

Innehåll

■ Förord	3
■ Kapitel 1 Inflationsbedömning	5
Sammanfattning	5
Huvudscenariot	7
Riskbilden	12
Utvecklingen bortom prognoshorisonten	18
■ Kapitel 2 Inflationens bestämningsfaktorer	19
De finansiella marknaderna och monetära förhållanden	19
Internationell utveckling	28
Efterfråge- och utbudsförhållanden i svensk ekonomi	37
Inflationsförväntningar	55
Avregleringar, politiska beslut och tillfälliga effekter	57
■ <i>Fördjupningsrutor</i>	
Den senaste tidens inflationsutveckling	10
Ekonomiska effekter av det osäkra säkerhetspolitiska läget	15
Livförsäkringsbolagen	22
Den amerikanska aktiemarknaden	32
Utvecklingen på den svenska småhusmarknaden	41
Brist och matchningsproblem på arbetsmarknaden?	50
Inflationsprognos med stigande reporänta – ett räkneexempel	59

Förord

Målet för Riksbankens penningpolitik 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 3 och den 10 oktober 2002. Den inflationsbedömning som redovisas i rapporten är Riksbankens samlade syn på inflationsutsikterna i rådande läge. Inflationsrapporten utgör bakgrund till Riksbankens penningpolitiska beslut den 16 oktober 2002. Inom direktionen kan det finnas olika åsikter om utsikterna för inflationens viktigaste bestämningsfaktorer och vilket genomslag dessa kan komma att få på den framtida inflationen. Eventuella avvikelser i synen på inflationsutvecklingen redovisas i det särskilda protokoll från direktionens sammanträde den 16 oktober som kommer att publiceras den 30 oktober 2002.

Riksbanken ska enligt 6 kapitlet 4 § i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse om penningpolitiken till riksdagens finansutskott. Riksbanken har valt att använda två av årets fyra inflationsrapporter för detta ändamål. Denna rapport är en sådan redogörelse till riksdagen.

Syftet med inflationsrapporten är att ta fram underlag för penningpolitiska beslut samt sprida kännedom och kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör och därmed underlätta 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. tredje kvartalet 2004. För att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitiken utgår analysen från att reporäntan hålls oförändrad under samma tid.

I kapitel 1 presenteras Riksbankens samlade bedömning av inflationsutsikterna i huvudscenariot och i den riskbild som föreligger. I kapitel 2 diskuteras den mest sannolika utvecklingen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer. Rapporten innehåller också flera fördjupningsrutor vars syfte är att förmedla en djupare kunskap i olika frågor som är viktiga för inflationsbedömningen och penningpolitikens utformning.

Stockholm i oktober 2002
Urban Bäckström
Riksbankschef

Inflationsbedömning

I detta kapitel görs en sammanfattande bedömning av inflationsutsikterna t.o.m. tredje kvartalet 2004 under förutsättning att reporäntan hålls oförändrad på 4,25 procent.

Sammanfattning

Sedan föregående inflationsrapport har inflationen fallit något mer än väntat. Den årliga förändringen av KPI och UNDI_X uppgick i augusti till 2,0 respektive 2,3 procent. Det var framförallt det inhemska pristrycket i konsumentledet som utvecklades svagare (se fördjupningsrutan "Den senaste tidens inflationsutveckling"). Även inom flera andra områden framträder en allt tydligare bild av lägre inflation, vilken delvis sammanhänger med den globalt sett lugnare efterfrågeutveckling som skett i spåren av den senaste tidens utbredda finansiella turbulens och oro.

Efter en långvarig högkonjunktur i USA – underbyggd av god produktivitetstillväxt, kraftigt uppdrivna aktiepriser, höga investeringar samt lågt sparande – inleddes en anpassningsprocess förra året. Aktiepriserna har fallit rejält. Lägre förväntade vinster och aktiepriser har medfört ett behov hos både hushåll och företag att anpassa sina balansräkningar. Detta behov har också förstärkts av den oro som råder på de finansiella marknaderna och som bl.a. kommit till uttryck i stigande riskpremier. Tillsammans medförde detta att tillväxten och inflationstrycket mattades av i hela OECD-området. Samtidigt har hushållens och företagens situation gynnats av stigande fastighetspriser, en expansiv ekonomisk politik och fallande räntor. Hittills har det finansiella systemet och marknaderna fungerat väl och anpassningen har kunnat ske under ordnade former.

Sammantaget innebär det lägre resursutnyttjandet och inflationstrycket tillsammans med välfungerande finansiella system att de grundläggande förutsättningarna för en återhämtning är på plats.

I inflationsrapporten i juni syntes en tendens till en begynnande konjunkturuppgång i USA, som bedömdes stimulera en återhämtning också i andra delar av världen. Den fortsatta börsnedgången och tilltagande oro för vinstutvecklingen efter ett antal redovisningsskandaler, fallande prisökningstakt i producentledet samt ökade säkerhetspolitiska risker har dock bidragit till att osäkerheten om tillväxtutsikterna i utlandet ökat. Samtidigt finns det också positiva signaler såsom förhållandevis hög produktivitetstillväxt i USA, fortsatt god tillväxt i hushållens disponibla inkomster och en stabilisering på arbetsmarknaden. Sammantaget talar den nya informationen emellertid för en svagare och mer utdragen förstärkning av den internationella konjunkturen än bedömningen både i föregående inflationsrapport och vid de båda penningpolitiska sammanträden som Riksbanken haft under sommaren. Lägre global

tillväxt medför ett fortsatt svagt pristryck från utlandet, vilket har en dämpande effekt på svenska importpriser under prognosperioden. Detta motverkas inledningsvis av bl.a. högre oljepriser jämfört med föregående inflationsrapport. Sammantaget är de svenska importpriserna lägre på ett års sikt men i stort sett oförändrade på två års sikt jämfört med i föregående inflationsrapport.

Konjunkturen i Sverige har varit förhållandevis stabil. Nationalräkenskaperna för första halvåret i år visar att BNP-tillväxten var något starkare än väntat. Statistik som inkommit den senaste tiden indikerar dock en avmattning inom bl.a. industrin och handeln, vilket medfört en ökad osäkerhet om styrkan i återhämtningen. Börsfallet bedöms medföra att investeringar och konsumtion utvecklas svagare de kommande två åren än vad som antogs både i senaste inflationsrapporten och vid sammanträdena i somras. Samtidigt bedöms finanspolitiken behöva föras i en mindre expansiv riktning för att utgiftstaken ska hålla och de kommunala skatterna behöva höjas till följd av finansiella underskott. Den inhemska efterfrågan blir därmed lägre samtidigt som också nettoexporten bedöms bli något mer dämpad än tidigare. I huvudscenariot antas BNP växa med 1,7 procent 2002, 2,3 procent 2003 och 2,1 procent 2004. Resursutnyttjandet bedöms i dagsläget, trots avmattningen, vara förhållandevis högt. Detta bidrar tillsammans med den gradvisa försiktiga återhämtningen till en relativt stabil inflationsutveckling under de kommande åren. UND1X-inflationen bedöms i huvudscenariot, vid oförändrad reporänta, uppgå till 1,8 procent på ett års sikt och till 1,9 procent på två års sikt. Motsvarande bedömning för KPI-inflationen är 2,1 respektive 2,3 procent.

Riskbilden är också av betydelse för utformningen av penningpolitiken. Utvecklingen på de finansiella marknaderna har ökat osäkerheten om i vilken omfattning börsnedgången och de försämrade vinstutsikterna dämpar konsumtion och investeringar i omvärlden och i Sverige. Hittills har anpassningsprocessen skett i relativt ordnade former, men det kan inte uteslutas att en så omfattande börsnedgång får större effekter som dämpar konsumtion och investeringar mer än vad som antas i huvudscenariot. Skulle de internationella börserna fortsätta att utvecklas negativt, eller effekterna av börsnedgången bli mer omfattande, kan ett betydligt mindre gynnsamt scenario för svensk del komma att realiseras, med lägre inflation som följd. Denna nedåtrisk motverkas bara delvis av en inhemsk uppåtrisk förknippad med det inhemska inflationstrycket. Uppåtrisen från det inhemska inflationstrycket bedöms ha minskat något sedan föregående inflationsrapport främst till följd av att inflationen och inflationsförväntningarna under sommaren fallit tillbaka till nivåer mer i linje med inflationsmålet. Däremot kvarstår risker förknippade med resursutnyttjandet och lönebildningen. Sammantaget bedöms det föreligga en nedåtrisk för inflationen på ett och två års sikt. Den samlade bedömningen är att inflationen, med beaktande av riskbilden, på ett till två års sikt kommer att vara ungefär i linje med Riksbankens mål, om än något i underkant.

Huvudscenariot

Sammanfattningsvis kvarstår bilden från inflationsrapporten i juni av en återhämtning i världskonjunkturen, men uppgången bedöms bli mer dämpad till följd av den finansiella oro som råder. Tillväxten i OECD-området bedöms uppgå till 1,5 procent i år, 2,4 procent 2003 och 2,8 procent 2004.

Återhämtningen i världsekonomin blir något mer utdragen.

Den globala ekonomiska utvecklingen har under en tid präglats av den anpassning av aktiepriserna som skett och sker runt om i världen. Hittills har anpassningen skett under förhållandevis ordnade former. Nedjusteringen av vinstförväntningar och aktiepriser samt högre kreditkostnader bl.a. till följd av ökad riskaversion har medfört ett behov hos såväl hushåll som företag att anpassa sina balansräkningar. Detta har medfört en svagare global utveckling och lägre inflation. Samtidigt har stigande produktivitet, högre fastighetspriser, expansiv ekonomisk politik och låga räntor bidragit till att förhindra en sämre utveckling. Slutligen är stabiliteten i det finansiella systemet god. Sammantaget bedöms detta lägga grunden för en återhämtning framöver.

Den fortsatta oron på bl.a. de finansiella marknaderna under sommaren med kraftiga börsfall, konkurser och redovisningsskandaler har bidragit till att konsument- och företagsförtroendet åter börjat falla i flera länder. I USA motverkas till viss del den negativa effekten av börsfallet på konsumtionen av fortsatt stigande fastighetspriser, vilka bedöms ha en större betydelse för konsumtionsutvecklingen än förändringar i den finansiella förmögenheten. Hushållens minskade förmögenhet och ett mer dämpat förtroende i hushållssektorn motiverar emellertid en anpassning av sparandet och en nedrevidering av konsumtionstillväxten. En gradvis förbättring av arbetsmarknaden och fortsatt expansiv ekonomisk politik talar dock för en förhållandevis stabil konsumtionsutveckling under prognosperioden trots nedrevideringen. Den svagare konsumtionen i kombination med fortsatt osäkerhet kring storleken på de fortsatta vinstökningarna väntas, trots den uppgång i produktiviteten som skett, medföra att också företagen måste anpassa sina balansräkningar ytterligare och att investeringstillväxten blir lägre än vad som tidigare antagits.

Utfallet för BNP-tillväxten i USA under förra året har reviderats ned med knappt 1 procentenhet, medan utvecklingen hittills i år talar för en marginell upprevidering. Nästa år är tillväxten nedreviderad med ca 0,5 procentenheter. Den ökade osäkerheten om styrkan i den amerikanska ekonomin har lett till en allmän dollarförsvagning. Både euron och kronan bedöms därför nå en starkare nivå mot dollarn under prognosperioden.

Kärninflationen i euroområdet är fortsatt hög trots lägre efterfrågan.

Anpassningen till lägre förväntade vinster och aktiekurser har inte kommit lika långt i Europa och Japan som i USA, vilket bl.a.

kommit till uttryck i att produktiviteten och vinsterna inte vänt upp på samma tydliga sätt.

BNP-tillväxten i euroområdet har varit lägre än väntat i år. Den inhemska efterfrågan har varit svag bl.a. till följd av en fortsatt försämring på arbetsmarknaden medan nettoexporten har varit positiv. Trots låg efterfrågetillväxt är kärninflationen och enhetsarbetskostnaderna höga. Detta väcker frågor om det samlade resursutnyttjandet och den potentiella tillväxten i euroområdet. Den lägre internationella tillväxten i kombination med en förstärkning av euron gör att nettoexporten utvecklas svagare under prognosperioden, vilket i sin tur bidrar till något sämre investerings- och konsumtionsutveckling. Sammantalet revideras BNP-tillväxten i euroområdet ned i år och nästa år.

Resursutnyttjandet inom framförallt de varuproducerande sektorerna i världen är lägre än väntat. Detta har också medfört att de internationella producentpriserna på bearbetade varor har utvecklats svagare än vad som tidigare antagits. Den överkapacitet som finns inom tillverkningsindustrin bedöms även framöver hålla tillbaka de internationella exportpriserna. Oljepriserna har stigit kraftigt sedan förra inflationsrapporten till följd av politisk oro, ett lägre utbud och högre efterfrågan, framförallt i USA. Oljepriset väntas fortsätta att stiga under resten av året både till följd av högre efterfrågan under vintern samt en fortsatt säkerhetspolitisk oro, men därefter falla till följd av att produktionen från länder utanför OPEC ökar.

I vilken utsträckning prisutvecklingen i utlandet påverkar inflationen i Sverige beror bl.a. på växelkursen och hur stort genomslaget i konsumentledet blir. Kronan väntas i likhet med tidigare bedömningar stärkas under prognosperioden till följd av fundamentala faktorer som t.ex. märkbara bytesbalansöverskott. Jämfört med föregående inflationsrapport antas växelkursen i handelsvägda termer (TCW) vara marginellt svagare vid slutet av prognosperioden. Detta sammanhänger bl.a. med hur terms of trade har utvecklats under senare år. Fortfarande antas dock en betydande förstärkning av kronan ske både mot dollarn och mot euron. Lägre internationella exportpriser motverkas på kort sikt av högre oljepris och därefter av en något långsammare appreciering av kronan. Sammantalet medför detta att den importerade inflationen är oförändrad på två års sikt jämfört med förra inflationsrapporten.

BNP-tillväxten i Sverige bedöms bli lägre under prognosperioden, bl.a. till följd av en stramare finanspolitik.

Även svenska hushåll och företag har anpassat sina balansräkningar till följd av fallande aktiepriser och den oro som finns på de finansiella marknaderna. Hushållen har dragit upp sitt sparande och företagen genomfört vissa rationaliseringar. Trots denna anpassning har tillväxten varit överraskande hög. Stigande småhuspriser, tillfälligt hög inkomstillväxt, lägre räntor, svag krona och finansiell stabilitet har varit viktiga faktorer bakom detta.

Sedan inflationsrapporten i juni har nationalräkenskaperna för årets två första kvartal publicerats. De visar att BNP i Sverige växte med 1,7 procent under första halvåret jämfört med samma period i fjol, vilket var något mer än väntat. Senare statistik har dock visat på en något större osäkerhet om styrkan i konjunkturer. Utrikeshandelsstatistiken indikerar att återhämtningen av exporten har bromsats upp och barometerdata tyder på att aktiviteten i industrin har mattats av även utanför teleproduktindustrin.

Jämfört med bedömningen i juni väntas lägre internationell tillväxt göra att exporten utvecklas något svagare under prognosperioden. En stabilisering av börsen tillsammans med en successivt stigande exportefterfrågan framöver bedöms ändå bidra till att kapacitetsutnyttjandet i industrin ökar, vilket i sin tur stimulerar investeringarna. Den inhemska efterfrågan dämpas emellertid av en stramare finanspolitik. Samtidigt antas att skatten kommer att höjas i några kommuner och landsting. Effekten blir en svagare utveckling av hushållens disponibla inkomster och konsumtionsutgifter. Sammantaget antas BNP växa med 1,7 procent 2002, 2,3 procent 2003 och 2,1 procent 2004.

Inflationen bedöms i huvudscenariot vara i linje med målet.

Sysselsättningen har hittills i år utvecklats starkare än väntat, men bedöms i slutet av innevarande år minska något till följd av fortsatta rationaliseringar och svagare efterfrågan. Löneökningstakten har också varit något högre än bedömningen i föregående inflationsrapport. Under hösten kommer dessutom retroaktiva löner utbetalas, bl.a. inom den statliga sektorn, vilket kan komma att innebära att den genomsnittliga löneökningstakten i ekonomin stiger ytterligare. Löneprognosen revideras därför upp för innevarande år. Ett mer dämpat resursutnyttjande medför dock att lönekostnaderna bedöms utvecklas något svagare under resten av prognosperioden. Också produktiviteten revideras upp något för innevarande år. Den genomsnittliga enhetsarbetskostnaden i näringslivet bedöms därför, trots de något högre löneökningarna innevarande år, bli lägre än i föregående inflationsrapport, vilket bidrar till en lägre inhemsk inflation under större delen av prognosperioden. Tillsammans med en lägre importerad inflation på ett års sikt medför detta att UND1X i huvudscenariot revideras ned något jämfört med inflationsrapporten i juni och beräknas uppgå till 1,8 procent på ett års sikt och till 1,9 procent på två års sikt (se tabell 1 och diagram 1).

Tabell 1. Inflationsprognos i huvudscenariot.
Årlig procentuell förändring

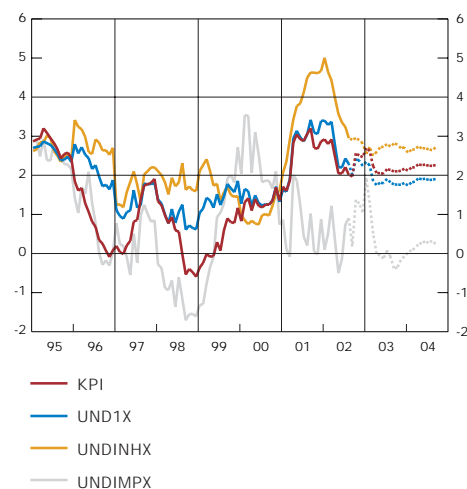
	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal	
	2002	2003	sept 2003	sept 2004
KPI	2,4 (2,5)	2,2 (2,2)	2,1 (2,0)	2,3
UND1X	2,6 (2,7)	1,9 (2,0)	1,8 (1,8)	1,9
UNDINHX	3,6 (3,8)	2,7 (2,8)	2,8 (2,7)	2,7
UNDIMPX*	0,6 (0,6)	0,2 (0,4)	-0,4 (0,2)	0,2

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

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

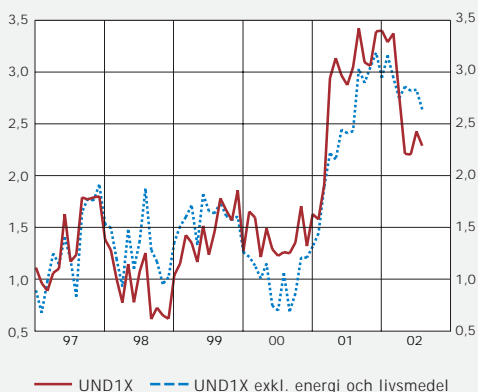
Källa: Riksbanken.

Diagram 1. Inflation. Utfall och huvudscenariot.
Årlig procentuell förändring



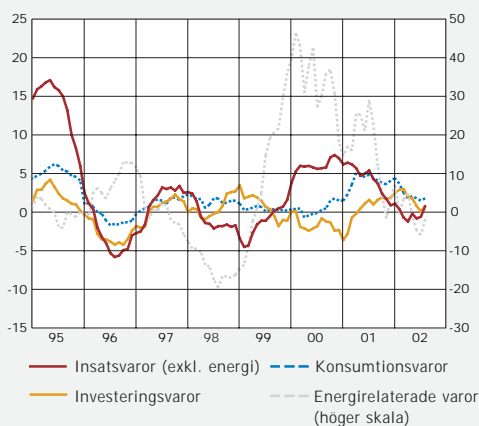
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R1. UND1X och UND1X exklusive energi och livsmedel.
Årlig procentuell förändring



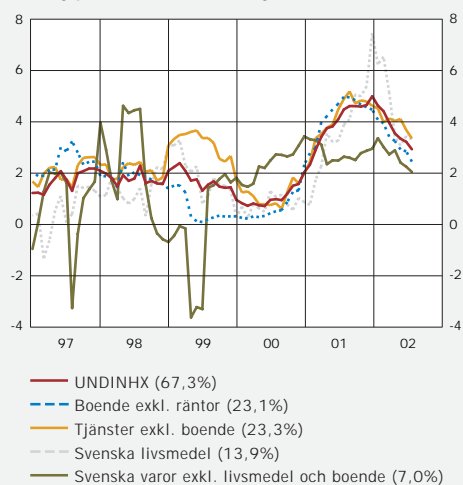
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R2. Prisindex för inhemsk tillgång (ITPI).
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Diagram R3. UNDINHX uppdelat på varor, tjänster och boende.
Årlig procentuell förändring



Anm. Siffrorna inom parentes anger andelar av UND1X. Serierna är rensade från effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner.

Källor: SCB och Riksbanken.

DEN SENASTE TIDENS INFLATIONSUTVECKLING

Inflationen har under sommaren fallit tillbaka från de höga nivåer som rådde under våren (se diagram 1 i kapitel 1). Inflationen mätt med KPI och UND1X uppgick i augusti till 2,0 respektive 2,3 procent i årstakt. Såväl det inhemska som det importerade inflationsstrycket har avtagit sedan föregående inflationsrapport. Prisökningstakten inom tjänstesektorn är avtagande men fortsatt hög medan den är mer dämpad inom varusektorn.

Jämfört med bedömningen i den senaste inflationsrapporten har såväl den inhemska som den importerade inflationen utvecklats svagare än väntat och uppgick till 2,9 respektive 0,9 procent i augusti. Det är främst oväntat låga priser på livsmedel och kläder som förklarar skillnaden mellan prognos och utfall. Även exklusive energi och livsmedel har UND1X utvecklats något svagare och uppgick till 2,6 procent i augusti (se diagram R1).

Prisökningstakten för UND1X exklusive energi och livsmedel är dock fortsatt hög och har stigit trendmässigt från mitten av år 2000 fram tills i våras. Uppgången under de senaste två åren förklaras av faktorer såsom svag växelkurs, stigande priser på insatsvaror, stigande enhetsarbetskostnader och ett förhållandevis högt resursutnyttjande i ekonomin. En väntad avmattning av ökningstakten har kunnat urskiljas under sommaren, vilket delvis är en följd av mer dämpad konsumtionstillväxt, en återhämtning av produktiviteten och att den starkare kronan tillsammans med sjunkande internationella priser har medfört lägre priser på vissa insatsvaror (se diagram R2). Nettotalen i Konjunkturinstitutets senaste kvartalsbarometer tyder också på ett sjunkande pristryck inom många sektorer. Även inom euroområdet har ökningstakten i den underliggande inflationen stabiliserats under de senaste månaderna.

Den inhemska underliggande inflationen har stigit snabbt under det senaste året. Störst prisökningar har återfunnits inom tjänstesektorn medan ett något mer dämpat pristryck rått inom varusektorn (se diagram R3). Detta förklaras antagligen delvis av att den svaga produktivitetstillväxten under förra året bidrog till att pressa upp enhetsarbetskostnaderna främst inom tjänstesektorerna men också av att högre insatsvarupriser bidrog till högre priser på t.ex. transporttjänster och inom hotell- och restaurangsektorn. Varupriserna påverkas i mindre utsträckning än tjänstepriserna av

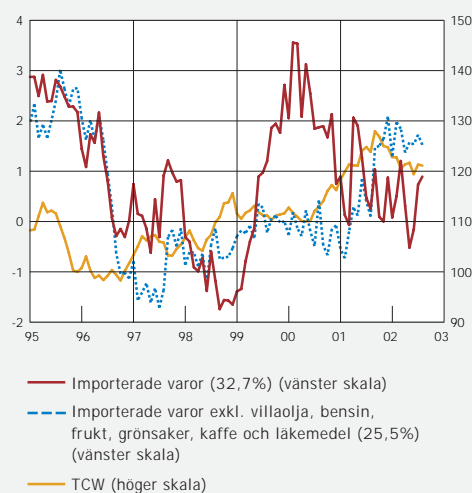
förändrade lönekostnader då arbetskraftsinnehållet i produktionen är lägre. Under de senaste månaderna har dock ökningstakten i den inhemska inflationen avtagit. Detta är troligen en följd av det lägre kostnadsläge som uppstått när produktivitetens utvecklingen förbättrats och insatsvarupriserna sjunkit. Försäkringspremierna och priserna på mer administrativt prissatta tjänster såsom exempelvis kommunala taxor och bilbesiktning fortsätter dock att stiga i allt snabbare takt.

Prisökningstakten på mer bearbetade varor som importerar har ökat successivt under det senaste året (se diagram R4). Eftersom den utländska prisutvecklingen varit dämpad är detta sannolikt en effekt av den tidigare försvagningen av kronan i kombination med ett förhållandevis gynnsamt efterfrågeläge i Sverige. På senare tid har prisökningstakten på de importerade varorna stabiliserats vilket kan sammanhånga med att kronan har förstärkts sedan slutet av förra året.

Underliggande inflation är inte ett entydigt definierat begrepp och kan därför mätas på flera olika sätt. Ett sätt är att rensa KPI-inflationen från olika delkomponenter som endast bedöms ha tillfällig påverkan på inflationstakten. UND1X är ett exempel på ett sådant mått. Ett annat sätt är att exkludera eller minska betydelsen av de varu- och tjänstegrupper vars priser svänger kraftigt. Båda typerna av mått visar att det skett en ökning av den underliggande inflationen under de senaste åren men att en tillbakagång har skett sedan i våras (se diagram R5).

Sammantaget innebär den förbättrade produktivitetens utvecklingen tillsammans med den lägre ökningstakten av insatsvarupriserna och det lägre underliggande inflationstrycket att inflationsutsikterna på kort sikt har förbättrats sedan föregående inflationsrapport.

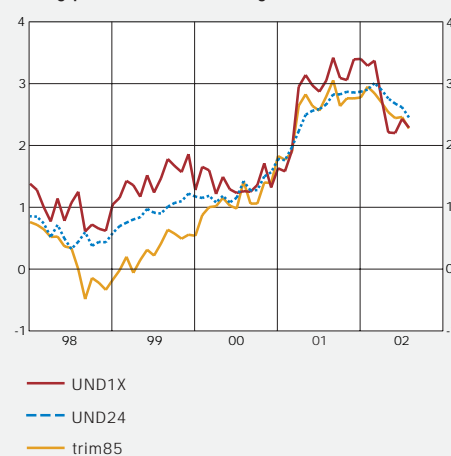
Diagram R4. Importerade varor och TCW.
Årlig procentuell förändring respektive index 1997=100



Anm. Anm. Siffrorna inom parentes anger andelar av UND1X. Serierna är rensade från effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R5. Olika mått på underliggande inflation.
Årlig procentuell förändring



Anm. De alternativa måtten är beräknade utifrån KPI uppdelat på 70 olika grupper. UND24 är sammanvägt med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen av avvikelsen mellan totala KPI och respektive aggregat under de senaste 24 månaderna. I trim85 har de 15 procent mest extrema prisförändringarna exkluderats, 7,5 procent i varje svans.

Källor: SCB och Riksbanken.

Riskbilden

Inflationsprognosen i huvudscenariot beskriver den prisutveckling som Riksbanken bedömer vara mest sannolik under de närmaste åren, 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 det föreligga en uppåtrisk för den svenska inflationen, vilken främst var associerad med en uppåtrisk från det inhemska inflationstrycket. Den internationella konjunkturutvecklingen utgjorde en balanserad risk för den svenska inflationen. Tiden sedan dess har präglats av en utbredd börsnedgång och finansiell osäkerhet, vilket också noterades i protokollen från de penningpolitiska sammanträdena i juli och augusti. Som en följd av detta försköts riskbilden under sommaren från en svag uppåtrisk till att vara mer balanserad. I denna rapport görs bedömningen att riskerna förskjutits ytterligare nedåt, dels beroende på att uppåtriskerna från det inhemska inflationstrycket avtagit i takt med att inflationen och inflationsförväntningarna fallit, dels beroende på att börsfallen och den finansiella osäkerheten förstärkt nedåtriskerna.

Riskbilden har förskjutits nedåt.

Den globala anpassningsprocessen efter de tidigare högt uppdrivna börskurserna och investeringarna har varit kännbar, men har hittills skett i ordnade former. Det kan dock ta tid innan denna process verkat ut fullständigt. Osäkerheten på de *finansiella marknaderna* bottnar i en rad faktorer som tillsammans bidrar till en nedåtrisk. Dels är det osäkert i vilken omfattning den börsnedgång som skett kommer att dämpa investeringar och konsumtion bland företag och hushåll som i varierande grad tyngs av finansiella obalanser. I huvudscenariot antas att den korrigerings- och sparandeobalanserna som påbörjats fortsätter under prognosperioden, ungefär i linje med vad som kan väntas efter en normal börsnedgång. En börsnedgång av den storleksordning som skett under senare år har dock inte inträffat sedan den stora depressionen på 1930-talet, vilket understryker svårigheten att bedöma dess effekter. Det kan därmed inte uteslutas att börsnedgången påverkar konsumtion och investeringar i större utsträckning än vad som nu antas. Dels råder osäkerhet om börsutvecklingen framöver. Det gäller bl.a. om nedgången kommer att fortsätta, om placerare nu måste vänja sig vid en långvarigt lägre avkastning, i vilken takt förtroendet för de amerikanska börsföretagens redovisningar kan återställas, hur den säkerhetspolitiska situationen utvecklas samt om delar av det finansiella systemet kommer att utsättas för påfrestningar. Därtill kommer frågor kring effekterna på framtida pensioner i ljuset av pensionsfondernas negativa avkastning. Om börserna fortsätter att falla, t.ex. till följd av fortsatt finansiell oro, kan det heller inte uteslutas att även andra tillgångspriser faller. I ett sådant scenario skulle den i huvudscenariot tecknade internationella konjunkturåterhämtningen kunna bli märkbart mer utdragen än vad som nu antas.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna utgör en nedåtrisk för den svenska inflationen.

Om börsfallets effekter blir större eller börsnedgången fortsätter skulle Sverige drabbas av både minskad utrikeshandel och sämre inhemsk efterfrågan. Svensk ekonomi skulle då få svårt att klara sig lika bra som under senare år. Finanspolitiken skulle ställas på svårare prov, vilket bl.a. antagligen i förlängningen skulle leda till en sämre inkomstutveckling för hushållen.

Till detta kommer effekterna av den accentuerade internationella säkerhetspolitiska oron, t.ex. spänningen mellan USA och Irak, vilken kan bidra till en fortsatt hög riskaversion. Detta skulle kunna få återverkan på såväl de globala valuta- och obligationsmarknaderna som på oljemarknaderna. En allmänt lägre riskaptit kan också påverka viljan att investera i USA negativt, med en kraftigare dollarförsvagning än väntat som följd. Samtidigt kan det inte uteslutas att ett kortvarigt krig i Mellanöstern skulle medföra att delar av den oro och riskaversion som noteras minskar och bidra till en snabbare återhämtning.

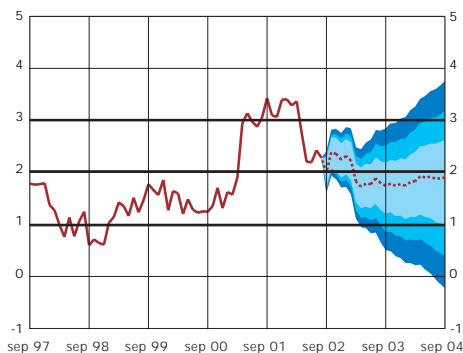
Den främsta uppåtriskan bedöms fortsatt härröra från *det inhemska inflationstrycket*. Det hänger bl.a. samman med att resursutnyttjandet i utgångsläget, trots den avmattning som skett, bedöms vara relativt högt. Sedan föregående inflationsrapport har effekterna av de prisökningar som bedömts vara av mer tillfällig karaktär klingat av och i takt med detta har inflationen och inflationsförväntningarna fallit tillbaka och ligger nu närmare inflationsmålet. Samtidigt har dock sysselsättningen utvecklats något starkare och lönerna stigit mer än väntat. Prisstegringarna i tjänstesektorn där lönekostnaderna utgör en stor del av priset har visserligen dämpats men ligger fortfarande på en hög nivå. Den realekonomiska utvecklingen i huvudscenariot innebär att resursutnyttjandet förblir högt och att arbetsmarknadsläget kommer att vara fortsatt stramt under prognosperioden. Löneökningarna i framförallt primärkommuner och landsting bedöms bli relativt höga på grund av en mer påtaglig brist på arbetskraft. Det kan inte uteslutas att detta kan leda till kompensationskrav från andra grupper på arbetsmarknaden. Till detta kommer att de högre inkomstskatterna i huvudscenariot kan leda till mer allmänna lönekompensationskrav.

Uppåtriskena förknippade med det inhemska inflationstrycket har minskat sedan föregående inflationsrapport.

Tillväxten har hittills i år varit något starkare än väntat. Skulle efterfrågan fortsätta att överraska på uppåtssidan, utan motsvarande uppgång i produktiviteten, i ett läge med relativt högt resursutnyttjande och låg arbetslöshet kan utvecklingen leda till ett högre inhemskt inflationstryck på sikt. Till detta kommer frågetecken kring arbetsutbudet, främst relaterat till ökad sjukfrånvaro och dess effekter på medelarbetstiden, men också kring de återhållande effekterna av en eventuell arbetstidsförkortning.

Sammantaget bedöms uppåtrisken från det inhemska inflationsstrycket ha minskat något sedan föregående inflationsrapport, främst

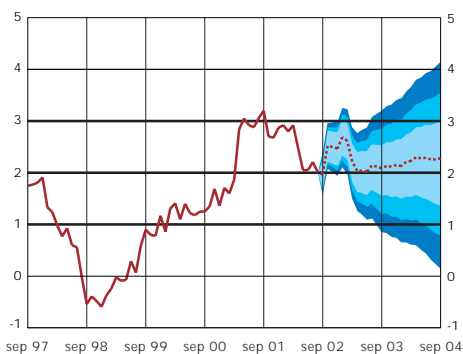
Diagram 2. UND1X med osäkerhetsintervall.
Årlig procentuell förändring



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 3. 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.

beroende på att såväl inflationen som inflationsförväntningarna fallit tillbaka.

Sammantaget bedöms det föreligga en viss nedåtrisk för inflationen på såväl ett som två års sikt.

Den samlade riskbedömningen innebär att det föreligger en viss nedåtrisk för den svenska inflationen; de finansiella nedåtriskerna uppvägs inte fullt av riskerna uppåt som är förknippade med det inhemska inflationstrycket. Detta framgår av diagram 2, som visar osäkerheten runt prognosen för den underliggande inflationen, UND1X. Även prognosen för KPI-inflationen uppvisar en viss nedåtrisk (se diagram 3).

Osäkerheten i bedömningen av den framtida inflationen bedöms vara större än normalt och lika som i föregående inflationsrapport. Visserligen är oron på de finansiella marknaderna större, men när det gäller den inhemska inflationen är det motiverat med en något mindre osäkerhet nu eftersom prisökningstakten avtagit som väntat.

Eftersom de penningpolitiska besluten fattas mot bakgrund av en bedömning av prisutvecklingen framförallt på ett till två års sikt är inflationsutsikterna inom denna tidshorisont av särskilt intresse. Den sammanvägning som Riksbanken gör av de olika riskerna för inflationsutvecklingen innebär att UND1X-inflationen med beaktande av riskbilden väntas uppgå till 1,7 procent på ett års sikt respektive 1,8 procent på två års sikt (se tabell 2).

Tabell 2. Inflationsprognos med beaktande av riskbilden.
Procentuell förändring

	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal	
	2002	2003	sept. 2003	sept. 2004
KPI	2,4 (2,6)	2,2 (2,3)	2,0	2,2
UND1X	2,6 (2,8)	1,8 (2,1)	1,7	1,8

Anm. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 2-3. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

Tabell 3. UND1X-inflation (tolvmånaderstal).
Sannolikhet i procent för olika utfall

	UND1X<1	1≤UND1X<2	2≤UND1X≤3	UND1X>3	Summa
sept. 2003	17 (8)	49 (45)	31 (39)	3 (8)	100
sept. 2004	25 (18)	31 (29)	28 (30)	16 (23)	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att UND1X-inflationen hamnar i det i kolumnen angivna intervallet. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

Tabell 4. KPI-inflation (tolvmånaderstal).
Sannolikhet i procent för olika utfall

	KPI<1	1≤KPI<2	2≤KPI≤3	KPI>3	Summa
sept. 2003	7 (5)	40 (40)	44 (44)	9 (11)	100
sept. 2004	17 (12)	27 (26)	31 (32)	25 (30)	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att KPI-inflationen hamnar i det i kolumnen angivna intervallet. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

Slutsatsen av de bedömningar som redovisats är att inflationen, korrigerad för förändringar i indirekta skatter och subventioner samt ränteförändringar, kommer att vara ungefär i linje med inflationsmålet på 2 procent, om än något i underkant. Osäkerheten i prognosen av den framtida inflationen bedöms alltså vara större än normalt och lika stor som i föregående inflationsrapport.

EKONOMISKA EFFEKTER AV DET OSÄKRA SÄKERHETSPOLITISKA LÄGET

Osäkerheten kring den internationella säkerhetspolitiska situationen har ökat och en militär konflikt i Mellanöstern kan inte uteslutas. Ett eventuellt krig i Irak kan medföra följande effekter:

- Den omedelbara effekten är det höga oljepriset och dess negativa effekter på världsekonomin.
- Den ökade osäkerheten dämpar hushållens och företagens framtidstro både direkt och indirekt, bl.a. via tillgångspriser, vilket i sin tur får återhållande effekter på konsumtion och investeringar.
- Fortsatt hög riskaversion och höga riskpremier på de finansiella marknaderna bidrar också till en lägre aktivitet.
- Den ekonomiska politiken kan påverkas, t.ex. i form av ökade offentliga utgifter.

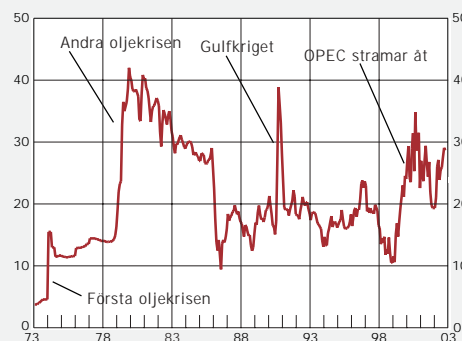
Om det går så långt som till en militär konflikt är frågan hur långvarig den blir och om det finns risk för spridning eller utslagning av oljeproduktion. Om den militära konflikten blir kortvarig, är frågan hur snabbt stabiliteten i området kan återställas och oljeproduktionen normaliseras.

EFFEKTERNA PÅ OLJEPRISET

Råoljepriset har stigit kraftigt sedan sensommaren. Det är dock långt kvar till de nivåer som rådde vid Gulfkriget (se diagram R6), då råoljan under en kort tid som mest kostade ca 40 dollar per fat. Det finns dock flera skillnader mellan dagens situation och den som rådde 1990. Då berodde t.ex. prisuppgången på att en väsentlig del av världens oljeproduktion under en tid försvann från världsmarknaden. Förlusten av olja efter att Irak invaderat Kuwait uppgick till ca 4 miljoner fat per dag, motsvarande 5 procent av världsproduktionen.

Irak svarar idag endast för ett par procent av världens totala oljeproduktion. Så länge en eventuell konflikt endast inbegriper Irak bör det inte uppstå några större utbudspenningar. Saudiarabien har vid tidigare kriser täckt upp för bortfall av produktion. Om Saudiarabien skulle bli indraget i kriget och dess oljefält attackerades eller någon av de viktiga transportvägarna blockerades skulle detta kunna få märkbara effekter på utbudet av olja.

Diagram R6. Oljepriset historiskt.
USD/fat



Källa: IPE.

Möjligheterna till ett oljeprisfall vid konfliktens lösning är goda. Irak har de näst största oljetillgångarna utanför Saudiarabien och har under hela sanktionsperioden tvingats hålla nere sin produktion. När den begränsningen upphör kan det innebära ett oljeprisfall och stimulans till världsekonomin. De flesta bedömare tror dock att detta skulle ta tid eftersom det behövs stora investeringar och utbyggnad av infrastruktur för att Irak ska kunna öka sin oljeproduktion mer påtagligt. Det förutsätter också att andra OPEC-medlemmar inte motverkar tillförseln av olja med egna nedskärningar i produktionen.

Om oljepriset förblir högt får det effekter för både tillväxt och inflation. Företagens produktionskostnader stiger liksom hushållens kostnader för bensin och uppvärmning. Oljepriset antas i huvudscenariot öka i år för att därefter falla tillbaka. Vid en mer utdragen osäkerhetsperiod eller en mer långvarig konflikt kan det inte uteslutas att det högre oljepriset ligger kvar och att det får en större effekt på efterfrågan i världsekonomin.

EFFEKTER PÅ KONSUMENTER OCH FÖRETAGS FRAMTIDSTRO

Under början av hösten har först företagens och därefter konsumenternas framtidstro återigen fallit tillbaka något. Oron för en konflikt kommer således i ett läge där många aktörer redan känner en stor osäkerhet inför den framtida konjunkturutvecklingen. Det är framförallt osäkerheten om och när det blir ett ingripande och i så fall dess omfattning som ger anledning till oro. I det avseendet liknar händelserna under hösten i hög grad det läge som rådde efter Iraks invasion av Kuwait 1990, där förtroendeindikatorerna också dämpades fram till krigsutbrottet i januari 1991.

Gulfkriget bidrog sannolikt till att tillväxten blev svag både 1990 och 1991, men återhämtningen skedde förhållandevis snabbt. En viktig faktor är således hur länge osäkerheten består, och hur snabbt och tydligt konflikten löses. Erfarenheterna från 1991 visar att förtroendet, liksom börsen och den ekonomiska utvecklingen, snabbt kan återhämta sig när konflikten väl är över.

Men oron gäller även de statsfinansiella kostnaderna. Den amerikanska kongressens budgetkontor uppskattar de direkta kostnaderna för ett angrepp till omkring 100 miljarder kronor per månad, vilket motsvarar 0,1 procent av BNP. I ett läge där USA:s statsfinansiering återigen uppvisar underskott kan det bidra till att driva upp räntor och tvinga fram åtstramningar i finanspolitiken – antingen genom skatthöjningar eller utgiftsned-

skärningar. I kombination med oron för att ett krig blir utdraget kan det göra att konsumenter och företag skjuter upp konsumtion och investeringar, vilket i sig verkar hämmande på den ekonomiska utvecklingen. Det leder därmed till att vinstutsikterna för näringslivet försämras och påverkar således börskurserna negativt.

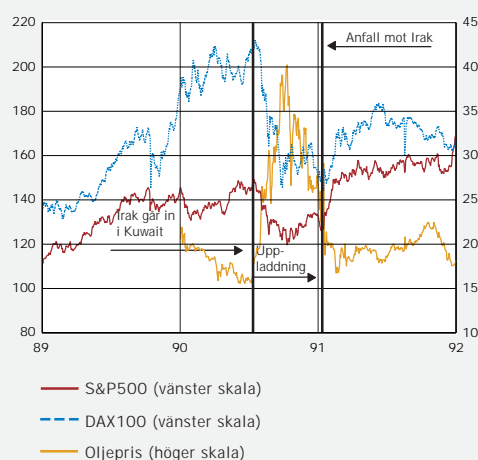
Ett tänkbart scenario är att en eventuell konflikt får ett snabbt slut, likt det i Gulfkriget. Reaktionerna på de finansiella marknaderna och på oljepriset kan i detta fall bli kraftigt positiva, vilket medför en ekonomisk stimulans. Det är också rimligt att tänka sig att de återhållande faktorerna under uppladdningsfasen snabbt byts i sin motsats när företag och konsumenter återupptar sina tidigare konsumtions- och investeringsplaner.

HÖGA RISKPREMIER

En mer utdragen säkerhetspolitisk oro kan bidra till en fortsatt hög riskaversion och höga riskpremier på de finansiella marknaderna. Vissa sektorer, exempelvis IT- och telekomsektorn, upplever redan idag en ansträngd situation som kan försämrats ytterligare om förtroendet bland investerare och konsumenter faller ytterligare. Vid tidigare tillfällen av internationell politisk oro (se diagram R7 och R8), exempelvis i samband med Iraks invasion av Kuwait och terrordåden den 11 september 2001, har den prissatta risken kunnat observeras i form av högre volatilitet och kraftigt sjunkande priser på aktiemarknaderna. Under Kuwaitkrisen återgick volatiliteten till mer normala nivåer och aktiepriserna steg i takt med att utgången klarnade.

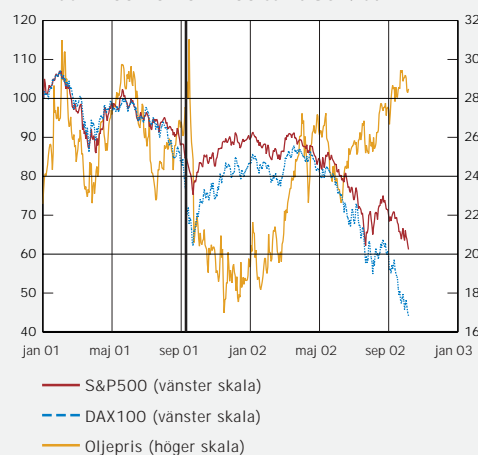
Sammanfattningsvis medför ett högt oljepris under en längre period en betydande risk för att världskonjunkturen blir svagare än väntat. Kombinationen av ett fortsatt högt oljepris och en lång period av internationell osäkerhet om den säkerhetspolitiska utvecklingen är kanske det mest problematiska. En sådan utveckling bidrar till fortsatt hög riskaversion och hämmar en återhämtning i världskonjunkturen. Men det är också möjligt att konflikten löses relativt snabbt, varvid oljepriser och de finansiella marknaderna återgår till att präglas av mer realekonomiska faktorer såsom efterfrågan och utbud.

Diagram R7. DAX- och S&P500-index samt oljepris under perioden för Gulfkriget.
Index: 1998-01-01=100 samt USD/fat



Källor: IPE och Riksbanken.

Diagram R8. DAX- och S&P500-index samt oljepris, efter händelserna den 11 september.
Index: 2001-01-01=100 samt USD/fat



Källor: IPE och Riksbanken.

Utvecklingen bortom prognoshorisonten

Penningpolitiken inriktas normalt sett på att uppnå inflationsmålet på ett till två års sikt. Men också utvecklingen på kortare och längre sikt bör tillåtas påverka penningpolitiken. Ju längre fram i tiden prognoserna sträcker sig desto mer osäkra är de dock normalt sett.

Utsikterna bortom prognoshorisonten beror naturligtvis i hög grad på vad som händer under de närmaste åren. Detta är särskilt tydligt i den rådande situationen. Å ena sidan kan utvecklingen snabbt stabiliseras och medför en tydlig global återhämtning med stigande resursutnyttjande och behov av en mer neutral ekonomisk politik. Å andra sidan är det möjligt att den finansiella oron består och förstärks av bl.a. påtagliga sättningar även i den reala förmögenheten.

Om förtroendet för aktiemarknaden skulle stabiliseras snabbare än prognostiserat och konflikterna i Mellanöstern också snabbt kommer till ett slut finns det goda skäl att tro att den ekonomiska utvecklingen kan ta ordentlig fart. Den ekonomiska politiken är starkt expansiv, främst i USA. Produktivitetens utvecklingen i bl.a. USA har också överraskat positivt och hushållens ekonomi är förhållandevis stark. Det är då rimligt att räkna med ett märkbart stigande globalt resursutnyttjande, vilket kommer att bidra till en högre efterfrågan även i Sverige. Avgörande för den svenska inflationsutvecklingen blir i ett sådant scenario produktionsförmågans utveckling. Det är den som styr vilken efterfrågeutveckling som är förenlig med prisstabilitet. Här finns en del oroande tecken i form av sjunkande medelarbetstid till följd av bl.a. en ökad sjukfrånvaro och förkortad arbetstid. Samtidigt sker konjunkturuppgången i ett läge där resursutnyttjandet redan är förhållandevis stramt, vilket kräver en flexibel och väl fungerande arbetsmarknad framledes, men sannolikt också att den ekonomiska politiken successivt förs i en mindre expansiv riktning.

Det andra möjliga scenariot är att den finansiella oron består. Detta kommer troligen att utlösa ytterligare rationaliseringar och besparingar i företagssektorn, ökad arbetslöshet och betydligt mer osäkra inkomstutsikter hos hushållen. I förlängningen kommer även värdet av hushållens reala förmögenhet sjunka, vilket medför ett ökat behov av att spara. Lägre aktivitet riskerar att sätta ytterligare press på de redan svaga offentliga finanserna utomlands och för svensk del även på budgeteringsmarginalerna. För att undvika en självförstärkande negativ spiral, där en sämre real utveckling medför en ökad oro kring både tillgångspriser och statsfinansiell uthållighet som i sin tur dämpar aktiviteten, kommer situationen antagligen kräva en omsvängning i sammansättningen av den samlade ekonomiska politiken.

Inflationens bestämningsfaktorer

I detta kapitel redovisas bedömningen i huvudscenariot för de viktigaste bestämningsfaktorerna för inflationen under de kommande två åren. Inledningsvis redogörs för utvecklingen på de finansiella marknaderna samt de monetära förhållandena följt av en analys av den internationella utvecklingen samt utvecklingen i svensk ekonomi.

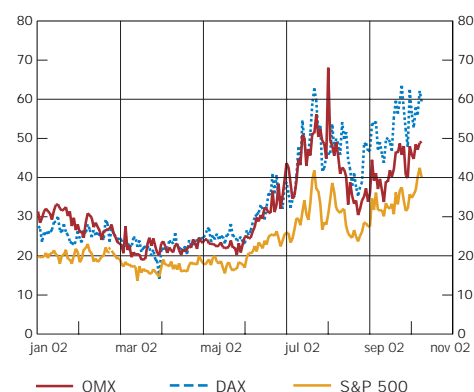
De finansiella marknaderna och monetära förhållanden

De finansiella marknaderna har sedan föregående inflationsrapport präglats av en utbredd turbulens och oro samt låg riskaptit, bl.a. förknippade med redovisningsskandalerna i USA och sjunkande aktiekurser. De globala aktiemarknaderna har utmärkts av att all fler sektorer – utöver IT och telekom – upplevts vara övervärderade. Detta sammanhänger bl.a. med en växande osäkerhet om framtida vinstutsikter och styrkan i den väntade konjunkturåterhämtningen i USA och Europa, trots oväntat god produktivitet- och vinstutveckling i USA. Även om osäkerheten kopplad till företagsredovisningsproblemen avtagit något sedan sommaren, kvarstår en betydande osäkerhet som också är kopplad till den politiska oron kring Mellanöstern och Irak (se diagram 4).

De finansiella marknaderna har sedan föregående inflationsrapport präglats av stor osäkerhet och låg riskaptit.

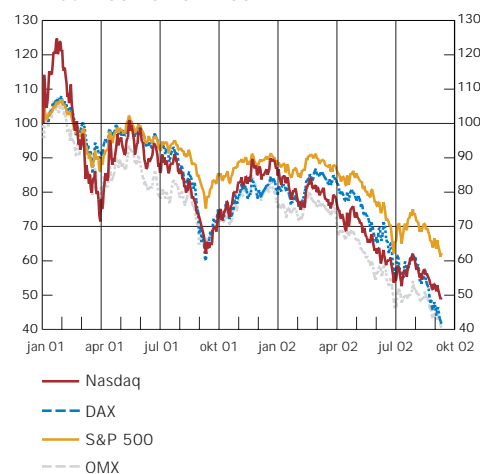
Aktiemarknaden har utvecklats svagt. Amerikanska S&P 500 har sammantaget sjunkit med 26 procent och det svenska SAX-indexet med 38 procent sedan inflationsrapporten i juni (se diagram 5). En successiv nedrevidering av prognosantagandena om börsutvecklingen har skett under sommaren mot bakgrund av osäkerheten kring kvaliteten i företagets vinster m.m. Detta väntas bidra till en högre riskpremie åtminstone för en tid framöver. Därtill förväntas en något lägre vinsttillväxt till följd av en mer dämpad global tillväxt. Revideringarna resulterar också i en, i termer av P/E-tal, lägre värdering av börsen framöver. I takt med att förtroendet förbättrats och den internationella konjunkturuppgången blir alltmer tydlig bedöms börskurserna ändå gradvis kunna stiga något. Det går emellertid inte att utesluta att det tar mer tid att återupprätta förtroendet och att börsuppgången därmed skjuts på framtiden.

Diagram 4. Historisk implicit volatilitet för S&P500, OMX och DAX. Procent



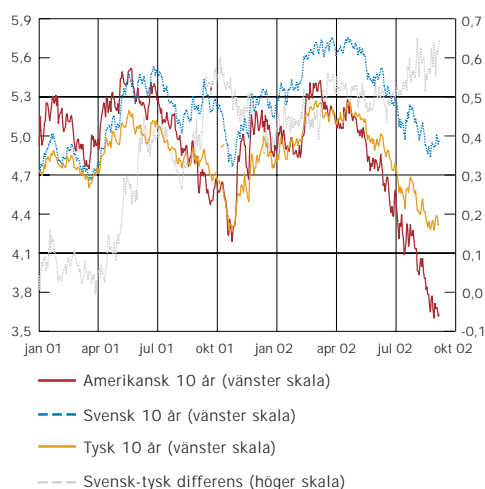
Källa: Bloomberg.

Diagram 5. Börsutveckling Nasdaq, S&P 500, DAX samt OMX. Index 2001-01-01=100



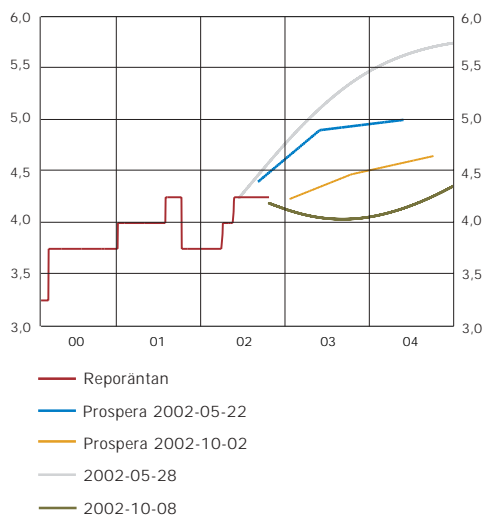
Källa: Ecwin.

Diagram 6. Långränteutveckling i USA, Tyskland och Sverige samt svensk-tysk långräntedifferens. Procent och procentenheter



Källa: Riksbanken.

Diagram 7. Penningpolitiska förväntningar enligt Prosperas enkät och implicita terminsräntor. Procent



Källor: Prospera Research AB och Riksbanken.

Osäkerheten har manifesterats i svag aktiemarknad och fallande räntor.

Det internationella börsfallet har bidragit till att placerare sökt sig till alternativa och säkrare placeringar, vilket medfört att de internationella obligationsräntorna under sommaren har fallit påtagligt mer än väntat (se diagram 6). Exempelvis har den amerikanska 10-åriga obligationsräntan sedan föregående inflationsrapport sjunkit med drygt 1 procentenhet till den lägsta nivån sedan 1958. Jämfört med de tyska långräntorna har de svenska obligationsräntorna dock inte fallit lika mycket under den senaste månaden, vilket innebär att den svensk-tyska långräntedifferensen har stigit något. Obligationsräntorna väntas stiga framöver i takt med en global återhämtning och en stabilisering på börsen. Vid prognoshorisontens slut väntas den svenska 10-åriga obligationsräntan uppgå till knappt 6 procent, vilket är något lägre än bedömningen i föregående inflationsrapport.

Besluten om att lämna styrräntan oförändrad vid de två penningpolitiska sammanträdena under sommaren var väntade av marknadsaktörerna. De penningpolitiska förväntningarna på lite längre sikt har, enligt såväl enkäter som marknadsprissättningen, gradvis justerats ned (se diagram 7). I dagsläget väntas styrräntan på två års sikt i princip vara oförändrad enligt de implicita terminsräntorna men höjas till 4,75 procent enligt Prosperas senaste enkätundersökning.

Valutamarknaden har under sommaren präglats av en generell dollarförsvagning bl.a. till följd av den säkerhetspolitiska oron, osäkerheten kring återhämtningen i den amerikanska ekonomin och finansieringen av de amerikanska bytesbalansunderskotten. Dollarförsvagningen har skett under ordnade former och varit av väntad omfattning, om än överraskande snabb. På senare tid har det skett en stabilisering i eurodollarkursen, då euron påverkats av svag europeisk konjunkturstatistik. Kronan har periodvis under sommaren utvecklats svagt mot euron, vilket bl.a. kan förklaras av den allmänna finansiella oron och en lägre riskaptit (se diagram 8). Sammantaget är kronan emellertid starkare idag jämfört med i början av juni, vilket delvis kan sammanhånga med EMU-förväntningar i samband med den svenska valutgången. Kronan förutsetts bli starkare både jämfört med dollarn och euron under prognosperioden. Förstärkningen väntas dock bli marginellt mindre än tidigare beräknat, vilket bl.a. hänger samman med hur terms of trade har utvecklats under senare år. I huvudscenariot väntas kronan stärkas till knappt 134 SEK/TCW i genomsnitt för 2002, ca 128 för 2003 samt ca 125 för 2004.

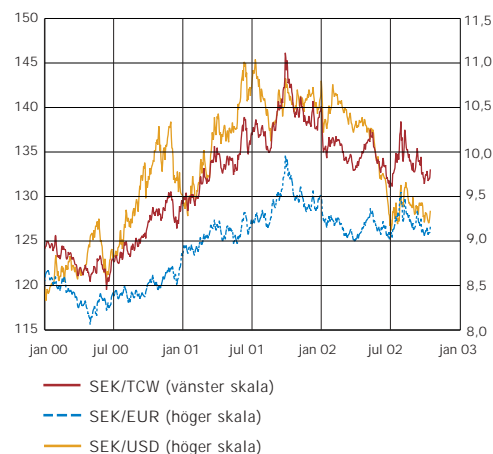
Valutamarknaden har under sommaren präglats av en generell dollarförsvagning.

Utvecklingen i penningmängdsaggregat och kreditgivning hittills i år indikerar också en dämpad ekonomisk aktivitet framöver. Den årliga tillväxttakten i olika penningmängdsaggregat avtog under det andra kvartalet (se diagram 9), även om tillväxttakten i M3

vänt uppåt mot slutet av sommaren. Även företagens upplånings-situation följer detta avtagande mönster. Detta gäller företagens upplåning både via bank och via obligationer på den inhemska marknaden. Ökningstakten i hushållens kreditefterfrågan från såväl bank som bostadsinstitut har endast dämpats i begränsad utsträckning hittills i år, vilket sannolikt hänger samman med att aktiviteten på fastighetsmarknaden varit fortsatt hög.

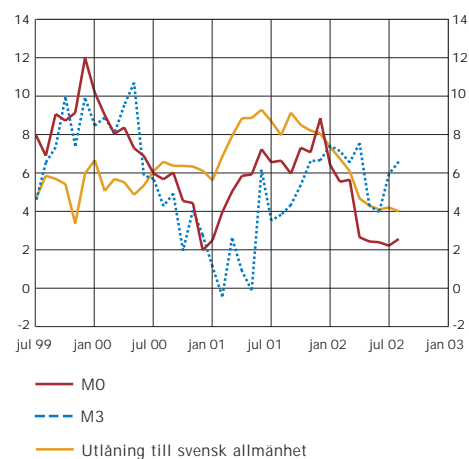
Sammantaget innebär den senaste tidens utveckling att de reala monetära förhållandena har blivit något mer expansiva. Den reala växelkursen har försvagats något och den 5-åriga realräntan har sjunkit, medan den korta realräntan i stort sett varit oförändrad. I ett bredare finansiellt perspektiv har den expansiva effekten motverkats av lägre reala aktiepriser. Framöver väntas de reala monetära förhållandena stramas åt något i takt med en stigande real långränta och en apprecierande krona.

Diagram 8. Växelkursutveckling SEK/TCW, SEK/USD och SEK/EUR.



Källa: Riksbanken.

Diagram 9. Penningmängd mätt som M0 respektive M3 samt kreditinstitutens utlåning till svensk allmänhet. Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

LIVFÖRSÄKRINGSBOLAGEN

I samband med den kraftiga nedgången på världens börser de senaste åren, har livförsäkringsbolagen och deras allt mindre värda aktietillgångar hamnat i fokus. Frågor har rests om hur pensionerna påverkas, huruvida livförsäkringsbolagen kan komma på obestånd och om bolagen kan tvingas sälja aktier för att uppfylla solvensreglerna och därmed påverka aktiemarknaderna. En speciell fråga är om de svenska bankerna, som äger några livförsäkringsbolag, kan drabbas av utecklingen. Den här rutan diskuterar dessa frågeställningar. De slutsatser som dras är att kopplingen till realekonomin är begränsad och huvudsakligen utgörs av effekten på pensionsnivåerna.

Fem aktörer dominerar livförsäkringsmarknaden i Sverige; Alecta, Skandia-koncernen, AMF-pension, SEB-koncernen och SHB-koncernen. Deras livförsäkringsbolag förvaltar över 80 procent av tillgångarna hos svenska livförsäkringsbolag. Alecta är ett helt ömsesidigt bolag som ägs av försäkringstagarna. AMF-pension, Skandia, SEB och SHB (ett bolag) driver sina livförsäkringsbolag enligt ömsesidiga principer. Ömsesidiga bolag och bolag drivna enligt ömsesidiga principer är s.k. icke-vinstutdelande bolag. SHB Liv och Nordea Liv II, med tillsammans cirka fyra procent av tillgångarna, är dock vinstutdelande bolag.

I de icke-vinstutdelande bolagen bär försäkringstagarna den finansiella risken i bolagen och "äger" det egna kapitalet. Det egna kapitalet utgörs av aktiekapital och återbäringsmedel.¹ I det vinstutdelande bolaget SHB Liv äger SHB det egna kapitalet, men försäkringstagarna bär i hög grad den egna risken genom villkorad återbärning. När det förvaltade kapitalet resulterar i en avkastning högre än den utlovade avkastningen, tillfaller 90 procent försäkringstagaren och 10 procent SHB. I de icke-vinstutdelande bolagen går överavkastningen till det egna kapitalet, för att i framtiden fördelas till försäkringstagarna eller täcka eventuella förluster. I dessa bolag tjänar aktieägarna pengar på försäljningen av bolagens produkter och administrationen av bolagen.

1 Återbäringsmedel är försäkringsbolagets ackumulerade vinst. För vinstutdelande bolag är termen inte tillämplig. I ömsesidigt ägda bolag finns inget aktiekapital.

Tabell R1. Livförsäkringsbolagen 2002-06-30.

Koncern	Bolag	Område ^a	Kollektiv konsolideringsgrad ^b	Tillgångar (mkr)	Andel av sektorns tillgångar
	Alecta	Af	107 ^c	287 777	22%
Skandiakoncernen	Skandia Liv	Tr	89	229 236	17%
	Skandia Link	Ff		38 529	3%
SEB-koncernen	SEB Trygg Liv Gamla	Tr	88	159 174	12%
	SEB Trygg Liv Nya	Tr	93	8 927	1%
	SEB Trygg Liv Fondförsäkring	Ff		42 709	3%
	AMF-pension	Tr/Ff	96	188 981	14%
SHB-koncernen	SHB Liv	Tr/Ff	- ^d	34 061	3%
	SPP Liv	Tr	86/105 ^e	73 236	6%
	SPP Liv Fond	Ff		7 122	1%
Länsförsäkringar	Länsförsäkringar Liv	Tr	87	84 395	6%
	Länsförsäkringar Fondliv	Ff		15 081	1%
Folksam	Folksam Liv	Tr	90	54 501	4%
	FolksamFond	Ff		3 812	0%
	Folksam LO	Ff		3 528	0%
FSB-koncernen	Robur Försäkring	Ff		37 065	3%
Nordea-koncernen	Nordea Liv I	Tr	89	14 875	1%
	Nordea Liv II	Tr/Ff		360	0%
	Övriga			62 722	5%
	Totalt			1 330 856	100%

Anm. a) Af: avtalsförsäkring, Tr: traditionell livförsäkring, Ff: fondförsäkring; b) Kollektiv konsolideringsgrad är förhållandet mellan placeringstillgångarnas värde och värdet av bolaget åtaganden. Avser 2002-08-31, preliminära siffror; c) Endast verksamhet med förmånsbestämda pensioner; d) Ej tillämpligt för vinstutdelande bolag. e) Individuella sparförsäkringar / förmånsbestämda pensioner.

Källor: Försäkringsförbundet och Finansinspektionen.

ÄR LIVFÖRSÄKRINGSBOLAGENS SOLVENS I FARA?

Enligt Försäkringsrörelselagen ska livförsäkringsbolag ha en kapitalbas som minst uppgår till solvensmarginalen. Kapitalbasen utgörs, förutom av det egna kapitalet, även av obeskattade reserver och förlagslån.² Vid beräkandet av kapitalbasen får högst 50 procent av kapitalet utgöras av förlagslån. Solvensmarginalen är förenklat fyra procent av de försäkringstekniska avsättningarna. Relationen mellan tillgångar och kapitalbas visas i illustrationen.

Tillgångarnas värde varierar med marknadsvärdena. Skuldsidan, som vid sidan av kapitalbasen i princip utgörs av försäkringstekniska avsättningar (FTA) för framtida åtaganden, förändras långsammare och beräknas efter aktuariella principer. Ingående variabler för beräkning av FTA är t.ex. förväntad livslängd, framtida driftkostnader och "högsta räntan". "Högsta räntan"

Illustration av relationen tillgångar, kapitalbas och försäkringstekniska avsättningar



■ Tillgångar
 ■ Försäkringstekniska avsättningar (garanterade försäkringsutfästelser)
 ■ Kapitalbas

Kapitalbas \geq (0,04 x försäkringstekniska avsättningar)

2 Förlagslån är skulder med låg prioritet i samband med konkurs.

används för att beräkna nuvärdet av bolagets framtida betalningsströmmar. Denna ränta bestäms av Finansinspektionen (FI) utifrån ett EU-direktiv som säger att räntan ska sättas till 60 procent av marknadsräntan på en lång statsobligation.

Generellt sett är de äldre livförsäkringsbolagen mer solventa än de yngre, eftersom de över längre tid kunnat ackumulera överskott. FI undersökte nyligen solvensen hos de tretton största bolagen per den sista juni 2002. Samtliga undersökta bolag var solventa vid rådande "högsta ränta", men sex av de tretton uppgav att de skulle understiga det lagstadgade solvensmålet om "högsta räntan" sänktes med en halv procentenhet från 3,5 procent till 3,0 procent. Dessa sex bolag innehar tillsammans endast cirka tio procent av livförsäkringsbolagens totala tillgångar. FI följde upp de sex bolagen den 31 augusti. Samtliga uppfyllde fortfarande solvensmålet, även om solvensen hade sjunkit något för samtliga bolag. Den 23 oktober ska Finansinspektionen besluta om ny "högsta ränta". Givet utvecklingen för den långa räntan är en sänkning av "högsta räntan" från 3,5 procent till 3,0 procent inte osannolikt, vilket skulle medföra en lägre solvens för samtliga undersökta bolag.

Även om ett livförsäkringsbolag inte skulle uppfylla solvensregeln behöver det inte betyda att det inte kommer att kunna fullgöra sina åtaganden. Anledningen är dels att de beräkningar som ligger till grund för de försäkringstekniska avsättningarna utgår från försiktiga antaganden som tenderar att öka skuldsidan, dels att huvuddelen av utbetalningarna ligger relativt långt i framtiden. Till dess kan placeringstillgångarna mycket väl återvinna delar av sitt värde. I det fall att ett livförsäkringsbolag faktiskt skulle likvideras, underlättas detta av att det därför bör finnas andra bolag som är villiga att ta över verksamheten. Likviditeten utgör heller inte som regel ett problem för bolagen; åtagandena ligger långt i framtiden och för kunderna är det ofördelaktigt att i förtid lösa in en livförsäkring och i vissa fall otillåtet.

RISKERAR BANKERNA ATT DRABBAS?

För att stärka solvensen har några banker under sommaren och hösten förstärkt kapitalbasen i några av sina livförsäkringsbolag genom förlagslån och kapitaltillskott. SPP Liv emitterade två förlagslån utan fast löptid på sammanlagt 1,6 miljarder kronor till SHB. Nya SEB Trygg Liv fick från SEB ett förlagslån på 230 miljoner kronor och ökat aktiekapital med 100 miljoner kronor (anledningen uppgavs vara den kraftiga expansionen av företaget). Nordea Livförsäkring I upptog ett förlagslån på 500 miljoner kronor från Nordea. Förlagslånen får endast amorteras och återbetalas om solvensmarginalen inte riskerar att underskridas.

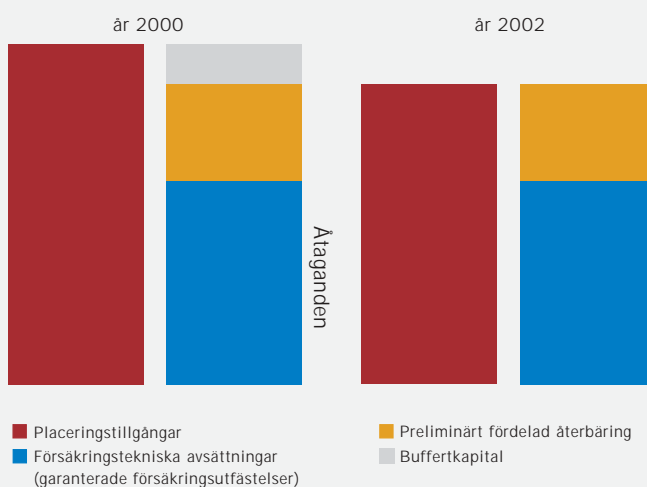
Givet den fortsatt svaga utvecklingen på aktiemarknaden sedan dessa tillskott gjordes och en eventuell sänkning av "högsta räntan", är det inte osannolikt att ägarna blir tvungna att skjuta till ytterligare medel. Den framtida tillförsel av kapital och förlagslån som sammantaget skulle kunna bli nödvändig till de bankägda livförsäkringsbolagen vid en sänkning av "högsta räntan" är i storleksordningen tio miljarder kronor. Hela tillskotten räknas av från bankernas kapitalbas. Behovet av kapitaltillskott till de bankägda livförsäkringsbolagen är inte så stort att det bedöms påverka bankernas kapitalbas menligt och därmed inte heller nivån på deras kreditgivning.

HUR PÅVERKAS PENSIONERNA?

Livförsäkringsbolagens möjlighet att uppfylla sina åtaganden gentemot försäkringstagarna uttrycks genom den kollektiva konsolideringen. Kollektiv konsolidering är ett begrepp som endast används för de bolag som drivs enligt ömsesidiga principer. Det är ett mått på hur placeringstillgångarnas värde förhåller sig till värdet av bolagets åtaganden och har ingen direkt relation till ett bolags solvens. En låg kollektiv konsolidering behöver inte nödvändigtvis tyda på en låg solvens. Åtagandena är värdet av bolagets garanterade försäkringsutfästelser och av de återbäringsmedel som preliminärt fördelats till försäkringstagarna men inte betalats ut (preliminärt fördelad återbäring). När placeringstillgångarna är värda mer än åtagandena är den kollektiva konsolideringen högre än 100 procent, annars är den lägre än 100 procent.

Att den kollektiva konsolideringen ligger en bra bit under 100 procent behöver inte utgöra något större problem, förutom för försäkringstagaren som riskerar att få lägre återbäring än förväntat. Bolagen har möjlighet att återställa nivån t.ex. genom att sänka återbäringsräntan, vilket skett under året. Bolagen har också möjlighet att göra engångsöverföringar från den preliminärt fördelade återbäringen till buffertkapitalet eller sätta återbäringsräntan negativ för att minska stocken av preliminärt fördelad återbäring. Detta kan ses som ett svar på att bolagen över en lång tid preliminärt allokerat mer än vad en långsiktig trend tillåtit. Resultatet är dock, oavsett metod, att flera bolag sänkt sina återbäringsräntor och eventuellt behöver sänka dem ytterligare, vilket leder till lägre pensioner än bolagen tidigare förespeglat sina kunder.

Illustration kollektiv konsolidering



Anm: Kollektiv konsolidering = placeringstillgångar/åtaganden.

PÅVERKAS AKTIEMARKNADEN?

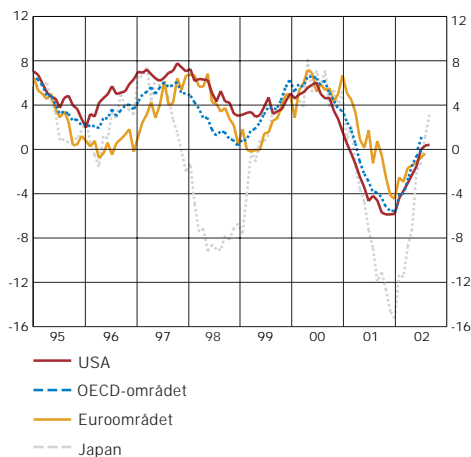
Livförsäkringsbolagen är stora ägare av aktier och obligationer. Vid halvårsskiftet 2002 utgjorde placeringar i aktier över en tredjedel av bolagens tillgångsportföljer, bortsett från fondförsäkringsbolagen som nästan uteslutande placerar i aktier. Andelen aktier i portföljerna ökade successivt under 1990-talet. Anledningen var förändrade placeringsregler, men också att aktierna stigit i värde och genererat en hög avkastning vilket motiverade bolagen att ha en större andel aktier i portföljerna. I samband med att vissa bolag riskerat att hamna under den lagstadgade solvensnivån, har de valt att minska andelen aktier i sina portföljer för att minska riskerna. Även om dessa utförsäljningar inte varit stora kan de, när omsättningssiffrorna varit låga, ha bidragit till börsnedgången. I Europa förefaller detta ha varit ett större problem. Enligt Försäkringsrörelselagen måste bolagen ha tillgångar till ett belopp som motsvarar FTA placerade enligt vissa placeringsregler, så kallad skuldtäckning. En av dessa regler är hur stor andel av skuldtäckningen som får utgöras av olika former av tillgångar. Andelen aktier i skuldtäckningen får t.ex. högst uppgå till 25 procent av totala skuldtäckningen. I fall "högsta räntan" sänks stiger FTA. Detta kan medföra att andra tillgångar än aktier utgör en för låg andel av skuldtäckning, vilket skulle kunna föranleda att aktier måste säljas. I dagsläget har dock de flesta bolagen tillräckligt med andra tillgångar för att uppfylla skuldtäckningskravet.

Med tanke på utvecklingen på världens börser är det inte orimligt att bolagens interna placeringsregler anpassas i syfte att minska riskerna. Det kan föranleda en lägre andel aktier i placeringarna framöver. Viljan att spara i livförsäkring kan eventuellt också komma att minska till följd av den negativ utvecklingen. Detta kan resultera i att mindre kapital tillförs aktiemarknaderna än under 1990-talet och början av 2000-talet.

Sammantaget är de större livförsäkringsbolagen vid god solvens, medan några av de mindre kan komma att behöva kapitaltillskott. I den utsträckning som de svenska storbankerna behöver skjuta till kapital bedöms detta inte utgöra något hot mot deras kapitaltäckning eller kreditgivning. Kopplingen till realekonomin och prisstabiliteten är därför begränsad. Den försämrade kollektiva konsolideringen har dock lett till att flera bolag sänkt sina återbäringsräntor och eventuellt behöver sänka dem ytterligare, vilket leder till lägre pensioner.

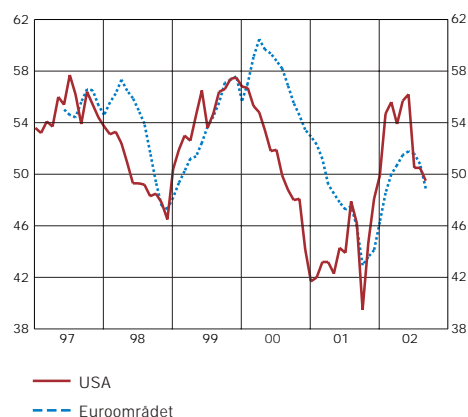
Internationell utveckling

Diagram 10. Industriproduktionen i OECD-området.
Årlig procentuell förändring



Källor: OECD, Federal Reserve, Eurostat and Ministry of International Trade and Industry.

Diagram 11. Inköpschefsindex i USA och euroområdet.
Index



Källor: ISM och Reuters.

Det internationella konjunkturläget har försvagats.

Det internationella konjunkturläget har försämrats bl.a. till följd av fortsatt fallande aktiepriser och den säkerhetspolitiska oron. Utvecklingen har dämpat förväntningarna hos både hushåll och företag och ökat osäkerheten om efterfrågeutvecklingen framöver. Detta medför att den internationella återhämtningen bedöms bli svagare och mer utdragen än vad som förutsågs i den senaste inflationsrapporten. Återhämtningen i den internationella industrikonjunkturen har dessutom gått in i en lugnare fas (se diagram 10 och 11). I takt med att börserna fallit och återhämtningen i industrin mattats har amerikanska företag anpassat sina kostnader bl.a. genom att dra ner på personal. Tillsammans med hög produktivitet och ökade intäkter har detta lett till ökade vinster. Denna typ av anpassning har inte skett i samma utsträckning i euroområdet och Japan.

En mer dämpad återhämtning i USA.

Förutsättningarna för en gynnsam ekonomisk utveckling framöver är splittrade. Utsikterna för en gradvis ökad aktivitet i USA tycks vara förhållandevis goda. Den expansiva ekonomiska politiken i kombination med en gynnsam produktivitet utveckling talar för en återhämtning. Den förutsedda försvagningen av dollarn kan också understödja en mer balanserad handelsutveckling. Men samtidigt har oron på de finansiella marknaderna ökat osäkerheten om utvecklingen framöver, vilket kan inverka dämpande på konsumtions- och investeringsviljan under prognosperioden.

Trots att börserna i USA har fallit under en längre tid ökade hushållens konsumtion snabbt under inledningen av årets tredje kvartal. Detta kan till stor del förklaras av att de stora bilföretagen återinfört nollräntefinansiering vid köp av bilar. Även övriga delar av konsumtionen överraskade dock positivt. Utvecklingen ska ses i ljuset av den fortsatt goda tillväxten i hushållens disponibla inkomster, vilken bl.a. kan förklaras av den expansiva finanspolitiken. Fortsatt stigande bostadspriser och låga räntor har också bidragit till den gynnsamma utvecklingen. Den finansiella oron bedöms dock innebära att företagen under den närmaste tiden kommer att vara fortsatt fokuserade på att pressa sina kostnader och förbättra balansräkningarna. Detta väntas innebära att sysselsättningen utvecklas svagare än vad som tidigare antagits och att arbetslösheten stiger under de närmaste kvartalen. Hushållen väntas fortsätta att gradvis öka sitt sparande, bl.a. till följd av de senaste årens negativa förmögenhetsutveckling och det växande underskottet i de offentliga finanserna. Stimulansen från skattelättnaderna väntas dessutom gradvis avta. Sammantaget bedöms detta leda till att hushållens konsumtion ökar i en långsammare takt under större delen av prognosperioden.

Osäkerheten kring den framtida investeringsutvecklingen är fortsatt stor. Å ena sidan medför börsfallet och stigande kredit-

spreadar att många företags finansieringskostnader för marknadsupplåning stigit. Ökad riskaversion kan bidra till att investeringar skjuts på framtiden. Dessutom har vinstförväntningarna på längre sikt successivt reviderats ner (se fördjupningsrutan "Den amerikanska aktiemarknaden"). Å andra sidan ligger näringslivets investeringskvot under sin historiska trend samtidigt som företagens vinster och kassaflöden förbättrats sedan slutet av förra året bl.a. till följd av den fortsatt goda produktivitetens utvecklingen och fallande enhetsarbetskostnader (se diagram 12 och 13). Det flesta företagen kan dessutom låna till fortsatt låga marknadsräntor. Den låga lagernivån i förhållande till försäljningen talar också för en fortsatt ökad produktion (se diagram 14). Mot denna bakgrund väntas en fortsatt gradvis återhämtning i näringslivets investeringar. Den finansiella oron väntas dock leda till en svagare utveckling än vad som tidigare förutsetts.

Sammantaget bidrar den finansiella oron till att osäkerheten om tillväxtutsikterna ökat och att återhämtningen i USA väntas bli mer utdragen än i den förra inflationsrapporten.

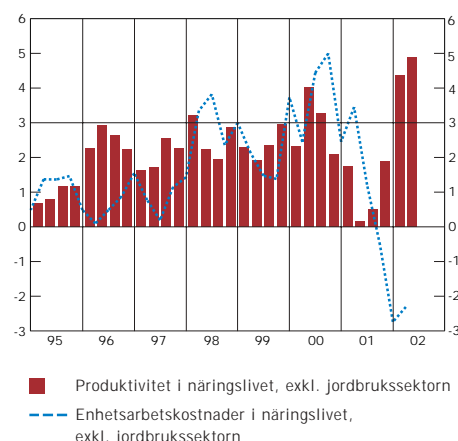
Euroområdet – exportledd återhämtning med inhemska problem.

Under det första halvåret i år har utvecklingen i euroområdet varit svagare än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. Det är framförallt en svag investeringsutveckling som dämpat tillväxten, medan lager och nettoexport utvecklats mer gynnsamt. Även i euroområdet väntas den finansiella oron inverka dämpande på konsumtions- och investeringsviljan under prognosperioden. De inhemska tillväxtförutsättningarna bedöms dock vara sämre än i USA. Det är således framförallt en förbättrad global aktivitet som bedöms kunna bidra till en återhämtning.

Sysselsättningsutvecklingen i euroområdet har under konjunktur nedgången varit relativt god medan produktiviteten har fortsatt att utvecklas svagt. Svårigheten att snabbt göra sig av med personal när efterfrågeläget försämrats kan ha medfört att företag har haft en högre personaltäthet än nödvändigt i lågkonjunkturen. Fallande produktivitet och stigande enhetsarbetskostnader tyder på detta. Det är framförallt inom tjänstesektorn som antalet anställda har fortsatt att växa, medan sysselsättningen har mattats i industrisektorn. Detta skulle också kunna tyda på att resurssläget i tjänstesektorn är mer ansträngt än i ekonomin som helhet. De senaste årens relativt omfattande prishöjningar på olika tjänster stödjer denna hypotes.

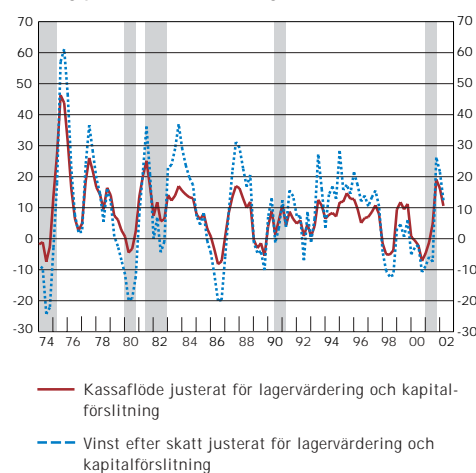
Budgetsituationen i ett antal länder i euroområdet är ansträngd på grund av redan stora budgetunderskott i utgångsläget, förstörade av både konjunkturavmattningen och tidigare införda skattelättnader samt av sommarens översvämningskatastrof som särskilt kommer att belasta de tyska och österrikiska budgetarna. Utrymmet att föra en stimulerande finanspolitik framöver är därför begränsat för dessa länder av kraven i stabilitets- och tillväxtpakten. En mer återhållsam finanspolitik kommer behövas under de närmaste åren om pakten ska kunna upprätthållas.

Diagram 12. Produktivitet och enhetsarbetskostnader i näringslivet i USA. Årlig procentuell förändring



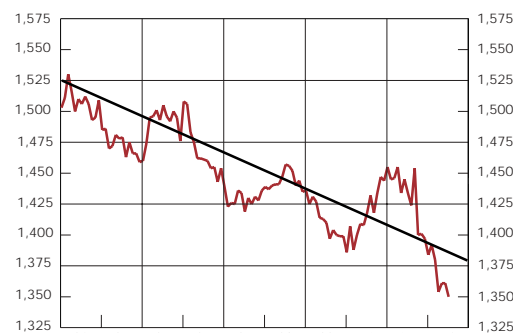
Källa: Bureau of Labor Statistics.

Diagram 13. Vinster i näringslivet i USA. Årlig procentuell förändring



Källa: US Department of Commerce.

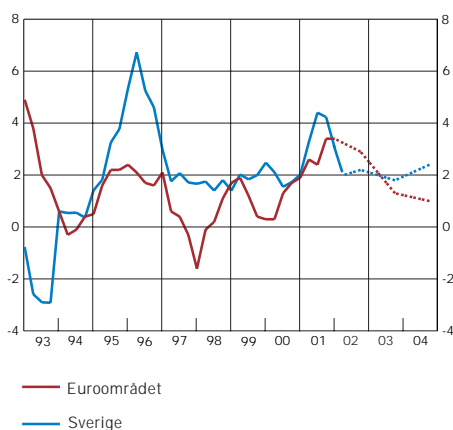
Diagram 14. Lagerkvoten i näringslivet i USA. Lager/försäljning



Anm. Den svarta linjen är en trendlinje under tidsperioden.

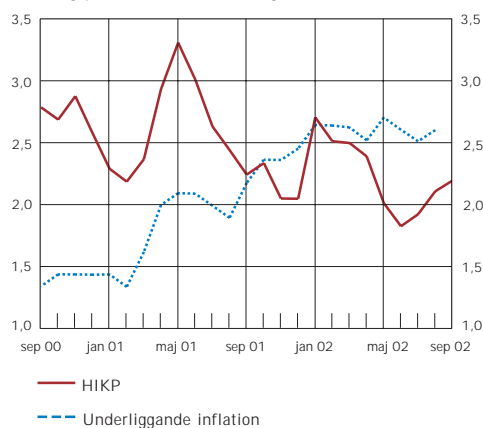
Källa: Bureau of Labor Statistics.

Diagram 15. Enhetsarbetskostnader i euroområdet och i Sverige. Årlig procentuell förändring



Anm. De streckade linjerna avser Riksbankens prognos.
Källor: ECB och SCB.

Diagram 16. Inflationen i euroområdet. Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat.

I likhet med tidigare bedömning är det framförallt en förbättrad global aktivitet som bedöms kunna bidra till en återhämtning i euroområdet. De försämrade internationella konjunkturutsikterna väntas därför leda till en lägre tillväxt än vad som förutsågs i förra inflationsrapporten. Inflationstakten i euroområdet har de senaste månaderna i stort sett utvecklats som väntat. Den mer dämpade efterfrågeutvecklingen och lägre enhetsarbetskostnader medför en något lägre inflation framöver (se diagram 15 och 16). Utvecklingen understöds också av att effekter av tidigare tillfälliga pris-höjningar gradvis försvinner.

Norden och Storbritannien – inhemsk efterfrågan driver.

Även i Storbritannien och Norden har industrikonjunkturen mattats något i spåren av den internationella utvecklingen. Till skillnad från utvecklingen i euroområdet har dock konsumtionen i Storbritannien fortsatt att utvecklas starkt. Detta kan förklaras av expansiv ekonomisk politik, stigande huspriser och gynnsam utveckling på arbetsmarknaden. Även i de nordiska länderna har konsumtionen generellt sett fortsatt att utvecklas starkare än i euroområdet. Under prognosperioden bedöms inhemsk efterfrågan fortsätta driva tillväxten i dessa länder, vilket för svensk exports del i viss mån uppväger den relativt måttliga efterfrågan i euroområdet.

Japan – stabilisering utan inhemsk dragkraft.

Den japanska ekonomin har hittills under 2002 visat svaga tecken på en stabilisering efter fyra kvartal av minskande BNP. Den ynförsvagning som inträffade förra hösten bidrog till att stärka nettoexporten under första halvåret i år. Apprecieringen av yenen under våren och de något sämre internationella konjunkturutsikterna talar dock för ett mindre bidrag från den externa sektorn den närmaste tiden. I takt med att den internationella konjunkturen förstärks väntas dock nettoexporten och industrikonjunkturen förbättras. Den kraftiga lageranpassningen under de senaste åren har dessutom skapat förutsättningar för en ökad produktion. Fortsatt finansiell oro, fallande priser, kvarstående behov av strukturella förändringar och ansträngda offentliga finanser talar dock samtidigt för en svag inhemsk efterfrågan även under de kommande åren.

Utvecklingen i övriga Asien har varit starkare än väntat under första halvåret, till följd av både exportökningar och inhemsk efterfrågan. I allt större utsträckning sker handel inom regionen. Sydostasiens snabba exportuppgång under 2002 tycks nu ha dämpats. Efterfrågan på asiatiska IT-produkter bedöms dock fortsätta att växa och inhemsk efterfrågan förbli god i flera länder till följd av en expansiv ekonomisk politik. I Brasilien fortsätter oron kring statsfinanserna att prägla utvecklingen. Tillväxten bedöms bli svag i hela Latinamerika och negativ i vissa länder.

Måttlig exportmarknadstillväxt och svagt internationellt pris-tryck.

Världshandeln har ökat under innevarande år efter att ha minskat under hösten 2001. En avgörande drivkraft bakom återhämtningen har varit det snabba lageromslaget i framförallt USA som skapade förutsättningar för en ökad produktion och handel. Sammantaget väntas dock de försämrade internationella konjunkturutsikterna bidra till att världsmarknadstillväxten under prognosperioden blir något lägre än tidigare beräknat. Även de internationella exportpriserna på bearbetade varor bedöms stiga i en långsammare takt än vad som tidigare förutsetts (se tabell 5).

Oljepriserna har stigit kraftigt sedan förra inflationsrapporten till följd av både politisk oro och ett lägre utbud än väntat. Det lägre utbudet beror på OPEC:s utbudsminskningar i början av året och Iraks minskade export. Samtidigt har efterfrågan hållits uppe bl.a. genom hög efterfrågan på bensin i USA. Oljepriset väntas fortsätta att stiga under resten av året, men därefter falla till följd av att produktionen från länder utanför OPEC ökar. Även övriga råvarupriser har ökat något från låga nivåer sedan förra inflationsrapporten och antas uppvisa en fortsatt måttlig öknings-takt under resten av prognosperioden.

Tabell 5. Internationella förutsättningar.
Årlig procentuell förändring

	BNP					KPI				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
USA	3,8	0,3 (1,2)	2,5 (2,4)	2,9 (3,4)	3,5 (3,5)	3,4	2,8 (2,8)	1,5 (1,6)	2,0 (2,2)	2,1 (2,3)
Japan	2,2	-0,3 (-0,4)	-0,7 (-1,3)	1,2 (0,8)	1,7 (1,4)	-0,7	-0,7 (-0,7)	-1,0 (-1,0)	-0,5 (-0,5)	0,5 (0,5)
Tyskland	2,9	0,6 (0,6)	0,5 (0,8)	1,9 (2,2)	2,0 (2,0)	2,1	2,4 (2,4)	1,5 (1,5)	1,4 (1,4)	1,6 (1,6)
Frankrike	4,2	1,8 (1,8)	1,4 (1,6)	2,4 (2,5)	2,2 (2,2)	1,8	1,8 (1,8)	1,7 (1,7)	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)
Storbritannien	3,1	2,0 (2,2)	1,7 (1,9)	2,5 (2,5)	2,6 (2,6)	2,1	2,1 (2,1)	2,1 (2,3)	2,3 (2,4)	2,4 (2,4)
Italien	2,9	1,8 (1,8)	0,7 (1,3)	2,3 (2,5)	2,6 (2,6)	2,6	2,3 (2,3)	2,4 (2,1)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
Danmark	3,0	1,0 (0,9)	1,6 (1,6)	2,2 (2,2)	2,2 (2,2)	2,7	2,3 (2,3)	2,3 (2,1)	2,2 (2,1)	2,2 (2,2)
Finland	6,1	0,7 (0,7)	1,6 (1,5)	3,1 (2,8)	3,3 (3,1)	3,0	2,7 (2,7)	2,2 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,1)
Norge	1,9	1,3 (1,0)	1,5 (2,0)	1,7 (2,2)	2,7 (2,0)	3,1	3,0 (3,0)	1,2 (1,6)	2,1 (2,5)	2,5 (2,5)
Euro12	3,5	1,5 (1,5)	1,0 (1,4)	2,3 (2,6)	2,5 (2,5)	2,3	2,5 (2,5)	2,2 (2,0)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)
TCW-vägt	3,3	1,2 (1,4)	1,3 (1,5)	2,3 (2,5)	2,6 (2,5)	2,3	2,3 (2,3)	1,8 (1,8)	1,8 (1,9)	2,0 (2,0)
OECD 19	3,5	0,8 (1,2)	1,5 (1,4)	2,4 (2,6)	2,8 (2,7)	2,2	2,0 (2,0)	1,4 (1,4)	1,6 (1,7)	1,8 (1,9)

	2000	2001	2002	2003	2004
Exportmarknads- tillväxt	10,8	1,0 (1,2)	2,2 (2,5)	7,4 (7,9)	7,2 (7,5)
Genomsnittliga exportpriser i nationell valuta (OECD)	1,2	0,4 (0,4)	-0,4 (-0,3)	1,1 (1,5)	1,3 (1,4)
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD per fat Brent Blend)	28,4	24,5 (24,5)	25,5 (23,8)	24,9 (23,5)	22,5 (22,0)

Anm. KPI avser RPIX för Storbritannien och HIKP för Tyskland, Frankrike, Italien, Danmark samt Finland. BNP för Norge avser fastlandsekonomi. 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 svensk export av varor 2000-2001.

Källa: Riksbanken.

DEN AMERIKANSKA AKTIEMARKNADEN

Diagram R9. Faktiska P/E-tal S&P 500 index i reala termer. 1881- juli 2002.



Källa: John Y. Cambell och Robert J. Shiller. ⁵

Utvecklingen på aktiemarknaden spelar en viktig roll för återhämtningen i den amerikanska ekonomin eftersom den påverkar hushållen och företagen. I denna fördjupning görs en historisk tillbakablick på den amerikanska börsen. Vidare diskuteras utvecklingen av några av aktieprisernas fundamentala bestämningsfaktorer.

Börsen har genomgått en anpassning mot en historiskt sett rimligare värdering.

Det fundamentala värdet på en aktie eller ett aktieindex bestäms av de förväntade reala vinsterna diskonterade med ett avkastningskrav som bestäms av den riskfria realräntan och en riskpremie. Högre framtida reala vinster eller lägre avkastningskrav motiverar ett högre realt aktiepris.

Ett vedertaget sätt att bilda sig en uppfattning om värdering av en aktie eller ett aktieindex är att relatera aktiepriset/indexet till vinsten, det s.k. P/E-talet. Utgångspunkten för detta värderingsmått är att det på lång sikt är rimligt att anta att aktiepriserna stiger i takt med vinststillväxten.³

Diagram R9 visar P/E-tal beräknade för S&P 500 index från 1881 och fram till i dag.⁴ Den amerikanska börsen har i genomsnitt värderats till 16 gånger den faktiska vinsten. Under såväl långa som korta perioder har emellertid aktiemarknaden värderats betydligt under respektive över det historiska genomsnittet. Exempelvis har kraftiga börsvängningar noterats i samband med världskrigen och börskraschen på Wall Street i början på 1930-talet.

Börsutvecklingen sedan 1960-talet kan förenklat delas in i tre perioder. Under 1960-talet rådde ett ekonomiskt klimat med låg inflation och låga räntor. Utdelningstillväxten, som på längre sikt är ett mått på vinststillväxten, var då i linje med den historiska trenden, dvs. ca 2 procent i reala termer (se tabell R2). Pe-

³ Se exempelvis Fama, E. F. och K. French, "The equity premium". Working Paper No. 522, The Center for Research in Security Prices, University of Chicago, 2001.

⁴ P/E-tal är ett nyckeltal som relaterar marknadsvärdet på företaget till den faktiska eller förväntade vinsten. Det genomsnittliga faktiska P/E-talet för S&P 500 har uppgått till ca 16 sedan 1881. Detta P/E-tal är beräknat med avseende på de genomsnittliga vinsterna under de senaste 10 åren för att möjliggöra jämförelser över konjunkturcyklerna.

⁵ Se Cambell, J. Y. och R. J. Shiller "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook: An Update", Working Paper No 8221, National Bureau of Economic Research, 2001.

rioden fr.o.m. inledningen av 1970-talet och fram till början av 1980-talet präglades av ekonomisk instabilitet med oljeprischocker och hög inflation. De reala vinsterna växte med drygt 3 procent under denna period men börserna värderades lägre än genomsnittet sannolikt till följd av den osäkerhet som rådde under perioden. Efter 1982 inleddes en period med inriktning mot ökad ekonomisk och säkerhetspolitisk stabilitet som kom till uttryck genom att penningpolitiken successivt inriktades mot prisstabilitet och att det kalla kriget mellan USA och Sovjetunionen avslutades. Detta avspeglades i snabbt stigande börskurser orsakat av fallande realräntor, lägre riskpremier och en god vinst- eller utdelningstillväxt.

Tabell R2. Historiska genomsnitt i inflation, utdelningstillväxt och vinststillväxt.

	Inflation	Avkastning		Vinststillväxt
		kort realränta	Utdelningstillväxt	
1872-1880	-2,77	9,86	4,62	NA
1881-1890	-1,72	7,23	0,69	NA
1891-1900	0,18	5,08	4,49	NA
1901-1910	1,95	3,18	3,25	NA
1911-1920	6,82	0,82	-3,43	NA
1921-1930	-1,70	7,41	9,07	NA
1931-1940	-1,23	2,80	0,36	NA
1941-1950	6,04	-4,57	3,02	NA
1951-1960	1,79	1,05	1,22	0,61
1961-1970	2,94	2,27	1,98	2,07
1971-1980	8,11	-0,30	-0,86	3,47
1981-1990	4,51	5,32	2,32	0,37
1991-2000	2,68	2,61	0,58	7,58

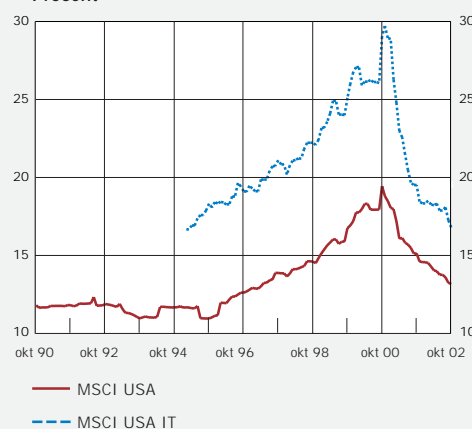
Källa: Fama och French, se fotnot nr 1.

Mot slutet av 1990-talet drevs dock börskurserna upp till historiskt höga P/E-talsnivåer bl.a. till följd av förväntningar om att införandet av informationsteknologin skulle resultera i snabbt stigande produktivitet och vinster (se diagram R10). För IT-sektorn förutspåddes exempelvis en vinststillväxt uppemot 30 procent per år i genomsnitt på 3-5 års sikt.

Efter toppnoteringen på USA-börsen våren 2000 har aktiekurserna och P/E-talen successivt korrigerats ned med anledning av den historiskt höga värderingen, recessionen i den amerikanska ekonomin under 2001 och fallande vinster och vinstförväntningar. P/E-talen uppgår i dagsläget till 17,8.

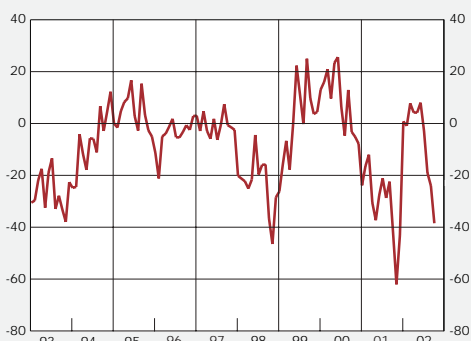
Den vändning i konjunkturen och återhämtning i det amerikanska näringslivets vinster som noterats under det första halvåret i år har ännu inte varit tillräcklig för att kunna stabilisera den amerikanska börserna. En viktig förklaring till detta är de redovisningsfiffel,

Diagram R10. Vinstförväntningar på 3-5 års sikt för MSCI och IT-sektorn i USA. Procent



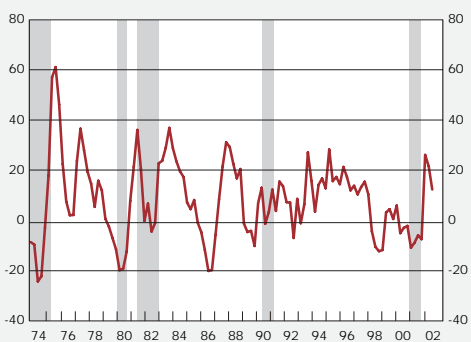
Källa: Datastream/Thomson Financial.

Diagram R11. Vinstindikator på S&P 500.
Andel upp minus nedgraderade vinstförväntningar på 12 månaders sikt.⁶
Månadsdata



Källor: Datastream/Thomson Financial och Riksbanken.

Diagram R12. Vinsterna efter skatt i amerikanskt näringsliv.
Årlig procentuell förändring



— Vinst efter skatt justerat för lagervärdering och kapitalförslitning

Källa: US Department of Commerce.

exempelvis i telekomföretaget World Com, som uppdragats och som bidragit till stigande riskpremier på aktiemarknaden under sommaren.

Sedan sommaren och under hösten har aktiemarknaden dessutom präglats av en ökad osäkerhet om takten i återhämtningen och risken för en upptrappad konflikt mellan USA och Irak samt dess förmodade realekonomiska återverkningar. Detta återspeglas bl.a. av att analytiker successivt nedreviderat sina vinstförväntningar på kort sikt (se diagram R11).

Hur ser då förutsättningarna på aktiemarknaden ut i dagsläget? En stabilisering av aktiemarknaden är beroende av utsikterna för vinstökningar i företagen förbättras och av en viss nedgång riskpremierna.

God produktivitet ger förutsättning för stigande vinster.

Produktiviteten och vinsterna i det amerikanska näringslivet har åter börjat stiga sedan slutet av förra året (se diagram R12). Det förbättrade vinstläget har hittills främst uppnåtts genom besparingar och rationaliseringar, inte tillväxt. Kostnadsfokuseringen har bl.a. bidragit till att de reala arbetskraftskostnaderna, som utgör ca 65 procent av näringslivets totala kostnader, i likhet med tidigare konjunkturcykler ökat i en långsammare takt än produktiviteten.

Inom den varuproducerande delen av det amerikanska näringslivet är vinstläget mer pressat bl.a. till följd av ett fortsatt lågt kapacitetsutnyttjande och fallande producentpriser. Produktivitetstillväxten har dock varit god även inom tillverkningsindustrin, vilket bidragit till fallande enhetsarbetskostnader. Dessutom har den snabba lageranpassningen skapat förutsättningar för en fortsatt gradvis återhämtning i industrikonjunkturen. Ett tecken på återhämtningen inom industrin är att kapacitetsutnyttjandet börjat stiga och att fallet i producentpriserna avstannat.

Sammantaget kan det konstateras att vinsterna och kassaflödena som andel av näringslivets omsättning eller bruttoproduktion förbättrats sedan början av 2001.

6 Märk väl att analytikerna i genomsnitt reviderat ned sina vinstförväntningar oftare än upp, dvs. analytikerna tycks i genomsnitt överskatta vinstutsikterna.

Åtgärder mot redovisningsfiffel ger minskade riskpremier på sikt.

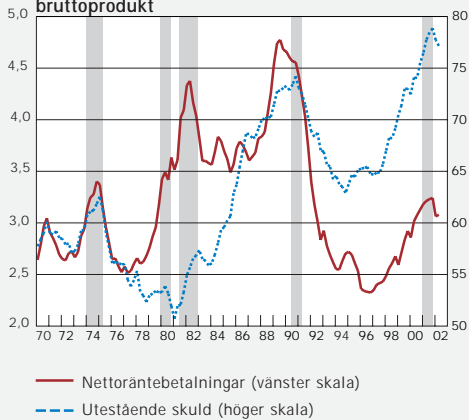
I ett försök att återupprätta förtroendet för de amerikanska börsföretagen har tillsynen stramats upp och straffskärpningar genomförts, bl.a. har företagsledare för de största amerikanska företagen per den 14 augusti tvingats att bestyrka korrektheten i sina redovisningar.⁷ Då det inte framkommit några ytterligare väsentliga företagsredovisningsproblem i samband med detta datum minskade riskpremierna, mätt som den implicita volatiliteten tillfälligt (se diagram 4 i kapitel 2). Tidigare kriser i förtroendet för de finansiella marknaderna har i vissa fall kunnat upprättas relativt snabbt när väl rätt åtgärder vidtagits. Ett exempel på detta är den finansiella krisen 1998 där förtroende återställdes dels via kraftfulla penningpolitiska åtgärder, dels genom ökade interna krav och rekommendationer från myndigheter på förbättrad transparens och rutiner för riskkontroll. Detta, tillsammans med en gradvis förbättrad konjunktur, talar för minskade riskpremier på sikt.

Sammanfattningsvis bedöms förutsättningarna för en stabilisering på börsen finnas. Höga skuldbördor och säkerhetspolitisk oro utgör dock tydliga osäkerhetsmoment.

Förutsättningarna för en stabilisering och återgång mot en långsiktig genomsnittlig avkastning på den amerikanska börsen på sikt bedöms i grunden vara goda. Stark produktivitetstillväxt, låga räntor och en förbättrad konjunktur bedöms bidra till att lägga grunden för fortsatt god återhämtning i vinsterna. De åtgärder som genomförts för att upprätta förtroendet för de amerikanska företagens redovisning bör efterhand också bidra till minskade riskpremier. I takt med att konjunkturen förbättras förutses också riskpremierna på företagskrediter generellt minska.

7 Den amerikanska finansinspektionen, SEC, utför granskningen av de 950 största företagens redovisningar. President Bush har efterlyst förstärkta regler och krav på företagens redovisningar, bl.a. genom sitt stöd för Sarbanes-Oxley Act 2002. Dessutom har kreditvärderingsinstitutet S&P tagit fram ett nytt vinstmätt "core earnings" i syfte att renodla ett mått på S&P 500 index-företagens underliggande intjäningsförmåga samt möjliggöra jämförelser över tiden och mellan företag. Måttet skiljer sig från andra mått genom att det beaktar anställdas optioner som en utgift, pensionsprogram som kostnader, omstruktureringskostnader inkluderas, köp av forskning och utveckling tas upp som utgift, samt nya regler avseende goodwill-avskrivning mm. Bland de 10 företag som påverkats mest negativt vid beräkning av "core earnings" jämfört med traditionella vinstmätt framträder 8 IT-telekombolag, däribland Cisco, Motorola och IBM, vilket kan tyda på att oklarheter och skönsmåling av redovisning är begränsade till dessa sektorer.

Diagram R13. Nettoräntebetalningar och utestående skuld i det amerikanska näringslivet.
Procentuell andel av näringslivets bruttoprodukt



Källa: US Department of Commerce.

Fortfarande kvarstår dock tydliga risker för en svagare börsutveckling. En riskfaktor för aktiemarknaden bedöms vara att företagens utestående skulder som andel av näringslivets bruttoproduktion befinner sig på historiskt höga nivåer. Upplåningstakten har visserligen dämpats under det senaste året och fallande räntor har bidragit till att nettoräntebetalningarna minskat sedan årsskiftet (se diagram R13). För företag med lägre kreditvärdighet, som har mött stigande räntor, kan en mer utdragen konjunkturåterhämtning leda till att kreditriskpremierna består en längre tid. I kombination med en svagare produktionsutveckling, skulle detta kunna leda till en ökad betalningsbörda och på sikt vissa finansieringssvårigheter.

Vid sidan av detta framträder risken för att säkerhetspolitisk oro och en eventuell konflikt kan ge återverkningar på den realekonomiska utvecklingen och leda till en fortsatt hög riskaversion på de finansiella marknaderna och en dämpad börsutveckling ytterligare en tid framöver. Historien visar dessutom att det förekommit längre perioder med en lågt värderad börs.

Efterfråge- och utbudsförhållanden i svensk ekonomi

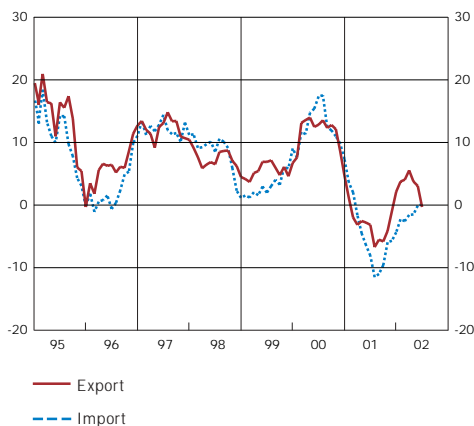
Den svaga utvecklingen på de finansiella marknaderna har verkat dämpande på den svenska konjunkturutvecklingen, vilket bl.a. kommit till uttryck i lägre förväntningar på den ekonomiska utvecklingen och vikande barometerdata. Den återhållande effekten har dock motverkats av en sannolikt temporärt högre tillväxt av offentlig konsumtion och högre offentlig investeringstillväxt. Även utvecklingen av företagens varuexport har bidragit positivt till BNP-tillväxten. Uppgången i hushållens konsumtion har varit något större hittills i år än under samma period i fjol, vilket bl.a. kan förklaras av lägre räntor, högre inkomster, högre fastighetspriser samt av en lägre arbetslöshet än väntat. Sammantaget bidrog dessa faktorer till att den ekonomiska tillväxten under första halvåret i år blev bättre än väntat.

I huvudscenariot väntas en stabilisering av de finansiella marknaderna under prognosperioden. Detta bedöms lägga grunden för en försiktig konjunkturåterhämtning utomlands, vilket stimulerar svensk nettoexport. Samtidigt bidrar denna stabilisering till ökad konsumtion och investeringar i Sverige. Finanspolitiken bedöms emellertid bli stramare under de kommande åren. Hushållens inkomster och därmed konsumtion väntas också hållas tillbaka av kommunala skatthöjningar. Samtidigt antas den offentliga konsumtionen under prognosperioden bli mer dämpad till följd av att de kommunala balanskraven verkar återhållande. Sammantaget betyder detta att tillväxten bedöms bli lägre än bedömningen i föregående inflationsrapport. BNP antas öka med 1,7 procent i år, samt 2,3 procent respektive 2,1 procent under 2003 och 2004. Att tillväxten bedöms avta mot slutet av prognosperioden beror bland annat på ett minskande bidrag från nettoexporten till följd av att kronan apprecierar och på ett mindre lagerbidrag.

De finanspolitiska åtstramningar och kommunala skatthöjningar som bedöms komma att genomföras under de närmaste åren påverkar inte bara hushållens konsumtion utan även ekonomins utbudssida. I huvudscenariot antas de statsfinansiella och kommunala åtgärderna inte påverka investeringarna utöver den effekt som ges av lägre efterfrågan. Däremot bedöms arbetsmarknaden komma att påverkas. Ökade skatter kan leda till ett lägre utbud av arbetskraft vilket i sin tur kan påverka lönebildningen.

Den svenska arbetsmarknaden förblir relativt stram framöver, vilket bl.a. kommer till uttryck i att lönerna förväntas öka med i genomsnitt 4 procent per år de kommande åren. Produktivitetstillväxten har hittills i år utvecklats förhållandevis starkt. På kort sikt innebär detta att tillväxten av företagens enhetsarbetskostnader blir lägre, vilken i sin tur dämpar inhemsk inflation. På lite längre sikt antas produktivitetstillväxten mattas av när konjunkturen blir starkare.

Diagram 17. Export och import av varor, volym, utjämnade tolv månadersförändringar. Procent



Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 6. Försörjningsbalans. Årlig procentuell volymförändring

	2001	2002	2003	2004
Hushållens konsumtion	0,2	1,5 (2,3)	2,0 (2,4)	2,0 (2,4)
Off. myndigheters konsumtion	1,4	1,6 (0,9)	0,4 (0,7)	0,7 (1,0)
Fasta bruttoinvesteringar	1,5	-1,9 (0,7)	3,7 (4,3)	5,0 (6,0)
Lagerförändring	-0,5	-0,5 (-0,1)	0,3 (0,2)	0,1 (0,0)
Export	-1,4	1,2 (2,2)	5,0 (5,6)	4,8 (5,3)
Import	-3,9	-1,8 (2,0)	5,1 (5,5)	5,6 (5,8)
BNP till marknadspris	1,2	1,7 (1,6)	2,3 (2,7)	2,1 (2,5)

Anm. Bedömning i föregående inflationsrapport inom parentes.

Källa: Riksbanken.

Återhämtningen i industrin har stannat upp under sommaren.

Efter att ha ökat under våren, tycks aktiviteten i tillverkningsindustrin ha mattats något under sommaren. Bilden är dock splittrad mellan de olika industribranscherna. Efterfrågeläget har förbättrats för skogs- och stålindustrin samt för fordons- och maskinindustrin medan situationen har försämrats ytterligare för teleproduktindustrin. I byggnadsindustrin är aktiviteten låg. Inom tjänstesektorn har bil- och detaljhandeln fortsatt att stärkas. I andra delar av sektorn är bilden mer splittrad och i vissa branscher är läget dystert.

Ökad tillväxt i utrikeshandeln nästa år.

Under första halvåret i år ökade exporten av varor och tjänster med 1,4 procent medan den totala importen minskade med 2,7 procent. Utfallet för utrikeshandeln tyder på att nettoexporten kommer att ge ett större bidrag till BNP-tillväxten i år jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Till en del kan den oväntat stora nedgången i importen bero på sammansättningseffekter. Branscher med stort behov av importerade insatsvaror, exempelvis telekomindustrin, har minskat produktionen. Däremot har branscher som främst använder inhemska insatsvaror, såsom t.ex. pappersmassa- och träindustrin, expanderat. Det är också möjligt att inhemska produkter har kunnat användas som substitut för importerade varor i större utsträckning än väntat.

Utrikeshandelsstatistiken visar att tillväxten i varuexporten dämpats under sommarmånaderna (se diagram 17). Tendensen till återhämtning i exporten framstår därmed inte som lika tydlig som i våras. Barometerdata visar också att efterfrågan från utlandet till den svenska industrin som helhet har utvecklats svagt under sommaren.

Världsmarknadstillväxten bedöms utvecklas något sämre än i föregående prognos. Detta tillsammans med fortsatta problem inom teleproduktindustrin bedöms medföra en svagare varuexport framöver.

Frånsett en justering för utfallet av tjänsteimporten under första halvåret i år är förändringarna i bedömningen av importvolymutvecklingen relativt små jämfört med föregående inflationsrapport (se tabell 6). Sammantaget bedöms bidraget

till BNP-tillväxten från utrikeshandeln minska successivt från ca 1 procentenhet i år till neutralt under 2004. Bytesbalansöverskotten bedöms dock bli betydande under hela prognosperioden.

Lägre tillväxt i hushållens disponibla inkomster.

Överskottet i de offentliga finanserna förväntas bli lägre i år än under fjolåret. Denna utveckling förklaras både av att skatteintäkterna minskat och att utgifterna ökat.

De försämrade offentliga finanserna innebär dels att målen för överskottet i den offentliga sektorn blir svårare att uppnå, dels att de statliga utgifterna riskerar att överskrida det statliga utgiftstaket. Beräkningarna bygger på antagandet att utgiftstaket kommer att klaras. Det finns en möjlighet att flytta utgifter mellan åren men det mesta tyder ändå på att besparingar därutöver måste genomföras. Här antas att besparingarna främst drabbar hushållssektorn, vilket medför att hushållens reala disponibla inkomster växer i en långsammare takt under 2003 och 2004 än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Även antagandet om högre skatter i kommuner och landsting bidrar till den lägre tillväxten i hushållens disponibla inkomster. Den i budgetpropositionen aviserade gröna skatteväxlingen (se avsnittet "Avregleringar, politiska beslut och tillfälliga effekter") antas leda till sänkta inkomstskatter för hushållen genom ett höjt grundavdrag, men effekterna på de reala disponibla inkomsterna motverkas av att olika energiskatter samtidigt höjs.

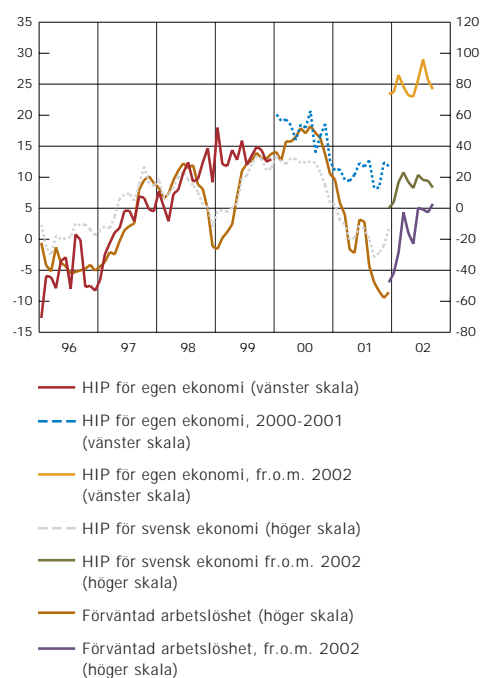
Lägre konsumtionstillväxt under hela prognosperioden.

Hushållens konsumtionsutgifter bestäms framförallt av deras disponibla inkomst, nettoförmögenhet (fastigheter och finansiell förmögenhet) samt av hushållens förväntningar om inte bara den egna ekonomin utan också om den makroekonomiska utvecklingen överhuvudtaget (se diagram 18).

I jämförelse med föregående inflationsrapport har prognosen för de reala disponibla inkomsterna 2002 reviderats upp med ca en halv procentenhet. För 2003-2004 har inkomsterna reviderats ned med drygt 1 procentenhet per år, främst till följd av de finanspolitiska åtstramningarna. Den totala reala nettoförmögenheten har också minskat sedan föregående inflationsrapport. Börskurserna har fallit, vilket inte har uppvägts fullt ut av att fastighetspriserna stigit något mera än väntat. Sammantaget bedöms en svagare inkomst- och förmögenhetsutveckling i förhållande till bedömningen i föregående inflationsrapport medföra en lägre konsumtionstillväxt under hela prognosperioden.

Inkomst- och konsumtionsprognosen innebär att hushållens sparande stiger under prognosperioden. Sparkvoten steg kraftigt i början av 1990-talet, vilket till en betydande del var en anpassning efter flera år av negativt sparande, omfattande skulduppbyggnad och kraftigt stigande räntekostnadsbörda. Dessutom

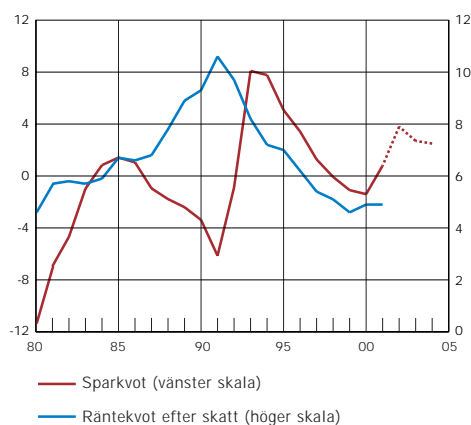
Diagram 18. Hushållens förväntningar på dels den egna ekonomin, dels Sveriges ekonomi samt förväntad arbetslöshet. Netttotal



Anm. I januari 2000 samt januari 2002 förändrades insamlingsförfarandet av hushållens inköpsplaner (HIP), varför nivåerna är svårtolkade.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 19. Räntekostnader efter skatt och hushållens sparande. Procent av disponibel inkomst



Anm. Räntekvoten är hushållens ränteutgifter i förhållande till den disponibla inkomsten och sparkvoten (enligt äldre definition i diagrammet) är hushållens nettosparande i förhållande till den disponibla inkomsten. Prognos 2002-2004.

Källor: SCB och Riksbanken.

bidrog fallande aktie- och fastighetspriser, bankkras, höga realräntor och dystra framtidsutsikter till att sparandet steg. Hushållens situation idag och deras förväntningar framöver är på det hela taget mycket mer stabila jämfört med då. Förvisso har hushållens skulder ökat förhållandevis snabbt de senaste åren men samtidigt har lägre marknadsräntor medfört att räntebördan varit fortsatt låg (se diagram 19).

UTVECKLINGEN PÅ DEN SVENSKA SMÅHUSMARKNADEN

De senaste två årens svaga börsutveckling har medfört att svenska hushålls finansiella förmögenhet fallit i värde. Den största delen av hushållens totala förmögenhet består emellertid av egna hem i form av småhus. Samtidigt som börsen fallit har småhuspriserna fortsatt att stiga både i reala och nominella termer.

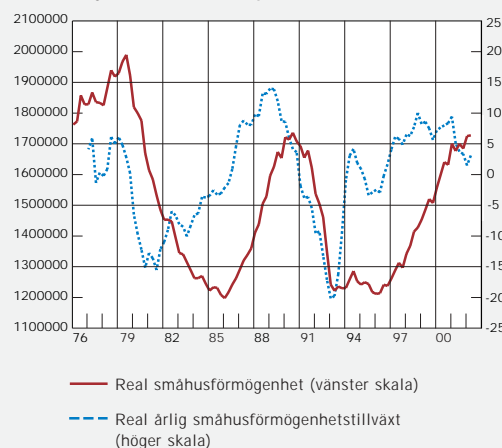
Om priserna på småhus skulle falla kan detta få effekter på den privata konsumtionen. Därför är det viktigt att bedöma om småhuspriserna speglar grundläggande utbuds- och efterfrågeförhållanden, eller om de, som i början av 1990-talet, innehåller betydande förväntningar om framtida prishöjningar. Forskare har ofta konstaterat att fastighetspriser av olika orsaker har en tendens att följa ett cykliskt mönster där flera år av uppgång ofta följs av en längre period med fallande priser.⁸ En granskning av underliggande utbuds- och efterfrågefaktorer tyder emellertid på att de svenska småhusen är förhållandevis rimligt värderade.

SMÅHUSPRISERNA SEDAN 1950

Mellan 1950-1970 steg svenska småhuspriser med omkring 2 procent per år i reala termer. Därefter tycks ett strukturellt brott ha ägt rum. Perioden sedan mitten av 1970-talet har präglats av en mer volatil utveckling med lägre tillväxttakt än under de föregående 20 åren (se diagram R14). Sedan 1976 har de reala småhuspriserna i genomsnitt varit i stort sett oförändrade. Ser man endast på perioden sedan bottenivån 1996 har de emellertid stigit realt med i genomsnitt 7 procent per år. Den svenska småhusprisutvecklingen står i kontrast mot utvecklingen i t.ex. Storbritannien och USA där de reala småhuspriserna stigit under de senaste decennierna. Även i dessa två länder har bostadspriserna ökat särskilt snabbt under senare år och i Storbritannien förs en debatt huruvida husmarknaderna är övervärderade. Det är dock viktigt att notera att bostadsmarknaderna i Sverige, Storbritannien och USA skiljer sig åt i många avseenden, särskilt beträffande regler för skatter och subventioner, vilket försvårar en direkt jämförelse.

8 Se exempelvis Hort, K., (2000), "Prisbildningen på hem i Sverige" i Lindh, T. (red.), *Prisbildning och värdering av fastigheter. Var står svensk forskning inför 2000-talet? En antologi om svensk bostadsekonomisk forskning*, Institutionen för bostads- och urbanforskning vid Uppsala Universitet samt Björklund, K., och B. Söderberg (2000) "Cykler och bubbler på fastighetsmarknaden", ibid.

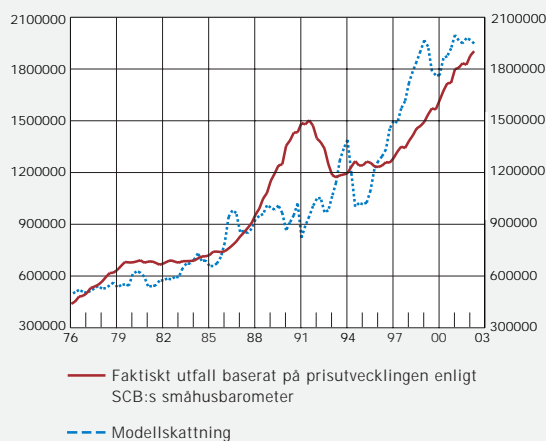
Diagram R14. Real småhusförmögenhet samt real årlig småhusförmögenhetstillväxt. Miljoner kronor samt procent



Anm. Värdet på småhusförmögenheten enligt Riksbankens egna beräkningar samt SCB:s småhusbarometer.

Källor: Lantmäteriet, SCB och Riksbanken.

Diagram R15. Långsiktig trend för småhusförmögenheten enligt skattning samt faktiskt utfall baserat på SCB:s småhusbarometer.



Anm. Värdet på småhusförmögenheten enligt Riksbankens egna beräkningar samt SCB:s småhusbarometer.

Källor: SCB och Riksbanken.

Hushållens reala småhusförmögenhet (se diagram R14) är fortfarande tämligen långt ifrån rekordnivåerna på 1970-talet, men värdet idag är ungefär i paritet med nivån i början av 1990-talet. Det bör dock nämnas att det föreligger relativt stora regionala skillnader inom landet.

ANALYS AV SMÅHUSPRISERNA

På kort sikt kan avvikelser från vad som utifrån fundamentala faktorer är en *långsiktig* jämvikt på marknaden förekomma på grund av cykliska inslag i prisbildningen och andra trögheter både på efterfråge- och utbudssidan. Utbudet på småhusmarknaden anpassas relativt långsamt vid förändringar i efterfrågan jämfört med många andra varumarknader då det på kort sikt är begränsat av det befintliga småhusbeståndet. Planering och färdigställande av ett hus tar helt enkelt lång tid och förändringar i efterfrågan resulterar därför initialt i större prisförändringar än vad som hade varit fallet med ett mer flexibelt utbud. På längre sikt anpassas dock husbeståndet, t.ex. genom ökad nybyggnation vid högre efterfrågan på bostäder, vilket motverkar den initiala prisrörelsen.

Ett sätt att skaffa en grov uppfattning om rimligheten i värderingen på småhusmarknaden är att använda statistisk regressionsanalys. Här skattas ett enkelt samband för den långsiktiga trenden där villaprisindex är en funktion av den allmänna prisnivån, hushållens inkomster, räntan, marginalskatten för ränteavdrag, samt förändringen i aktieprisindex.

Diagram R15 visar den beräknade trenden för småhusförmögenheten samt den faktiska utvecklingen, baserad på SCB:s prisindex i Småhusbarometern. Resultaten från denna skattning indikerar att den snabba prisuppgången kring 1990 innebar en kraftig avvikelse från det pris som var motiverat utifrån förklarande variabler och vidare, att priserna på småhus för närvarande ligger relativt nära långsiktstrenden (se diagram R15).

LÄGET PÅ SMÅHUSMARKNADEN IDAG

Det finns betydelsefulla skillnader mellan småhusmarknaden idag och situationen från slutet av 1980-talet fram till krisen 1992. Viktiga faktorer att beakta i en sådan jämförelse är, till att börja med, inkomst- och sysselsättningsutvecklingen. En minskad disponibel inkomst och utbredd arbetslöshet skulle kunna verka däm-

pande på småhuspriserna. Under 1992-1993 föll t.ex. real BNP i Sverige med omkring 3,6 procent. Idag bedöms svensk ekonomi befinna sig i början av en uppgång. Även hushållens syn på den egna ekonomin om 12 månader enligt Konjunkturinstitutets HIP-undersökning indikerar förväntningar om en positiv utveckling av disponibel inkomst under det närmaste året vilket, allt annat lika, bör bidra till att hålla uppe bostadspriserna (se diagram R18).

Vidare, för att se till utbudssidan, präglades de år som närmast föregick fastighetskrisen i början av 1990-talet av en omfattande produktion av bostäder vilket mynnade ut i ett utbudsöverskott. Varken antalet färdigställda eller påbörjade småhus har därefter nått upp till de nivåer som rådde under 1990-talets början, trots stigande priser och en hög efterfrågan på bostäder, t.ex. i Stockholmsområdet. Detta hänger sannolikt bl.a. samman med att produktionskostnaden per lägenhet i nybyggda småhus (och flerbostadshus) stigit kontinuerligt de senare åren och med brist på tillgänglig mark.

Skuldsättning är ytterligare en viktig faktor som bör beaktas i detta sammanhang, särskilt då det gäller att göra en bedömning av hur väl hushållen kan hantera ett prisfall på fastigheter om detta trots allt skulle inträffa. Hushållens skulder har visserligen ökat under de senaste åren men ökningstakten i utlåningen har mattats av på senare tid (se diagram R16). Skuldkvoten, beräknad som skulderna i förhållande till bruttotillgångarna, är betydligt lägre än vid topparna i samband med den finansiella avregleringen 1985 och under krisåren på 1990-talet (se diagram R17).

Även realränteutvecklingen bör beaktas vid en bedömning av småhusprisernas utveckling. Under 1990-talets början steg realräntorna kraftigt vilket i samband med strukturella förändringar bidrog till det kraftiga fastighetsprisfallet under krisåren. Idag är inflationen låg och stabil, realräntorna betydligt lägre och hushållens räntekostnader efter skatt på en låg nivå, särskilt jämfört med under krisåren (se diagram R17). Det bör dock noteras att många låntagare har rörlig ränta på en stor andel av sina lån. Denna omständighet, särskilt i kombination med höga skulder, ger ökad känslighet för ränteförändringar. I viss utsträckning kan dock hushållen motverka detta genom att binda sina lån till dagens relativt låga räntor, vilket en något ökad andel hushåll tycks ha gjort på senare tid (se diagram R18). På längre sikt slår ett högre ränteläge igenom men hus-

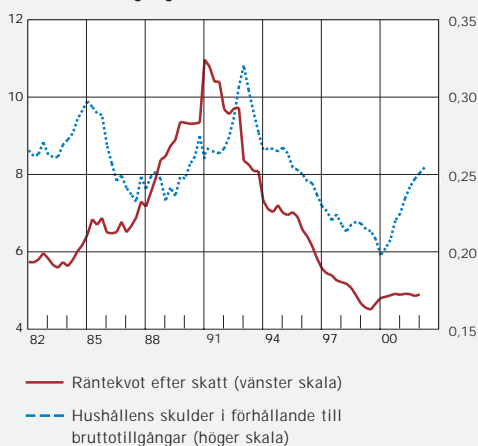
Diagram R16. Utlåning till hushåll.
Årlig procentuell förändring



Anm. Total utlåning t.o.m. december 2001, därefter utlåning från banker och bostadsinstitut.

Källa: Riksbanken.

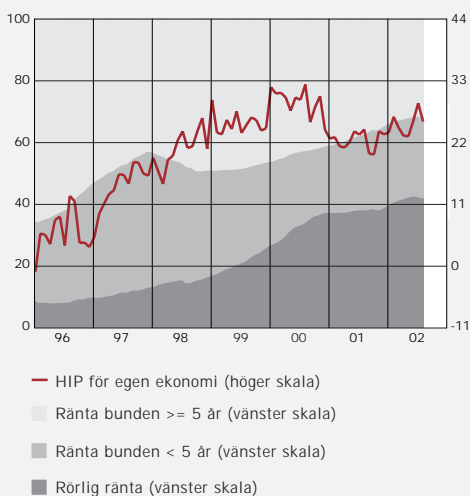
Diagram R17. Hushållens skulder i förhållande till bruttotillgångar och räntekvot efter skatt.



Anm. Värdet på den i bruttotillgångarna ingående småhusförmögenheten enligt Riksbankens egna beräkningar och SCB:s småhusbarometer.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R18. Hushållens lånestock indelad efter räntevillkor, dvs. rörlig och bunden ränta med bindningstid kortare resp. längre än 5 år, samt hushållens förväntningar om den egna ekonomin enligt HIP. Procent



Anm. Höger skala visar nettotalet mellan andelen hushåll som tror på en förbättrad respektive sämre ekonomi för det egna hushållet om 12 månader, enligt HIP.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

hållen bedöms ha utrymme att hantera högre räntekostnader än idag (se även Riksbankens rapport *Finansiell Stabilitet 2002:1*).

Slutligen bör också nämnas att det föreligger stora regionala skillnader avseende småhusprisutvecklingen. Under de senare åren har de största prisökningarna på småhus ägt rum i storstadsregionerna, i synnerhet i Stockholmsområdet. I övriga delar av landet har priserna visserligen ökat i de flesta regioner, men utvecklingen skiljer sig markant från situationen i början av 1990-talet då priserna ökade mycket kraftigt i nästan hela riket.

SAMMANFATTNING OCH SLUTSATSER

Sedan mitten av 1970-talet har småhuspriserna i genomsnitt varit ungefär oförändrade i reala termer. Under 1990-talets början följdes den kraftiga prisuppgång som startade under 1980-talet, av en fastighetskris med dramatiska prisfall. Sedan 1996 har småhuspriserna på riksnivå stigit med ca 7 procentenheter reallt per år. De prisökningar som ägt rum under de senaste åren har bidragit till att motverka effekterna av fallande aktiekurser på hushållens konsumtion. Ett prisfall på småhus skulle därför, allt annat lika, dämpa konsumtionen. Enkla skattningar baserade bl.a. på ränta, disponibel inkomst och börsutveckling, tyder emellertid på att dagens småhusmarknad är mer rimligt värderad än vad som var fallet under 1990-talets början. Även faktorer som t.ex. storleken på det befintliga småhusbeståndet, nybyggnation och den realekonomiska utvecklingen i huvudscenariot talar för en relativt stabil fastighetsmarknad framöver. Detta utesluter dock inte att den finansiella oron också får negativa effekter på småhuspriserna.

Svagare utveckling av den offentliga konsumtionen framöver.

Den offentliga konsumtionen ökade med hela 2,1 procent det första halvåret i år, vilket föranleder en upprevidering av den offentliga konsumtionen i år. De kommande åren antas den offentliga konsumtionen bara stiga långsamt. Statens finanser försämrars under kommande år, vilket sätter press på bl.a. de statliga konsumtionsutgifterna framöver.

Kommunerna pressas av en ökad efterfrågan på kommunala tjänster samtidigt som pensionsavgångarna inom sektorn ökar, vilket kan leda till en besvärlig rekryteringssituation i framtiden. Bristituationer bedöms medföra att löneökningarna inom kommunala sektorn stiger snabbare än genomsnittet i ekonomin under hela prognosperioden. De ökade lönekostnaderna betyder att besparingar eller skattehöjningar behövs för att kommunerna ska kunna uppnå de lagstadgade balanskraven. Kommunernas konsumtion revideras därför ned 2004. I år väntas den stiga med 1,9 procent, och med 0,9 procent både 2003 och 2004.

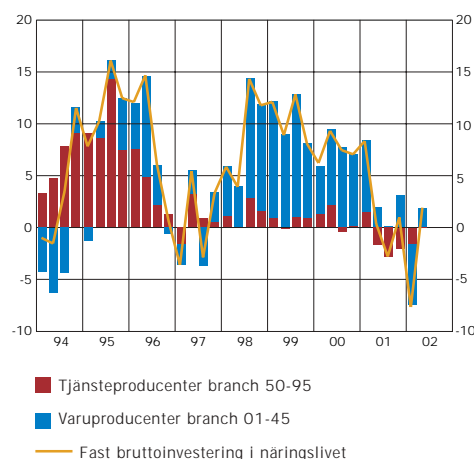
Minskade investeringar i år, men återhämtning 2003 och 2004.

Den lägre aktivitet, som följt av bl.a. oron på de finansiella marknaderna under den senaste tiden, har medfört en svag efterfrågan på industriprodukter och sjunkande kapacitetsutnyttjande. Detta har dämpat investeringsaktiviteten och utbyggnaden av företagens kapitalstockar. Dessutom kan fallande börskurser även ha påverkat företagens finansieringsmöjligheter genom att begränsa tillgången på kapital. Under 2003 och 2004 bedöms dock bättre vinstutsikter och stigande efterfrågan bidra till en ökad investeringsvilja.

Tillverkningsindustrins investeringar återhämtade sig något under första halvåret i år. I de tjänsteproducerande branscherna, som svarade för en stor del av investeringsuppgången under åren 1998-2000, dämpades investeringsutvecklingen under 2001 och under första halvåret i år (se diagram 20). Framförallt är det branscher som handel, transport, post och tele samt uthyrnings-, data- och företagstjänster som uppvisar en negativ volymutveckling. Bostadsinvesteringarna har ökat ganska starkt de senaste fyra åren, men under första halvåret 2002 blev ökningen måttlig.

Industrins totala lager minskade från första till andra kvartalet i år (se diagram 21). Det var framförallt lagren av insatsvaror främst inom teleproduktindustrin som minskade. Insatsvarulagren i företagen inom denna bransch har minskat under en längre tid, vilket sannolikt beror på en anpassning till en lägre efterfrågan på telekomprodukter. Barometerdata visar att missnöjet med stora lager har ökat något de senaste månaderna, vilket talar för fortsatta neddragningar i år (se diagram 22). Liksom i föregående inflationsrapport bedöms lagerförändringarna ge ett negativt bidrag till BNP-tillväxten under 2002. Under 2003 väntas en stigande efterfrågan och industriproduktion leda till att minskningen av lagerstockarna avtar, vilket innebär att lagerinvesteringarna väntas ge ett positivt bidrag till BNP-tillväxten.

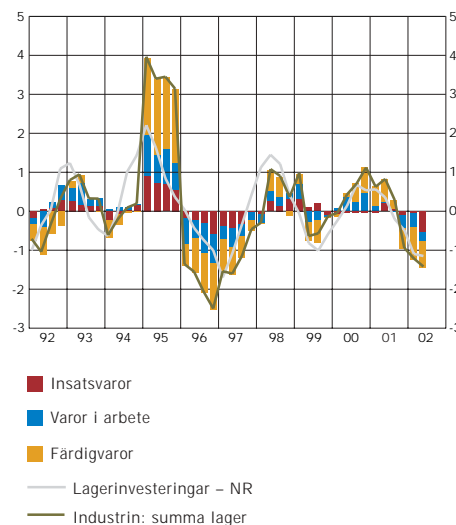
Diagram 20. Bidrag till näringslivets investeringstillväxt.



Anm. Investeringarna är viktade med respektive sektors andel av näringslivets totala investeringar. Summan av varu- och tjänsteproducenters procentuella investeringsförändringar är därför lika med den procentuella förändringen i näringslivets totala investeringar.

Källor: SCB och Riksbanken.

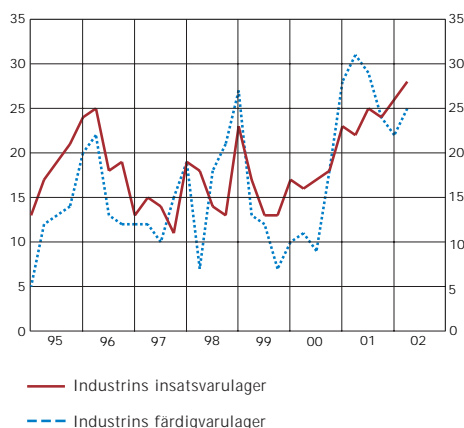
Diagram 21. Totala lagerinvesteringar (från nationalräkenskaperna) och förändring av lagerstockar i industrin. Andel av BNP.



Anm. Lagerstockarna för industrin för åren 1995 och 1996 har reviderats på grund av en förändring i produktionssystemet. Detta innebär att lagerbidragen för industrin inte är jämförbara med lagerbidragen före första kvartalet 1995. Lagrens andel av BNP är beräknade enligt (lagerförändring år t - lagerförändring år t-1)/BNP år t-1.

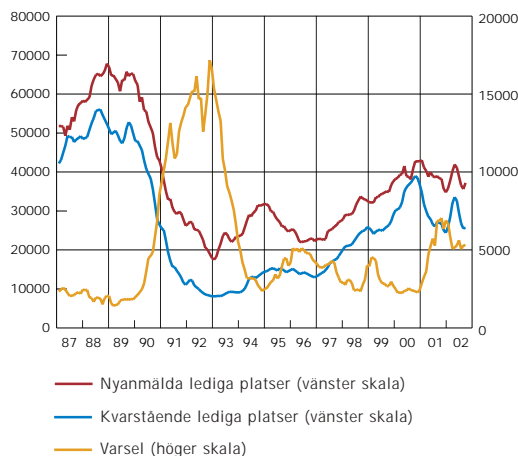
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 22. Industrins insatsvarulager och färdigvarulager, nulägesomdöme. Nettotal



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 23. Antalet kvarstående och nyanmälda lediga platser med en varaktighet på mer än tio dagar samt antalet varsel.



Anm. Serierna är säsongrensade och uttryckta som tre månaders glidande medelvärde.

Källa: AMS.

Dämpad sysselsättningsutveckling.

Arbetsmarknaden har utvecklats något starkare än väntat. Sysselsättningen under årets första åtta månader var oförändrad jämfört med motsvarande period i fjol. Även den öppna arbetslösheten var i stort sett oförändrad. Sysselsättningen inom industrin har fortsatt att minska medan antalet sysselsatta inom byggsektorn har ökat mer än väntat. Vad tjänstebanschererna beträffar har fjolårets starka sysselsättningsökning avstannat.

Den stigande aktiviteten i ekonomin bedöms inte förrän i mitten av 2003 bidra positivt till sysselsättningen. Detta stöds också av att antalet nyanmälda lediga platser och vakanser, som är indikatorer på sysselsättningsutvecklingen på kortare sikt, har stabiliserats eller minskat (se diagram 23).

Antalet personer som varslats om uppsägning tycks dock ha fallit tillbaka något under senare tid. Hittills i år har sammanlagt knappt 45 000 personer varslats om uppsägning, vilket är något fler jämfört med motsvarande period 2001. Drygt 40 procent av varslen har rört tillverkningsindustrin och ca 24 procent har avsett bank, försäkring och uppdragsverksamhet. Konjunkturinstitutets senaste kvartalsbarometer indikerar ett fortsatt svagt arbetsmarknadsläge inom dessa branscher samt inom byggsektorn.

Sammantaget väntas sysselsättningen falla något inom näringslivet under 2002, men öka måttligt under 2003 och 2004 till följd av stigande efterfrågan. Inom den offentliga sektorn väntas sysselsättningen i kommunerna, som utvecklats förhållandevis starkt under inledningen av detta år, minska under 2003 för att 2004 öka något igen. Den bakomliggande orsaken till detta är främst stora rekryteringsproblem och höga löneökningar som väntas försämra kommunernas finanser (se fördjupningsrutan "Brist och matchningsproblem på arbetsmarknaden?").

Antalet frånvarotimmar på grund av egen sjukdom, semester, vård av barn eller andra orsaker har fortsatt att stiga under innevarande år, om än i avtagande takt. Det är bl.a. antalet frånvarotimmar orsakade av sjukdom och vård av barn som har ökat. Frånvaron bedöms minska under prognosperioden bl.a. till följd av att tidigare långtidssjukskrivna väntas lämna arbetskraften och därmed minska utbudet av arbetskraft mer permanent.

Under första halvåret 2002 fortsatte den registrerade medelarbetstiden att falla, bl.a. till följd av den stigande frånvaron men även som ett resultat av att oövertidsuttaget liksom den vanliga arbetade tiden har fortsatt att minska till följd av efterfrågeläget.⁹ Trots att vissa löneavtal innehåller överenskommelser om ytterligare arbetstidsförkortningar 2003 väntas utvecklingen mot en lägre medelarbetstid avstanna under 2003 och 2004 främst till följd av att oövertidsuttaget väntas öka då konjunkturen vänder upp och efterfrågetillväxten överstiger produktivitetens utvecklingen.

9 Medelarbetstiden är här mätt som det totala antalet arbetade timmar under året enligt nationalräkenskaperna dividerat med genomsnittligt antal sysselsatta enligt arbetskraftsundersökningarna.

Under 2001 utvecklades produktiviteten mycket svagt. Det kunde inte uteslutas att nedgången delvis var av mer strukturell karaktär. Under årets första halvår har produktionen ökat samtidigt som antalet arbetade timmar minskat jämfört med första halvåret 2001. Detta har inneburit en tydlig förändring. Arbetsproduktiviteten har nu utvecklats relativt starkt och mycket tyder på att nedgången 2001 främst var konjunkturell. Produktivitetstillväxten framöver väntas mattas av något i takt med att stigande efterfrågan tar allt mer av företagens resurser i anspråk.

Tillväxten i antalet personer i arbetskraften väntas bli måttlig. Befolkningsutvecklingen väntas enligt SCB:s senaste prognos bli relativt god under prognosperioden, men en fortsatt uppgång i antalet långtidssjukskrivna och förtidspensionärer väntas ha en dämpande effekt på arbetskraftsutbudet. Antalet deltagare i arbetsmarknadspolitiska program bedöms öka något i år men minska i takt med att arbetsmarknadsutsikterna förbättras under 2003 och 2004. Utbudet av arbetskraft väntas i stort sett vara oförändrat nästa år för att sedan stiga några tiondels procent 2004.

Sammanfattningsvis bedöms inte efterfrågeutvecklingen i ekonomin i år vara tillräcklig för att förhindra en nedgång i antalet anställda och antalet arbetade timmar. En återhämtning av arbetsmarknaden inleds först i mitten av nästa år med stigande sysselsättning och fallande arbetslöshet (se diagram 24 och tabell 7). Sysselsättningsutvecklingen förväntas dock bli något svagare 2004 än vad som antogs i föregående inflationsrapport.

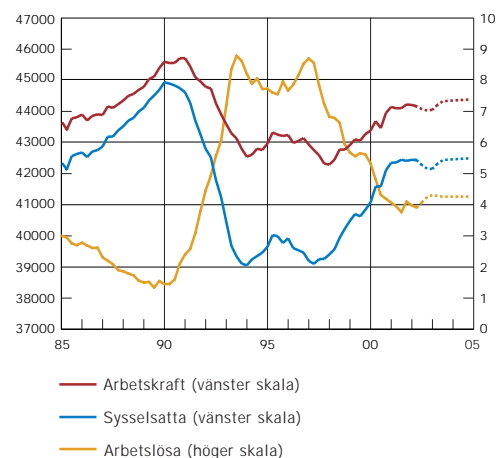
Resursutnyttjandet fortfarande högt.

Produktionsgapet är ett av flera mått på resursutnyttjandet i hela ekonomin. Den samlade bilden som ges av de tre estimerade gapen antyder ett något högre resursutnyttjande under andra kvartalet i år (se diagram 25).

En annan betydelsefull indikator på resursutnyttjandet i ekonomin är bristsituationen på arbetsmarknaden. Enligt Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer är det för närvarande ingen större brist på arbetskraft inom näringslivet (se diagram 27). Däremot råder det tydlig brist på vissa personalkategorier inom delar av den offentliga sektorn. Relativt höga löneökningar för vissa grupper av offentliganställda väntas dämpa produktionsökningen men resursutnyttjandet bedöms trots detta förbli högt inom sektorn. Under nästa år kan resursutnyttjandet i ekonomin komma att öka då tillväxten i ekonomin ökar.

Inom industrin har produktionen minskat samtidigt som det inte råder någon större brist på arbetskraft inom sektorn. Kapacitetsutnyttjandet i industrin, som enligt SCB:s undersökning är på en förhållandevis låg nivå, ökade dock något från första till andra kvartalet. Kapacitetsutnyttjandet inom sektorn bedöms bli i stort sett oförändrat resten av året. Sammansättningen av tillväxten mellan 2002 och 2003, med uppgång i exporten, återhämtningen i de fasta bruttoinvesteringarna och positivt lageromslag, medför en relativt stor ökning av industriproduktionen i förhållande till kapitalstocken. En effekt av detta är att räntabili-

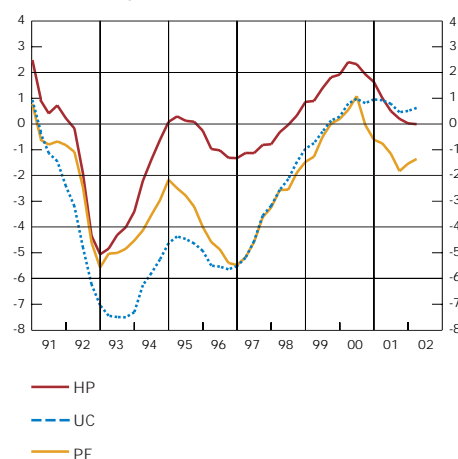
Diagram 24. Personer i arbetskraften, sysselsättning och öppen arbetslöshet. 100-tals personer respektive procent



Anm. Serierna är säsongrensade. Prognos 2002:3-2004:4.

Källor: SCB och Riksbanken.

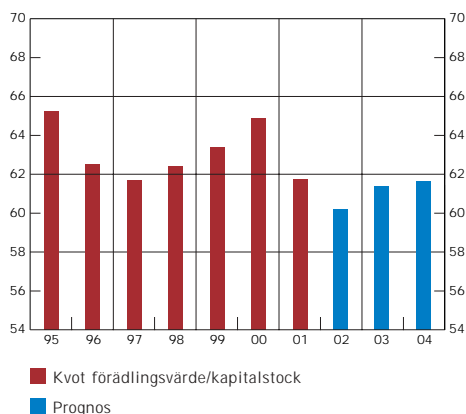
Diagram 25. Skattade produktionsgap enligt tre metoder. Procent av potentiell BNP



Anm. HP är det s.k. Whittaker-Henderson eller Hodrick-Prescott-filtret. UC är den s.k. Unobserved-Components-metoden. PF är produktionsfunktionsansatsen.

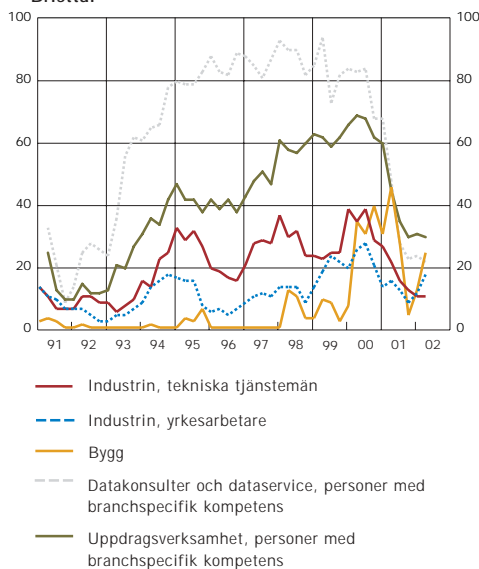
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 26. Förädlingsvärde/kapitalstock i industrin.
Procent



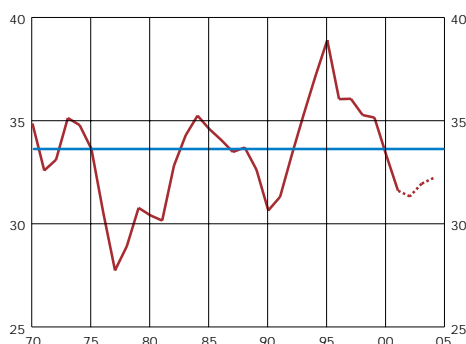
Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Diagram 27. Bristtall enligt konjunkturbarometern.
Bristtall



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 28. Vinstandel i ekonomin.
Andel av BNP till faktorpris



Anm. Den horisontella linjen avser det historiska medelvärdet 1970-2001. Prognos 2002-2004.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

teten kommer att öka, vilket också betyder att vinstutsiktterna förbättras inom sektorn (se diagram 26).

Byggandet har enligt konjunkturbarometern fallit sedan början av 2001. I år har bristen på arbetskraft ökat, vilket kan bero på att resursutnyttjandet stigit eller på en sämre fungerande matchning på denna arbetsmarknad. Under prognosperioden väntas uppgången i bostadsinvesteringar och övriga byggnadsinvesteringar leda till ett stigande kapacitetsutnyttjande i byggsektorn.

Inom tjänstesektorn har bristen på personer med branschspecifik kompetens inom datakonsultverksamhet och övrig uppdragsverksamhet fallit kraftigt på senare tid och är nu nere på nästan samma nivåer som under krisen i början 1990-talet. Även inom handeln har arbetskraftsbristen minskat på senare tid. Resursutnyttjandet inom den privata tjänstesektorn kan dock komma att öka när tillväxttakten i ekonomin som helhet ökar.

Löneökningstakten under 4 procent nästa år.

Under årets sju första månader har lönerna ökat något snabbare än väntat, med ca 3,7 procent. Den lönestatistik som inkommit hittills i år är preliminär och kommer dessutom av allt att döma revideras upp på grund av bl.a. retroaktiva utbetalningar. Exempelvis sjönk löneökningstakten påtagligt under andra kvartalet i år, framförallt i den offentliga sektorn. Detta beror på att avtalen inte har varit klara för utbetalningar för flera avtalsområden inom denna sektor. Löneökningstakten på ca 1 procent i den statliga sektorn under andra kvartalet i år består således till största delen av löneglidning samt eventuella strukturella effekter. Under hösten väntas årets avtalade höjningar komma att betalas ut, vilket medför att den genomsnittliga löneökningstakten i ekonomin stiger. Eftersom ett relativt sett färre antal avtal har omförhandlats i år väntas de retroaktiva utbetalningarna bli lägre än under fjolåret. Sammantaget revideras löneprognosen upp något till 4,1 procent i år.

Under 2003 bedöms lönerna öka med 3,8 procent. Den svagt fallande löneökningstakten i år och nästa år beror bl.a. på profilen på de treårsavtal som gäller för stora delar av arbetsmarknaden. Under 2004 förväntas nya avtal för över två miljoner arbetstagare slutas, vilket självfallet gör löneprognosen för detta år osäkrare. Under 2004 bedöms lönerna mot bakgrund av stigande resursutnyttjande och det då rådande arbetsmarknadsläget öka med 4,2 procent. Det är också möjligt att krav uppkommer i avtalsförhandlingarna på kompensation för relativlöneförändringar. Även kommunala skatthöjningar och finanspolitiska åtstramningar kan påverka förhandlingsutfallet.

Tabell 7. Arbetsmarknadsprognos i huvudscenariot.
Årlig procentuell förändring

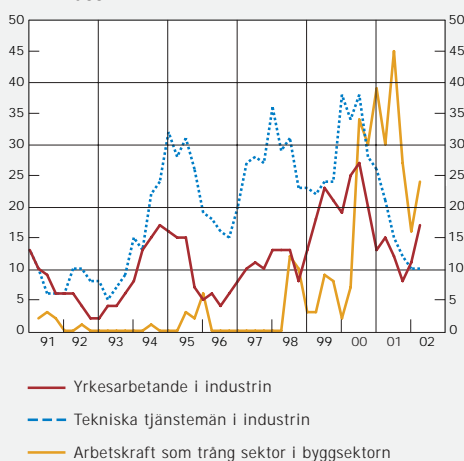
	2001	2002	2003	2004
Nominallön	4,3	4,1 (4,0)	3,8 (4,1)	4,2 (4,3)
Övriga lönekostnader	0,6	0,3 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Arbetsproduktivitet	0,7	2,1 (1,9)	2,0 (2,2)	1,8 (1,8)
Enhetsarbetskostnader	4,2	2,2 (2,1)	1,8 (1,9)	2,4 (2,4)
Antal sysselsatta	1,9	-0,2 (-0,4)	0,0 (0,2)	0,3 (0,7)
Arbetade timmar	0,5	-0,5 (-0,4)	0,3 (0,5)	0,3 (0,7)
Medelarbetstid	-1,4	-0,3 (0,0)	0,3 (0,3)	0,0 (0,0)
Öppen arbetslöshet, procent av arbetskraften	4,0	4,1 (4,4)	4,3 (4,4)	4,3 (4,3)
Arbetsmarknadspolitiska program, procent av (korrigerad) arbetskraft	2,5	2,5 (2,5)	2,4 (2,3)	2,2 (2,1)

Anm. Bedömning i föregående inflationsrapport inom parentes. Övriga lönekostnader är beräknade som årlig förändring av arbetskostnadsindex (AKI) minus årlig löneökningstakt i näringslivet och används här som en approximation för hela ekonomin. I övriga lönekostnader ingår förutom lagstadgade och avtalsenliga arbetsgivaravgifter även bl.a. särskild löneskatt, sjuklön, helglön, semesterlön, arbetstidsförändringar för månadsavlönade tjänstemän, kontanta ersättningar och naturaförmåner.

Källa: Riksbanken.

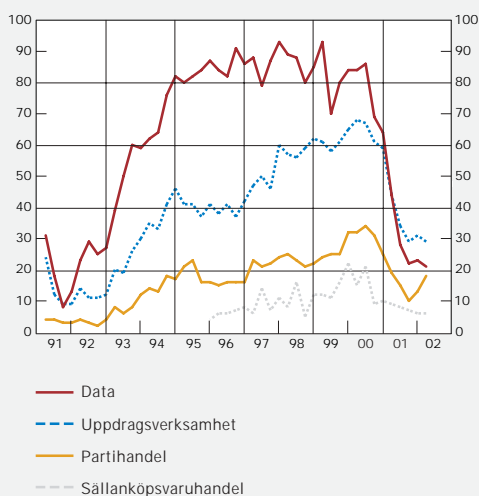
Bedömningen av löne- och produktivitetens utvecklingen innebär att tillväxten av enhetsarbetskostnaderna, som har en avgörande betydelse för det inhemska inflationstrycket, blir något lägre nästa år jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Utvecklingen av priser och enhetsarbetskostnader innebär samtidigt att vinstandelen i ekonomin fortsätter att sjunka i år för att därefter öka något. Vinstandelen kommer dock under prognosperioden att förbli relativt låg i ett historiskt perspektiv (se diagram 26 och 28).

Diagram R19. Bristssituationen inom industrin och byggsektorn.



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram R20. Bristssituationen inom den privata tjänstesektorn.



Källa: Konjunkturinstitutet.

BRIST OCH MATCHNINGSPROBLEM PÅ ARBETSMARKNADEN?

Trots avmattningen i ekonomin är arbetsmarknadsläget relativt stramt. I augusti månad uppgick den öppna arbetslösheten till 4,1 procent. Detta väcker frågor om hur mycket lediga resurser som finns att tillgå och hur väl matchningen mellan arbetssökande och lediga arbetstillfällen fungerar. Ur ett penningpolitiskt perspektiv är dessa frågor viktiga bl.a. eftersom rekryterings-svårigheter kan medföra en inflationsdrivande löneökningstakt när konjunkturläget förbättras.

BRISTSITUATIONEN PÅ ARBETSMARKNADEN - IDAG OCH I FRAMTIDEN

Konjunkturinstitutets (KI) kvartalsbarometer visar att bristen på arbetskraft inom industrin i dagsläget är på en förhållandevis låg nivå. Under senare tid har dock vissa bristtal uppvisat en svagt uppåtgående tendens (se diagram R19).

Bristen på arbetskraft inom byggsektorn har, enligt KI, minskat betydligt under 2001 och inledningen av innevarande år. I AMS intervjuundersökning under våren 2002 uppgav dock vart fjärde företag i byggsektorn att de hade rekryterings-svårigheter.¹⁰

KI:s kvartalsbarometer visar också att bristtalen under fjolåret föll inom flertalet tjänstenärings (se diagram R20). SCB:s arbetskraftsbarometer för 2001 visar dock att det råder brist på yrkeserfaren arbetskraft med utbildning inom det tekniska och naturvetenskapliga området.¹¹ Bristen kan tillta på sikt.¹²

KI:s senaste barometer för den offentliga sektorn indikerar att det råder brist på personal inom skolan, barn- och äldreomsorgen samt inom sjukvården. Det rådande underskottet på läkare, sjuksköterskor och omvårdnadspersonal riskerar, enligt Landstingsförbundet,

10 Israelsson, T., T. Strannefors och H. Tydén (2002), "Arbetsmarknadsutsikterna för 2002 och 2003", Ura 2002:4, AMS.

11 I SCB:s arbetskraftsbarometer, som är en årlig enkätundersökning bland ett urval arbetsgivare, tillfrågas arbetsgivare om hur de bedömer tillgången på sökanden med en viss utbildning samt hur antalet anställda förväntas förändras.

12 Se SCB, (2002), *Trender och prognoser 2002 – Befolkningen, utbildningen, arbetsmarknaden med sikte på år 2020*.

att tillta fram till 2010.¹³ Även bristen på bl.a. lärare väntas öka på sikt.¹⁴

Den demografiska utvecklingen i kombinationen med ett stort antal ersättningsrekryteringar, främst till följd av åldersavgångar, medför att delar av den offentliga sektorn kommer att behöva anställa ett stort antal nya medarbetare framöver.¹⁵ Men även faktorer som exempelvis den framtida sjukfrånvaroutvecklingen kommer att ha betydelse.

FÖRSÄMRAD MATCHNINGSPROCESS UNDER 1990-TALET?

Det stora framtida rekryteringsbehovet inom framför allt den offentliga sektorn kan eventuellt mildras av en väl fungerande process som parar ihop lediga platser och arbetslösa. Att det kan råda brist på arbetskraft samtidigt som en relativt stor andel av arbetskraften är utan jobb beror bl.a. på att matchningsprocessen inte är friktionslös. Ett vanligt sätt att illustrera effektiviteten i denna process är att grafiskt visa sambandet mellan arbetslöshet och vakanser, ett samband som brukar benämnas Beveridgekurvan.

Grundtanken är att en ökning av antalet vakanser medför att antalet anställningar ökar och antalet arbetslösa minskar. Läget på Beveridgekurvan kan användas för att tolka effektiviteten i matchningsprocessen. Ju effektivare matchningen av ett givet antal vakanser och arbetslösa är desto snabbare är utflödet ur arbetslösheten och desto närmare origo ligger kurvan i ett diagram.¹⁶ Beveridgekurvan kan också användas för att tolka förändringar av arbetslöshet och vakanser. Om arbetslösheten ökar samtidigt som vakanstalen minskar

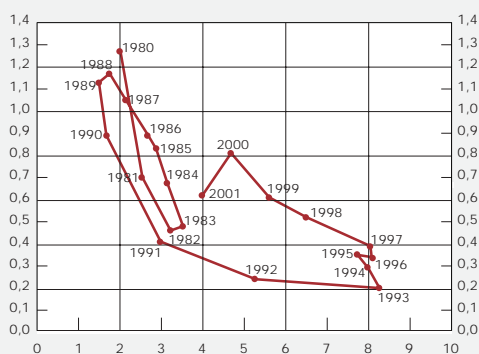
13 Det totala arbetsmarknadsbehovet av exempelvis omvårdnadsutbildad personal beräknas uppgå till ca 18 000 personer per år, och det motsvaras inte av utbildningskvoterna från omvårdnadsprogrammen inom gymnasieskolan samt vuxenutbildningen (på sammanlagt 7 000 personer per år). Se Landstingsförbundet (2001), *Det finns alltid behov av en till, men... Prognos 2001-2010. Rekryteringsbehov och tillgång*.

14 Det samlade rekryteringsbehovet inom barnomsorgen, förskolan och skolan beräknas uppgå till drygt 225 000 personer under perioden 2000-2010. Störst bedöms rekryteringsbehoven av lärare vara. Se Svenska Kommunförbundet (2001), *Personalen i fokus 2000*.

15 Perioden fram t.o.m. 2015 kommer att innebära stora pensionsavgångar på den svenska arbetsmarknaden. Inom de offentliga tjänsterna väntas 47 procent av de sysselsatta 2001 att lämna arbetsmarknaden fram till 2015. Motsvarande siffra är för industrin 37 procent, byggsektorn 44 procent och de privata tjänsterna 35 procent. Se Johnreden, A.-C. och C. Wallin (2002), "Den framtida personalförsörjningen. Tre scenarier fram till 2015", underlag framlagt vid AMS seminarium *Arbetskraftsförsörjningen – klarar svenskt näringsliv den stora generationsväxlingen?* Almedalen 2002-07-11.

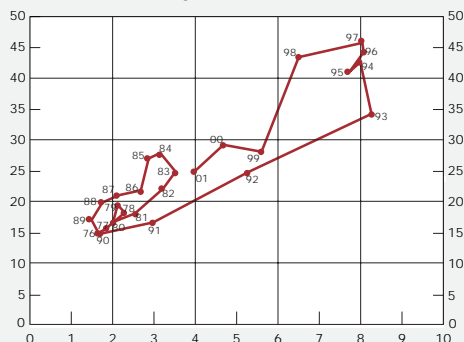
16 För en utförlig beskrivning av Beveridgekurvan och matchningsprocessen, se exempelvis Björklund, A., m.fl., *Arbetsmarknaden*, SNS Förlag 2000.

Diagram R21. Vakanser (y-axel) och öppen arbetslöshet (x-axel) i procent av arbetskraften 1980-2001.



Källor: Kvarstående lediga platser (vakanser) från AMS, arbetslöshet och arbetskraft från SCB.

Diagram R22. Andel långtidsarbetslösa (y-axel) och arbetslöshetsgrad (x-axel) 1976-2001.



Källa: SCB.

är detta en rörelse *utmed* Beveridgekurvan och kan tolkas som en konjunkturmässigt minskad efterfrågan på arbetskraft. Strukturella förändringar på arbetsmarknaden kan däremot *skifta* hela kurvan där t.ex. en ökning av både arbetslöshet och vakanser tyder på en försämrad effektivitet i matchningsprocessen.

Diagram R21 illustrerar den svenska Beveridgekurvan för perioden 1980-2001. En enkel grafisk analys av diagrammet visar att det långsiktiga sambandet mellan vakanser och öppen arbetslöshet är anmärkningsvärt stabilt under 1980-talet.¹⁷ Konjunktursvängningarna märks som rörelser upp och ned längs kurvan med fallande vakanstal samt växande arbetslöshet i lågkonjunkturer och vice versa under högkonjunkturer. I samband med 1990-talskrisen är dock utvecklingen mer dramatisk. Mellan 1991 och 1995 ökade arbetslöshetsgraden med nästan 5 procentenheter samtidigt som vakanstal var i stort sett oförändrad. Det kan tolkas som att effektiviteten i matchningen av arbetslösa och vakanser försämrades. Denna tolkning får också visst stöd av utvecklingen sedan dess. Från mitten på 1990-talet har det skett en rörelse längs med kurvan upp mot det långsiktiga samband som rådde på 1980-talet, men arbetslöshetsgraden tenderar nu att ligga på en högre nivå vid motsvarande vakanstal. Det finns dock en antydning till ett skift inåt av kurvan mellan 2000 och 2001.¹⁸

En faktor som kan förorsaka skift i Beveridgekurvan är förändringar av långtidsarbetslösheten.¹⁹ Långa arbetslöshetstider kan försämra motivationen att söka jobb och innebära en stigmatisering av den arbetsökande. Diagram R22 visar sambandet mellan andelen långtidsarbetslösa och arbetslöshetsgraden under perioden 1976-2001.²⁰ Den konjunkturrella dynamiken framträder tydligt som cykliska rörelser upp och ned under 1970- och 1980-talet. Den stora ökningen av arbetslösheten i början av 1990-talet återspeglas också i

17 Vakanser definieras som kvarstående lediga platser. Notera att de registrerade vakanserna motsvarar ungefär 30 procent av samtliga vakanser enligt uppskattningar av AMS.

18 Denna tolkning ligger i linje med skattningar av den strukturella arbetslösheten i t.ex. Lindblad, H. och P. Sellin, P (2002), "Equilibrium Rate of Unemployment and Real Exchange Rate, an Unobserved Components System Approach", kommande i Sveriges Riksbank Working Paper Series.

19 Andra faktorer som kan påverka matchningsprocessen är exempelvis förändringar i den geografiska eller yrkesmässiga rörligheten, den demografiska sammansättningen av de arbetsökande eller regelverket kring t.ex. arbetslöshetsersättningen.

20 De långtidsarbetslösa är definierade som arbetslösa med en arbetslöshetsperiod på minst sex månader.

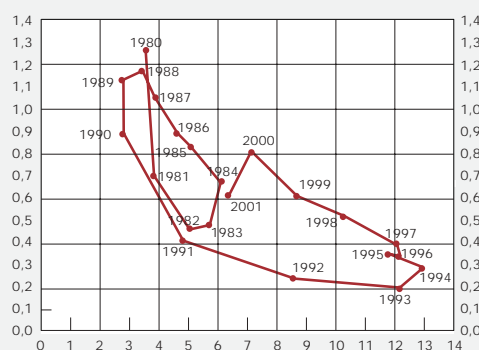
att andelen långtidsarbetslösa ökade från ungefär 15 procent till 43 procent mellan 1990 och 1994. Efter 1997 vände emellertid trenden och andelen långtidsarbetslösa har sedan dess sjunkit ner mot 1980-talets nivå.

Andelen långtidsarbetslösa, liksom arbetslöshetsgraden generellt, påverkas bl.a. av omfattningen av de arbetsmarknadspolitiska programmen.²¹ För att ta hänsyn till detta kan analysen modifieras så att även personer i åtgärder betraktas som arbetssökande. Diagram R23 illustrerar en reviderad Beveridgekurva, där vakansgraden relaterats till graden av öppet arbetslösa plus deltagare i arbetsmarknadspolitiska program. Kurvan är mycket lik den i diagram R21, men skiljer sig åt vad gäller utvecklingen i början på 2000-talet. Vid en given vakansgrad ligger arbetslöshetsgraden, i den reviderade Beveridgekurvan, i princip på samma nivå idag som under 1980-talet, vilket gör det svårt att tala om något mer tydligt skift utåt av denna kurva.²² En intressant fråga i detta sammanhang är om matchningsbilden hade sett sämre ut om sjukfrånvaron inte ökat lika dramatiskt de senaste åren. Arbetslösa som är sjuka räknas nämligen inte som arbetssökande i statistiken och det finns även en del tecken på att skärpta regelverk i arbetsmarknadspolitiken medfört en överströmning från arbetslöshets- till sjukförsäkringssystemet²³.

Hittills har analysen rört matchningsprocessen för riket. Denna aggregerade Beveridgekurva är dock känslig för utvecklingen på olika delarbetsmarknader. Tidigare undersökningar av matchningsprocessen på disaggregerad nivå har till största delen handlat om regionala skillnader men det är även av intresse att undersöka utvecklingen inom olika branscher, bl.a. för att få en kompletterande bild till den beskrivning av bristsituationen inom olika sektorer som redovisades ovan.

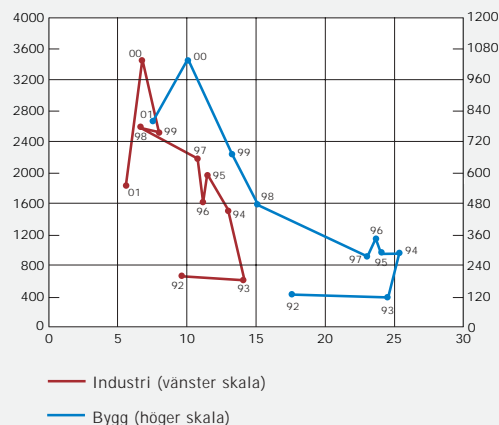
Diagram R24 och R25 illustrerar utvecklingen av Beveridgekurvan inom fyra olika branscher: vård- och omsorg, lärare, industri och byggarbete. Utvecklingen för samtliga studerade branscher liknar den för riket som helhet. Branscherna uppvisar samma dramatiska

Diagram R23. Total arbetslöshet (x-axel) och vakanser (y-axel) i procent av utvidgad arbetskraft 1980-2001.



Källor: Kvarstående lediga platser (vakanser) och deltagare i arbetsmarknadspolitiska program från AMS, öppen arbetslöshet och arbetskraft från SCB.

Diagram R24. Beveridgekurvor för industri och byggbranschen, 1992-2001.



Anm: För industrin används antalet arbetslösa kassamedlemmar i industrikassorna och för byggbranschen antalet arbetslösa kassamedlemmar i byggnadskassorna (dvs. Byggnads och Målarnas).

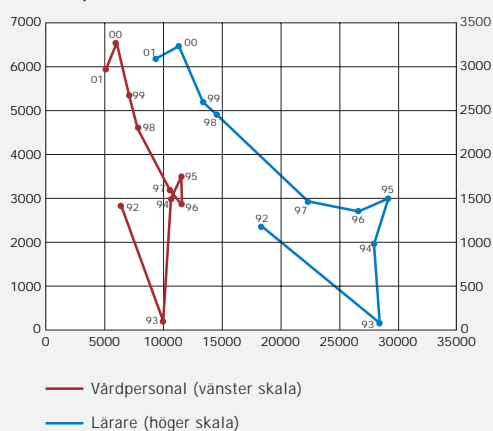
Källa: AMS.

21 Se exempelvis Edin, P.-A. och B. Holmlund (1991), "Unemployment, Vacancies and Labour Market Programmes: Swedish Evidence", i Padoa-Schioppa, F., (red.) *Mismatch and Labour Mobility*, Cambridge University Press 1991.

22 För en fördjupning om sambandet mellan arbetsmarknadspolitiken och matchningsprocessen se exempelvis Calmfors, L., A. Forslund och M. Hemström, "Vad vet vi om den svenska arbetsmarknadspolitikens sysselsättningseffekter?", Rapport 2002:8, Institutet för arbetsmarknadspolitisk utvärdering, Uppsala universitet.

23 Se Larsson, L., "Sick of being unemployed? Interactions between unemployment and sickness insurance in Sweden", Working Paper 2002:6, Institutet för arbetsmarknadspolitisk utvärdering, Uppsala universitet.

Diagram R25. Beveridgekurvor för lärare och vårdpersonal, 1992-2001.



Anm: Antalet arbetslösa inom vården definieras som antalet arbetslösa som uppgett att de söker anställning som skötare/vårdare, personlig assistent, undersköterska/sjukvårdsbiträde, sjuksköterska eller läkare. Antalet kvarstående lediga plaster inom vården motsvarar dessa yrkesgrupper. Antalet arbetslösa lärare definieras som antalet arbetslösa som sökt anställning som förskol-, grundskol-, gymnasie- eller högstskollärare. Antalet kvarstående lediga plaster för lärare motsvarar dessa yrkesgrupper.

Källa: AMS.

utveckling under tidigt 1990-tal och samma rörelse uppåt längs kurvorna från mitten av 1990-talet. För samtliga branscher finns det också en tendens till förbättrad matchning mellan 2000 och 2001 vilket sammanfaller med den period då sektorerna, med undantag för delar av den offentliga sektorn, rapporterat minskad brist på arbetskraft.²⁴

SAMMANFATTNING

Sammanfattningsvis kan konstateras att bristen på arbetskraft har minskat under senare tid. Bristen på personal inom skolan, barn- och äldreomsorgen samt inom sjukvården är dock alltjämt omfattande och kommer troligtvis att tillta på sikt. Arbetskraftsbrist kan även komma att uppstå inom det tekniska och naturvetenskapliga området. Det reser frågor om bl.a. utbildningssystemets dimensionering och möjligheten till icke-inflationsdrivande relativlöneförändringar. Löneökningarna inom framförallt primärkommuner och landsting bedöms i huvudscenariot bli relativt höga under prognosperioden, vilket riskerar att leda till kompensationskrav från andra grupper på arbetsmarknaden. En annan aktuell fråga är i vilken utsträckning rekryteringsvärigheterna kommer att förvärras av en generell lagstadgad arbetstidsförkortning. Att genomföra en sådan kan vara olämpligt i ett arbetsmarknadsläge som präglas av brist på arbetskraft inom vissa sektorer. Även den demografiska utvecklingen kommer att bli en utmaning för arbetsmarknaden eftersom den arbetsföra befolkningen, enligt SCB:s prognoser, väntas minska runt nästa decennium.

Matchningen på arbetsmarknaden tycks ha försämrats under 1990-talet, men en viss förbättring verkar ha skett i början av 2000-talet. En illustration av matchningen på branschnivå uppvisar i stort sett samma mönster som på aggregerad nivå. En hög andel långtidsarbetslösa kan ha försämrat matchningsprocessen. Andelen långtidsarbetslösa steg också kraftigt i samband med 1990-talskrisen men har nu fallit tillbaka till ungefär samma nivå som i mitten på 1980-talet.

24 Notera att jämförelser av matchningen mellan olika branscher ska göras med försiktighet. Det finns t.ex. inget givet mått på den totala arbetskraften inom en viss bransch eller yrkeskategori, vilket gör det svårt att normalisera antalet arbetslösa och vakanser i diagram R25. Samma problem uppstår i diagram R24 där vakansstatistik jämförs med A-kassestatistik.

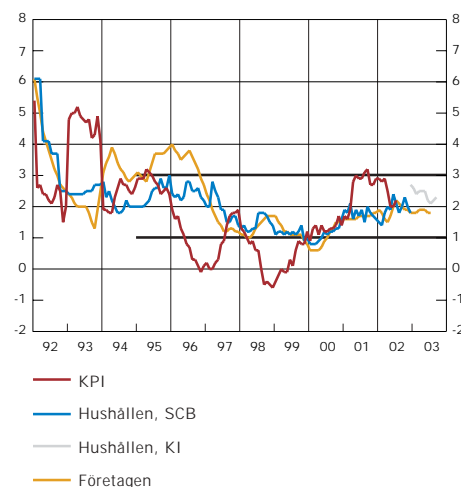
Inflationsförväntningar

Inflationsförväntningarna bland hushåll och företag är en viktig faktor i Riksbankens penningpolitiska analys eftersom dessa påverkar pris- och lönebildningen. I avtalsförhandlingar ställs krav på förväntade reallöneökningar. Det är också tänkbart att inflationsförväntningarna kan inverka på löneglidningen genom krav på löneökningar utöver redan slutna avtal som kompensation för högre väntad inflation även om löneglidningen vanligen styrs främst av arbetsmarknadsläget. I en tidigare studie visas dock att inflationsförväntningarna har en signifikant betydelse för löneglidningen för industriarbetare.²⁵

Sänkta inflationsförväntningar sedan föregående inflationsrapport.

Sedan föregående inflationsrapport har hushållen justerat ned sina inflationsförväntningar från 2,5 procent i maj till 2,3 procent i september. Också företagen har justerat ned inflationsförväntningarna men mer marginellt, från 1,9 procent i april till 1,8 procent i juli (se diagram 29). Marknadens prissättning, beräknad med hjälp av s.k. implicita terminsräntor, indikerar kraftigt sjunkande inflationsförväntningar på två års sikt.²⁶ Förväntningarna på fem års sikt har stigit något sedan föregående inflationsrapport och ligger därmed, tillsammans med tvåårsförväntningarna strax över 2 procent (se diagram 30). Prosperas senaste undersökning tyder på sänkta inflationsförväntningar hos samtliga tillfrågade grupper, främst på ett och två års sikt men även på fem års sikt, jämfört med föregående undersökning i maj (se tabell 8). Nedgången är enligt undersökningen störst bland penningmarknadens aktörer och arbetstagarorganisationer.

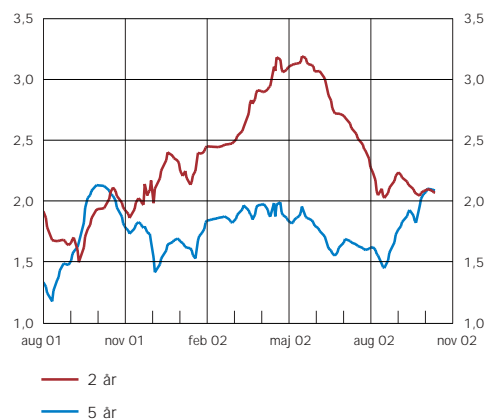
Diagram 29. Faktisk inflation samt hushållens och företagens inflationsförväntningar. Procent



Anm. Kurvorna har förskjutits framåt 12 månader för att motsvara den tidpunkt som inflationsförväntningarna avser.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 30. Inflationsförväntningar på två och fem års sikt enligt implicita terminsräntor. Procent



Källa: Riksbanken.

25 Friberg, K. och E. Uddén Sonnegård, "Förändrad lönebildning i en förändrad omvärld?", *Penning- och Valutapolitik 1*, 2001, Sveriges riksbank.

26 De implicita inflationsförväntningarna härleds från implicita avkastningskurvor för nominella respektive reala obligationer. En delförklaring till den kraftiga uppgången i tvåårsförväntningarna under varen var den märkbart sjunkande reala obligationsräntan, sannolikt delvis ett resultat av prissättning vid låg likviditet, samtidigt som den nominella räntan låg kvar på en oförändrad nivå. Den reala obligationsräntan har därefter legat kvar kring denna nivå medan den nominella räntan fallit.

Tabell 8. Förväntad inflationstakt enligt Prosperas undersökning i september 2002, där inget annat anges.
Årlig procentuell förändring av KPI

Förväntad inflationstakt om 1 år		
Penningmarknadens aktörer	2,2	(-0,2)
Arbetsgivarorganisationer	2,4	(-0,3)
Arbetsstagarorganisationer	2,3	(-0,4)
Inköpschefer handel	2,4	(-0,2)
Inköpschefer industri	2,5	(-0,3)
Hushåll (HIP) i september (augusti)	2,3	(0,1)
Företag (Barometern) i juli (april)	1,8	(-0,1)
Förväntad inflationstakt om 2 år		
Penningmarknadens aktörer	2,1	(-0,3)
Arbetsgivarorganisationer	2,4	(-0,1)
Arbetsstagarorganisationer	2,3	(-0,3)
Inköpschefer handel	2,4	(-0,2)
Inköpschefer industri	2,6	(-0,2)
Förväntad inflationstakt om 5 år		
Penningmarknadens aktörer	2,1	(-0,1)
Arbetsgivarorganisationer	2,2	(-0,1)
Arbetsstagarorganisationer	2,4	(-0,1)
Inköpschefer handel	2,4	(0,0)
Inköpschefer industri	2,6	(-0,1)

Anm. Inom parentes anges förändringen i procentenheter sedan föregående undersökning.

Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera Research AB.

Sammanfattningsvis har samtliga aktörers inflationsförväntningar sjunkit sedan föregående inflationsrapport men ligger fortfarande något över Riksbankens inflationsmål.

Avregleringar, politiska beslut och tillfälliga effekter

I regeringens budgetproposition för 2003 föreslås bl.a. höjda energi- och koldioxidskatter fr.o.m. januari nästa år som ett led i den gröna skatteväxling som blivit resultatet av socialdemokraternas och miljöpartiets förhandlingar. Detta kommer att påverka inflationen mätt med KPI men även i viss mån inflationen mätt med UND1X. Utöver detta sker som vanligt en indexuppräknings av punktskattesatserna. Dessutom föreslås en minimiskatt på lågpriscigarett införas fr.o.m. mars nästa år.

Sammantaget bedöms indirekta skatter, subventioner och räntekostnader ge ett större bidrag till inflationen under hela prognosperioden än i föregående inflationsrapport (se tabell 9).

Tabell 9. Bidrag till inflationen från indirekta skatter, subventioner och räntekostnader.

Procentenheter

	sept 2002	sept 2003	sept 2004
Indirekta skatter och subventioner	0,1 (0,1)	0,3 (0,1)	0,3
därav indirekta effekter	0,2 (0,2)	0,1 (0,0)	0,1
Räntekostnader egnahem	0,1 (0,1)	0,2 (0,3)	0,3
Totalt	0,2 (0,2)	0,5 (0,3)	0,6

Anm. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport. De indirekta effekterna påverkar även UND1X-inflationen.

Källa: Riksbanken.

Bidraget till KPI och UND1X från det nya tandvårdsstödet till äldre som infördes fr.o.m. 1 juli i år var i linje med bedömningen i den senaste inflationsrapporten.

EU beslutade i somras om nya regler för bilhandeln när dåvarande gruppundantaget från EU:s konkurrensregler löpte ut 1 oktober. Gruppundantaget ska avskaffas definitivt år 2010. Reglerna skärps successivt för att öka konkurrensen både inom försäljning och inom reparation. Det är bl.a. åtgärder som ska underlätta för bilhandlare att marknadsföra sig utanför sitt lokala område och öppna filialer på andra orter eller i andra EU-länder. Det ska också bli enklare för bilhandlare att sälja olika bilmärken i samma lokaler. Priserna skiljer sig idag betydligt mellan olika länder i EU. För en del bilmodeller kan priset skilja sig upp till 40 procent mellan det dyraste och billigaste landet.²⁷ Detta bör på sikt kunna leda till något lägre priser i konsumentledet. Exempelvis skulle en nedgång på 5 procent på priset för bilinköp (både nya och begagnade) samt priserna på reparation och underhåll ge ett negativt bidrag till KPI- och UND1X-inflationen med 0,2 procentenheter.

Sveriges allmänna prisnivå var 29 procent högre än EU-genomsnittet 2000. Prisskillnaderna varierar för olika produkter. Det är framförallt priset på varor och tjänster som inte handlas över gränserna som är påtagligt dyrare i Sverige än i övriga EU, t.ex. transporttjänster och hotell- och restaurang. De svenska priserna på bl.a. el ligger däremot under EU-genomsnittet (se tabell 10). Kläder har tidigare varit relativt billigt i Sverige, men var ca 18 procent dyrare än EU-genomsnittet 2000. En anpassning av den

27 Se pressmeddelande IP/02/1109 från EU-kommissionen.

svenska prisnivån ned mot EU-genomsnittet skulle ha en dämpande effekt på inflationen under anpassningsperioden. Exempelvis skulle en fullständig anpassning av de svenska livsmedelspriserna under en 10-årsperiod ge ett årligt negativt bidrag till KPI- och UNDI_X-inflationen med 0,2 procentenheter.

Tabell 10. Prisnivåer för varor och tjänster för Sverige 2000.
Index: EU15=100

Livsmedel	121
Kläder och skor	118
Möbler och hushållsartiklar	111
Hälsa	166
Transport	113
Kommunikationer	140
Rekreation och kultur	127
Hotell- och restaurang	194
Hyra av bostad	134
El, gas och andra bränslen	86

Källa: Eurostat.

INFLATIONSPROGNOS MED STIGANDE REPORÄNTA — ETT RÄKNEEXEMPEL

Reporäntan förväntas höjas något under prognosperioden enligt såväl marknadsprissättning som enkäter bland enskilda analytiker. Externa bedömare förväntar sig en något högre reporänta på två års sikt än vad som kommer till uttryck i marknadsprissättningen. Inflationsprognosen i Riksbankens huvudscenario görs dock som vanligt under antagande om konstant reporänta från dagens nivå, 4,25 procent, för att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitikens utformning. Mot denna bakgrund redovisas nedan ett räkneexempel baserat på marknadsaktörernas förväntningar om reporäntans utveckling, enligt Riksbankens enkät utförd av Prospera i oktober 2002.

Enligt enkäten förväntas reporäntan höjas till 4,50 procent på ett års sikt och till 4,75 procent på två års sikt.²⁸ I räkneexemplet antas de korta marknadsräntorna i stort sett följa utvecklingen av reporäntan, medan genomslaget på de längre räntorna antas bli något mindre. De korta räntorna bedöms bli ca 0,20 procentenheter högre på ett års sikt och ca 0,40 procentenheter högre på två års sikt jämfört med bedömningen i huvudscenariot, medan effekten på långräntan begränsas till knappt 0,1 procentenheter i genomsnitt. Uppjusteringen av räntenivån bedöms också förstärka kronan något. Kronkursen i handelsvägda termer (TCW) bedöms i genomsnitt bli knappt 0,5 procent starkare under prognosperioden i jämförelse med huvudscenariot.

Sammantaget bedöms högre räntor och starkare växelkurs medföra en något lägre BNP-tillväxt under prognosperioden. Den starkare växelkursen dämpar dessutom importpriserna.

28 Förväntan avser medianvärdet i enkäten.

Tabell R3. Inflationsprognos med en ränteutveckling enligt marknadens förväntningar.

Procent respektive procentenheter

	Årsgenomsnitt 2002	Årsgenomsnitt 2003	Tolvmånaderstal september 2003	Tolvmånaderstal september 2004
KPI	2,4 (0,0)	2,3 (0,1)	2,2 (0,1)	2,4 (0,1)
UND1X	2,6 (0,0)	1,8 (-0,1)	1,7 (-0,1)	1,8 (-0,1)

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

Källa: Riksbanken.

UND1X-inflationen dämpas något av både ett lägre resursutnyttjande och en starkare växelkurs (se tabell R3). KPI-inflationen blir dock något högre jämfört med huvudscenariot vilket beror på att de inflationsdämpande effekterna motverkas av högre räntekostnader för egnahem. Effekterna är på det hela taget mycket små.