reala termer tycks den sammantagna effekten på ekonomin av räntor och växelkurs vara i det närmaste oförändrad jämfört med föregående inflationsrapport (se diagram 20). Den stimulerande effekten från den lägre femåriga realräntan motverkas av att den reala växelkursen istället utvecklats i åtstramande riktning. Förhållandena är dock expansiva i ett historiskt perspektiv. Även i en internationell jämförelse bidrar reala räntor och real växelkurs till starkare stimulans av ekonomin i Sverige än i t.ex. euroområdet och USA (se fördjupningsruta "Den ekonomiska politiken och inflationen"). Givet rådande inflationsförväntningar samt nominella prognoser för ränta och växelkurs bedöms de reala förhållandena emellertid stramas åt i takt med att kronan apprecierar och att räntorna börjar stiga i samband med att konjunkturen återhämtar sig.

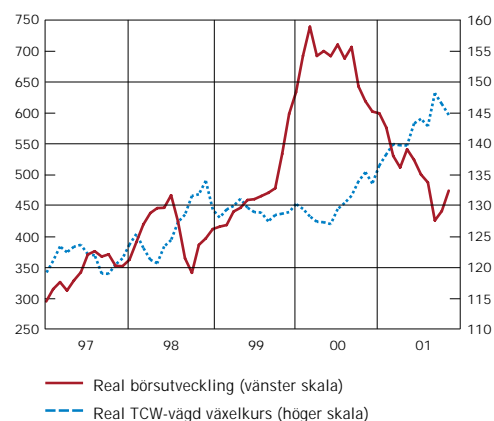
I ett bredare perspektiv, där hänsyn även tas till den reala börsutvecklingen, har stimulansen av ekonomin från de monetära förhållandena under det senaste året motverkats av fallande aktiekurser. Sedan föregående inflationsrapport har dock även den reala börsutvecklingen påverkat ekonomin i expansiv riktning (se diagram 21).

Diagram 20. Realräntor, januari 1997-november 2001. Procent



Källa: Riksbanken.

Diagram 21. Real börsutveckling och real växelkurs, januari 1997-november 2001. Index: 18 november 1992=100



Källor: Datastream och Riksbanken.

Diagram 22. BNP-tillväxt i Sverige sex kvartal före och efter en konjunkturbotten. Årlig procentuell förändring

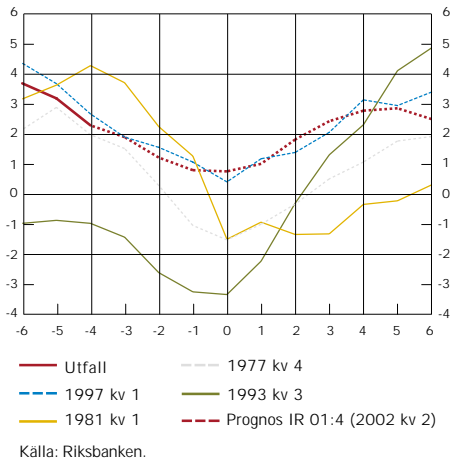


Diagram 23. Exportordergång enligt KI:s barometer. Nettotal

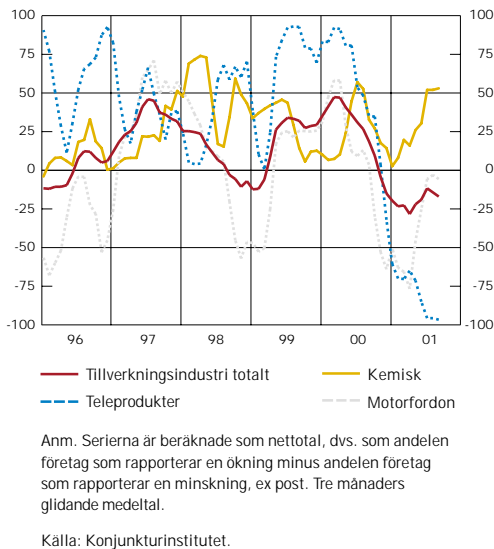
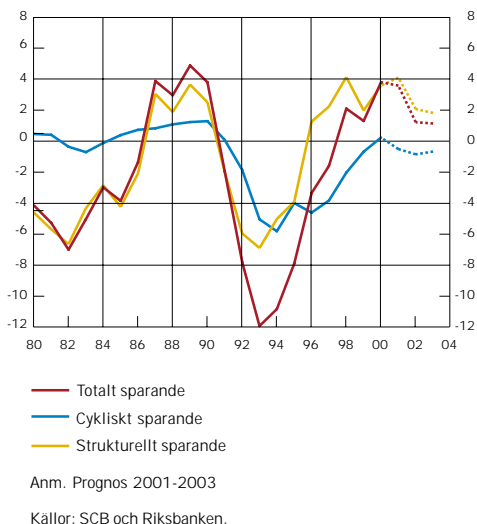


Diagram 24. Den konsoliderade offentliga sektorns finansiella sparande, uppdelat i cykliskt och strukturellt sparande. Procent av BNP



Efterfråge- och utbudsförhållanden i den svenska ekonomin

EN ÖVERSIKTLIG BILD

Efter en inledande period med svag ekonomisk aktivitet, beräknas efterfrågan under prognosperioden vända upp till följd av en förväntad uppgång i världskonjunkturen, en svag krona, låga realräntor, en expansiv finanspolitik och måttligt stigande aktiepriser (se diagram 22).

Den privata konsumtionen väntas ta fart nästa år på grund av en förhållandevis stark ökning av de disponibla inkomsterna bl.a. till följd av sänkta skatter, höjda transfereringar och en trots avmattningen fortsatt hög sysselsättningsnivå. En förväntad ökning av hushållens reala nettoförmögenhet, orsakad av bl.a. något stigande aktiepriser och lägre inflation, bidrar också till konsumtionsuppgången.

Tabell 3. Försörjningsbalans, volymförändring, procent.

	2000	2001	2002	2003
Hushållens konsumtion	4,6	0,8 (0,8)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)
Off. myndigheters kons.	-1,0	0,8 (0,8)	0,9 (0,9)	0,9 (0,9)
Fasta bruttoinvesteringar	5,0	1,7 (3,3)	0,7 (2,7)	4,5 (6,5)
Lagerförändring, bidrag	0,6	-0,3 (-0,3)	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)
Export	10,3	0,3 (1,3)	4,5 (5,9)	6,1 (6,2)
Import	11,5	-1,1 (0,6)	4,0 (5,3)	6,0 (5,9)
BNP	3,6	1,2 (1,3)	1,8 (2,2)	2,4 (2,8)

Anm. Prognos 2001-2003. Bedömning i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

Investeringsutvecklingen förväntas inledningsvis bli svag till följd av efterfrågenedgången och ett minskat resursutnyttjande. I slutet av prognosperioden bidrar dock uppgången i efterfrågan genom den s.k. acceleratoreffekten, fortsatt låga realräntor, högre aktiepriser och utbyggnaden av tredje generationens mobiltelefonnät till att tillväxttakten i investeringarna ökar.

Tillväxtbidraget från utrikeshandeln väntas bli positivt under hela prognosperioden, bl.a. på grund av en svag krona.

Det är värt att notera att den genomsnittliga utvecklingen under ett kalenderår kan vara mycket känslig för den exakta tidpunkten för konjunkturvändningen. Det innebär att en förhållandevis marginell tidsmässig förskjutning kan medföra stora skillnader i helårsutvecklingen. Siffrorna i Tabell 3 måste därför tolkas med viss försiktighet.

DET PROGNOTISERADE KONJUNKTURFÖRLOPPET

Diagram 22 illustrerar Riksbankens prognos över det kvartalsvisa konjunkturförloppet under 2001 till 2003 och hur det förhåller sig till tidigare lågkonjunkturer.

Av diagrammet framgår att den prognostiserade ned- respektive uppgången varken är extremt snabb eller extremt utdragen. Det nu prognostiserade konjunkturförloppet liknar

också konjunkturutvecklingen kring 1997.¹² Det betyder bl.a. att tillväxten i botten av cykeln bedöms vara positiv. Flera faktorer bidrar till detta. En viktig faktor är att den ekonomiska politiken har en stabiliserande verkan inte minst i Sverige men också i omvärlden. De senaste årens återhållna kostnadsutveckling och kronförsvagningen medför dessutom att de konkurrenskraftproblem som präglade kriserna under 1980- och 1990-talet nu inte föreligger. Det talar för att konjunkturedgången blir förhållandevis mild i ett historiskt perspektiv.

EFTERFRÅGAN

Under 2001 bedöms varuexporten minska trots en positiv världsmarknadstillväxt och ett gynnsamt kostnadsläge för svensk industri. Omstruktureringen av teleproduktindustrin och det svaga konjunkturläget för motorfordonsindustrin bedöms vara viktiga orsaker bakom nedgången (se diagram 23).

Svag krona ger uppsving i exportefterfrågan.

Tillväxttakten i exportefterfrågan bedöms öka 2002-2003 till följd av en historiskt sett fortsatt svag krona, stabiliserad exportordergång till fordonsindustrin, stigande världsmarknadstillväxt och ett antagande om att de negativa effekterna av teleproduktionsindustrins omstrukturering ebbar ut.

Den senaste tidens lägre internationella tillväxt, talar dock för en svagare total exportutveckling under innevarande år och nästa år, jämfört med oktoberprognosen (se tabell 3).

Importen bedöms också vända upp under nästa år, bl.a. till följd av en ökad tillväxttakt i privat konsumtion och en ökad efterfrågan på insatsvaror till exportindustrin. En initialt något svagare efterfrågeutveckling förväntas dock leda till att uppgången beräknas bli något långsammare jämfört med vad som antogs i föregående inflationsrapport.

Skattesänkningar bidrar till en expansiv finanspolitik.

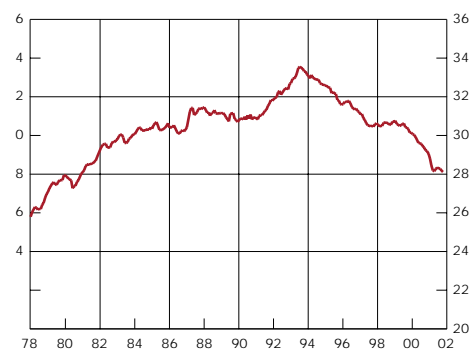
Finanspolitiken har förskjutits i expansiv riktning på senare tid. Överskotten i de offentliga finanserna beräknas minska under prognosperioden till följd av skattesänkningar och utgiftsökningar.¹³

De beslutade skattesänkningarna och utgiftsökningarna innebär att finanspolitiken bidrar till att hålla uppe den totala efterfrågan i ekonomin. Även om finanspolitiken blivit mer expansiv, är den samlade effekten på den totala efterfrågan ändå återhållande

12 Bakom BNP-siffrorna är skillnaderna dock påtagliga. Nedgången 1996 - 1997 var i huvudsak ett resultat av en svag inhemsk efterfrågan medan utvecklingen på exportmarknaderna var stark.

13 Regeringens mål för det offentliga sparandet är att den konsoliderade offentliga sektorns finansiella sparande skall uppgå till 2 procent i genomsnitt under en konjunkturcykel. Detta innebär att perioder med ett finansiellt sparande understigande 2 procent måste balanseras av perioder med ett finansiellt sparande överstigande 2 procent. Vid sidan om det medelfristiga saldomalet sätter regeringen därför också upp årliga saldomal. Det årliga saldomalet har satts till 2 procent för 2002 och 2003. Utgiftstaket är ett mer strikt formulerat mål som begränsar utvecklingen av statens nominella utgifter. Om utgiftstaket riskerar att överskridas är regeringen – enligt Budgetlagen – skyldig att vidta utgiftsminskande åtgärder.

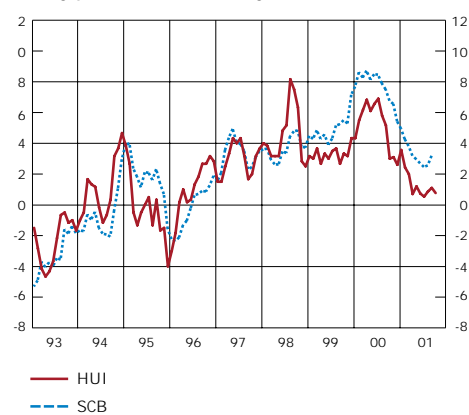
Diagram 25. Andelen kommunalt anställda av samtliga anställda, 1978:01-2001:10.



Anm. Länkad serie från 1987. Tidseriebrott: fr.o.m. år 2001. Säsongsrensade data med tre månaders glidande medelvärde.

Källa: SCB.

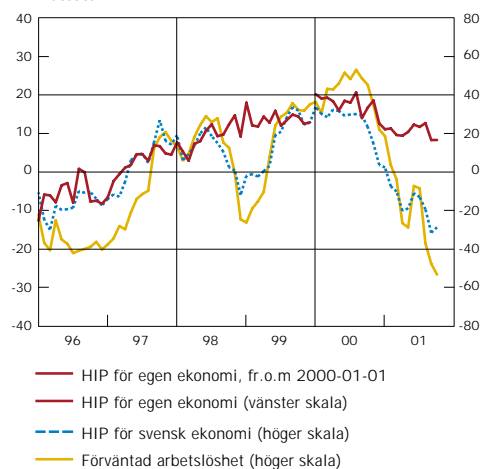
Diagram 26. Detaljhandelsomsättning. Årlig procentuell förändring



Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

Källor: HUI och SCB.

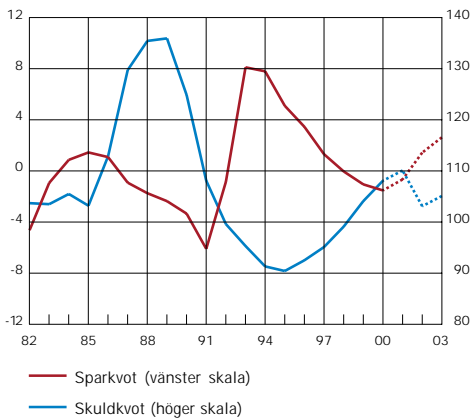
Diagram 27. Hushållens förväntningar på dels den egna ekonomin, dels Sveriges ekonomi, samt förväntad arbetslöshet. Netttotal



Anm. Fr.o.m. januari 2000 har insamlingsförfarandet av hushållens inköpsplaner (HIP) förändrats.

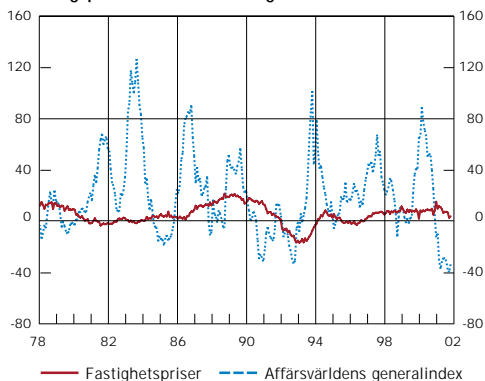
Källa: SCB.

Diagram 28. Hushållens skuldkvot och sparkvot. Procent av disponibel inkomst



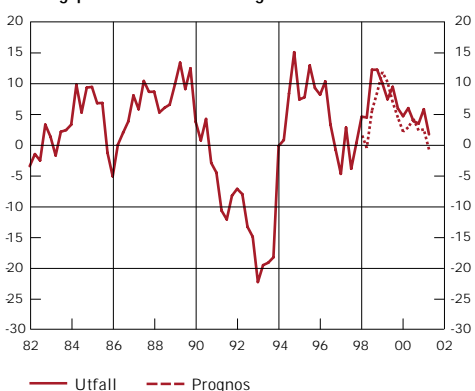
Anm. Prognos 2001-2003.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 29. Utvecklingen i fastighetspriser och aktiepriser. Årlig procentuell förändring



Anm. Fastighetsprisindex från Småhusbarometern, SCB. Affärsvärldens generalindex från tidningen Affärsvärlden.
Källa: Riksbanken.

Diagram 30. Totala fasta bruttoinvesteringar, modellbaserad prognos jämfört med utfall. Årlig procentuell förändring



Anm. En regressionsmodell har skattats fram t.o.m. 1997:4 varefter en prognos baserad på denna skattning har utförts för perioden 1998:1 - 2001:2. På detta sätt kan modellens prognosförmåga jämföras med utfallet.
Källa: Riksbanken.

eftersom den konsoliderade offentliga sektorns intäkter beräknas överstiga utgifterna under hela prognosperioden.

Vid sidan av aktiva skatte- och utgiftsförändringar, verkar finanspolitiken även indirekt på ekonomin genom de s.k. automatiska stabilisatorerna. Framförallt är det statens utgifter som är känsliga för förändrade förhållanden på arbetsmarknaden. Beräkningar visar att de statliga utgifterna ökar med 6-7 miljarder kronor om den totala arbetslösheten ökar med 1 procentenhet. Vid en mer utdragen nedgång i den ekonomiska aktiviteten kan det därför komma att krävas utgiftsminskande åtgärder om utgiftstaket skall klaras.

Sysselsättningen stiger i den kommunala sektorn.

Den offentliga konsumtionen bedöms öka med knappt 1 procent per år under prognosperioden. En stor del av uppgången förklaras av en ökad sysselsättning i kommunsektorn orsakad av bl.a. att maxtaxan införs, högre riktade statsbidrag och demografiska förändringar. Det balanskrav som från och med år 2000 omfattar kommunsektorn och en fortsatt brist på vissa yrkeskategorier, verkar dock återhållande på konsumtionsökningen. Balanskravets åtstramande effekt är särskilt tydlig för landstingssektorn som till skillnad från primärkommunsektorn har ett negativt finansiellt sparande.

Tillväxten i disponibel inkomst bidrar till en gynnsam konsumtionsutveckling.

Tillväxttakten i hushållens konsumtionsutgifter – särskilt vad avser varaktiga konsumtionsvaror – ökade kraftigt mellan 1995 och 2000. Sedan andra halvåret 2000 har tillväxttakten avtagit. Konsumtionen av varaktiga varor har stått för den största delen av nedgången.

Sett över hela året har 2001 präglats av en låg tillväxt i privat konsumtion antagligen främst till följd av den negativa utvecklingen av hushållens förmögenheter och mer pessimistiska framtidsförväntningar hos hushållen (se diagram 27 och 29). Tillväxten i detaljhandelsomsättningen ligger kvar på en låg nivå enligt SCB och HUI:s snabbindex för detaljhandeln (se diagram 26). Även om en viss stabilisering verkar ha skett, finns det ännu inte några tydliga tecken på att konsumtionstillväxten ökar.

Under prognosperioden förväntas hushållens reala disponibla inkomster öka med i genomsnitt 3,5 procent per år. Ökningen är särskilt markant 2002, då de disponibla inkomsterna förväntas öka med drygt 4 procent. En stor del av uppgången beror på skattelättnader och höjda transfereringar. De disponibla inkomsterna hålls – trots konjunkturavmattningen – också uppe av en fortsatt hög sysselsättning. Den höga tillväxten i de disponibla inkomsterna bidrar till att både konsumtionstillväxten och hushållens sparkvot

förväntas öka under 2002-2003 (se diagram 28).¹⁴ Det är framförallt konsumtionen av varaktiga konsumtionsvaror som förväntas öka, vilket också har betydelse för den förväntade importuppgången.

Hushållens reala nettoförmögenhet bedöms – trots en begränsad nedgång av småhuspriserna – öka något under 2002 och 2003, till följd av en förväntad försiktig uppgång i aktiepriserna, minskad skuldsättningsgrad, lägre inflationstakt och historiskt sett låga realräntor. Uppgången i nettoförmögenheten bidrar till att hushållens inköp av varaktiga konsumtionsvaror förväntas öka i slutet av prognosperioden.

Investeringarna tar fart i slutet av prognosperioden.

Industrikonjunkturen har försvagats och SCB:s investeringsenkät indikerar att industriinvesteringarna dämpas mer än väntat. Ett lägre resursutnyttjande och den tillgångsprisminskning som skett (se diagram 29), väntas också bidra till minskade nyinvesteringar i maskiner och anläggningar under det närmaste året.

En förväntad uppgång i efterfrågan, fortsatt låga realräntor och en uppgång i aktiepriserna under 2002 och 2003, medför dock att investeringarna beräknas stiga mot slutet av prognosperioden. Utbyggnaden av tredje generationens mobiltelefonnät bidrar också till att investeringsaktiviteten ökar 2003, även om storleksordningen och tidsprofilen är svårbedömd (se också "Finansiell Stabilitet 2001:2").

Barometerundersökningar visar att aktiviteten i byggsektorn har stagnerat under tredje kvartalet i år, vilket också syns i att efterfrågan på arbetskraft i branschen har minskat. Eftersom även småhuspriserna förväntas falla under prognosperioden, innebär detta att ökningstakten i bostadsinvesteringarna dämpas.

Det är svårt att belägga att det i Sverige skett omfattande överinvesteringar under senare år, vilket i så fall skulle kunna ha talat för att uppgången blir mer fördröjd. Industriinvesteringarnas tillväxttakt har, i ett historiskt perspektiv, inte varit anmärkningsvärt hög på senare tid. En traditionell modell kan också förklara den aggregerade investeringsutvecklingen de senaste åren i termer av realränta, efterfrågeutveckling och kapacitetsutnyttjande (se diagram 30). Mot den här bakgrunden borde investeringarna på aggregerad nivå kunna återhämta sig på ett normalt sätt när konjunkturen förstärks, även om det naturligtvis kan finnas problem i vissa sektorer, tex. inom IT och telekommunikation.

Företagens skuldsituation förväntas heller inte verka återhållande på investeringarna. Bokslutsdata för 2000 visar att den finansiella ställningen är relativt god för icke finansiella företag. Utvecklingen hittills under 2001 visar att kvoten mellan upplåning och investeringar faller och att investeringar i mindre utsträckning finansieras med upplåning på kreditmarknaden (se "Finansiell Stabilitet 2001:2").

14 Hushållens förväntningar om huruvida skattesänkningarna kommer att vara bestående eller inte har stor betydelse för effekten på den privata konsumtionen. Även om nivån på det strukturella saldodot skall tolkas med stor försiktighet, indikerar det att skattesänkningarna i Sverige är hållbara på sikt och att de därför kan förväntas få en permanent höjande effekt på den privata konsumtionen.

Diagram 31. Bristtal i olika sektorer.

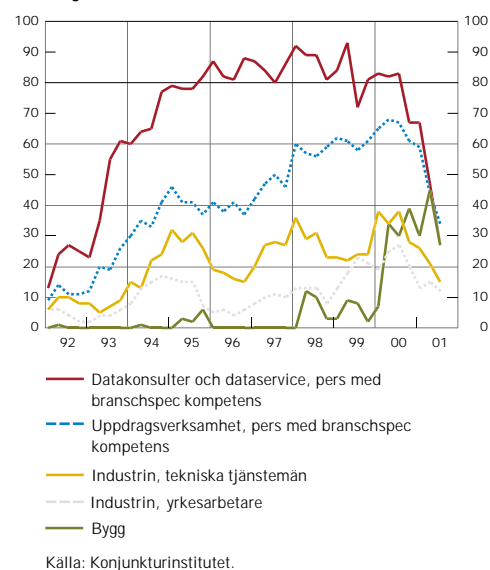
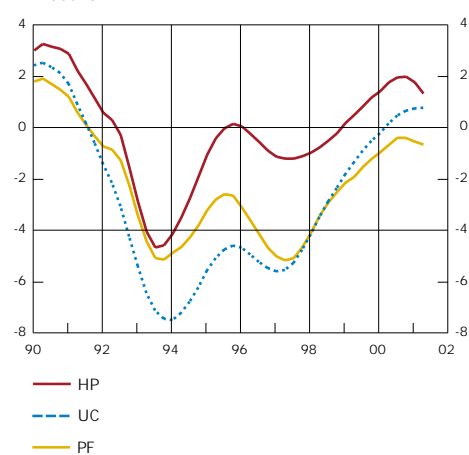


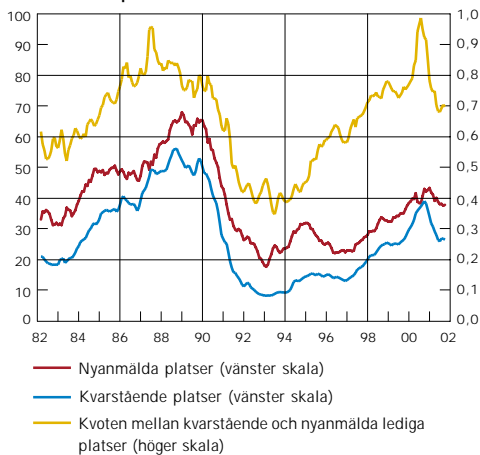
Diagram 32. Skattade produktionsgap enligt tre metoder. Procent



Anm. Serierna är uttryckta som fyra kvartals glidande medeltal. HP är det s.k. Whittaker-Henderson eller Hodrick-Prescott-filtret. UC är den s.k. Unobserved-Components-metoden. PF är produktionsfunktionsansatsen.

Källor: SCB och Riksbanken.

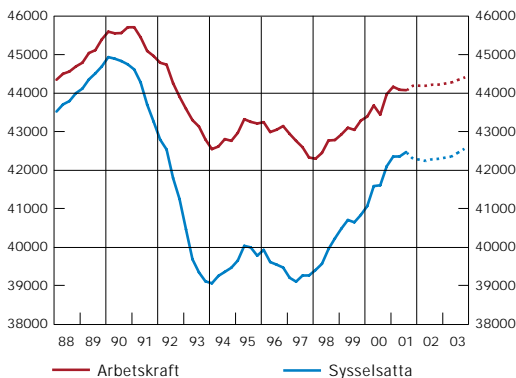
Diagram 33. Antalet nyanmälda och antalet kvarstående lediga platser (med mer än 10 dagars varaktighet) samt kvoten mellan serierna. 1000-tals personer



Anm. Kvoten mellan kvarstående och nyanmälda lediga platser kan tolkas som en indikator på svårigheten att fylla uppkomna vakanser. Serierna är säsongrensade och uttryckta som tre månaders glidande medelvärde.

Källa: AMS.

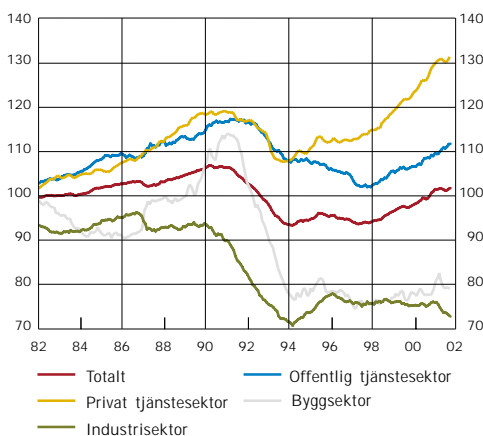
Diagram 34. Arbetskraftsutbud och sysselsättning. 100-tals personer



Anm. Serierna är säsongrensade. Prognos 2001-2003.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 35: Antal sysselsatta personer i olika sektorer. Index: tredje kvartalet 1980=100



Anm. Säsongrensade data med tre månaders glidande medelvärde.

Källa: SCB.

Barometerdata visar inga påtagliga förändringar i företagens syn på lagersituationen sedan föregående inflationsrapport. Lagerförändringarna bedöms ge ett visst negativt bidrag till BNP-tillväxten under 2001 och 2002. Under 2003 antas lagerförändringarna ge ett neutralt bidrag.

UTBUDSFAKTORER OCH RESURSNYTTJANDE

Kvartalsbarometern i oktober tyder på ett minskat utnyttjande av produktionsfaktorerna mellan andra och tredje kvartalet i år. Den visar också att bristen på arbetskraft har minskat i nästan alla branscher. Särskilt markant är nedgången inom IT-sektorn (se diagram 31).

Riksbanken räknar med att ekonomin på lång sikt kan växa med 2-2,5 procent per år utan att inflationen tar fart. I huvudscenariot väntas BNP i början av prognosperioden växa långsammare än den potentiella produktionskapaciteten. Därmed ökar de lediga resurserna i år och under en stor del av nästa år. Under senare delen av prognosperioden ökar emellertid resursutnyttjandet åter något. I slutet av prognosperioden närmar sig ekonomin åter ett fullt resursutnyttjande. Jämfört med föregående inflationsrapport är resursutnyttjandet något lägre under alla tre åren.

Kommunsektorn svarar för stor del av sysselsättningsökningen.

Under loppet av innevarande år har tillväxten utvecklats svagt samtidigt som sysselsättningstillväxten varit förhållandevis stark. En tänkbar förklaring är att konjunkturedgången förväntas bli förhållandevis mild och att företagen, i avvaktan på uppgången, i större utsträckning valt att behålla delar av arbetsstyrkan.¹⁵ Denna så kallade "labour hoarding" bidrar till att tillväxttakten i arbetsproduktiviteten försämrats initialt, men innebär samtidigt att det finns en produktionspotential att utnyttja när efterfrågan tar fart igen.

Konjunkturinstitutets senaste kvartalsbarometer indikerar att flertalet industribranscher och byggsektorn förutser lägre sysselsättningstillväxt framöver. Antalet nyanmälda lediga platser minskar och antalet varsel fortsätter att öka (se diagram 33). Detta tyder på en dämpad sysselsättningstillväxt under det närmaste året. När produktionen åter tar fart bedöms efterfrågan på arbetskraft stiga (se tabell 4 och diagram 34).

Enligt SCB:s arbetskraftsundersökningar är det huvudsakligen inom den privata tjänstesektorn och den offentliga sektorn som sysselsättningen har ökat under senare tid medan sysselsättningen i industrin har minskat (se diagram 35).

Sysselsättningen inom industrin har minskat.

Näringslivets tjänstebranscher och den offentliga sektorn – framförallt kommunsektorn – förväntas också stå för merparten

15 Ytterligare en förklaring kan vara att avmattningen kom oväntat snabbt och att företagen därför inte hunnit anpassa arbetsstyrkan till den svagare efterfrågan.

av uppgången i sysselsättningen under prognosperioden, medan industrin och byggsektorn förväntas bidra negativt till sysselsättningstillväxten under 2002.

Nedtrappningen av de arbetsmarknadspolitiska programmen väntas ge ett tillskott till arbetskraften under de kommande åren. I förhållande till föregående inflationsrapport förväntas dock nedtrappningen bli mindre på grund av att regeringen meddelat att anslagen till AMS blir större 2002 än vad som tidigare aviserats. Arbetskraften förväntas trots detta öka snabbare än sysselsättningen 2002, vilket innebär att den öppna arbetslösheten stiger. Till följd av ett mer gynnsamt arbetsmarknadsläge 2003 beräknas den öppna arbetslösheten falla tillbaka något (se tabell 4).

Tabell 4. Arbetsmarknadsprognos i huvudscenariot.

Årlig procentuell förändring

	1999	2000	2001	2002	2003
Nominallön	3,3	3,6	3,8 (3,8)	3,5 (3,7)	3,6 (3,7)
Arbetsproduktivitet	1,4	2,1	0,7 (0,7)	1,7 (1,7)	1,8 (2,0)
Enhetsarbetskostnader	2,2	1,9	3,3 (3,6)	1,8 (2,0)	1,8 (1,7)
Antal sysselsatta	2,2	2,2	1,9 (1,9)	-0,2 (0,3)	0,4 (0,7)
Arbetade timmar	2,7	1,5	0,6 (0,6)	0,0 (0,5)	0,6 (0,9)
Öppen arbetslöshet, procent av arbetskraften	5,6	4,7	4,1 (4,1)	4,4 (4,1)	4,3 (4,0)
Arbetsmarknadspolitiska åtgärder, procent av (korrigerad) arbetskraft	3,2	2,5	2,4 (2,4)	2,3 (2,2)	2,1 (2,0)

Anm. Prognos 2001-2003. Bedömningen i föregående inflationsrapport inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

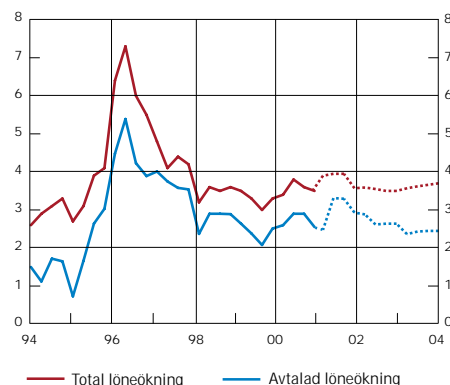
Under första halvåret i år sjönk medelarbetstiden till följd av en ökad sjukfrånvaro och ett minskat övertidsuttag. Den senaste tidens konjunkturavmattning kan emellertid innebära att sjukskrivningarna åter minskar till följd av ökad oro för arbetslöshet. När konjunkturen vänder upp bör övertidsuttaget öka igen.

Stabil löneökningstillväxt trots dämpad sysselsättningstillväxt.

Löneprognosen från föregående rapport kvarstår i huvudsak (se diagram 36). De framtunga löneavtalen medför en relativt hög löneökningstakt i år. Avtalsprofilen och en minskad efterfrågan på arbetskraft medför dock att löneökningarna förväntas bli lägre de kommande åren.

Även bedömningen av enhetsarbetskostnaderna – som har en avgörande betydelse för det inhemska inflationstrycket – är i huvudsak oförändrad (se diagram 37). Årets uppgång av tillväxttakten i enhetsarbetskostnaderna, till följd av en lägre produktivitetstillväxt, förväntas vara av mer tillfällig natur. Både lägre lönekostnader och en högre produktivitetstillväxt bidrar till att dämpa enhetsarbetskostnadsutvecklingen de kommande åren. Denna prognos innebär också att vinstandelen i ekonomin ökar något (se diagram 38).

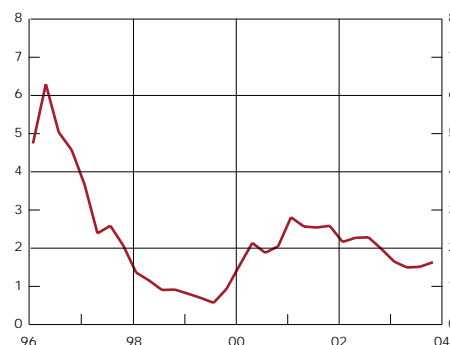
Diagram 36. Total och avtalad löneökning i hela ekonomin 1994:1-2003:4. Procent



Anm. Prognos 2001-2003.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

Diagram 37. Utvecklingen av enhetsarbetskostnaderna i näringslivet 1996:1-2003:4. Procent



Anm. Vid beräkningarna av enhetsarbetskostnaderna har ett åtta kvartals glidande medelvärde använts. Prognos 2001-2003.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

Diagram 38. Vinstandel. Andel av BNP till faktorpris

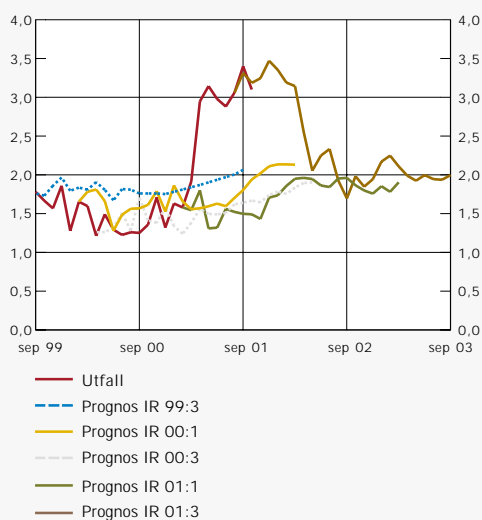


Anm. Prognos 2001-2003.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

UTVÄXLINGEN MELLAN TILLVÄXT OCH INFLATION

Diagram R8. UND1X, prognoser och utfall.
Procent



Källor: SCB och Riksbanken.

Under det senaste året har inflationen ökat snabbt. Prisuppgången, som främst skett under våren, var inte väntad (se diagram R8). Den höga inflationen orsakades främst av oväntade prisökningar på kött, frukt och grönt, villaolja, bensin, el, samt teletjänster. Prisuppgången på dessa varor och tjänster har i de senaste inflationsrapporterna i huvudsak bedömts vara av mer tillfällig karaktär; i takt med att prissättningen återgår till mer normala mönster bör inflationen sjunka ner mot Riksbankens inflationsmål.

Historiskt sett har prisutvecklingen på de aktuella varorna och tjänsterna tillhört de som fluktuerat mest (se diagram R2 i kapitel 1). Även rensat för prisuppgången på dessa varor och tjänster steg emellertid inflationen i ett läge där resursutnyttjandet inte ansågs vara påtagligt ansträngt. Detta väcker frågor om synen på resursutnyttjandet och hur det påverkar inflationen. Exempelvis skulle den senaste tidens höga inflationsutfall kunna vara ett resultat av att utväxlingen mellan tillväxt och inflation är mindre gynnsam än vad som antagits i de senaste inflationsrapporterna.

Utväxlingen mellan tillväxt och inflation är ett övergripande begrepp som använts av Riksbanken. Den påverkas av många olika tänkbara kopplingar och samband. I denna fördjupningsruta studeras främst två aspekter på utväxlingen mellan tillväxt och inflation. Den första rör synen på resursutnyttjandet. Om Riksbanken underskattat resursutnyttjandet skulle detta, åtminstone delvis, kunna förklara de höga inflationsutfallen. Den andra aspekten rör resursutnyttjandets effekter på inflationen. Om Riksbanken har underskattat detta skulle inflationen bli högre än prognostiserat, trots att bedömningen av resursutnyttjandet är korrekt. Slutligen studeras om den senaste tidens höga inflationsutfall borde förutsetts av Riksbanken och andra prognosmakare.

SYNEN PÅ RESURSUUTNYTTJANDET

I Inflationsrapport 1999:3 gjordes bedömningen att resursutnyttjandet under prognosperioden gradvis skulle öka och under år 2000 bli alltmer inflationsdrivande. Sedan den prognosen har tillväxten blivit lägre än väntat, varför den stigande inflationen under våren knappast kan ses som ett tecken på ett mer ansträngt resursutnyttjande. Synen på resursutnyttjandet under år 2000 har också kontinuerligt reviderats ned.

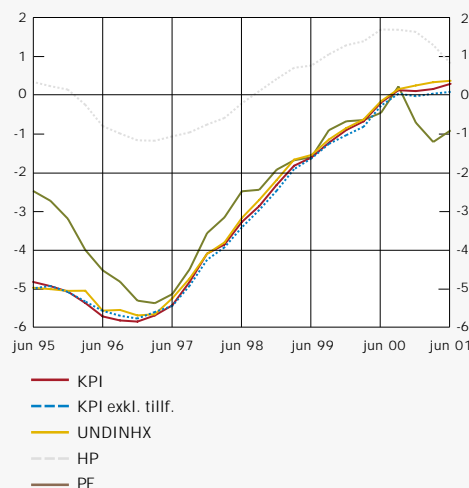
Produktionsgapet är ett sätt att försöka mäta resursutnyttjandet. Ett problem är dock att det inte kan observeras direkt utan måste skattas på ett eller annat sätt. Riksbanken använder för närvarande tre metoder att skatta produktionsgapet (se diagram 32 i kapitel 2 och diagram R9).¹⁶ Därutöver baseras den slutliga bedömningen av resursutnyttjandet på annan information, t.ex. bristtal på arbetsmarknaden.

Som nämndes i inledningen steg inflationen även rensat för de prisuppgångar som bedöms vara av mer tillfällig karaktär. Även UNDINH-X-inflationen steg under våren. Tänkbart är att de prisuppgångar som bedöms vara av mer tillfällig karaktär främst orsakades av utbudsstörningar och därmed i första hand inte var drivna av efterfrågeläget. I och med att produktionsgapets storlek bl.a. bestäms utifrån inflationsutvecklingen skulle produktionsgapet kunna felbedömas om de tillfälliga faktorerna inkluderas i inflationsmättet. Vidare är det tänkbart att resursutnyttjandet i Sverige främst påverkar den inhemska inflationen. Även i detta fall skulle resursutnyttjandet kunna felbedömas om KPI-inflationen används i stället för UNDINH-X-inflationen. Diagram R9 visar de produktionsgap som skattas när inflationen mäts med KPI respektive UNDINH-X, samt när den mäts med KPI exklusive de prisökningar som i nuläget bedöms vara av mer tillfällig karaktär. Av diagrammet framgår att det skattade produktionsgapet inte påverkas nämnvärt av valet av inflationsmätt.

Av särskilt intresse är produktionsgapet år 2000 eftersom detta, tillsammans med ekonomins potentiella tillväxt, avgör om en prognostiserad BNP-tillväxt är förenlig med ett ökande eller minskande inflationstryck. I den föregående inflationsrapporten bedömdes resursläget 2000 vara något mer ansträngt än tidigare.

16 En av de metoder som används för att beräkna produktionsgapet för hela ekonomin är UC-modellen. Till skillnad från metoder som HP-filtret och produktionsfunktionsansatsen, som endast använder BNP för att beräkna produktionsgapet, så beaktar UC-modellen även inflationen när produktionsgapet skattas. Se Apel, M., och P. Jansson, "System Estimates of Potential Output and the NAIRU", *Empirical Economics* 24, 1999, 373-388, för en beskrivning av UC-modellen.

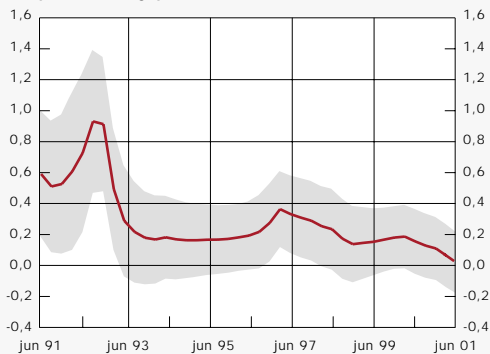
Diagram R9. Produktionsgap från UC-modellen skattad med olika inflationsmätt samt produktionsgap framtaget med HP och PF metoderna. Procent



Anm. Produktionsgapen skiljer sig något från de som visas i diagram 32 i kapitel 2, vilket beror på att de i diagram 32 är uttryckta som fyra kvartals glidande medeltal.

Källa: Riksbanken.

Diagram R10. Partiell korrelation mellan produktionsgap och inflation.



Anm. Den partiella korrelationen är skattad med ett rullande fönster om 40 kvartal. Som mått på inflationen har KPI använts och som mått på produktionsgapet har UCGapet använts. Det skuggade området visar ett 95-procentigt konfidensintervall för respektive skattning.

Källa: Riksbanken.

Riksbankens skattningar av produktionsgapet tyder inte på att detta skulle vara påtagligt större än vad som antas efter uppjusteringen.

RESURSUBNYTTJANDETS EFFEKTER PÅ INFLATIONEN

Riksbanken har under senare år vid några tillfällen gjort små förändringar i synen på resursutnyttjandets effekter på inflationen. Tidigare studier har bl.a. visat att den partiella korrelationen mellan produktionsgap och inflation sjönk under 1990-talet. För att försöka fånga upp eventuella förändringar på senare tid har den Phillipskurva som används i fördjupningsrutan "Har sambandet mellan produktionsgap och inflation förändrats?" i Inflationsrapport 1999:3 skattats med ett s.k. rullande fönster.¹⁷ Ett rullande fönster innebär att modellen i varje tidpunkt skattas med de närmast föregående observationerna, här de 40 närmast föregående kvartalen. En sådan övning bekräftar tidigare resultat. Den skattade partiella korrelationen mellan produktionsgap och inflation sjönk i början på 1990-talet och tycks inte ha ökat sedan dess (se diagram R10).¹⁸

Tolkningar av partiella korrelationer bör alltid ske med stor försiktighet. I en enkel modell beror sambandet mellan produktionsgap och inflation på *både* resursutnyttjandets effekter på inflationen *och* hur centralbanken reagerar på inflationsutsikterna.¹⁹ När Riksbanken gör prognoser på inflationen görs detta under antagande om att reporäntan är oförändrad. Sålunda vill man veta hur resursutnyttjandet påverkar inflationen vid oförändrad penningpolitik, men i observerade data är utfallen påverkade av att penningpolitiken stabiliserat inflationen. Detta medför att när utvecklingen i efterhand analyseras tycks korrelationen ha minskat.

Att den skattade partiella korrelationen mellan inflation och produktionsgap minskat under 1990-talet är i linje med vad som kan förväntas efter en lyckosam tillämpning av inflationsmålsregimen; när penningpolitiken inriktas mot att stabilisera inflationen kring ett inflationsmål bör den partiella korrelationen mellan resursutnyttjande och inflation minska.

17 Phillipskurvan som används i den fördjupningsrutan och i denna är $\pi_t = \alpha + \beta_1 y_{t-4} + \beta_2 \pi_t^{enk} + (1 - \beta_2) \pi_{t-4} + \beta_3 \pi_t^* + \beta_4 r_t + \varepsilon_t$, där π är inflation, y är ett mått på resursutnyttjandet, π^{enk} är förväntad inflation enligt enkät, π^* är utländsk inflation, r är oljeprisförändringar och ε är en felterm.

18 Valet av fönsterstorlek är inte av avgörande betydelse för denna slutsats.

19 Se t.ex. Svensson, L.E.O., "Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central Banks, and Linear Inflation Targets", *American Economic Review* 87, 1997.

Inget i diagram R10 tyder på att den partiella korrelationen mellan resursutnyttjande och inflation har ökat sedan inflationsmålsregimen infördes. Detta kan tolkas som att inte heller resursutnyttjandets effekt på inflationen har ökat. Resultatet gäller för såväl olika inflationsmått som för olika mått på resursutnyttjandet.

MODELLBASERADE INFLATIONS PROGNOSE

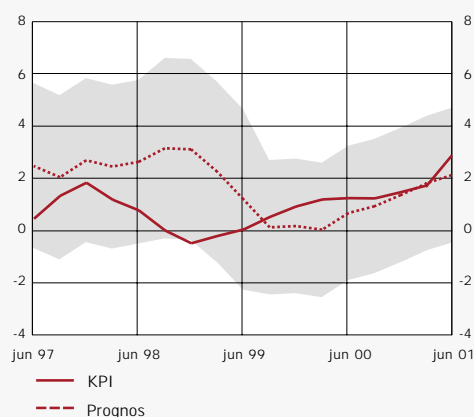
Borde den senaste tidens höga inflationsutfall ha förutsetts av Riksbanken? Ett sätt att besvara denna fråga är att jämföra olika modellprognoser med utfall och se om modellerna fångar inflationsuppgången. För detta ändamål har Phillipskurvan som diskuterades ovan använts. För varje skattning i det rullande fönstret har en prognos av inflationen två år framåt i tiden gjorts och sedan jämförts med utfallen (se diagram R11 och R12).

Diagrammen visar att modellen inte lyckas förutse den senaste tidens höga inflation. När de tillfälliga faktorerna exkluderas ur inflationsmättet prognostiserar modellen däremot en högre inflation än utfallen. Även dessa resultat tyder alltså på att årets överraskande höga inflationsutfall i första hand är orsakade av de tillfälliga faktorerna.

SAMMANFATTNING

Mot bakgrund av att inflationen under våren blev betydligt högre än väntat har det varit viktigt att analysera om Riksbanken gjort felaktiga bedömningar av utväxlingen mellan tillväxt och inflation i vid mening. I denna fördjupningsruta redovisas några olika sätt att belysa denna fråga. Slutsatserna i analysen pekar för det första på att det inte finns starka tecken på att den höga inflationen är en följd av att Riksbanken underskattat resursutnyttjandet i sina prognoser. För det andra tycks det inte finnas några tydliga tecken på att resursutnyttjandets effekter på inflationen har ändrats påtagligt den senaste tiden. Slutligen underskattar ekonometriska modeller om något den senaste tidens inflation när de tillfälliga faktorerna inkluderas i inflationsmättet. Detta stödjer synen i huvudscenariot; det är framförallt de varor och tjänster vars prisökningar bedöms vara av tillfällig karaktär som lett till att inflationen på senare tid underskattats.

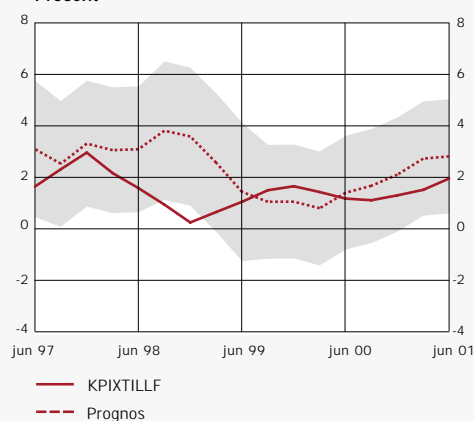
Diagram R11. KPI-inflation, modellbaserad prognos och utfall.
Procent



Anm. Den streckade linjen utgör modellens prognos och den heldragna linjen är utfallet. Det skuggade området visar ett 95-procentigt osäkerhetsintervall för prognosen.

Källa: Riksbanken.

Diagram R12. KPI-inflation exklusive tillfälliga faktorer, modellbaserad prognos och utfall.
Procent



Anm. Den streckade linjen utgör modellens prognos och den heldragna linjen är utfallet. Det skuggade området visar ett 95-procentigt osäkerhetsintervall för prognosen.

Källa: Riksbanken.

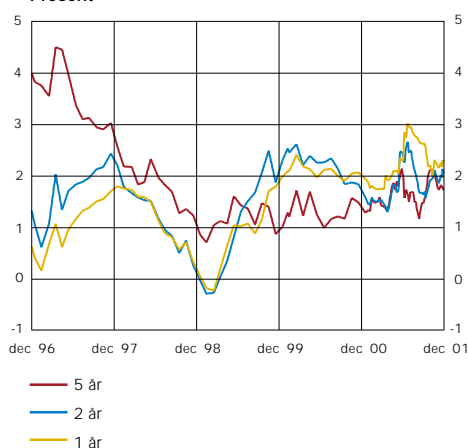
Inflationsförväntningar

Diagram 39. KPI samt hushållens och industrins inflationsförväntningar. Procent



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 40. Inflationsförväntningar på ett, två och fem års sikt enligt implicita terminräntor. Procent



Källa: Riksbanken.

De enkäter som publicerats sedan föregående inflationsrapport ger en något splittrad bild av den förväntade inflationstakten. Prosperas enkät tyder på stigande inflationsförväntningar både på kort och lång sikt (se tabell 5). Uppgången är enligt marknadsenkäten störst bland arbetsmarknadens parter och inköpscheferna medan penningmarknadsaktörernas inflationsförväntningar endast stigit marginellt och ligger kvar kring inflationsmålet. Siffrorna bör tolkas med viss försiktighet. Det finns tecken på att förväntningarna är adaptiva, vilket innebär att den förväntade framtida inflationen till stor del beror på den historiska inflationen. Det finns också anledning att notera att Prosperas undersökning till stor del är utförd innan KPI för oktober publicerades och att inflationen vid det tillfället föll.

Tabell 5. Förväntad inflationstakt enligt Prosperas undersökning i november 2001, där inget annat anges.

Årlig procentuell förändring av KPI

Förväntad inflationstakt om 1 år

Penningmarknadens aktörer	2,2	(0,0)
Arbetsgivarorganisationer	2,8	(0,2)
Arbetsstarorganisationer	2,9	(0,6)
Inköpschefer handel	2,7	(0,1)
Inköpschefer industri	2,7	(0,2)
Hushåll (HIP) i oktober (september)	2,3	(0,3)
Industrieföretag (Barometern) i oktober (juli)	1,9	(-0,3)
Tjänsteföretag (Barometern) i oktober (juli)	1,8	(-0,4)

Förväntad inflationstakt om 2 år

Penningmarknadens aktörer	2,2	(0,1)
Arbetsgivarorganisationer	2,7	(0,3)
Arbetsstarorganisationer	2,7	(0,3)
Inköpschefer handel	2,7	(0,2)
Inköpschefer industri	2,7	(0,2)

Förväntad inflationstakt om 5 år

Penningmarknadens aktörer	2,1	(0,0)
Arbetsgivarorganisationer	2,6	(0,3)
Arbetsstarorganisationer	2,6	(0,4)
Inköpschefer handel	2,5	(-0,1)
Inköpschefer industri	2,6	(0,0)

Anm. Inom parentes anges förändringen i procentenheter sedan föregående undersökning, SCB (september).

Källor: Konjunkturinstitutet, Prospera Research AB och SCB.

Av SCB:s månatliga hushållsenkät i oktober framgår att de svenska hushållen har justerat upp sina inflationsförväntningar mellan september och oktober, med 0,3 procentenheter till 2,3 procent.

Splittrad bild av inflationsförväntningarna.

Konjunkturinstitutets barometerundersökning i oktober tyder å andra sidan på att industrieföretagens och tjänstesektorns inflationsförväntningar på ett års sikt har reviderats ned sedan föregående undersökning och åter är i linje med inflationsmålet. Andelen företag som avser höja hemmamarknadspriserna på konsumtionsvaror har dock ökat.

Marknadens prissättning, beräknad med hjälp av s.k. implicita terminsräntor, indikerar att inflationsförväntningarna är relativt stabila på upp till två års sikt medan den förväntade inflationen om 5 år sjunkit något sedan föregående inflationsrapport (se diagram 40). Tolkningen av dessa mätningar måste också ske med viss försiktighet då de implicita terminsräntorna normalt påverkas bl.a. av strukturella effekter.

Professionella prognosmakare räknar, med något undantag, med att inflationen kommer att utvecklas i linje med Riksbankens mål på två års sikt. Det bör dock noteras att sådana bedömningar kan vara baserade på olika antaganden om den ekonomiska politiken.

Avregleringar, politiska beslut och tillfälliga effekter

Sedan föregående inflationsrapport har det inte presenterats några nya förslag om ändrade indirekta skatter och subventioner som påverkar prinsnivån direkt. Tidigare aviserade förändringar förväntas påverka KPI i enlighet med de bedömningar som gjordes i oktoberrapporten. Fastighetsskattesänkningen på hyreshus beräknas dock få ett något mindre genomslag på hyrorna än vad som antogs i föregående rapport. Bidraget till KPI från räntekostnader för egna hem i september och oktober blev i stort sett som väntat och förändringarna i prognosen är små (se tabell 6).

Regeringen har föreslagit ett flertal åtgärder som syftar till att stärka konkurrensen på elmarknaden. Dessutom väntas införandet av förval på lokalsamtal fr.o.m. 1 februari nästa år, öka konkurrensen inom fast telefoni, vilket öppnar upp för prissänkningar. Sammantaget kan detta få en dämpande effekt på den inhemska inflationen.

Tabell 6. Bidrag till KPI-inflationen från indirekta skatter, subventioner och räntekostnader.

Procentenheter

	dec 2001	dec 2002	dec 2003
Indirekta skatter och subventioner	-0,3 (-0,3)	0,0 (0,1)	0,1
Räntekostnader egna hem	0,0 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,3
Totalt	-0,4 (-0,4)	0,1 (0,1)	0,3

Anm. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport. I denna tabell beaktas endast direkta effekter av indirekta skatter och subventioner.

Källor: SCB och Riksbanken.

Riskbilden

I detta kapitel redovisas en bedömning av osäkerheten och riskbilden för inflationsutsikterna.

Inflationsprognosen i huvudscenariot beskriver den prisutveckling som Riksbanken bedömer vara mest sannolik under den närmaste tvåårsperioden, givet antagandet om oförändrad reporänta. Eftersom prognosen är förknippad med osäkerhet redovisas några alternativa utvecklingsvägar för inflationen. Dessa ställs samman till en riskbild, som har betydelse för penningpolitikens utformning.

I föregående inflationsrapport bedömdes nedåtriskan förknippad med den internationella utvecklingen balanseras av uppåtriskerna från utväxlingen mellan tillväxt och inflation samt från kronkursen.

Risken för att den svenska inflationen ska bli lägre än i huvudscenariot är främst kopplad till den *internationella och svenska konjunkturutvecklingen*. Den internationella konjunkturutvecklingen präglas av en synkroniserad avmattning i alla stora länderområden. Sedan föregående inflationsrapport har den internationella konjunkturen utvecklats mer i linje med det scenario som tecknades i riskbilden. Tillväxten, främst i USA, men även i euroområdet och Japan, har därför reviderats ned i denna rapportens huvudscenario. Nedrevideringen avser dock främst nästkommande år och det kan inte uteslutas att den återhämtning som väntas i huvudscenariot dröjer.

I såväl USA som i flera europeiska länder har penning- och finanspolitiken lagts om i expansiv riktning. En stor del av stimulansen i USA är koncentrerad till 2002. I huvudscenariot antas att dessa åtgärder får en mer begränsad effekt än under mer normala omständigheter, men det kan trots detta inte uteslutas att åtgärderna får ett ännu mindre genomslag på efterfrågan. Det som talar för ett mindre genomslag är dels den skuldsättning som den privata sektorn i USA har ackumulerat sedan mitten av 1990-talet, dels den nya situationen efter terrordåden med minskat framtidsförtroende. I huvudscenariot väntas sparandeobalanserna i USA korrigeras snabbare än vad som tidigare antagits. Men det finns en risk för en ännu mer omfattande korrigerings. I ett sådant scenario resulterar sänkta skatter och höjda transfereringar främst i ett ökat sparande medan konsumtionen blir fortsatt svag. Detta skulle påverka den övriga världen negativt via såväl traditionella handelskanaler som finansiella länkar.

En orsak till en sådan djupare nedgång skulle kunna vara en omvärdering av de amerikanska hushållens tillgångar och skulder mot bakgrund av det försämrade läget på bl.a. arbetsmarknaden. Hushållens förtroende skulle sannolikt också påverkas negativt av en utdragen militär konflikt.

Konjunkturutvecklingen bedöms utgöra den huvudsakliga nedåtrisen för den svenska inflationen.

Till detta skall läggas risker från utvecklingen i Japan och Europa. Japans recession och deflation har förvärrats redan innan ett krävande strukturellt reformprogram inletts. En ännu djupare kris kan därför inte uteslutas under kommande år. I synnerhet gäller detta den finansiella sektorn där omfattningen av dåliga lån kan vara större än vad som redovisats. En finansiell kris i ett läge då finans- och penningpolitiken har begränsat manövertrymme skulle kunna få internationella konsekvenser.

Euroområdet drabbas främst som en följd av nedgången i USA, men därutöver finns det risker knutna till inhemska europeiska problem. I euroområdet har uppgången i sysselsättningen, som bidragit till att hålla konsumentförtroendet uppe, förbytts till en nedgång. Detta bedöms huvudsakligen vara ett konjunkturellt fenomen, men skulle också kunna spegla mer allvarliga strukturproblem än vad som tidigare antagits. Konjunkturredgången i Europa skulle i så fall kunna bli mer utdragen än vad som antas i huvudscenariot. För euroområdets del är dock antagligen risken för ett mer utdraget förlopp mindre än för USA, eftersom de europeiska ekonomierna inte förefaller dela USA:s problem med sparandeobalanser.

Slutligen finns det en risk för att konjunkturutvecklingen i Sverige blir mer dämpad än vad som antas i huvudscenariot beroende på inhemska faktorer. Under året har tillväxten i varuexporten helt avstannat. Växelkursförsvagningen har därmed inte motverkat de negativa effekterna på exporten på samma sätt som i tidigare konjunkturredgångar. Detta har väckt frågan om exportens sammansättning och om effekter av strukturomvandling i exportindustrin. I huvudscenariot bygger export- och investeringsprognosen på att en stor del av de negativa effekterna av teleproduktionsindustrins omstrukturering redan har inträffat eller inträffar den närmaste tiden. Det kan dock inte uteslutas att återhämtningen i t.ex. teleproduktionsindustrin kan förskjutas ytterligare fram i tiden, bl.a. till följd av osäkerhet kring vilka kassaflöden 3G-investeringarna kommer att ge, med en svagare export- och investeringsutveckling som följd (se "Finansiell stabilitet 2001:2"). En annan risk hänger samman med utvecklingen på arbetsmarknaden. Om arbetslösheten börjar öka mer än väntat kan detta påverka hushållens framtidstro och via bl.a. en lägre privat konsumtionstillväxt dämpa återhämtningen.

Sammantaget bedöms nedåtriskerna för den svenska inflationen vara mindre än i föregående rapport. Den nedåtrisk från den internationella utvecklingen som fanns i förra rapporten är nu delvis införlivad i huvudscenariot. Detta medför också att risken för en svagare utveckling av de internationella exportpriserna är mindre.

Mot risken för en svagare internationell och svensk konjunktur-utveckling ska framförallt risken för att *inflationstrycket* underskattats ställas. Att inflationen under varen blev högre än väntat bedöms

i huvudsak bero på tillfälliga faktorer. Exempelvis steg priserna på livsmedel ovanligt mycket till följd av galna-ko sjukan och mul- och klövsjukan. Vidare steg el- och telepriserna av orsaker som inte föreföll vara relaterade till det allmänna efterfrågeläget. Det bör dock noteras att även rensat för dessa tillfälliga faktorer ökade inflationen i ett läge då resursutnyttjandet inte bedömdes vara särskilt ansträngt. Detta ledde i föregående inflationsrapport till en marginell uppjustering av synen på resursutnyttjandet år 2000. Sambandet mellan resursutnyttjande och inflation studeras närmare i fördjupningsrutan "Utväxlingen mellan tillväxt och inflation". Osäkerheten i dessa skattningar är stor, men resultaten tyder inte på att det initiala resursutnyttjandet skulle vara påtagligt större än beräknat eller att resursutnyttjandets effekter på inflationen skulle ha blivit större på senare tid.

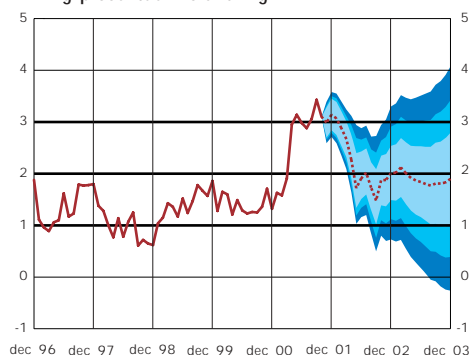
Att inflationstrycket underskattats bedöms vara den största uppåtrisen.

Under den senaste tiden har inflationsförväntningarna enligt vissa mätningar stigit. Om inflationsförväntningarna hos t.ex. arbetsmarknadens parter någorlunda korrekt avspeglar förväntningarna om den framtida inflationen finns det en risk för en mer varaktig inflationsuppgång i ekonomin.

Till detta skall läggas risken för att kronan utvecklas svagare än i huvudscenariot. Sedan föregående rapport har kronan förstärkts i takt med att den finansiella oron efter terrordåden i USA avtagit. Den i huvudscenariot väntade kronförstärkningen understöds av en allt mer stabil och positiv börsutveckling. Den största risken för en svagare krona än i huvudscenariot sammanhänger med en ökad finansiell oro t.ex. i samband med nya terrordåd eller en mer dämpad konjunktur- och börsutveckling. I ett sådant scenario skulle konjunkturedgången i omvärlden antagligen begränsa effekterna på inflationen av den svagare kronan. Det kan heller inte uteslutas att den väntade kronförstärkningen sker något långsammare till följd av större finansiella flöden i samband med portföljdiversifieringar utomlands än vad som antas i huvudscenariot. I ett sådant scenario riskerar en svag krona att få mer påtagliga effekter på inflationen i Sverige. Särskilt problematiskt riskerar en svag växelkurs att bli om inflationsförväntningarna i samhället kryper upp. I en sådan situation kan det bli lättare för importörer och detaljister att föra över kostnaderna av den svaga kronan på konsumenterna. Riskerna förknippade med växelkursen bedöms dock utgöra en mindre uppåtrisk för den svenska inflationen än i föregående inflationsrapport, främst p.g.a. den minskade osäkerheten på de finansiella marknaderna.

Slutligen kan det inte uteslutas att den förväntade apprecieringen får en mindre dämpande effekt på inflationen än vad som antagits i huvudscenariot. Det som talar för detta är att den senaste tidens kronförsvagning inte i motsvarande grad lett till en ökad importerad inflation. Detta kan ha medfört vikande

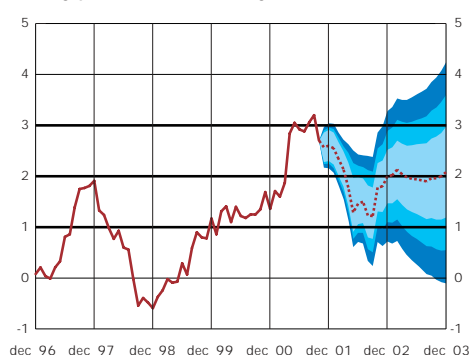
Diagram 41. UND1X med osäkerhetsintervall.
Årlig procentuell förändring



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.

Diagram 42. 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.

vinstmarginaler i en utsträckning som inte bedöms vara hållbar på lång sikt. Det finns därför en risk för att företagen väljer att inte sänka sina priser i någon större utsträckning vid en förstärkning av kronan, utan i stället kompenserar sig för tidigare vinstminskningar.

Sammantaget bedöms risken för att inflationstrycket underskattats utgöra den största uppåtriskan för inflationen. Även denna risk bedöms vara något mindre än i föregående rapport. Detta sammanhänger både med resultaten av de studier som gjorts av resursutnyttjandet, med att inflationen faktiskt kommit ned något och med att kronan förstärkts.

Nedåtriskerna förknippade med den internationella och svenska konjunkturutvecklingen bedöms balanseras av risken för att inflationstrycket underskattats. Det förefaller därför vara lika sannolikt att inflationen blir lägre än i huvudscenariot som att den blir högre. Detta framgår av diagram 41, som visar att osäkerheten runt prognosen för den underliggande inflationen, mätt som den årliga procentuella förändringen i UND1X, är symmetrisk.²⁰ Även prognosen för KPI-inflationen uppvisar en balanserad riskbild (se diagram 42).

Sammantaget bedöms det föreligga en balanserad riskbild för UND1X- och KPI-inflationen på såväl ett som två års sikt.

Osäkerheten i bedömningen av såväl UND1X- som KPI-inflationen är större än vanligt, men något mindre än i föregående inflationsrapport.

Eftersom de penningpolitiska besluten fattas mot bakgrund av en bedömning av framförallt prisutvecklingen ett till två år framåt i tiden är inflationsutsikterna inom denna tidshorisont av särskilt intresse. Den balanserade riskbilden innebär att den fullständiga bedömningen av UND1X- och KPI-inflationen, med beaktande av riskbilden, sammanfaller med bedömningen i huvudscenariot (se tabell 7).

20 En beskrivning av hur osäkerhetsintervall härleds finns i Blix, M. och P. Sellin, "Inflationsprognos med osäkerhetsintervall", *Penning- och Valutapolitik 2*, 1999, Sveriges riksbank. En utförligare mer modellorienterad analys görs av Blix, M. och P. Sellin, "Uncertainty Bands for Inflation Forecasts", *Working Paper No. 65*, Sveriges Riksbank.

Tabell 7. Inflationsprognos med beaktande av riskbilden.

Procentuell förändring

	Årsgenomsnitt			Tolv månaderstal	
	2001	2002	2003	december 2002	december 2003
KPI	2,6	1,8	2,0	2,0	2,1
UND1X	2,7	2,1	1,9	2,0	1,9

Anm. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 41-42.

Källa: Riksbanken.

Tabell 8. UND1X-inflation (tolv månaderstal).

Sannolikhet i procent för olika utfall

	UND1X<1	1≤UND1X<2	2≤UND1X≤3	UND1X>3	Summa
2002 (dec)	10	40	40	10	100
2003 (dec)	25	28	27	20	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att UND1X-inflationen hamnar i det i kolumnen angivna intervallet.

Källa: Riksbanken.

Tabell 9. KPI-inflation (tolv månaderstal).

Sannolikhet i procent för olika utfall

	KPI<1	1≤KPI<2	2≤KPI≤3	KPI>3	Summa
2002 (dec)	10	40	40	10	100
2003 (dec)	21	27	28	24	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att KPI-inflationen hamnar i det i kolumnen angivna intervallet.

Källa: Riksbanken.

Slutsatsen av de bedömningar som redovisats är att inflationen, korrigerad för förändringar i indirekta skatter och subventioner, samt ränteförändringar, i såväl huvudscenariot som med hänsyn tagen till riskbilden kommer att vara i linje med inflationsmålet på 2 procent på både ett och två års sikt vid oförändrad reporänta på 3,75 procent. Osäkerheten i prognosen av såväl den framtida UND1X- som KPI-inflationen bedöms vara större än normalt men något mindre än i föregående inflationsrapport.

INFLATIONSPROGNOS MED AV MARKNADEN VÄNTAD REPORÄNTA – ETT RÄKNEEXEMPEL

Inflationsprognosen i huvudscenariot görs som vanligt under antagande om konstant reporänta för att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitikens utformning. Prissättningen på penningmarknaden och analytikers uppfattning som de kommer till uttryck i enkätsvar ger i dagsläget en något olika bild om hur reporäntan förväntas utvecklas under de kommande två åren. Reporäntan på två års sikt förväntas dock allmänt vara högre än i dag. Mot denna bakgrund redovisas nedan ett räkneexempel baserat på en utveckling av reporäntan i linje med marknadsaktörernas förväntningar, enligt den enkät som utfördes av Prospera i november 2001.

Enligt Prosperas enkät förväntas reporäntan uppgå till 3,5 procent på tre månaders sikt, drygt 3,6 procent på ett års sikt och 4,25 procent på två års sikt.²¹ De korta marknadsräntorna antas i stort sett följa utvecklingen av reporäntan, medan genomslaget på de längre räntorna antas bli mindre. De korta räntorna bedöms bli ungefär 20 räntepunkter lägre på ett års sikt och 30 räntepunkter högre på två års sikt än i huvudscenariot, medan effekten på långräntan begränsas i genomsnitt till en uppgång på 5 räntepunkter. Uppjusteringen av räntenivån på två års sikt bedöms förstärka kronan marginellt.

En utveckling av reporäntan enligt marknadens förväntningar innebär således att effekten av korta och långa räntor samt växelkurs på efterfrågan i ekonomin inte är entydig. Sammantaget bedöms korträntans expansiva effekt dominera över den åtstramande effekten av högre långräntor och starkare växelkurs på ett års sikt. På två års sikt kommer den sammantagna effekten av räntor och växelkurs på efterfrågan i ekonomin dock att bli mindre expansiv än i huvudscenariot. Inflationen på ett till två års sikt påverkas främst av de mer expansiva förhållandena på ett års sikt och i mindre mån av den förväntade räntepågången under 2003. Sammantaget är effekterna på inflationen i stort sett försumbara.

21 Förväntan avser medianvärdet i enkäten.

Tabell R5. Inflationsprognos med en ränteutveckling enligt marknadens förväntningar.

Procent respektive procentenheter

	Årsgenomsnitt 2002	Årsgenomsnitt 2003	Tolvmånaderstal december 2002	Tolvmånaderstal december 2003
KPI	1,7 (-0,1)	2,2 (0,2)	1,9 (-0,1)	2,3 (0,2)
UND1X	2,1 (0,0)	1,9 (0,0)	2,0 (0,0)	1,9 (0,0)

Anm. Inom parentes anges skillnaden mellan denna prognos och inflationsutvecklingen i huvudscenariot med oförändrad reporänta.

Källa: Riksbanken.

På ett års sikt dämpas KPI-inflationen något av lägre räntekostnader och marginellt starkare växelkurs. Högre räntekostnader under 2002 leder dock till en något högre KPI-inflation på två års sikt. UND1X-inflationen bedöms däremot vara i stort sett oförändrad på både ett till två års sikt (se tabell R5).