



# Inflationsrapport

2004:2



# Innehåll

- FÖRORD 5
  
- SAMMANFATTNING 7
  - Inflationsbedömningen 10
  
- INFLATIONENS BESTÄMNINGSFAKTORER 13
  - De finansiella marknaderna 13
  - Den internationella utvecklingen 16
  - Den ekonomiska utvecklingen i Sverige 19
  - Inflationsförväntningar 33
  
- INFLATIONSBEDÖMNING 37
  - Inflationsutsikterna i huvudscenariot 37
  - Riskbilden 49
  
- Fördjupningsrutor*
  - Indikatorer på resursutnyttjandet 28
  - Den senaste tidens inflationsutveckling 35
  - Växelkursen och den importerade inflationen 41
  - Ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten 45



## ■ Förord

Målet för Riksbankens penningpolitik är att begränsa inflationen till 2 procent, med en tolerans för avvikelser från denna nivå på +/- 1 procentenhet. Riksbankens samlade syn på inflationsutsikterna redovisas i inflationsrapporter. Direktionens penningpolitiska beslut och överväganden redovisas i pressmeddelanden. Inom direktionen kan det finnas olika åsikter om inflationsutsikterna framöver. Direktionsledamöternas bedömningar och individuella ställningstaganden till det penningpolitiska beslutet redovisas i protokoll från direktionens penningpolitiska möten. Eventuella meningsskiljaktigheter i synen på inflationsutvecklingen redovisas sålunda i det särskilda protokoll från direktionens sammanträde den 27 maj som kommer att publiceras den 11 juni 2004.

I denna rapport presenteras prognoser för inflationsutvecklingen t.o.m. andra kvartalet 2006. Rapporten återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 13 och 19 maj 2004.

Syftet med inflationsrapporten är inte bara att ta fram underlag för de penningpolitiska besluten, utan även att sprida kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör. Riksbanken vill underlätta för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken.

För att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitiken utgår analyserna i rapporten från antagandet att reporäntan hålls oförändrad under prognosperioden. Prognoserna bygger även på flera andra viktiga antaganden, som redovisas närmare i inflationsrapporten.

Inledningsvis sammanfattas inflationsrapporten. Därefter diskuteras den mest sannolika utvecklingen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer. Avslutningsvis presenteras Riksbankens samlade bedömning av inflationsutsikterna i huvudscenariot och de viktigaste riskerna i denna bedömning. Rapporten innehåller också flera fördjupningsrutor vars syfte är att förmedla en djupare kunskap i olika frågor som är viktiga för inflationsbedömningen. I en av dessa fördjupningsrutor redogörs för de ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten som nyligen beslutats av Statistiska centralbyråns (SCB) nämnd för konsumentprisindex. Från och med januari 2005 kommer inflationstakten att beräknas som den årliga procentuella förändringen av konsumentprisindex (KPI), utan någon korrektion för de substitutionseffekter som gör att varukorgen som ligger till grund för KPI ändras över tiden. I rutan förklaras varför denna förändring förväntas innebära att den uppmätta inflationen blir något lägre än med nuvarande definition av inflationstakten. De prognoser av inflationen fr.o.m. januari 2005 som presenteras i denna inflationsrapport avser den nya definition SCB beslutat om.

*Stockholm i maj 2004*

Lars Heikensten

RIKSBANKSCHEF



## ■ Sammanfattning

Återhämtningen i Sverige och i omvärlden fortskrider i stort som förväntat och framöver väntas konjunkturen förstärkas ytterligare. En mer expansiv ekonomisk politik i Sverige gör att tillväxten väntas bli något starkare än i föregående inflationsrapport. Samtidigt som konjunkturen stärks är inflationen i Sverige och i andra länder låg. Inflationen väntas dock tillta i takt med att resursutnyttjandet stiger såväl internationellt som i Sverige. I slutet av prognosperioden bedöms inflationen vara i linje med Riksbankens inflationsmål.

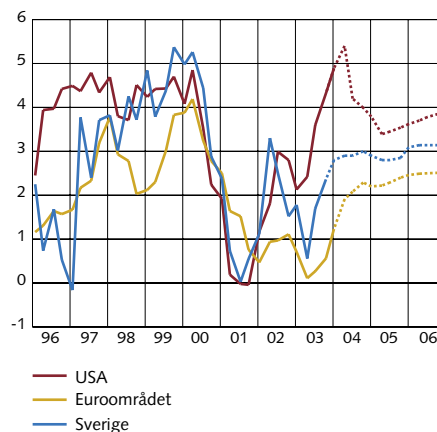
### ■ ■ Förstärkt internationell konjunktur.

Förstärkningen av den internationella konjunkturen har fortgått under inledningen av 2004. Uppgången i industrikonjunkturen och världshandeln har fortsatt. Återhämtningen har varit särskilt stark i USA och Asien, där såväl export som inhemsk efterfrågan ökat kraftigt. I euroområdet har en viss återhämtning också skett, men fortfarande är BNP-tillväxten där klart svagare än i andra regioner och konjunktur-signalerna är ännu inte helt entydiga (se diagram 1).

I USA finns det nu även tecken på att arbetsmarknaden är på väg att vända, vilket har ökat tilltron till att konjunkturuppgången är bred och varaktig. Detta har bidragit till en omsvängning i synen på den amerikanska penningpolitiken. Nu finns det förväntningar om att styrrentan höjs under sommaren, vilket i sin tur har medfört ganska betydande ränteuppgångar globalt. Uppgången har varit kraftigast i USA och i flera utvecklingsländer men även i Europa och i Sverige har räntenivån stigit påtagligt. Det har funnits en viss oro för att det skulle kunna uppstå turbulens på de finansiella marknaderna när förväntningarna på penningpolitiken skulle komma att ställas om i mer kontraktiv riktning. Av utvecklingen hittills att döma ser anpassningen ut att ske i relativt ordnade former och ungefär som förväntat. Det återstår dock en del innan räntorna är tillbaka på en historiskt genomsnittlig nivå. Börskurserna har emellertid fallit igen de senaste veckorna och är nu lägre i många länder än vid årsskiftet. OMX-index har sedan i januari stigit med ca 3 procent.

På de finansiella marknaderna har utvecklingen under senare tid alltså varit relativt händelserik. Detta är emellertid inte fallet när det gäller den realekonomiska utvecklingen. Återhämtningen har hittills fortlöpt i linje med den tidigare bedömningen och det mesta talar för att konjunkturen framöver fortsätter att stärkas som förväntat. Den ekonomiska politiken är expansiv och olika indikatorer visar att hushållens och företagens framtidsoptimism ökat. Sammantaget bedömer Riksbanken att BNP-tillväxten i OECD-området blir ca 3 procent i genomsnitt under de kommande tre åren, vilket är i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport och vid det senaste penningpolitiska mötet i slutet av april. Svensk exportmarknadstillväxt väntas stiga under prognosperioden och uppgå till ca 7 procent under 2006, vilket motsvarar genomsnittet sedan 1993. För innevarande år

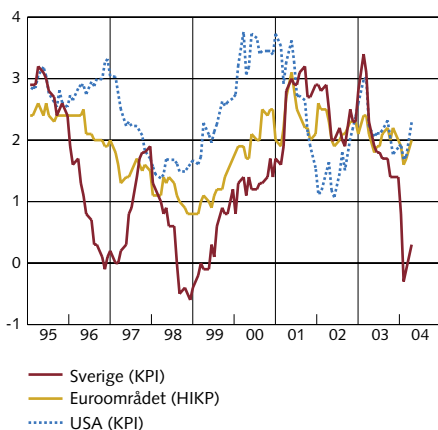
Diagram 1. BNP för Sverige, USA och euroområdet, utfall och prognoser. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Eurostat, SCB, US Department of Commerce och Riksbanken.

**Diagram 2. Inflationen i Sverige, USA och euroområdet.**  
Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och SCB.

revideras exportmarknadstillväxten upp något till följd av att tillväxten förväntas bli något högre i framförallt Asien och Central- och Öst-europa.

#### ■ ■ Importpriserna vänder långsamt uppåt.

Ökningstakten i de internationella producentpriserna på bearbetade varor har under senare tid avtagit. Detta är en av förklaringarna till att även priserna i konsumentledet endast ökat måttligt i många länder (se diagram 2). Till viss del är det låga pristrycket ett konjunkturfenomen, men det förefaller även vara relaterat till strukturella förändringar. I många länder har t.ex. penningpolitiken tydligare inriktats på prisstabilitet under det senaste decenniet. Den internationella handeln har ökat och konkurrensen har hårdnat vilket också kan ha bidragit till att inflationstakten sjunkit. Ett stigande globalt resursutnyttjande talar emellertid för att prisökningstakten på bearbetade varor kommer att tillta framöver även om uppgången bedöms bli relativt mild.

Råvarupriserna, inklusive oljepriset, har till skillnad från priserna på bearbetade varor ökat kraftigt under senare tid. Uppgången är relaterad bl.a. till ökande global efterfrågan och industriell expansion i Kina. En del av prisuppgången kan därför troligtvis hänföras till mer varaktiga faktorer vilket har motiverat ett högre genomsnittligt oljepris jämfört med föregående inflationsrapport. Oljepriset har även stigit till följd av utbudsfaktorer som troligtvis är av delvis övergående karaktär. Bl.a. har den säkerhetspolitiska oron i Mellanöstern ökat under våren. Det råder stor osäkerhet om det framtida oljepriset, men det finns ändå anledning att tro att det under de kommande månaderna faller tillbaka relativt snabbt. Att oljepriset är högt idag bör därför inte påverka inflationen om ett till två år. Terminspriserna tyder på att förväntningarna på olika marknader är inställda på att även priserna på övriga råvaror kommer att sjunka framöver.

I vilken utsträckning den internationella prisutvecklingen slår igenom i Sverige beror bl.a. på hur växelkursen utvecklas. Kronans växelkurs har under de senaste två åren stärkts gentemot valutorna i de länder som är Sveriges viktigaste handelspartners (TCW-index). Det har bidragit till att importpriserna i konsumentledet hållits tillbaka (se även fördjupningsrutan "Växelkursen och den importerade inflationen"). Riksbanken bedömer att kronan kommer att stärkas ytterligare något under prognosperioden. Då kronan sedan föregående inflationsrapport inte förstärkts som förväntat, mätt i TCW-termer, har prognosen dock reviderats i en svagare riktning. Sammantaget görs bedömningen att importpriserna i konsumentledet, exklusive oljeprodukter, framöver ökar svagt i takt med att det internationella resursutnyttjandet stiger. Därtill höjer det uppjusterade oljepriset prognosen för importerad inflation under det kommande året. I slutet av prognosperioden väntas prisökningstakten på de importerade varorna dock fortfarande vara förhållandevis låg (se tabell 1). Jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport är prognosen för import-



priserna i konsumentledet något uppreviderad på kort sikt framförallt till följd av ett högre antaget oljepris.

### ■ ■ Återhämtningen fortgår även i Sverige.

I Sverige har konjunkturedgången varit ovanligt mild. Under de senaste tre åren ökade BNP med i genomsnitt ca 1,5 procent per år, vilket är en halv procentenhet lägre än ekonomins genomsnittliga tillväxttakt sedan 1980. I år och under de kommande två åren väntas BNP-tillväxten tillta och uppgå till i genomsnitt knappt 3 procent per år. Mot slutet av prognosperioden väntas det samlade resursutnyttjandet i ekonomin ha stigit till nivåer där det inte längre håller tillbaka pris- och löneökningarna. För ett ökat resursutnyttjande talar den relativt expansiva penning- och finanspolitiken och den förväntade konjunkturuppgången i omvärlden. Dessa faktorer väntas tillsammans med ett stigande kapacitetsnyttjande i industrin medföra att investeringarna gradvis ökar, efter att ha minskat under de senaste åren. Tillväxten i exporten väntas också tillta under 2004 till följd av den internationella återhämtningen. Även den privata konsumtionen bedöms växa något snabbare under de kommande åren jämfört med de senaste tre åren.

Jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport har Riksbanken reviderat upp prognosen för tillväxten i den svenska ekonomin något. Däremot sammanfaller i stora drag den nuvarande bedömningen med den som låg till grund för det senaste penningpolitiska beslutet i april. En anledning till att tillväxtprognosen reviderats upp är att ny statistik tyder på att exporten har växt något snabbare än väntat, vilket kan förklaras både av oväntat stark marknadstillväxt och svag relativprisutveckling. Importen har däremot varit svagare än prognostiserat vilket gör att prognosen för nettoexporten reviderats upp för i år. Den svaga importtillväxten hittills i år kan vara en följd av att de fasta bruttoinvesteringarna inte har börjat öka som förväntat. Prognosen för investeringstillväxten har också reviderats ned för i år. Däremot har Riksbanken reviderat upp sin syn på investeringarna och den privata konsumtionen för de kommande två åren. Det hänger till viss del samman med den senaste sänkningen av reporäntan med 0,5 procentenheter. Regeringens vårproposition innehåller också förslag som bedöms stimulera den inhemska efterfrågan något.

### ■ ■ Svagt stigande inhemska priser.

Det inhemska kostnadstrycket är, liksom det internationella, lågt för närvarande. En av förklaringarna är att produktivitetstillväxten varit hög under senare år. I vilken utsträckning detta är tillfälligt och sammanhänger med konjunkturen eller är en följd av mer långsiktiga faktorer är svårt att avgöra. Det är därför också svårt att bedöma hur produktiviteten ska utvecklas framöver. Riksbankens bedömning är att produktivitetssuppgången kommer att påverkas av det cykliska mönstret och mattas av allteftersom återhämtningen fortskrider. Den goda tillväxten i produktiviteten under senare tid i svenskt näringsliv talar

dock för att produktivitetstillväxten under prognosperioden blir något högre än vad som tidigare varit normalt i motsvarande konjunkturfas.

Under loppet av 2003 försvagades arbetsmarknaden. Arbetslösheten steg påtagligt till följd av att de arbetsmarknadspolitiska åtgärderna minskade i omfattning och för att sysselsättningen föll i slutet av året. Bedömningen i föregående inflationsrapport var att arbetsmarknaden skulle stärkas i år till följd av ett förbättrat konjunkturläge. Det finns dock inga tydliga tecken på att arbetsmarknaden är på väg att vända. Utfallen hittills i år tyder på att Riksbankens tidigare bedömning var aningen för optimistisk i det avseendet. Därför revideras sysselsättningsprognosen ned något för i år medan arbetslöshetsprognosen höjs. I gengäld väntas sysselsättningen stiga något snabbare under de kommande två åren, vilket främst beror på att tillväxten nu bedöms bli högre. Den något högre tillväxten medför även att lönerna bedöms stiga marginellt snabbare under 2006 jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Sammantaget väntas företagets enhetsarbetskostnader falla i år för att därefter öka med 1,2 procent under 2005 och med 2,2 procent 2006. Bedömningen är nedreviderad på kort sikt men något uppreviderad på lite längre sikt. Den svaga ökningstakten i år följer bl.a. av att produktiviteten förväntas fortsätta att öka relativt snabbt.

Det inhemska kostnadstrycket väntas alltså tillta under de kommande åren. Den fortsatt svaga arbetsmarknaden och gynnsamma kostnadsförhållanden gör dock att uppgången i den inhemska inflationen inleds först i början av 2005 och blir relativt måttlig (se tabell 1).

## Inflationsbedömning

Inflationen föll kraftigt under förra året och i början av 2004 (se diagram 3). Nedgången var till stor del förväntad och relaterad till att energipriserna föll tillbaka efter de stora prisökningarna i början av förra året. I mars bröts fallet i inflationstakten och en viss uppgång noterades. Denna blev något större än förväntat vilket framförallt berodde på att importpriserna ökade något mer än vad som låg i den tidigare bedömningen. Det faktum att elpriserna inte föll tillbaka i den takt som prognostiserats bidrog också. Inflationen i april var 0,9 procent mätt med UND1X och 0,3 procent mätt med KPI.

Under det kommande året väntas inflationen utvecklas relativt stabilt för att sedan tillta gradvis. Priserna på de importerade varorna väntas upphöra att falla till följd av ett stigande internationellt resursutnyttjande och i stället vända svagt uppåt. Från inledningen av 2005 väntas den inhemska inflationen börja stiga. Jämfört med bedömningen i den föregående inflationsrapporten väntas UND1X-inflationen bli högre på kort sikt (se diagram 3 och tabell 1). Detta följer framförallt av att oljepriset förväntas bli högre.

En högre tillväxt under den senare delen av prognosperioden talar för en upprevidering av inflationsprognosen. En speciell omständighet vid detta prognostillfälle är dock att Statistiska centralbyrån

har beslutat att ändra sitt sätt att beräkna konsumentprisindex och inflationstakt från januari 2005. Enligt beräkningar av SCB väntas den uppmätta inflationstakten med det nya beräkningssättet i genomsnitt bli ca 0,2 procentenheter lägre per år än med nuvarande beräkningsmetod (se fördjupningsrutan "Ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten"). Detta har påverkat de olika inflationsmåten i tabell 1 från januari 2005. Det bör understrykas att detta inte beror på ett lägre inflationstryck i ekonomin, utan enbart på att definitionen av KPI-inflationen ändrats. Sammantaget väntas KPI-inflationen i huvudscenariot uppgå till 1,1 procent på ett års sikt och 2,2 procent på två års sikt (se tabell 1). Motsvarande siffror för UND1X-inflationen är 1,0 procent respektive 1,7 procent.

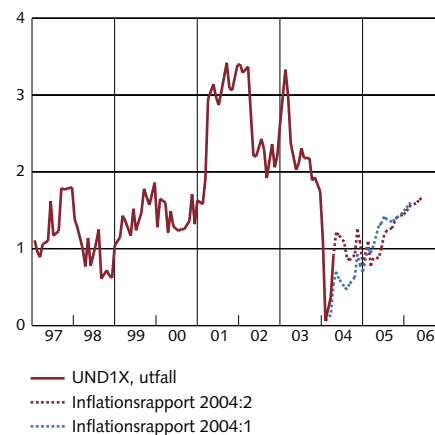
### ■ ■ Risk för högre inflation.

Utformningen av penningpolitiken påverkas också av riskbilden. I likhet med föregående rapport är den samlade bedömningen att riskerna för att inflationen ska öka snabbare än i huvudscenariot överväger riskerna för en långsammare utveckling. Risken för en högre inflation är främst förknippad med den internationella och inhemska konjunkturutvecklingen. Återhämtningen fortgår som förväntat och den främsta risken består i att styrkan och takten i återhämtningen och dess effekter på inflationen underskattas. I såväl världsekonomin som helhet som i Sverige kan resursutnyttjandet komma att stiga snabbare än i huvudscenariot. Om tillväxten i omvärlden blir starkare än förväntat finns också en risk att priset på olja och övriga råvaror inte faller tillbaka som prognostiserat. Oljepriset kan också stiga ytterligare om det säkerhetspolitiska läget förvärras och det uppkommer mer varaktiga produktionsstörningar i Mellanöstern. Risken ökar då också för att höga oljepriser ger indirekta effekter på inflationen via kostnadsstegringar för företagen och högre inflationsförväntningar hos företag och hushåll. Ett varaktigt högre oljepris riskerar också att leda till spridningseffekter som dämpar tillväxten i världsekonomin.

Mot en starkare konjunkturutveckling talar fortfarande de stora underskotten i USA:s budget och i landets handel med omvärlden. Tillväxten i euroområdet förväntas vara på väg att tillta, men det finns samtidigt en risk för att uppgången går långsammare än väntat bl.a. på grund av att hushållen är fortsatt relativt pessimistiska inför framtiden.

Bedömningen i huvudscenariot är att det inhemska kostnadsstrycket blir lågt under prognosperioden bl.a. till följd av en relativt stark förväntad produktivitetstillväxt. Den förväntas mattas av något allt eftersom återhämtningen fortskrider. Det är dock tänkbart att de senaste årens höga tillväxt av produktiviteten beror mer på varaktiga faktorer än vad som antas i huvudscenariot. I så fall skulle det inhemska kostnadsstrycket och inflationen kunna bli lägre än väntat under prognosperioden. Osäkerheten är dock betydande och det är även möjligt att det motsatta skulle kunna bli fallet. Riksbankens bedömning är att de risker som är relaterade till det inhemska kostnadsstrycket är balanserade.

Diagram 3. UND1X, prognosjämförelse. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Från januari 2005 används SCB:s nya beräkningsmetod för inflations-takten.

Källor: SCB och Riksbanken.

Sammantaget innebär detta att den riskkorrigerade inflationsbedömningen blir något högre än i huvudscenariot. Med beaktande av riskbilden och SCB:s metodförändring väntas KPI-inflationen uppgå till 1,2 procent på ett års sikt och 2,3 procent på två års sikt. Motsvarande bedömning för UND1X-inflationen är 1,1 procent respektive 1,8 procent. UND1X-inflationen väntas därmed vara i linje med inflationsmålet på två års sikt.

**Tabell 1. Inflationsprognosen i huvudscenariot.  
Årlig procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal		
	2004	2005	jun-04	jun-05	jun-06
KPI	0,4 (0,4)	1,2 (1,5)	0,7 (0,4)	1,1 (1,6)	2,2
UND1X	0,9 (0,6)	1,1 (1,2)	1,2 (0,6)	1,0 (1,3)	1,7
UNDINHX	1,7 (1,7)	1,6 (1,9)	1,8 (1,7)	1,7 (2,0)	2,3
UNDIMPX	-0,6 (-1,6)	0,1 (0,0)	-0,2 (-1,5)	-0,4 (0,1)	0,3

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport inom parentes. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egna hem rensat för effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner. UNDINHX avser bara priser på i huvudsak inhemskt producerade varor och tjänster i UND1X. UNDIMPX avser priser på i huvudsak importerade varor och tjänster i UND1X. Från januari 2005 används SCB:s nya beräkningsmetod för inflationstakten.

Källa: Riksbanken.

# Inflationens bestämningsfaktorer

## De finansiella marknaderna

På de finansiella marknaderna har det skett en relativt stor omsvängning på senare tid. Marknadsaktörerna i USA och euroområdet har successivt tidigarelagt tidpunkten när de tror att styrräntorna kommer att höjas. Prissättningen på marknaden speglar nu förväntningar om en höjning i USA redan under sommaren och i euroområdet senare under hösten. Efter Riksbankens beslut att sänka reporäntan med 0,50 procentenheter till 2 procent den 31 mars förväntar marknaden sig att nästa förändring av den svenska styrräntan blir en höjning. Den ändrade förväntningsbilden avspeglas i obligationsräntorna som har stigit runt om i världen sedan i slutet av mars. Sedan föregående inflationsrapport har dollarn stärkts mot euron och kronan. Riksbanken bedömer att kronan kommer att stärkas framöver. Sammantaget bedöms de finansiella förhållandena ha en positiv effekt på investeringar och privat konsumtion.

### ■ ■ Förväntningar om en mindre expansiv penningpolitik.

Styrräntorna i både USA och euroområdet har varit oförändrade sedan förra sommaren. Prissättningen på penningmarknaderna tyder nu på att en höjning av styrräntorna förväntas komma tidigare än vad prissättningen i slutet av mars pekade på (se diagram 4). Bl.a. har positiv arbetsmarknadsstatistik medfört förväntningar om en snabbare konjunkturuppgång i USA. Enligt terminskontrakten på Fed fundsmarknaden skulle penningpolitiken kunna bli mindre expansiv redan under sommaren. De implicita terminräntorna i euroområdet antyder att ECB förväntas höja styrräntan i oktober.

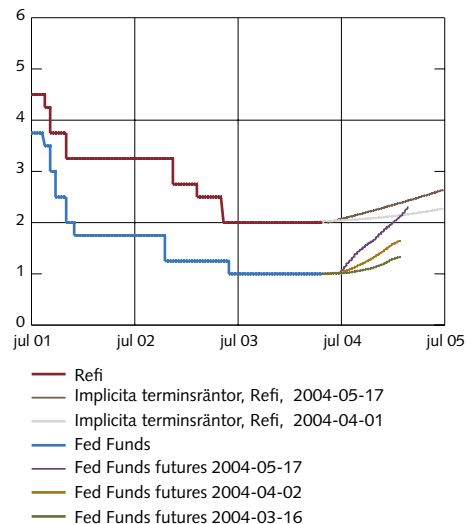
Den 31 mars beslutade Riksbanken att sänka reporäntan med 0,50 procentenheter till 2 procent. Marknaden verkar för närvarande inte ha några förväntningar om att reporäntan ska sänkas ytterligare (se diagram 5). Snarare väntas Riksbanken komma att höja räntan under hösten.

### ■ ■ Långräntorna vänder upp igen.

I slutet av mars ser det ut att ha inträffat ett trendbrott för de långa obligationsräntorna (se diagram 6). När föregående inflationsrapport publicerades den 1 april hade obligationsräntorna fallit sedan början av december i fjol. Sedan början av april har räntorna stigit. Uppgången har varit kraftigast i USA och i flera utvecklingsländer men även i Europa och i Sverige har räntenivån stigit påtagligt. Räntorna i Sverige och Tyskland är nu i linje med de nivåer som noterades i början av året. I USA är räntorna däremot högre än vad de var i januari. En något snabbare ränteuppgång i Sverige än i Tyskland har gjort att skillnaden mellan den svenska och den tyska räntan har ökat.

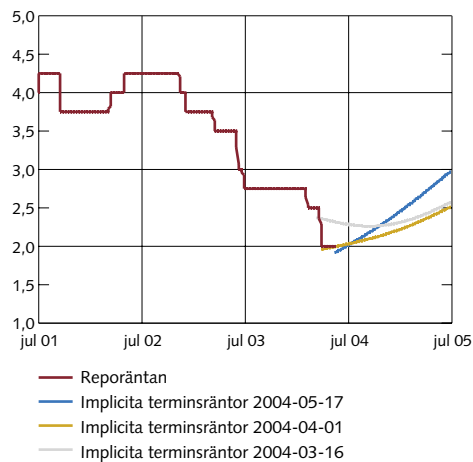
Det faktum att obligationsräntorna tidigare föll trots tecken på en annalkande högkonjunktur kunde delvis förklaras av att aktörerna på penningmarknaden förväntade sig att styrräntorna skulle komma

Diagram 4. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet och USA enligt implicita terminräntor och Fed Funds-kontrakt. Procent



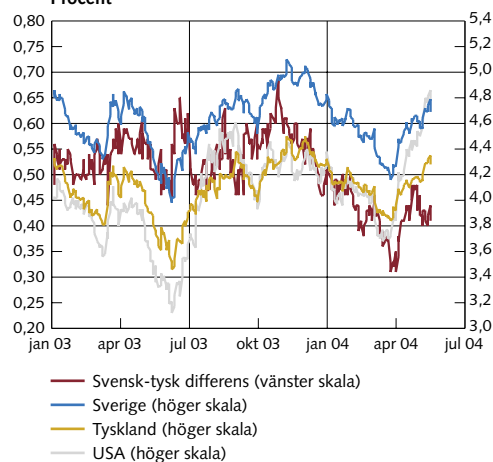
Källa: Riksbanken.

Diagram 5. Penningpolitiska förväntningar i Sverige enligt implicita terminräntor. Procent



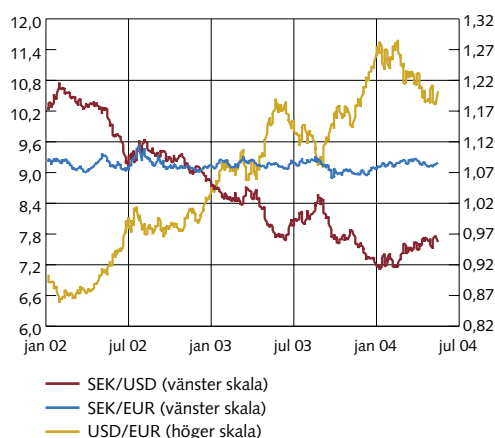
Källa: Riksbanken.

Diagram 6. Statsobligationsräntor med 10 års löptid avseende Sverige, Tyskland och USA. Procent



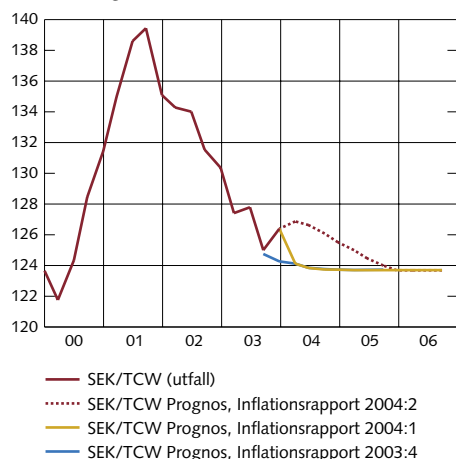
Källa: Riksbanken.

**Diagram 7. Växelkursutveckling för SEK/USD, SEK/EUR samt USD/EUR.**



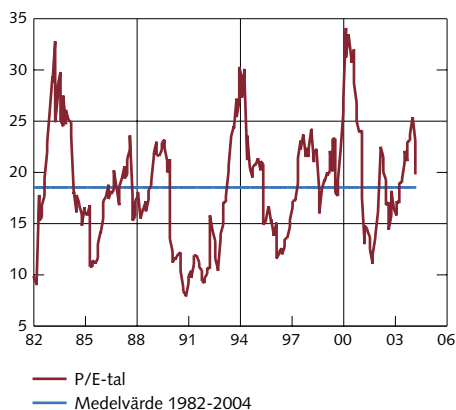
Källa: Riksbanken.

**Diagram 8. Handelsvägd växelkursprognos, SEK/TCW. Kvartalsgenomsnitt, index, 1992-11-18 = 100**



Källa: Riksbanken.

**Diagram 9. P/E-tal för Stockholmsbörsen 1982-2004.**



Anm. P/E-talen är beräknade utifrån faktiska vinster.  
Källor: Datastream och Riksbanken.

att höjas först längre fram i tiden. Att tecknen på konjunkturuppgången blivit tydligare har lett till att förväntningarna nu ställts in på att åtstramningen av penningpolitiken skall komma tidigare. De långa räntorna har därför stigit under de senaste veckorna. I enlighet med tidigare bedömning väntas de svenska långräntorna stiga allt eftersom konjunktoren växer sig starkare. Redan i föregående inflationsrapport bedömdes de långa räntorna stiga, men uppgången har skett något senare än förväntat. I slutet av prognosperioden antas långräntan ha ökat till ca 5,5 procent, vilket är i linje med föregående prognos.

**■ ■ Kronan svagare än väntat.**

Dollarn har stärkts mot euron sedan föregående inflationsrapport (se diagram 7). Detta kan förklaras dels av att tillväxtutsikterna för den amerikanska ekonomin förbättrats, och dels av att marknaden nu förväntar sig en tidigare höjning av den amerikanska styrräntan.

Kronans kurs mot Riksbankens konkurrensvägd valutakorg, TCW-index, har inte förstärkts som förväntat i den förra inflationsrapporten, utan har i genomsnitt legat på drygt 127 sedan början av april. Kronan bedöms fortfarande komma att stärkas till omkring 124 under 2006, men detta beräknas ske i en långsammare takt än vad som bedömdes i föregående inflationsrapport (se diagram 8). Prognosen för kronor/TCW justeras upp för 2004 från i genomsnitt 124,5 till 126,5 indexenheter, och för 2005 från 123,7 till 124,7 indexenheter. Den successiva förstärkning som ändå väntas ske baseras som tidigare bl.a. på goda tillväxtutsikter och en förbättrad utlandsställning till följd av de senaste årens bytesbalansöverskott.

**■ ■ Svag börsutveckling på senare tid.**

Sedan slutet av april i år har börskurserna fallit och det har lett till att aktieindex nu i många länder ligger lägre än vid årets början. I Sverige har OMX-index stigit med ca 3 procent från årsskiftet och fram till den 17 maj. Den svaga utvecklingen den senaste tiden beror sannolikt på den tidigare nämnda ränteuppgången. Sett över en något längre period har dock utvecklingen varit stark. Sedan maj förra året har OMX-index stigit med cirka 25 procent, vilket även gäller det tyska SAX-indexet. Det amerikanska S&P 500-indexet har under samma period stigit med cirka 15 procent. I Sverige är P/E-talen, dvs. aktiepriserna i förhållande till vinsterna, nu på en nivå som är nära genomsnittet sedan 1982 (se diagram 9). Första kvartalets delårsrapporter uppvisade högre vinster än förväntat. Det var bl.a. ökad försäljning som bidrog till vinsterna. Till grund för bedömningen av BNP-tillväxten framöver har Riksbanken lagt ett antagande om gradvis stigande börskurser under de kommande åren.

**■ ■ Priserna på fastighetsmarknaden har fortsatt uppåt.**

Enligt preliminära siffror från SCB och Lantmäteriverket steg småhuspriserna med 8 procent första kvartalet 2004 jämfört med första kvartalet 2003. Det är bl.a. en gynnsam utveckling av realränta och höga

byggkostnader som lett fram till dagens prisnivå. Priserna på småhus väntas fortsätta att utvecklas positivt, men prisökningstakten bedöms komma att dämpas framöver bl.a. till följd av stigande långräntor.

### ■ ■ Företagens upplåning fortsätter att falla och hushållens att öka.

En förändring av tillväxttakten i penningmängden kan vara en indikation på att inflationstrycket i ekonomin kommer att förändras på 2–3 års sikt. Den årliga tillväxttakten i penningmängden (M3) har sedan början av 2002 sjunkit. Tillväxttakten var 2,2 procent i mars (se diagram 10).

Hushållen har på grund av bl.a. de låga räntorna fortsatt att öka sin upplåning i stadig takt. I mars var ökningstakten drygt 10 procent på årsbasis (se diagram 11). Företagens upplåning minskade däremot med knappt 4 procent under samma period. När investeringarna kommer igång bör dock trenden vända uppåt.

### ■ ■ Sammanfattande bedömning av de finansiella förhållandena.

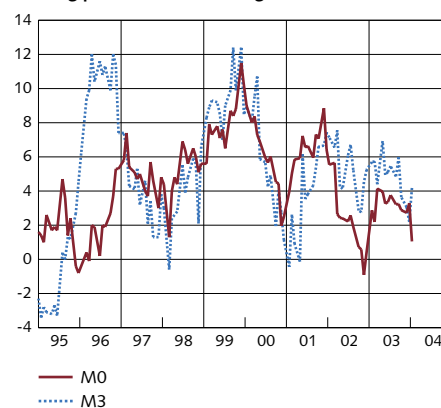
Det senaste årets stigande börskurser tillsammans med låga realräntor (se diagram 12) och ökad efterfrågan bör ha en positiv effekt på investeringarna under 2004. Företagens svaga vinstutveckling under senare år medför att investeringarna till en del behöver finansieras med upplånade medel. Detta bör inte utgöra något hinder med tanke på att såväl företagens skuldsättning som riskerna för kreditförluster för bankerna för närvarande är relativt låg. Till detta ska läggas att de stigande börskurserna lett till gynnsamma villkor för att emittera nytt riskkapital.

Hushållens konsumtion bedöms även fortsättningsvis stimuleras av de stigande tillgångspriserna. Småhuspriserna har fortsatt att öka och P/E-talen kan motivera aktiemarknadens nuvarande värdering trots det senaste årets starka börsutveckling. Den reala växelkursen har försvagats i TCW-termer under den senaste tiden, vilket bör ha en positiv effekt på nettoexporten. På lite längre sikt bedöms dock kronan komma att stärkas mot TCW-index, och effekten på nettoexporten blir då den motsatta. Sammantaget bör de finansiella förhållandena ge en viss stimulans till den samlade efterfrågan framförallt på kort sikt.

#### Reviderade förutsättningar och prognoser sedan föregående inflationsrapport.

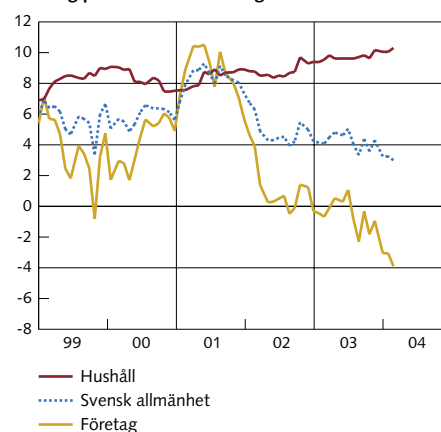
- Reporäntan har sänkts med 0,5 procentenheter.
- Kronan väntas bli svagare i förhållande till TCW-index jämfört med föregående inflationsrapport. Prognosen revideras upp till i genomsnitt 126,5 för 2004, vilket är en ökning med 2 enheter, och för 2005 justeras prognosen upp med 1 enhet till i genomsnitt 124,7.

Diagram 10. Penningmängd mätt som M0 och M3. Årlig procentuell förändring



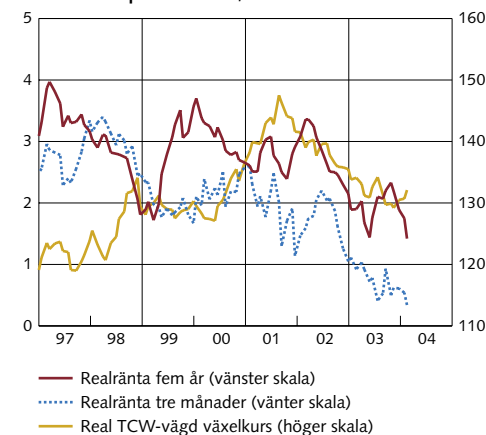
Anm. Det snäva penningmängdsaggregatet M0 består av allmänhetens innehav av sedlar och mynt. Det breda penningmängdsaggregatet M3 innehåller dessutom den svenska allmänhetens inlåning i bank samt innehav av bankcertifikat.  
Källa: SCB.

Diagram 11. Samtliga kreditinstituts utlåning till svensk allmänhet, sektorsfördelad. Årlig procentuell förändring



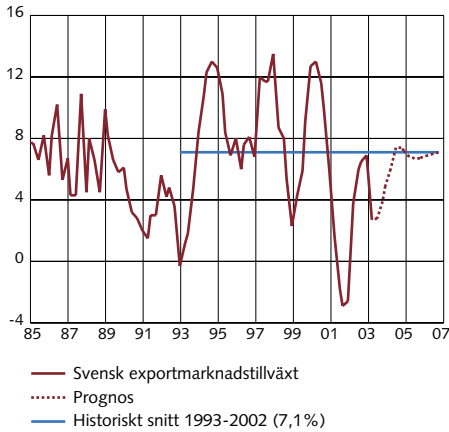
Källa: SCB.

Diagram 12. Realränta med fem års respektive tre månaders löptid samt real TCW-vägd växelkurs. Procent respektive index, 1992-11-18 = 100



Anm. Vid beräkning av realräntorna har använts inflationsförväntningar enligt enkäter från Konjunkturinstitutets HIP för tremånadersräntan och från Prospera för femårsräntan.  
Källor: Konjunkturinstitutet, Prospera och Riksbanken.

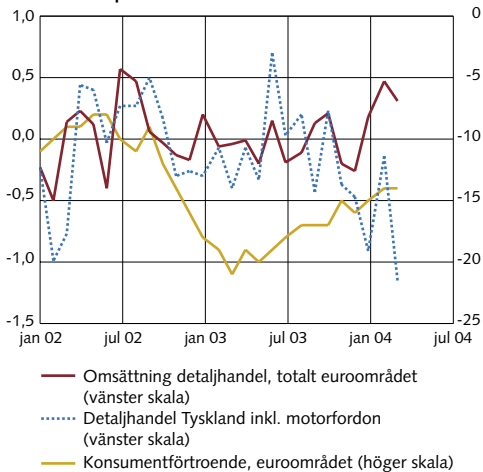
**Diagram 13. Svensk exportmarknadstillväxt.  
Årlig procentuell förändring, volym**



Anm. Utfallsserien är en sammanvägning av den reala varuimporten för de länder som utgör den svenska exportmarknaden. Serien är till viss del approximativ då statistiken för vissa mindre länder/regioner släpar efter betänkligt. Prognoser från National Institute for Economic and Social Research (NIESR) används i möjligaste mån för att uppskatta varuimporten för de länder/regioner där utfall kommer med lång fördröjning. För ca 3 procent av aggregatet saknas utfall helt.

Källor: NIESR och Riksbanken.

**Diagram 14. Detaljhandel och konsumentförtroende i Tyskland och euroområdet.  
Månadsförändring, tre månaders glidande medelvärde respektive netttotal**



Anm. Med netttotal avses andelen positiva enkätsvar minus andelen negativa enkätsvar.

Källor: Eurostat och Federal Statistical Office Germany.

## Den internationella utvecklingen

Den realekonomiska utvecklingen i omvärlden har till skillnad från vad utvecklingen på de finansiella marknaderna givit sken av varit relativt odramatisk. Den förväntade förstärkningen av konjunkturen i USA och euroområdet har bekräftats av ny statistik under årets början. I Asien och Central- och Östeuropa förutses en starkare tillväxt än tidigare prognostiserat vilket bedöms ge en högre svensk exportmarknadstillväxt i år. Det ökade globala resursutnyttjandet väntas leda till stigande internationella exportpriser. Oljepriset bedöms inte falla tillbaka lika snabbt som i föregående prognos.

Tillväxten på svenska exportmarknader stiger nu åter (se diagram 13). För innevarande år revideras exportmarknadstillväxten upp något till följd av att tillväxten förväntas bli högre på de snabbt växande svenska exportmarknaderna i Asien och Central- och Östeuropa. Samtidigt gynnar den tilltagande globala efterfrågan på investeringsvaror och IT-varor svensk export. Sammantaget leder detta till att takten i marknadstillväxten för svensk export stiger betydligt under året för att sedan stabiliseras på en nivå som motsvarar genomsnittet 1993–2002.

Den globala tillväxten förväntas bli högre i år än i följ. BNP i OECD-19 väntas öka 3,3 procent i år och 2,8 procent 2005.

### ■ ■ Tecken på återhämtning i euroområdet.

I euroområdet har återhämtningen nu tagit fart enligt preliminära BNP-siffror för första kvartalet. Efter en längre period då återhämtningens främsta drivkraft varit utländsk efterfrågan tycks nu även den inhemska efterfrågan förstärkas. En förbättrad detaljhandelsförsäljning i början av året ger stöd för att den privata konsumtionen kommer fortsätta att förstärkas såsom väntat. För detta talar även en mindre svag arbetsmarknad och något mer optimistiska hushåll (se diagram 14). Gynnsamma finansiella förutsättningar med en försvagning av euron sedan början av året och låga styrräntor bidrar till återhämtningen. Förväntningarna i industrin har stigit under de senaste månaderna, trots att den faktiska industriproduktionen har fallit något (se diagram 15).

EU-utvidgningen den 1 maj 2004 kommer sannolikt inte påverka den realekonomiska utvecklingen på kort sikt. Den politiska betydelsen är i detta perspektiv betydligt större än den ekonomiska. De 10 nya länderna utgör 20 procent av EU:s befolkning men svarar bara för 5 procent av dess BNP. Däremot är det rimligt att tro att konkurrensen skärps med positiva effekter för tillväxten och välståndet på sikt. Riksbanken har dock redan tidigare beaktat de nya ländernas inträde i EU i inflationsrapporternas prognoser och ändrar inte nu sin bedömning.

### ■ ■ Stark tillväxt i USA.

I USA har tillväxten utvecklats i linje med den tidigare bedömningen. Nya preliminära nationalräkenskaper visar att BNP under det första



kvartalet ökade med 4,2 procent i uppräknad årstakt. Hushållens konsumtion accelererade något under det första kvartalet samtidigt som sysselsättningen som förväntat började öka efter en ovanligt lång period av tillväxt utan att nya jobb har skapats. Därmed ser de disponibla inkomsterna och hushållens efterfrågan ut att utvecklas stabilt och följa det väntade scenariot. En viss avmattning förutses först när dagens expansiva ekonomiska politik börjar stramas åt senare i år.

Det amerikanska näringslivets investeringar mattades dock något oväntat under det första kvartalet i år till följd av lägre byggande, men övriga investeringar är fortsatt höga. God efterfrågan, stigande vinster och låga finansieringskostnader talar för att investeringarna kommer att utvecklas väl framöver. Därtill antas företagen komma att öka sina lagerinvesteringar. En högre internationell efterfrågan och relativt svag dollar väntas också bidra till att den amerikanska exporten ökar. De gynnsamma förutsättningarna återspeglas bl.a. i stigande industriproduktion och näringslivets positiva förväntningar. Många bedömare har mot bakgrund av detta reviderat upp sin syn på den amerikanska tillväxten. Utvecklingen är dock i linje med Riksbankens tidigare prognos. Sammantaget innebär det att konjunkturprognosen för euroområdet och USA överensstämmer med bedömningen i föregående inflationsrapport.

Asien och i synnerhet Kina framstår vid sidan av USA som den främsta motorn för världshandeln och är allt viktigare för den globala efterfrågan, inte minst på investerings- och råvaror (se diagram 16). Regionens efterfrågan har i över ett år stimulerat japansk export och förutsättningarna för Japans återhämtning har förbättrats ytterligare sedan investeringarna ökat och deflationen avtagit.

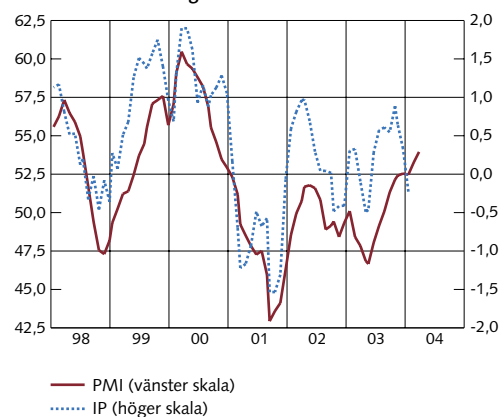
### ■ ■ Det internationella pristrycket stiger.

I takt med att konjunkturuppgången får fäste och sprids till allt fler marknader stiger också det globala resursutnyttjandet och därmed det globala pristrycket (se diagram 17). Även den senaste tidens snabba uppgång i råvarupriserna talar för en högre prisökningstakt i producentledet. En motverkande faktor är de strukturella förändringar som har skett och som förefaller ha medfört ett något lägre internationellt pristryck under senare år. Företagen i OECD-länderna har fortsatt att flytta arbetsintensiv produktion till utvecklingsländer, som integrerats i världsekonomin i allt snabbare takt. Dessutom har många länder tydligare inriktat penningpolitiken på att hålla låg inflation. Sammantaget är prognosen för de internationella producentpriserna oförändrad (se tabell 2).

### ■ ■ Öväntat högt oljepris.

Oljepriset har stigit det senaste året och har sedan november 2003 befunnit sig över det prisintervall på 22–28 dollar per fat som Opec angav som mål i mars 2000 (se diagram 18). Detta är en utveckling som inte var väntad att döma av prissättningen på terminkontrakt (se diagram 19). Det är svårt att veta exakt vad som ligger bakom prisuppgången men det är troligt att det höga priset kan förklaras

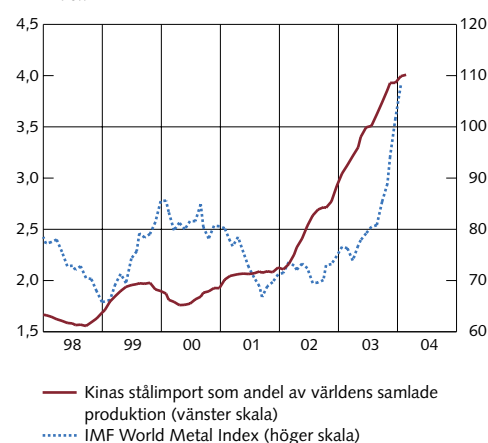
**Diagram 15. Industriproduktion (IP) och inköpschefsindex (PMI) för euroområdet. Index respektive tre månaders glidande medelvärde på kvartalsförändring**



Anm. PMI: siffror över 50 anger att tillverkningsindustrin expanderar, siffror under 50 att den kontraherar. IP-serien är förädlingsvärde i industrin exkl. byggssektorn.

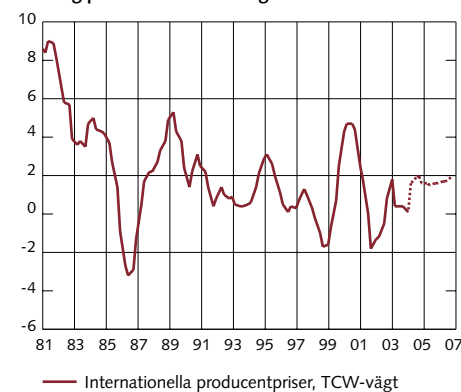
Källor: Eurostat och NTC Research Ltd.

**Diagram 16. Kinas stålimport och globala metallpriser. Procent, 12 månaders glidande medelvärde respektive index**



Källor: International Iron and Steel Institute, IMF och Kinesiska Statistikbyrån.

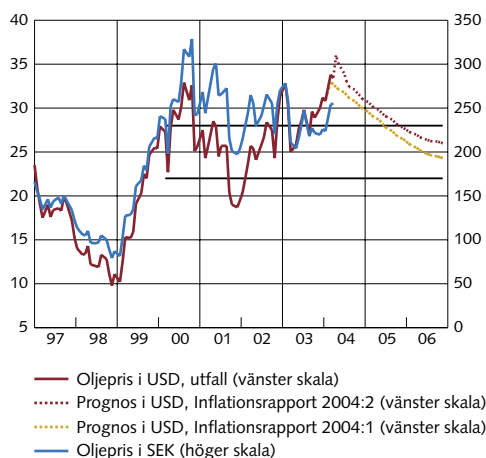
**Diagram 17. Internationella producentpriser på bearbetade varor, utfall och prognos. Årlig procentuell förändring**



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: OECD och Riksbanken.

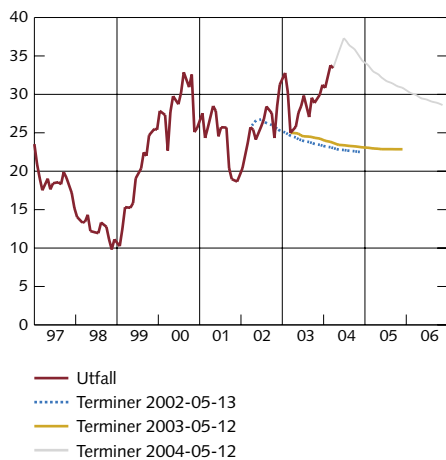
Diagram 18. Oljepris: Utfall och prognos.  
USD och SEK



Anm. De horisontella linjerna avser Opecs prisintervall. Sista utfallet är april 2004.

Källor: International Petroleum Exchange och The Economist.

Diagram 19. Oljepriset, utfall och terminsprisättning vid olika tillfällen.  
USD



Källa: International Petroleum Exchange.

både av efterfråge- och utbudsfaktorer. Efterfrågan på olja har ökat bl.a. till följd av den allt starkare internationella tillväxten och den industriella expansionen i Kina. Faktorer som påverkat utbudet är den fortsatta oron i Mellanöstern samt det faktum att Opec minskat produktionskvoterna. En del av uppgången bedöms vara av tillfällig karaktär varför det finns anledning att tro att oljepriset under de kommande månaderna faller tillbaka relativt snabbt. En del kan troligtvis hänföras till mer varaktiga faktorer vilket har motiverat en högre oljeprisbana jämfört med i föregående inflationsrapport (se diagram 18). Fortfarande förväntas dock priset falla tillbaka under prognosperioden i takt med att utbudet successivt ökar.

#### Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

- Svensk exportmarknadstillväxt är uppreviderad för i år till följd av att tillväxten i Asien och Central- och Östeuropa revideras upp.
- Oljepriset revideras upp under hela prognosperioden.

Tabell 2. Internationella förutsättningar.  
Årlig procentuell förändring

	BNP				KPI			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
USA	3,1	4,6 (4,6)	3,5 (3,5)	3,7 (3,7)	2,3	1,7 (1,5)	2,0 (2,0)	2,3 (2,3)
Tyskland	-0,1	1,5 (1,5)	2,0 (1,9)	2,2 (2,2)	1,0	1,6 (1,1)	1,3 (1,2)	1,5 (1,5)
Storbritannien	2,3	3,0 (2,8)	2,8 (2,8)	2,6 (2,6)	1,4	1,7 (1,6)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)
Danmark	0,0	2,0 (1,8)	2,4 (2,3)	2,5 (2,4)	2,0	1,5 (1,8)	1,9 (1,8)	2,0 (2,0)
Finland	1,9	2,5 (2,5)	3,0 (3,2)	3,0 (2,5)	1,3	1,3 (1,3)	1,8 (1,8)	2,0 (2,0)
Norge	0,7	3,1 (3,0)	2,9 (2,8)	2,6 (2,5)	2,5	0,6 (1,3)	2,0 (1,8)	2,5 (2,5)
Euro12	0,4	1,9 (1,8)	2,3 (2,3)	2,5 (2,5)	2,1	2,0 (1,7)	1,8 (1,7)	2,0 (2,0)
TCW-vägt	1,1	2,5 (2,4)	2,5 (2,5)	2,7 (2,6)	1,7	1,6 (1,4)	1,7 (1,6)	1,9 (1,9)
OECD 19	2,0	3,3 (3,2)	2,8 (2,8)	2,9 (2,9)	1,8	1,5 (1,3)	1,6 (1,6)	1,9 (1,8)

	2003	2004	2005	2006
Svensk exportmarknadstillväxt	4,0	6,5 (6,2)	6,8 (6,8)	6,9 (6,9)
Global PPI	0,8	1,4 (1,4)	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD/fat Brent Blend)	28,9	32,9 (31,5)	29,4 (28,2)	26,6 (25,1)

Anm. KPI avser HIKP för Tyskland, Storbritannien (fr.o.m. december 2003), Danmark och Finland. BNP för Norge avser fastlandsekonomin. OECD 19 avser EU-länderna (exklusive Luxemburg), USA, Kanada, Japan, Norge och Schweiz. Prognoser i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Svensk exportmarknadstillväxt avser tillväxten i importen av varor från samtliga länder Sverige exporterar till. Prognosen vägs ihop med hjälp av respektive lands andel av total svensk export 2001–2002. Internationella producentpriser i nationell valuta avser sammanvägning av nationella PPI-serier för bearbetade varor. I denna sammanvägning ingår 11 länder och den görs med hjälp av TCW-vikter. Länderna som ingår är USA, Tyskland, Storbritannien, Norge, Finland, Danmark, Belgien, Japan, Kanada, Frankrike och Nederländerna. De utgör tillsammans ungefär 85 procent av den totala TCW-viktningen.

Källa: Riksbanken.

## Den ekonomiska utvecklingen i Sverige

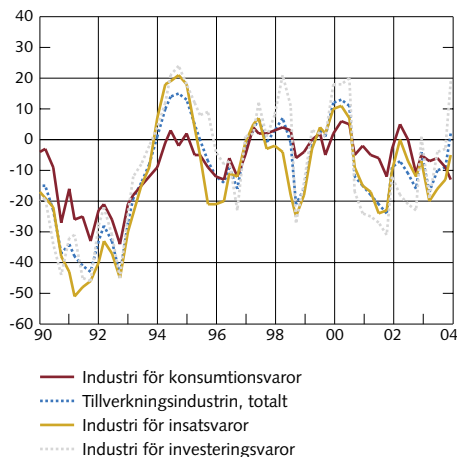
*Tillväxten i den svenska ekonomin var tämligen god under andra halvåret 2003 och det finns indikationer, bl.a. en stark detaljhandelsförsäljning och ett stort exportnetto, som talar för att tillväxten fortsatte att vara relativt stark även under första kvartalet i år. I föregående inflationsrapport var bedömningen att tillväxten skulle bli relativt hög de närmaste åren. Den bilden har förstärkts ytterligare något. Räntesänkningen med 0,50 procentenheter bidrar till en något starkare efterfrågan. Medan återhämtningen i produktionen i stort är som förväntat har utvecklingen på arbetsmarknaden hittills varit sämre än väntat. Den förhållandevis återhållsamma löneutvecklingen i kombination med en stark produktivitet bedöms medföra att kostnadstrycket i näringslivet blir lågt, särskilt i början av prognosperioden.*

Under de två sista kvartalen 2003 ökade BNP med ca 0,7 procent, dagkorrigerat och säsongrensat, från närmast föregående kvartal. Det är en tillväxt som är något högre än genomsnittet sedan 1980-talet. Hushållens konsumtion och nettoexporten växte medan investeringarna fortsatte att minska. Under de första månaderna i år har denna tendens av allt att döma fortsatt. Återhämtningen i industrikonjunkturen har fortskridit och det har till stor del varit ökad efterfrågan från utlandet som svarat för detta.

Under åren 2004–2006 bedöms tillväxten i ekonomin bli ca 3 procent per år. I år dras tillväxten upp av en ovanligt stor skillnad i antalet arbetsdagar jämfört med fjolåret. Efterfrågan från utlandet väntas bidra positivt till tillväxten under hela prognosperioden. Hushållens konsumtion väntas utvecklas relativt starkt. Investeringarna bedöms driva tillväxten i BNP under 2005 och 2006.

De positiva utsikterna för efterfrågan och produktion talar för att sysselsättningen börjar att öka igen och att arbetslösheten sjunker under de kommande åren. Bedömningen i föregående inflationsrapport var dock troligen något för optimistisk. Liksom i den förra inflationsrapporten antas sysselsättningen vända upp i år även om årsgenomsnittet för antalet sysselsatta väntas minska mellan 2003 och 2004. Hur stor den öppna arbetslösheten blir är i hög grad beroende av hur omfattande de arbetsmarknadspolitiska åtgärderna blir.

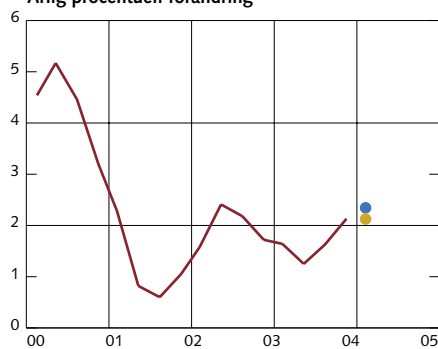
**Diagram 20. Konfidensindikatorer för tillverkningsindustrin och dess användningsgrupper. Säsongsnedsatta nettotal**



Anm. Med nettotal avses differensen mellan den procentuella andel av företagen som ger positiva svar och den andel som ger negativa svar. Konfidensindikatorn är en sammanvägning av nettotalen för nulägesomdöme om orderstock och färdigvarulager (med omvänt tecken) samt förväntningarna på produktionsvolymen i kommande period.

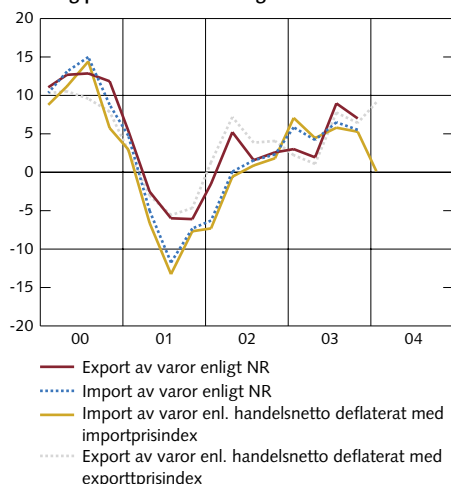
Källa: Konjunkturinstitutet.

**Diagram 21. Produktionsindikator. Årlig procentuell förändring**



Utfall, BNP  
Indikator  
Inflationsrapport 2004:1  
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 22. Import och export av varor. Volymutveckling enligt nationalräkenskaperna och enligt handelsnetto deflaterad med import- och exportprisindex. Årlig procentuell förändring**



Källor: SCB och Riksbanken.

**Tabell 3. Försörjningsbalans i huvudscenariot. Årlig procentuell förändring**

	2003	2004	2005	2006
Hushållens konsumtion	2,0	2,6 (2,6)	2,4 (2,3)	2,6 (2,4)
Off. konsumtion	0,7	1,1 (1,1)	0,7 (0,3)	1,3 (1,4)
statlig konsumtion	0,8	1,3 (1,3)	0,3 (0,1)	1,6 (1,4)
kommunal konsumtion	0,6	1,0 (1,0)	0,8 (0,3)	1,2 (1,4)
Fasta bruttoinvesteringar	-2,0	3,2 (4,8)	7,7 (6,9)	6,4 (4,9)
Lagerförändring	0,2	-0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	5,9	7,0 (6,8)	6,1 (6,1)	6,5 (6,5)
varor	5,1	7,4 (7,1)	6,2 (6,3)	6,7 (6,7)
tjänster	8,4	5,7 (5,7)	5,6 (5,6)	5,6 (5,6)
Import	5,4	5,7 (7,2)	6,6 (6,3)	6,8 (6,5)
varor	5,5	5,9 (7,9)	7,1 (6,8)	7,3 (7,0)
tjänster	5,1	5,3 (5,3)	5,2 (5,2)	5,2 (5,2)
BNP till marknadspris	1,6	2,9 (2,8)	2,8 (2,6)	3,1 (2,8)

Anm. Prognosen avser den faktiska tillväxten. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

### ■ ■ Bred uppgång i industrikonjunkturen.

Den svenska industrikonjunkturen har stärkts ytterligare sedan föregående inflationsrapport. Enligt Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer för april redovisar industriföretagen betydande order- och produktionsstillväxt under första kvartalet i år, och uppgången är tämligen bred. Inom insatsvaruindustrin har efterfrågan på stål och pappersmassa ökat starkt. Inom investeringsvaruindustrin redovisar maskin-, teleprodukt- och motorfordonsindustrin stark exportordertillväxt. Undantaget är konsumtionsvaruindustrin där efterfrågetillväxten tycks ha stannat av.

### ■ ■ Indikator tyder på god tillväxt under första kvartalet.

Riksbankens s.k. produktionsindikator, som bygger på månadsstatistik för de tre första månaderna i år, pekar mot en BNP-tillväxt på omkring 0,6 procent under första kvartalet jämfört med kvartalet före. Ökningen från första kvartalet i fjol kan enligt indikatorn ha uppgått till omkring 2,3 procent (se diagram 21). Detta är i linje med prognosen för BNP-tillväxten för första kvartalet i år i denna inflationsrapport.

### ■ ■ Fortsatt stark exportutveckling, men importen utvecklas överraskande svagt.

Tillväxten i den svenska exporten fortsätter att vara stark medan inkommande statistik tyder på att importen utvecklas svagt. Utrikeshandelsstatistiken för de tre första månaderna i år, deflaterad med import- och exportprisindex, ger en indikation om varuexportens och varuimportens volymutveckling under första kvartalet. Enligt denna beräkning ökade varuexporten med 9 procent första kvartalet i år jämfört med samma period förra året. Detta är mer än vad som förväntades i föregående inflationsrapport. Den stora exportökningen

kan förklaras med såväl stark marknadstillväxt som sjunkande pris på svensk export i förhållande till utländska exportpriser. Till följd av det starka utfallet hittills och en något högre marknadstillväxt revideras prognosen för varuexporten upp något för i år. Under de kommande åren väntas exporten öka med drygt 6 procent understödd av en stigande världshandel.

Samtidigt som varuexporten har ökat påtagligt har varuimporten enligt dessa preliminära volymeräkningar varit i stort sett oförändrad under första kvartalet i år jämfört med motsvarande period i fjol (se diagram 22). Det är främst under januari och februari som utvecklingen varit svag, bl.a föll importen av energivaror med drygt 40 procent i värde. Lagerneddragningar kan vara en förklaring till den lägre importtillväxten. En svagare svensk investeringstillväxt än vad som förväntades i föregående inflationsrapport skulle kunna vara en annan förklaring till att varuimporten bara ökat svagt hittills i år. En nedrevidering av prognosen för varuimporten har gjorts för i år. Det motsatta är fallet för de kommande två åren vilket följer av att investeringar och privat konsumtion antas växa snabbare än i den tidigare bedömningen. Sammantaget beräknas nettoexportens bidrag till BNP bli 0,6 procentenheter större i år jämfört med den tidigare bedömningen.

#### ■ ■ Bedömningen att investeringsuppgången inleds i år står fast.

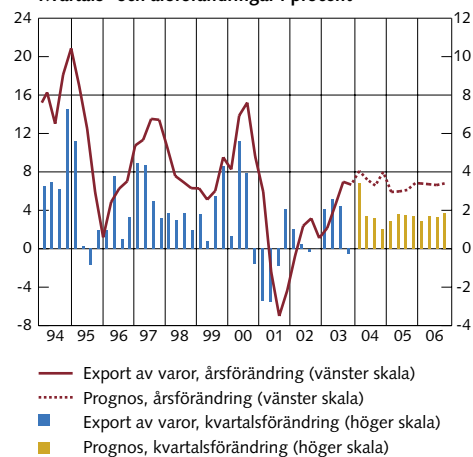
I föregående inflationsrapport gjordes bedömningen att investeringarna börjar ta fart i år. Den prognosen kvarstår även om mycket tyder på att uppgången ännu inte har börjat. Den anmärkningsvärt svaga importen skulle kunna vara ett tecken på att de fasta bruttoinvesteringarna har fortsatt att minska under första kvartalet i år.

Industrins investeringar som minskade med ca 5 procent i fjol bedöms öka med ungefär 6 procent i år. I den delen är investeringsprognosen oförändrad från föregående inflationsrapport. Bedömningen har också stöd i SCB:s investeringsenkät som genomfördes under februari. Enligt undersökningen är det särskilt massa- och pappersindustrin, den kemiska industrin samt fordonsindustrin som har expansiva investeringsplaner för 2004. Konjunkturinstitutets barometerundersökningar tyder också på att utnyttjandet av kapitalstocken har ökat märkbart inom tillverkningsindustrin. En ökande andel av företagen anger maskin- och anläggningskapaciteten som primär begränsning för produktionen (se diagram 25). Konjunkturbarometern visar också att en relativt stor andel av industriföretagen planerar att öka produktionskapaciteten.

Bostadsinvesteringarna som ökade med knappt 5 procent i fjol kan antas fortsätta att öka i ganska jämn takt under prognosperioden. Sett i ett historiskt perspektiv är bostadsbyggandet fortfarande lågt trots att bostadsinvesteringarna har ökat 5 år i följd. Efterfrågan på bostäder har fortsatt att öka. Bostadsbristen är numera ett problem som inte enbart gäller storstäder och universitetsorter, och bostadspri- serna har stigit snabbt de senaste åren.

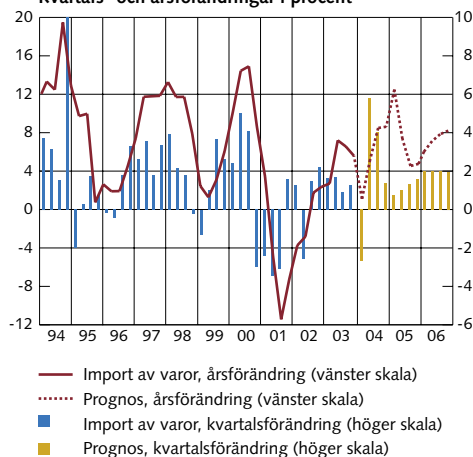
Det finns ännu inga tydliga tecken på att investeringarna tagit

**Diagram 23. Export av varor: Utfall och prognos för säsongrensad serie. Kvartals- och årsförändringar i procent**



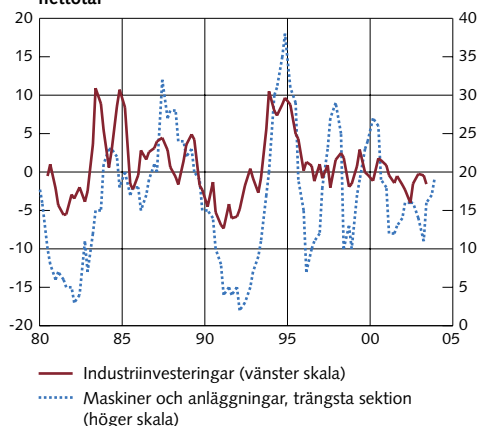
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 24. Import av varor: Utfall och prognos för säsongrensad serie. Kvartals- och årsförändringar i procent**



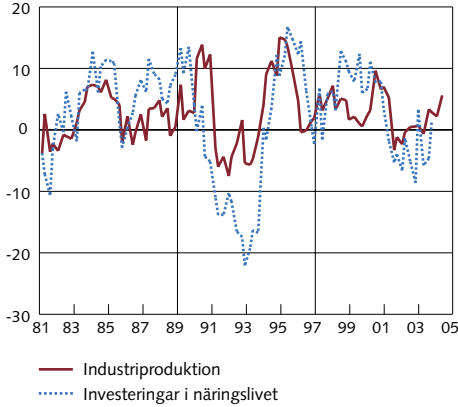
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 25. Tillverkningsindustrins investeringar samt andelen företag med tillgången på maskiner och anläggningar som primär begränsning (tidsfördröjd med 2 kvartal). Årlig procentuell förändring respektive säsongrensade netttotal**



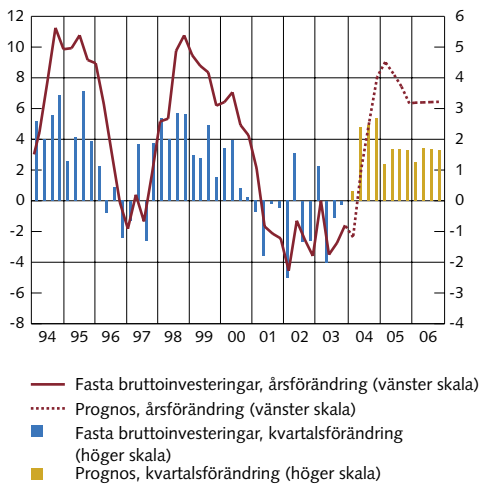
Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

**Diagram 26. Industriproduktionen (tidsfördröjd med 1 kvartal) och näringslivets investeringar. Årlig procentuell förändring**



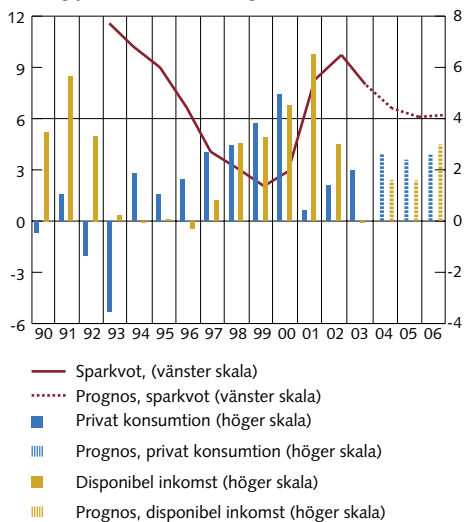
Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

**Diagram 27. Fasta bruttoinvesteringar: Utfall och prognos för säsongrensad serie. Kvartals- och årsförändringar i procent**



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 28. Privat konsumtion, disponibel inkomst samt sparkvot. Årlig procentuell förändring**



Källor: SCB och Riksbanken.

fart i övriga delar av näringslivet. För energisektorn, som svarar för en relativt stor del av investeringarna i övrigt näringsliv, tyder visserligen SCB:s enkät på att investeringsuppgången fortsätter. Konjunkturbarometern visar att byggföretagen är mer optimistiska och det är också ett tecken på en kommande uppgång i investeringarna som till en del kan beröra övrigt näringsliv.

Riksbanken, liksom flera andra bedömare, har flera gånger tidigare skjutit fram den väntade investeringsuppgången. Indikatorer tyder på att investeringarna borde börja öka igen, men några säkra tecken på detta finns inte ännu (se diagram 25 och 26). De totala fasta bruttoinvesteringarna utvecklades sannolikt svagt under första kvartalet i år. Det förefaller därför rimligt att revidera ned bedömningen av de totala fasta bruttoinvesteringarnas tillväxt för i år och att hänföra denna revidering till övrigt näringsliv. Under 2005 väntas däremot investeringsuppgången bli starkare än tidigare prognostiserat. De i vårpropositionen föreslagna åtgärderna för att stimulera bl.a. miljöinvesteringar i offentliga lokaler medför att de offentliga investeringarna som minskar i år kommer att växa snabbt nästa år. För en starkare investeringstillväxt under de kommande två åren talar även den senaste sänkningen av reporäntan.

#### ■ ■ Konsumtionstillväxten tilltar.

Under 2003 ökade den privata konsumtionen med 2 procent, trots att de disponibla inkomsterna var närmast oförändrade (se diagram 28). Spegelbilden av detta är att sparkvoten föll från ca 10 procent 2002 till omkring 8 procent 2003. Stigande aktie- och huspriser innebar att hushållens finansiella och reala tillgångar ökade med sammanlagt 4 procent 2003 och det var sannolikt en bidragande orsak till konsumtionstillväxten.

I år väntas konsumtionen ta ytterligare fart för att sedan fortsätta att växa i samma takt de kommande två åren. En drivkraft bakom den väntade uppgången i konsumtionen är hushållens reala inkomster som bedöms utvecklas relativt gynnsamt (se diagram 28). Andra drivkrafter är det låga ränteläget och stigande real förmögenhet. Sänkningarna av reporäntan får en direkt effekt på hushållens köpkraft genom att räntekostnaderna faller för hushåll som har lån med rörlig ränta. De låga räntorna gör också att det är mer attraktivt att låna och mindre förmånligt att spara vilket bidrar till konsumtionsutvecklingen.

De senaste fem åren har priserna på småhus stigit med i genomsnitt 7 procent och barometerdata från SCB för första kvartalet i år tyder på att den höga ökningstakten fortsätter. Husprisökningarna är samtidigt också relaterade till hushållens efterfrågan på nya lån (se diagram 29). Hushållens upplåning har ökat i relativt snabb takt de senaste åren vilket lett till att skulderna i förhållande till de disponibla inkomsterna ökade till 120 procent 2003, vilket historiskt sett är en relativt hög skuldsättning (se diagram 30). De låga räntorna medför dock att hushållens ränteutgifter efter skatt endast utgör drygt 4 procent av de disponibla inkomsterna. Beräkningar inom Riksban-

ken tyder på att hushållen i allmänhet har tillräckliga marginaler för att bemöta en situation med stigande räntekostnader. Det kan dock inte uteslutas att enskilda högt belånade hushåll kan få problem om räntorna stiger (se även artikeln "De svenska hushållens skuldsättning och betalningsförmåga – en analys på hushållsdata" som publiceras i Finansiell stabilitet 2004:1 i början av juni 2004).

Bedömningen av de reala disponibla inkomsternas utveckling är i stort sett oförändrad jämfört med föregående inflationsrapport. I år dämpas hushållens inkomster av låga löneökningar och höjda skatter i kommuner och landsting, vilket vägs upp av att priserna stiger långsammare än under fjolåret. Mot slutet av prognosperioden antas hushållens reala disponibla inkomst växa med omkring 3 procent. Den starkare utvecklingen jämfört med åren innan förklaras av att lönerna bedöms öka mer och att arbetsmarknaden förbättras. Inga antaganden görs om skatteförändringar under 2006.

Jämfört med föregående inflationsrapport är prognosen över konsumtionsutvecklingen något uppjusterad för åren 2005 och 2006. Det hänger samman med att räntan sänkts ytterligare. Det av regeringen beslutade ROT-avdraget för 2004 och 2005 kan också ha en positiv effekt på hushållens konsumtion de kommande åren.

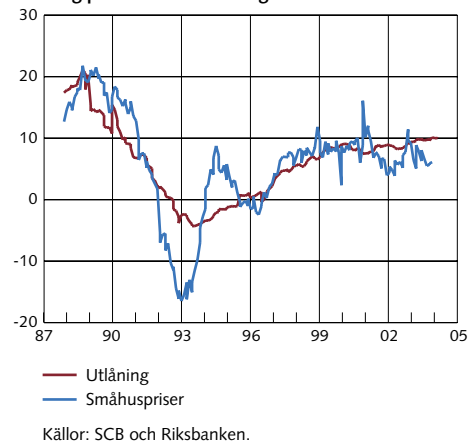
Indikatorer över hushållens konsumtion hittills i år stöder i huvudsak prognosen om en tilltagande konsumtionstillväxt redan under början av 2004. Efter en viss försämring av hushållens förväntningar under hösten har hushållen åter blivit mer optimistiska under vintern och våren. Försäljningen inom detaljhandeln har också ökat relativt mycket. Detaljhandeln utgör omkring hälften av den privata konsumtionen och samvariationen mellan utvecklingen inom detaljhandeln och privat konsumtion brukar vara hög, även om detaljhandelsförsäljningen har fluktuerat mer. Samtidigt minskade antalet nyregistrerade bilar under första kvartalet i år jämfört första kvartalet 2003, vilket tyder på att andra delar av den privata konsumtionen utvecklas mindre starkt.

## ■ ■ De offentliga finanserna försvagas.

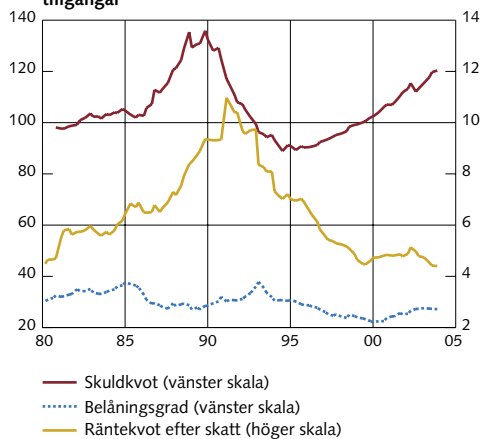
Sedan föregående inflationsrapport har regeringen presenterat 2004 års ekonomiska vårproposition. Där redovisar regeringen de tillkommande satsningar och besparingar som föreslås eller aviseras och som påverkar inkomsterna och utgifterna 2004–2006.

Till följd av bl.a. förslagen i regeringens vårproposition reviderar Riksbanken ned bedömningen av den offentliga sektorns finansiella sparande i år och nästa år.

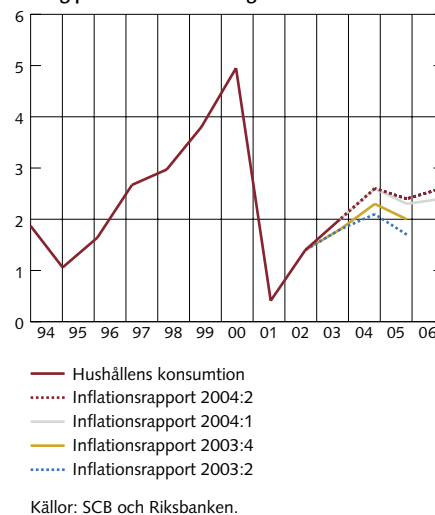
**Diagram 29. Förändringstakt i kreditinstitutens utlåning till hushåll samt småhuspriser.**  
Årlig procentuell förändring



**Diagram 30. Hushållens skuldkvot och räntekvot samt beläningsgrad.**  
Procent av disponibel inkomst respektive av totala tillgångar



**Diagram 31. Hushållens konsumtion, utfall och prognos.**  
Årlig procentuell förändring



**Tabell 4. Den offentliga sektorns finanser.  
Periodiserat, nivå i procent av BNP**

	2004	2005	2006
Finansiellt sparande	-0,1 (0,6)	0,0 (0,7)	1,3 (1,2)
Cykliskt sparande	-0,7 (-0,8)	-0,3 (-0,4)	0,6 (-0,1)
Strukturellt sparande	0,6 (1,4)	0,2 (1,1)	0,6 (1,3)

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källa: Riksbanken.

Genom att korrigera det faktiska finansiella sparandet för den uppskattade effekten av konjunkturläget erhålls det strukturella sparandet som avser att visa hur stort det finansiella sparandet skulle vara vid ett normalt kapacitetsutnyttjande.<sup>1</sup> De offentliga finanserna uppvisar ett överskott under prognosperioden efter att effekterna av konjunkturutvecklingen har rensats bort. Överskotten är dock inte så stora att det är troligt att regeringen under de aktuella åren lever upp till målet om 2 procents överskott över konjunkturcykeln.

Åtgärderna i vårpropositionen föranleder vissa förändringar av bedömningen av den offentliga konsumtionen och de offentliga investeringarna jämfört med förra inflationsrapporten. För 2004 lämnas prognoserna oförändrade då inga nya åtgärder aviserats. Kommunernas konsumtion och investeringar revideras upp 2005 till följd av sysselsättningsstödet respektive miljöinvesteringar i offentliga lokaler. För 2006 antogs i förra inflationsrapporten att stigande offentliga inkomster i takt med konjunkturuppgången skapar utrymme för högre konsumtionsutgifter. Denna bedömning kvarstår. Sammantaget innebär detta att tillväxten i den offentliga sektorns konsumtion och investeringar bedöms bli något högre 2005 än i senaste inflationsrapporten.

#### ■ ■ Fortsatt svag arbetsmarknad.

Under första kvartalet i år har antalet sysselsatta varit 26 000 personer eller 0,6 procent färre än under motsvarande kvartal i fjol. Samtidigt har antalet personer i arbetskraften ökat med 27 000 eller med 0,6 procent. Det är således till ungefär lika delar större arbetskraftsutbud och lägre sysselsättning som medfört att den öppna arbetslösheten har ökat med 1,2 procentenheter från första kvartalet i fjol (se diagram 32). Ökningen i arbetskraften har sannolikt även påverkats av att de arbetsmarknadspolitiska åtgärderna samtidigt minskade. Säsongsrensats uppgick arbetslösheten till 5,6 procent i genomsnitt under årets tre första månader.

I föregående inflationsrapport konstaterade Riksbanken att det fanns positiva tecken på arbetsmarknaden, bl.a. i form av ökat antal lediga platser och minskat antal varsel. Denna utveckling verkar dock ha avstannat under den allra senaste tiden och tecknen på att arbetsmarknaden ska förbättras är ännu svaga (se diagram 33). Enligt

<sup>1</sup> Metoden för att beräkna det konjunkturjusterade sparandet beskrivs i fördjupningsrutan "Finanspolitik – 1990-talet, nu och framöver", Inflationsrapport 2003:4.



Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer för april råder heller ingen brist på arbetskraft.

Under innevarande år förväntas de arbetsmarknadspolitiska åtgärdsprogrammen öka tämligen kraftigt i omfattning. Därigenom reduceras i första hand arbetskraftsutbudet, vilket väntas leda till att den öppna arbetslösheten minskar under loppet av 2004. Bedömningen av arbetskraftsutbudet för i år är ändå något högre jämfört med föregående inflationsrapport. Det beror på att det underliggande arbetskraftsutbudet tidigare troligen underskattades något. Antalet sysselsatta personer minskar antagligen mer mellan 2003 och 2004 än tidigare prognostiserat och den öppna arbetslösheten väntas bli högre.

Tillväxten i ekonomin väntas leda till att sysselsättningen börjar öka under loppet av 2004. Dessutom väntas vårpropositionens förslag på sysselsättningsfrämjande åtgärder bidra till fler jobb under 2005 och 2006. Dessa stimulanser kommer delvis att avlösa arbetsmarknadspolitiska åtgärder i AMS regi. Hur omfattande åtgärdsprogrammen blir kommer att prövas av regeringen i kommande budgetpropositioner. Arbetslösheten bedöms uppgå till 5,5 procent som årsgenomsnitt under 2004 för att sedan sjunka mot 4,6 procent som årsgenomsnitt för 2006 (se diagram 34).

**Tabell 5. Arbetsmarknadsprognos.  
Årlig procentuell förändring**

	2003	2004	2005	2006
Arbetskraft	0,7	0,2 (0,0)	0,3 (0,2)	0,5 (0,4)
Sysselsatta	-0,2	-0,5 (-0,2)	0,7 (0,3)	1,1 (0,7)
Medelarbets-tid	-1,2	0,6 (0,9)	0,0 (0,2)	0,2 (0,2)
Arbetade timmar	-1,3	0,1 (0,6)	0,7 (0,6)	1,3 (1,0)
Öppen arbetslöshet, procent av arbetskraften	4,9	5,5 (5,0)	5,2 (4,9)	4,6 (4,7)
Arbetsmarknadspol. åtgärder, procent av arbetskraften	2,1	2,3 (2,0)	2,1 (2,0)	2,0 (2,0)

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

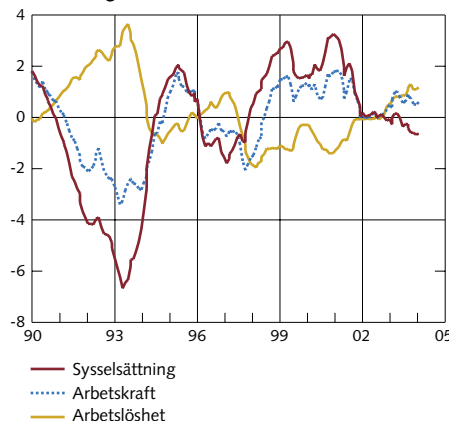
### ■ ■ Relativt lågt resursutnyttjande.

Den sammantagna bedömningen är att resursutnyttjandet i ekonomin fortfarande är relativt lågt. Beräkningen grundas på skattade produktionsgap, mätningar av kapacitetsutnyttjande, brist på arbetskraft etc. (se fördjupningsrutan "Indikatorer på resursutnyttjandet"). Det är först under 2005 och 2006 som tillväxten väntas vara så stark att det samlade resursutnyttjandet i ekonomin bedöms ha stigit till nivåer där det inte längre verkar återhållande på pris- och löneökningarna.

### ■ ■ Stark produktivitetstutveckling i näringslivet avtar gradvis.

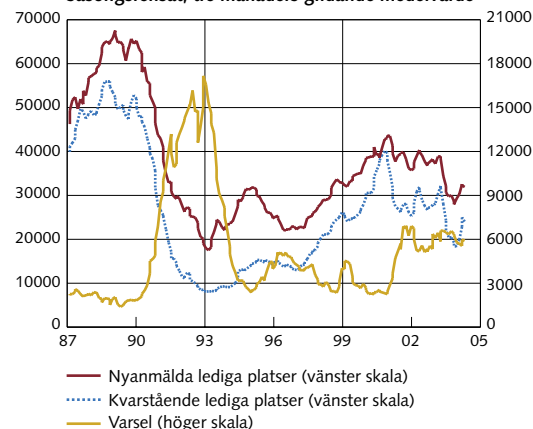
Produktionen i näringslivet, liksom tillväxten i ekonomin som helhet, väntas nu bli något starkare jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Enligt statistik från AKU förefaller antalet arbe-

**Diagram 32. Arbetskraft, sysselsättning samt arbetslöshet.  
Tre månaders glidande medelvärde av årlig procentuell förändring**



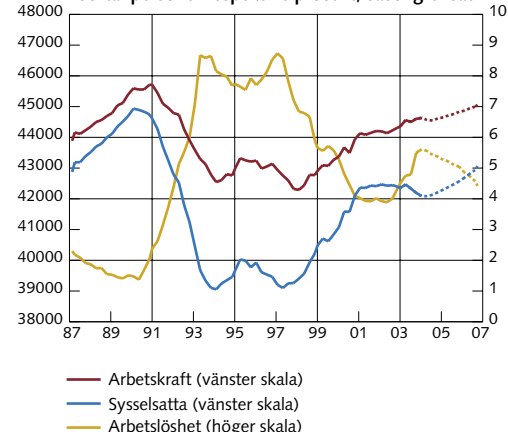
Källa: SCB.

**Diagram 33. Antalet nyanmälda platser och kvarstående lediga platser med en varaktighet på mer än tio dagar samt antalet varsel. Säsongsrensats, tre månaders glidande medelvärde**



Källa: AMS.

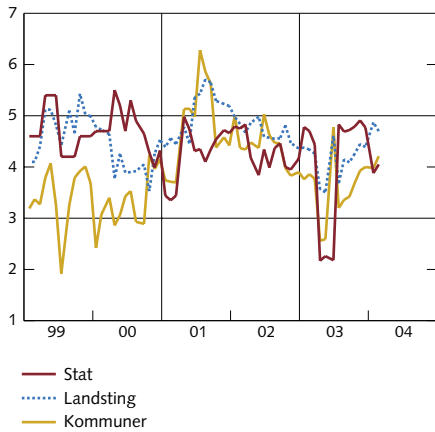
**Diagram 34. Prognoser för arbetskraft, sysselsatta personer samt arbetslöshet. 100-tal personer respektive procent, säsongsrensats**



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

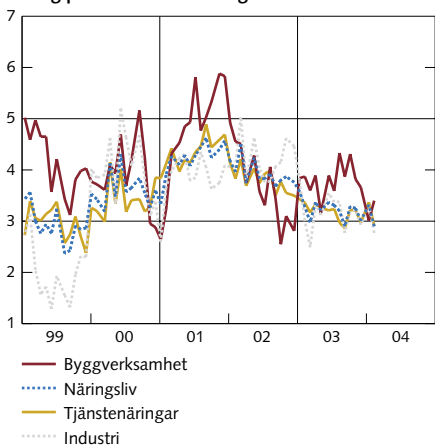
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 35. Nominell löneutveckling, offentlig sektor.**  
Årlig procentuell förändring



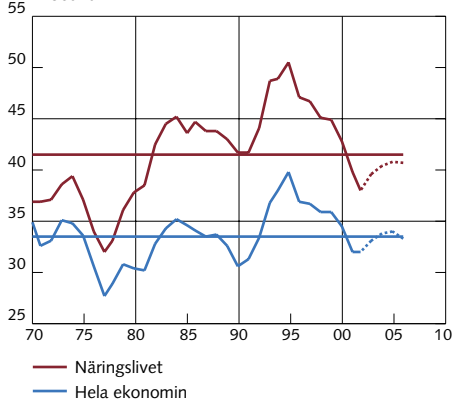
Källa: Medlingsinstitutet.

**Diagram 36. Nominell löneutveckling, näringslivet.**  
Årlig procentuell förändring



Källa: Medlingsinstitutet.

**Diagram 37. Vinstandel.**  
Procent



Anm. De horisontella linjerna avser genomsnittet för 1970–2002. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken.

tade timmar ha utvecklats något svagare under det första kvartalet än tidigare förväntat. Arbetsproduktiviteten i näringslivet beräknas därmed komma att utvecklas ännu något snabbare i år än vad som tidigare antagits. Ökningstakten i produktiviteten väntas dock successivt dämpas. I fjol ökade arbetsproduktiviteten i näringslivet med 3,7 procent. För 2005 och 2006, då de lediga resurserna i ekonomin väntas komma att tas i anspråk i allt högre grad, bedömer Riksbanken att produktivitetshöjningen i näringslivet stannar vid 2,5 respektive 2,2 procent.

■ ■ **Avtalsrörelsen har utvecklats som väntat.**

Sedan föregående inflationsrapport har preliminär lönestatistik för januari och februari publicerats. Sammantaget har lönerna stigit med 3,5 procent i hela ekonomin under januari och februari. Mest har lönerna ökat i kommuner och landsting (se diagram 35 och 36).

Efter det att avtalen i industrin blev klara har ytterligare avtal tecknats för den privata sektorn. Det gäller bl.a. byggsektorn, livsmedelsbranschen, tjänsteföretagen och it-branschen. Avtalen följer i stort sett de avtal som tecknats inom industrin. De löper på 3 år fram till 31 mars 2007, innehåller avtalade löneökningar på i genomsnitt 2,2 procent per år samt i vissa fall arbetstidsförkortningar under det andra och det tredje året. De flesta avtalen innehåller också individgarantier och i viss utsträckning låglönesatsningar. I byggsektorn har parterna kommit överens om ett avtal för 19 månader som löper ut 31 oktober 2005. I dagsläget har avtal för ca 1,2 miljoner anställda tecknats, vilket är ca hälften av de avtal som löper ut i år. Avtal för ca 200 000 anställda inom statlig sektor löper ut i höst.

Trots tecken på svårigheter inledningsvis har avtalsrörelsen hittills fortskridit utan större komplikationer. Sannolikt har den svaga arbetsmarknaden haft betydelse för detta. De avtal som hittills slutits har varit i linje med löneprognozen i förra inflationsrapporten. De senaste årens utveckling mot ett allt större inslag av lokal lönebildning gör dock att informationsvärdet i avtalen kan vara mindre än tidigare.<sup>2</sup> De avtalade löneökningarna bedöms fortfarande ge en viktig indikation om löneutvecklingen framöver. Som tidigare antas arbetsmarknads-läget vara den enskilt viktigaste faktorn som påverkar löneökningstakten i ekonomin utöver de avtalade nivåerna. Mot bakgrund av att Riksbanken har blivit något mer pessimistisk i sin syn på arbetsmarknaden och att den öppna arbetslösheten väntas bli något högre i år än vad som tidigare antagits revideras löneprognozen för näringslivet ned något för innevarande år. En snabbare förbättring på arbetsmarknaden i slutet av prognosperioden gör i gengäld att löneökningstakten i näringslivet väntas bli marginellt högre då. De totala lönekostnaderna i näringslivet väntas stiga med 3,5 procent i år, med 3,7 procent 2005 och med 3,9 procent 2006 (se tabell 6).

2 Se Uddén Sonnegård, E. "Är 'löneglidning' ett problem?", Penning- och Valutapolitik 4, 2003, Sveriges riksbank.

**Tabell 6. Löner och enhetsarbetskostnader.  
Årlig procentuell förändring**

	2004	2005	2006
Nominallön, hela ekonomin	3,4 (3,5)	3,6 (3,6)	3,7 (3,7)
Nominallön, näringslivet	3,3 (3,4)	3,5 (3,5)	3,8 (3,7)
Övriga lönekostnader (bidrag), näringslivet	0,3 (0,3)	0,2 (0,2)	0,2 (0,2)
Total lönekostnad, näringslivet	3,5 (3,6)	3,7 (3,7)	3,9 (3,8)
Total timlönekostnad, näringslivet, justerad för antalet arbetsdagar	2,7 (2,8)	3,7 (3,7)	4,3 (4,2)
BNP i näringslivet	3,3 (3,1)	3,3 (3,1)	3,5 (3,1)
Arbetade timmar i näringslivet	0,1 (0,4)	0,7 (0,7)	1,2 (0,9)
Genomsnittlig arbetsproduktivitet, näringslivet	3,2 (2,7)	2,5 (2,4)	2,2 (2,2)
Enhetsarbetskostnad, näringslivet	-0,4 (0,2)	1,2 (1,3)	2,2 (2,1)

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Prognoserna är baserade på konjunkturstatistiken. På grund av avrundningar summerar inte posterna.

Källor: SCB och Riksbanken.

#### Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

- Importen revideras ned 2004 till följd av svagt utfall i början av året. Prognoserna för 2005 och 2006 har höjts något, främst på grund av högre inhemsk efterfrågetillväxt.
- Investeringsstillväxten har reviderats ned för 2004. Låg import tyder på svag investeringsaktivitet. Däremot väntas investeringarna växa snabbare 2005 och 2006 till följd av stimulanser i vårpropositionen och sänkt reporänta.
- Hushållens konsumtion bedöms bli marginellt högre 2005 och 2006 på grund av räntesänkningen och förslag i vårpropositionen.
- BNP-tillväxten har reviderats upp något för alla tre prognosåren.
- Prognosen för sysselsättningen är nedreviderad 2004 på grund av svag arbetsmarknad. Sysselsättningen väntas dock växa snabbare än tidigare prognostiserat under 2005 och 2006.
- Prognosen för arbetslösheten är uppreviderad 2004 och 2005.
- Arbetsproduktiviteten i näringslivet är uppreviderad 2004 och 2005.
- Timlönekostnaderna i näringslivet har reviderats ned för 2004 och upp för 2006.
- Enhetsarbetskostnaden i näringslivet har reviderats ned för 2004 och 2005, men är något uppreviderad för 2006.

**det konjunktläge som den svenska ekonomin nu befinner sig i kan bedömningen av resursutnyttjandet sägas vara särskilt viktig. Under de närmaste åren förutspås en relativt stabil konjunkturuppgång med förhållandevis god tillväxt. I takt med att konjunkturuppgången förstärks kommer alltmer av ekonomins lediga resurser att tas i anspråk. En god bild av det aktuella resursutnyttjandet är central för att kunna göra en bedömning av när inflationstrycket stigit till nivåer där en omläggning av penningpolitiken kan vara motiverad. För att få en bild av resursutnyttjandet i ekonomin måste information från flera källor studeras och vägas samman. I denna fördjupningsruta presenteras de viktigaste indikatorerna som Riksbanken använder sig av för att komma fram till en samlad bedömning av resursutnyttjandet. Sammantaget pekar informationen på ett förhållandevis lågt resursutnyttjande i dagsläget.**

Priser och löner tenderar att öka snabbare när en stor del av ekonomins resurser är tagna i anspråk, medan ett lågt resursutnyttjande oftast är förknippat med en lugnare pris- och löneutveckling. Det finns flera skäl till detta. En ökning av efterfrågan i ekonomin kan t.ex. innebära att företagen måste betala övertidsersättning till sina anställda för att på kort sikt kunna öka produktionen. Efter en tid kanske företagen också måste nyanställa personal. Därmed ökar efterfrågan på arbetskraft i ekonomin vilket kan innebära att det blir lättare för arbetstagarna att förhandla fram högre löneökningar. Under perioder med hög efterfrågan och ansträngt resursutnyttjande kan det också vara lättare för företagen att öka sina priser. Mot denna bakgrund är mått på resursutnyttjandet potentiellt värdefulla indikatorer på inflationstrycket i ekonomin. Resursutnyttjandet i ekonomin som helhet är dock ingen direkt observerbar storhet. För att

skapa sig en bild av resursutnyttjandet måste man väga samman information från många olika källor.

Det kan vara värt att poängtera att den frågeställning som denna fördjupningsruta fokuserar på, dvs. bedömningen av det aktuella resursutnyttjandet, endast utgör det första steget i den mer omfattande analys som man behöver göra för att kunna bedöma hur inflationen i slutänden kommer att påverkas. Man behöver därutöver också ha en bild av hur resursutnyttjandet kommer att utvecklas de närmaste åren. Frågeställningar som då blir intressanta är hur hög den potentiella tillväxten väntas bli och hur den förhåller sig till den förväntade BNP-utvecklingen. Dessutom behöver man ha en uppfattning om hur inflationen påverkas då resursutnyttjandet förändras. Detta är frågeställningar som behandlas i flera tidigare fördjupningsrutor och som Riksbanken löpande utvecklar sin analys av.<sup>4</sup>

### *Samstämmiga skattningar av produktionsgapets storlek*

En informationskälla när det gäller resursutnyttjandet är ekonometriska skattningar av det s.k. produktionsgapet. Produktionsgapet definieras som den procentuella skillnaden mellan faktisk BNP och den långsiktigt hållbara, eller potentiella, produktionsnivån, och kan därför ses som ett mått på resursutnyttjandet i ekonomin som helhet. Eftersom den potentiella produktionsnivån inte är observerbar är man hänvisad till att försöka skatta produktionsgapet med hjälp av ekonometriska metoder. Det finns dock ingen allmänt accepterad metod som i alla lägen kan antas ge mer rimliga skattningar än andra. Riksbanken har därför sedan ett antal år använt tre olika metoder för att skatta produktionsgapet. De tre måtten skiljer sig periodvis åt en del men kan ofta vägas samman till en kvalitativt sett någorlunda samlad bild. I diagram R1 visas resultaten från

<sup>4</sup> Se t.ex. "Potentiell tillväxt och inflation – ett räkneexempel", Inflationsrapport 2000:2, "Utväxlingen mellan tillväxt och inflation", Inflationsrapport 2001:4, "Har produktionsförmågan dämpats?", Inflationsrapport 2002:2.

de senaste skattningarna.<sup>5</sup> Resultaten indikerar att resursutnyttjandet för närvarande är lägre än i samband med konjunkturtoppen 2000, men ungefär normalt i ett historiskt perspektiv.

Det är viktigt att inse den principiella skillnaden mellan ekonometriska skattningar av produktionsgapet och produktionsgapet som teoretiskt begrepp. I teorin kan resursutnyttjandet i ekonomin sammanfattas i termer av produktionsgapet. Genom kännedom om produktionsgapets storlek skulle man därför i princip få all nödvändig information om det inflationstryck som genereras av spänningar mellan ekonomins efterfråge- och utbudssida. De skattningar av produktionsgapet som görs i praktiken bygger dock på information från endast ett begränsat antal variabler. Detta är mest uppenbart för den s.k. HP-filtermetoden, som baseras på endast BNP-serien själv. De båda övriga metoderna väger visserligen in information från fler variabler, men de kan ändå inte ge en perfekt uppskattning av efterfråge- och utbudsförhållandena i ekonomin. Det faktum att skattningarna periodvis skiljer sig åt pekar dessutom på att resultaten är känsliga för vilken metod som använts, hur den underliggande modellen är specificerad och vilka antaganden i övrigt som gjorts. De ekonometriska skattningarna av produktionsgapet bör mot denna bakgrund endast betraktas som några bland flera indikatorer på det samlade resursutnyttjandet.

*Det rapporterade kapacitetsutnyttjandet i huvudsak lågt men stigande*

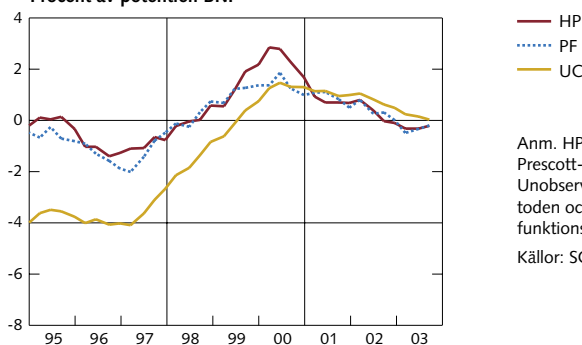
Huvuddelen av den övriga informationen om resursutnyttjandet i ekonomin som Riksbanken använder utgörs av olika typer av enkätdata. Det gäller t.ex. företagens egna uppskattningar av kapacitetsutnyttjandet, men också mer indirekt information om resursutnyttjandet, som t.ex. om företagen upplever att de har svårt att få tag på arbetskraft och vad som är den trånga sektorn för företagets produktion. Den

huvudsakliga källan för denna typ av information är Konjunkturinstitutets kvartalsbarometrar.

Enkätdata över företagens egna uppskattningar av kapacitetsutnyttjandegraden finns från flera källor (SCB, KI, Eurostat) men endast för tillverkningsindustrin (eller tillverknings- och mineralutvinningsindustrin), som står för ca 20 procent av BNP. Detta kan vara ett problem om utvecklingen inom tillverkningsindustrin inte speglar utvecklingen i ekonomin som helhet. Om ekonomin är tudelad, så att t.ex. efterfrågan i den till stor del exportinriktade tillverkningsindustrin är hög medan resten av ekonomin utvecklas svagt är det möjligt att resursutnyttjandet i tillverkningsindustrin ger en ganska missvisande bild av inflationstrycket i ekonomin som helhet.<sup>6</sup>

I diagram R2 visas kapacitetsutnyttjandegraden i industrin såsom den redovisas i tre källor – SCB, Konjunkturinstitutet och Eurostat. Nivån på måtten skiljer sig något åt vilket sannolikt

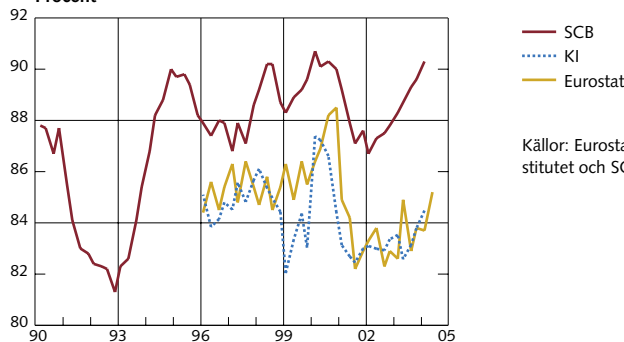
Diagram R1. Skattade produktionsgap enligt tre metoder. Procent av potentiell BNP



Anm. HP är det s.k. Hodrick-Prescott-filtret, UC är den s.k. Unobserved Components-metoden och PF är produktionsfunktionsansatsen.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R2. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin enligt tre källor. Procent



Källor: Eurostat, Konjunkturinstitutet och SCB.

<sup>5</sup> Till följd av att vissa metodförändringar har genomförts sedan föregående inflationsrapport skiljer sig framförallt skattningarna med produktionsfunktionsansatsen något från de som tidigare presenterats.

<sup>6</sup> Se t.ex. fördjupningsrutan "Produktionsgapet, kapacitetsutnyttjandet och inflationsutvecklingen" i Inflationsrapport 1999:3.

beror på skillnader i mätmetodik. För att skapa sig en bild av hur det aktuella resursutnyttjandet förhåller sig till den utnyttjandegrad som kan anses vara "normal" eller "neutral", bör man därför i första hand göra jämförelser med den tidigare utvecklingen av respektive serie. Detta försvåras i viss mån av att Konjunkturinstitutets och Eurostats mått endast finns att tillgå från 1996 och framåt. Ett sätt att försöka hantera problematiken är att använda utvecklingen under 2000 som en referenspunkt. Mycket talar för att resursutnyttjandet under 2000 var högre än normalt. Samtliga enkätbaserade mått, liksom de skattade produktionsgapen, indikerar en topp under detta år. Producentpriserna i tillverkningsindustrin steg med över 4 procent 2000 från att ha fallit med 0,5 procent året före. I början av 2001 började även måtten på den underliggande inflationen att stiga påtagligt,

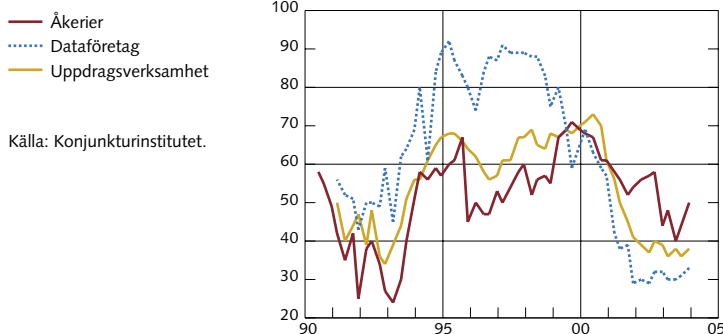
sannolikt delvis som en fördröjd reaktion på det höga resursutnyttjandet i ekonomin.

Den bild av det aktuella resursutnyttjandet som framträder i diagram R2 är inte helt entydig. Medan SCB:s mått på kapacitetsutnyttjandet ligger nära de nivåer som uppnåddes under den föregående toppen 2000, ligger de båda övriga måtten alltså betydligt lägre. Jämfört med diagram R1 ger dock indikatorerna i diagram R2 den samstämmiga bilden av att vändningen i konjunkturen, såsom vanligtvis är fallet, kommit tidigare i industrin än i ekonomin som helhet.

Konjunkturinstitutets kvartalsbarometrar innehåller även information om kapacitetsutnyttjandet i några tjänstebanscher. Åkerier, datakonsulter och dataserviceföretag samt företag som sysslar med uppdragsverksamhet tillfrågas om de för närvarande utnyttjar sina produktionsresurser fullt ut eller inte. Frågan har således en annan karaktär än den som ställs till tillverkningsindustrin, såtillvida att företagen inte uppmanas att ange den aktuella kapacitetsutnyttjandegraden.

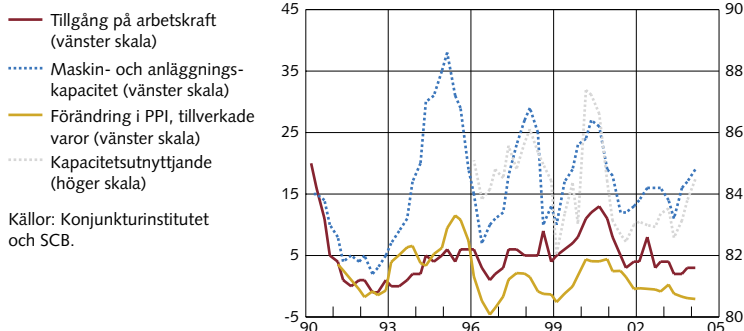
I diagram R3 visas den andel företag i de tre tjänstebanscher som rapporterat fullt kapacitetsutnyttjande. Även här är det svårt att avgöra vilken nivå som är förenlig med ett normalt resursutnyttjande, men man kan ändå konstatera att andelen företag som under senare tid rapporterat fullt kapacitetsutnyttjande inte är påtagligt högre, och för dataföretagen t.o.m. lägre, än under lågkonjunkturen i början av 1990-talet. Mot den bakgrunden förefaller resursutnyttjandet i åtminstone dessa tre tjänstebanscher i dagsläget vara förhållandevis lågt. Det kan vara värt att notera att de sektorer för vilka längre tidsserier för resursutnyttjandet finns att tillgå, i form av endera uppskattningar av kapacitetsutnyttjandegraden eller andelen företag med fullt kapacitetsutnyttjande, tillsammans utgör ca 30 procent av BNP.<sup>7</sup>

Diagram R3. Andelen företag med fullt resursutnyttjande inom tre tjänstebanscher. Procent



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram R4. Trängsta sektion, kapacitetsutnyttjande och PPI-förändring. Andel företag, säsongrensad procent samt årlig procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

7 Sedan 2002 undersöks också ett antal ytterligare privata tjänstebanscher, t.ex. researrangörer och resebyråer och post- och telekommunikation. De korta tidsserierna gör det emellertid vanskligt att dra några slutsatser för dessa banscher. Diskussionen i denna fördjupningsruta avser därför endast de tjänstebanscher för vilka längre tidsserier finns att tillgå.

*Försvagat samband mellan kapacitetsutnyttjandet och arbetskraftssituationen?*

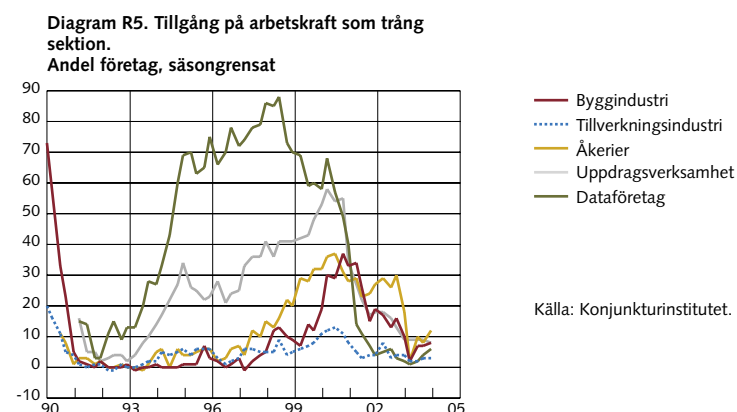
Konjunkturinstitutets barometrar innehåller också en del indirekt information om resursutnyttjandet. Bland annat finns uppgifter om vad företagen anser vara det främsta hindret att öka produktionen, den s.k. trängsta sektionen. Dessa data kan ge värdefull kompletterande information, vilket illustreras av diagram R4. Diagrammet visar den andel av företagen inom tillverkningsindustrin som rapporterat maskin- och anläggningskapacitet respektive tillgången på arbetskraft som den trängsta sektionen. I diagrammet visas också den rapporterade kapacitetsutnyttjandegraden och utvecklingen av producentpriserna inom tillverkningsindustrin.

Under större delen av perioden tycks det finnas en förhållandevis tydlig positiv samvariation mellan de olika variablerna. Ett högt resursutnyttjande har vanligtvis inneburit toppar i utnyttjandet av såväl arbetskraften som maskin- och anläggningskapaciteten. Dessa toppar har även tenderat att sammanfalla med större prisökningar för tillverkningsindustrins produkter.

Under de senaste åren finns dock tecken på att detta mönster har brutits. Medan tillgången på arbetskraft tycks betraktas som ett allt mindre problem har kapacitetsutnyttjandet om något uppvisat en stigande trend. Det förefaller som om det rapporterade kapacitetsutnyttjandet i högre grad avspeglar utnyttjandet av det fysiska kapitalet än av arbetskraften. Det framgår samtidigt att sambandet mellan prisutvecklingen och kapacitetsutnyttjandet har försvagats: trots att kapacitetsutnyttjandet ökat har prisutvecklingen inom tillverkningsindustrin uppvisat en nedåtgående trend. Trenden i prisförändringarna tycks ha gått hand i hand med den nedåtgående trenden i tillgången på arbetskraft som den begränsande faktorn för produktionen. En tolkning av detta är att tillgången på arbetskraft åtminstone för

tillfället förefaller vara en bättre indikator än det rapporterade kapacitetsutnyttjandet på inflationstrycket inom tillverkningsindustrin.

Det är tänkbart att den minskade betydelsen av arbetskraften som den begränsande faktorn,



det ökade utnyttjandet av det befintliga fysiska kapitalet samt den dämpade prisutvecklingen alla är fenomen som hänger samman med de senaste årens gynnsamma utveckling av produktiviteten. Då produktivitetstillväxten är hög kan produktionen hållas uppe utan att nyanställningar behöver göras. Det förefaller rimligt att företagen i sådana lägen upplever att tillgången på arbetskraft inte är något påtagligt problem. Samtidigt innebär en hög produktivitetstillväxt att företagens kostnader kan hållas nere och behovet av prishöjningar är därmed förhållandevis litet. En tolkning av den senaste tidens produktivitetstillväxt är att den är ett fördröjt genomslag av de omfattande investeringarna i informations- och kommunikationsteknologi i slutet av 1990-talet.<sup>8</sup> Det är tänkbart att en sådan utveckling tar sig uttryck i ett ökat utnyttjande av det fysiska kapitalet och därigenom ett ökat rapporterat kapacitetsutnyttjande.

#### *Generellt god tillgång på arbetskraft*

I många branscher, i synnerhet inom tjänstesektorn, är arbetskraft den viktigaste produktionsfaktorn. För dessa branscher skulle

<sup>8</sup> Se t.ex. fördjupningsrutan "Hur uthållig är den senaste tidens produktivitetstillväxt?" i Inflationrapport 2004:1.

det kunna vara rimligt att som en approximation för kapacitetsutnyttjandet använda uppgifter om hur ansträngd arbetskraftssituationen upplevs vara. I Konjunkturinstitutets barometrar fångas arbetskraftssituationen av två nära relaterade frågor. Dels uppmanas företagen ange om de anser att tillgången på arbetskraft är en trång sektion, dels om de upplever att det är brist på arbetskraft. Båda frågorna ställs till vissa sektorer medan andra sektorer enbart behöver besvara den ena av frågorna. För de sektorer som svarar på båda frågorna finns, naturligt nog, ett starkt samband mellan svaren.

En fördel med att använda information om arbetskraftssituationen som en approximation för kapacitetsutnyttjandet är att man därigenom kan få en uppfattning om resursutnyttjandet i en större del av ekonomin

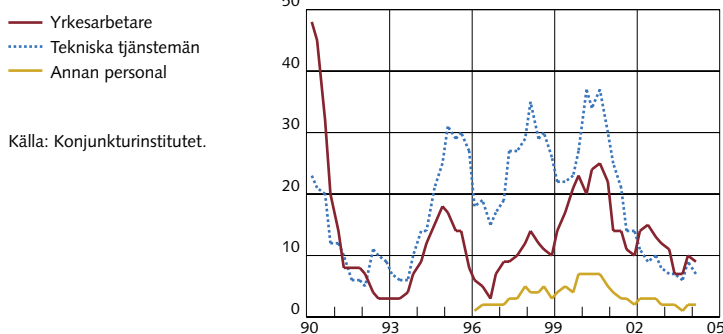
än vad man kan få från de direkta frågorna om kapacitetsutnyttjandet. Sammantaget utgör de branscher för vilka dessa båda frågor ger en bild av arbetskraftssituationen omkring 40 procent av BNP. I diagram R5 till diagram R7 visas utvecklingen av arbetskraftssituationen för de branscher där information finns tillgänglig.

Den bild som framträder är att resursutnyttjandet, mätt på detta sätt, är lågt. I många fall upplevs arbetskraftssituationen inte som mer ansträngd än under lågkonjunkturen i början av 1990-talet. Det tycks dock samtidigt som om botten har passerats och en återhämtning förefaller ha inletts i flera branscher.

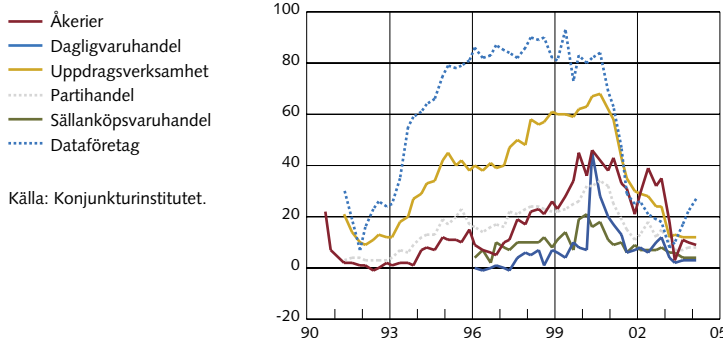
Bedömningen av det samlade resursutnyttjandet är kanske särskilt viktig i ett läge som det aktuella, där det mesta talar för en relativt stabil konjunkturuppgång med förhållandevis god tillväxt de kommande åren. En god bild av det aktuella resursutnyttjandet är central för att kunna göra en bedömning av när inflationstrycket stigit till nivåer där en omläggning av penningpolitiken kan vara motiverad. Samtidigt bör betonas att det inte skulle vara någon lätt uppgift, och inte heller meningsfullt, att sammanställa informationen från de olika källorna till ett enda exakt mått på det samlade resursutnyttjandet. Det finns inte någon formell metod för att göra detta. På basis av så välgrundade bedömningar som möjligt av informationen från de olika källorna kan man ändå komma fram till en kvalitativ, och väl underbyggd uppskattning av resursutnyttjandet i ekonomin.

Skattningarna av produktionsgapet indikerar ett något högre resursutnyttjande än den enkätbaserade informationen, men man kan samtidigt konstatera att ingen indikator pekar på att resursutnyttjandet i dagsläget skulle vara särskilt ansträngt. Den samlade bedömning som Riksbanken gör är att resursutnyttjandet alltså är förhållandevis lågt.

**Diagram R6. Brist på olika typer av personal inom tillverkningsindustrin. Säsongsrensade netttotal**



**Diagram R7. Brist på personal i olika branscher. Säsongsrensade netttotal**





## Inflationsförväntningar

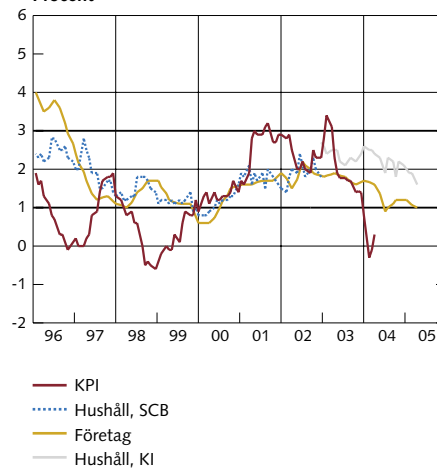
Olika aktörers inflationsförväntningar påverkar inflationen via pris- och lönebildningen och är därför ett viktigt inslag i den penningpolitiska analysen. Förväntningarna påverkas av ett flertal faktorer, som faktisk inflation, Riksbankens kommunikation och agerande och den makroekonomiska utvecklingen i övrigt.

Sedan föregående inflationsrapport har hushållens förväntningar om inflationen på ett års sikt sjunkit med 0,3 procentenheter och uppgår nu till 1,6 procent (se diagram 38).

Av Konjunkturinstitutets senaste konjunkturbarometer i april framgår att även företagen tror på en lägre inflation på ett års sikt. Deras förväntningar har justerats ned från 1,2 till 1,0 procent sedan föregående undersökning i januari. Företagens förväntningar stämmer relativt väl överens med Riksbankens prognos för april 2005, även om den senare påverkas av antagandet om oförändrad reporänta.

Den nedåtgående trenden bekräftas även av resultatet från Prosperas senaste undersökning i maj, vilket pekar på lägre inflationsförväntningar, framförallt på ett och två års sikt, jämfört med undersökningen i mars (se tabell 7). De olika aktörernas förväntningar är nu i genomsnitt 1,8 procent på ett års sikt, vilket är 0,1 procentenheter lägre än i mars. Förväntningarna på två års sikt har sjunkit med 0,2 procentenheter och uppgår nu till 2,0 procent medan förväntningarna på fem års sikt är 2,2 procent och därmed oförändrade sedan föregående undersökning. Penningmarknadens aktörer baserar sina inflationsförväntningar på att reporäntan är oförändrad under de närmaste tre månaderna.<sup>3</sup> Inom ett år väntas räntan höjas till 2,5 procent och inom två år till 3,25 procent.

Diagram 38. Faktisk inflation samt hushållens och företagens inflationsförväntningar.  
Procent



Anm. Kurvorna för inflationsförväntningarna har förskjutits 12 månader för att motsvara det utfall som de avser. I januari 2002 förändrades insamlingsförfarandet av hushållens inköpsplaner.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

<sup>3</sup> Penningmarknadens aktörer tillfrågades om reporäntan den 28 april 2004.

**Tabell 7. Förväntad inflationstakt enligt Prosperas undersökning i maj 2004 där inget annat anges.  
Procent**

<b>Förväntad inflationstakt om 1 år</b>	
Penningmarknadens aktörer	1,4 (-0,1)
Arbetsgivarorganisationer	1,8 (0,0)
Arbetsstagarorganisationer	1,5 (-0,3)
Inköpschefer handel	1,9 (-0,2)
Inköpschefer industri	2,0 (-0,2)
Hushåll (HIP) i april (mars)	1,6 (-0,3)
Företag (Barometern) i januari (april)	1,0 (-0,2)
<b>Förväntad inflationstakt om 2 år</b>	
Penningmarknadens aktörer	1,9 (0,0)
Arbetsgivarorganisationer	1,9 (-0,1)
Arbetsstagarorganisationer	1,8 (-0,1)
Inköpschefer handel	2,1 (-0,2)
Inköpschefer industri	2,2 (-0,2)
<b>Förväntad inflationstakt om 5 år</b>	
Penningmarknadens aktörer	2,0 (0,0)
Arbetsgivarorganisationer	1,9 (-0,1)
Arbetsstagarorganisationer	2,2 (0,0)
Inköpschefer handel	2,3 (0,0)
Inköpschefer industri	2,4 (0,0)

Anm. Inom parentes anges förändringen i procentenheter sedan föregående undersökning i mars 2004 där inget annat uppges.

Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera.

## Den senaste tidens inflationsutveckling

**S**edan föregående inflationsrapport har inflationen enligt både UND1X och KPI varit något högre än Riksbankens bedömning. I april var UND1X- och KPI-inflationen 0,9 respektive 0,3 procent i årstakt, att jämföra med prognostiserat 0,6 respektive 0,2 procent. Framförallt är det den importerade inflationen som blivit högre än prognosen medan de inhemska priserna stigit endast marginellt snabbare än väntat.

### Något högre inflation än väntat

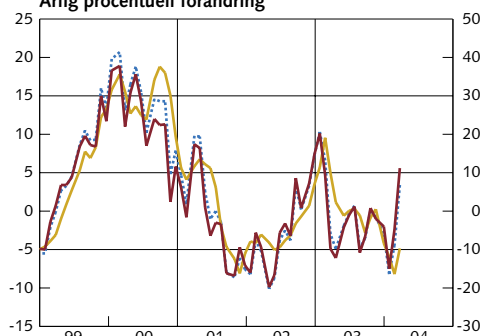
Den importerade inflationen var i genomsnitt drygt en halv procentenhet högre än förväntat i mars och april. Prognosavvikelsen kan delvis hänföras till att oljepriset varit oväntat högt vilket fått till följd att priserna på bensin och eldningsolja stigit i allt snabbare takt (se diagram R8). Även priserna på övriga importerade varor och tjänster har stigit något mer än väntat. Den marginellt högre inhemska inflationen beror främst på att elpriserna sjunkit något mindre än väntat.

Prisökningstakten på tjänster ligger fortsatt på en relativt hög nivå och det är i synnerhet priser på administrativt prissatta tjänster som ökar i snabb takt (se diagram R9). Ett viktigt skäl till denna utveckling är troligen att den anstränga ekonomiska situationen i flera kommuner gör att olika taxor höjs som exempelvis avgifter för renhållning och sotning.

### Låg underliggande inflation

För att analysera hur inflationen utvecklas på längre sikt studerar Riksbanken mått på den så kallade underliggande inflationstakten. Underliggande inflation är dock inget entydigt definierat begrepp och kan därför beräknas på olika sätt. En vanlig metod är att exkludera vissa komponenter från KPI-inflationen som anses vara av mer tillfällig karaktär för att försöka urskilja den mer trendmässiga eller konjunkturrelaterade komponenten i inflationen. I UND1X exkluderas räntekostnader för egna hem liksom direkta effekter av förändrade

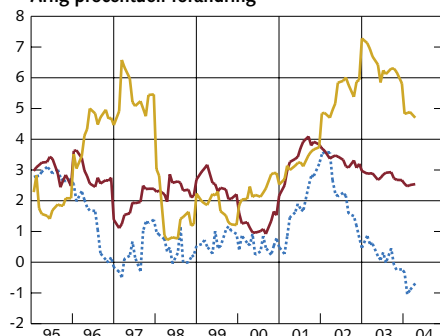
Diagram R8. Oljeprodukter i KPI. Årlig procentuell förändring



— Drivmedel (vänster skala)  
- - - Oljeprodukter, drivmedel och eldningsolja (vänster skala)  
— Eldningsolja (höger skala)

Källa: SCB.

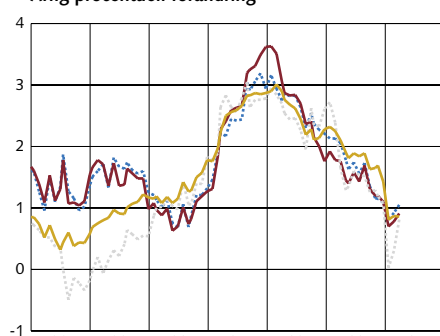
Diagram R9. Varu- och tjänstepriser. Årlig procentuell förändring



— Tjänster exkl. administrativt prissatta tjänster  
- - - Varor exkl. energi  
— Administrativt prissatta tjänster

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R10. Olika mått på underliggande inflation. Årlig procentuell förändring



— UND1X exkl. energi  
- - - UND1X exkl. energi och livsmedel  
— UND24  
- - - trim85

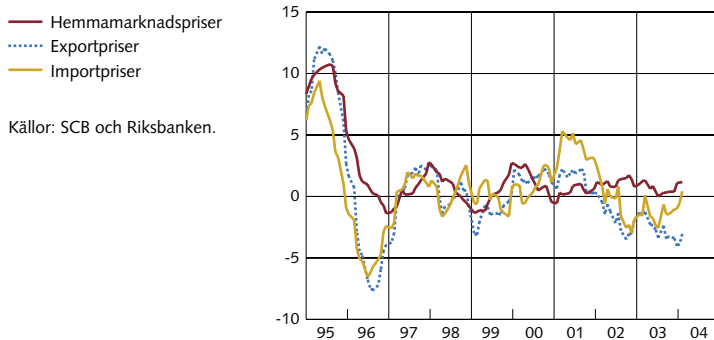
Anm. De alternativa måtten är beräknade utifrån KPI uppdelat på ca 70 olika undergrupper. UND24 är sammanvägt med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen för avvikelsen mellan den årliga ökningstakten av det totala KPI och respektive undergrupp under de senaste 24 månaderna. I trim85 har de 7,5 procent mest extrema positiva och de 7,5 procent mest negativa årliga prisförändringarna under varje månad exkluderats.

Källor: SCB och Riksbanken.

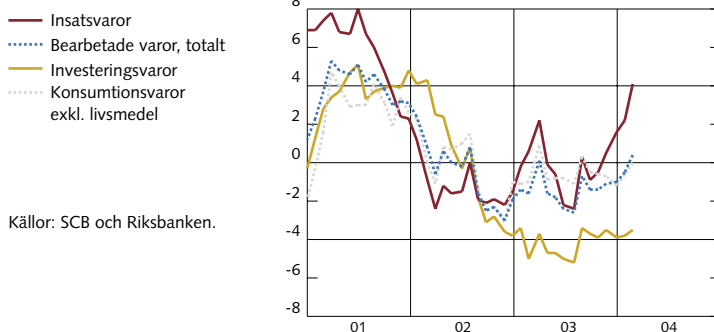
indirekta skatter och subventioner från KPI. Under det senaste året har det också varit viktigt att studera inflationen rensad för effekterna av de kraftigt fluktuerande energipriserna. Dessa har i hög grad varit förknippade med utbudsstörningar som haft temporära effekter på inflationen. Det är dock viktigt att understryka att energiprishöjningar ibland har varaktiga effekter på inflationen och att konsekvenserna

av olika energiprisförändringar (t.ex. på el och olja) kan variera. Andra sätt att mäta den underliggande inflationen är att med hjälp av statistiska metoder exkludera eller minska betydelsen av de varu- och tjänstegrupper vars priser historiskt visat sig variera kraftigt.

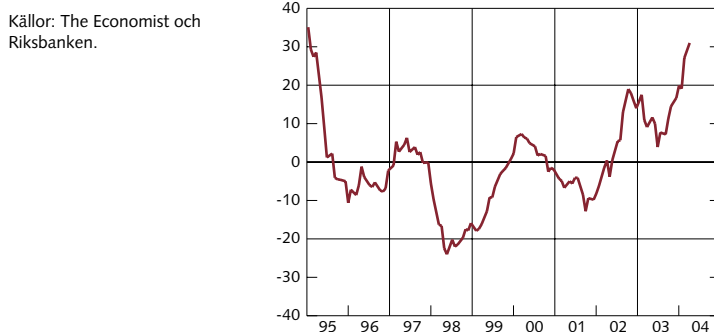
**Diagram R11** Bearbetade varor i producentled, importpriser-, hemmamarknadspriser och exportpriser. Årlig procentuell förändring



**Diagram R12.** Importpriser på bearbetade varor, samt dess delgrupper. Årlig procentuell förändring



**Diagram R13.** Råvaruprisutveckling i dollar. Årlig procentuell förändring



I diagram R10 redovisas några olika mått på underliggande inflation. En viss uppgång har skett under mars och april enligt alla de olika måtten. Nivån på den underliggande inflationen är dock fortfarande låg enligt alla mätmetoderna.

#### Lågt pristryck i producentledet

Under de senaste åren har både import- och exportpriserna på bearbetade varor i producentledet fallit kraftigt (se diagram R11). Nedgången var förväntad men blev större än vad som prognostiserades. Under de första månaderna i år har fallet för importpriserna på bearbetade varor bromsats upp. I mars hade dessa priser stigit med 0,4 procent jämfört med samma månad 2003. Exportpriserna däremot har fortsatt att falla. Både för import- och exportpriserna kan en del av nedgången under fjolåret förklaras av den förstärkning av den svenska kronan som skedde under 2003. Hemmamarknadspriserna på bearbetade varor har under de senaste två åren ökat svagt.

Importpriserna på bearbetade varor kan delas in i tre undergrupper; konsumtionsvaror exklusive livsmedel, investeringsvaror och insatsvaror. Priserna på alla tre delgrupper föll under 2003 (se diagram R12). Priserna på investeringsvaror föll kraftigast och prisökningstakten på dessa är fortfarande klart negativ. Till viss del kan prisfallet troligtvis förklaras av den svaga investeringsutveckling som varit i världsekonomin. Däremot har importpriserna på insatsvarorna ökat en hel del under senare tid och i mars uppgick den årliga ökningstakten till 4,1 procent. Uppgången var väntad och hänger till stor del samman med att världsmarknadspriserna på råvaror stigit kraftigt under det senaste året (se diagram R13). Importpriserna på konsumtionsvaror har fallit något under de senaste åren. I mars i år steg emellertid priserna svagt.

# ■ Inflationsbedömning

I detta kapitel görs en sammanfattande bedömning av inflationsutsikterna t.o.m. andra kvartalet 2006 under förutsättning att reporäntan hålls konstant på 2,0 procent. Inledningsvis beskrivs den inflationsutveckling som bedöms vara den mest sannolika de kommande två åren. Därefter redovisas osäkerheten och riskerna i denna bedömning.

## Inflationsutsikterna i huvudscenariot

Inflationen är för närvarande låg. Det beror delvis på att inflationen i omvärlden varit låg och att det importerade inflationstrycket därför varit dämpat men också på att växelkursen stärkts. Även pristrycket på inhemskt producerade varor och tjänster är förhållandevis svagt vilket delvis hänger samman med att produktiviteten utvecklats starkt. De senaste månaderna har emellertid inflationen stigit snabbare än väntat.

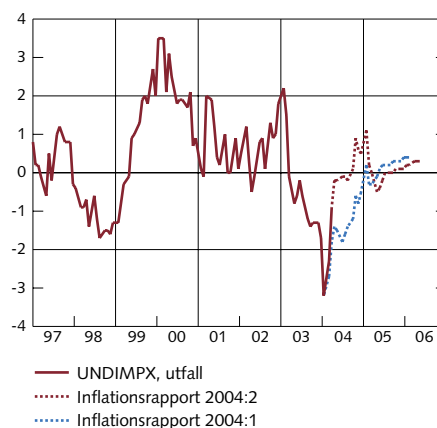
### ■ ■ Importerad inflation stiger under prognosperioden.

Priserna på importerade varor i KPI har fallit i allt snabbare takt sedan i april 2003. I mars i år vände utvecklingen (se diagram 39). Att den nedåtgående trenden för importerad inflation skulle brytas i mars fanns med i Riksbankens senaste bedömning. Vändningen under mars och april blev dock kraftigare än väntat. En anledning var att oljepriset blev något högre än prognostiserat vilket bidrog till högre priser på bensin och villaolja för konsumenter. Uppgången i oljepriset bedöms delvis vara av tillfällig karaktär varför det finns anledning att tro att oljepriset under de kommande månaderna faller tillbaka relativt snabbt. Denna tillfälliga uppgång bedöms ändå höja årsgenomsnittet för UND1X-inflationen i år med 0,2 procentenheter. En del av oljeprisuppgången kan troligtvis hänföras till mer varaktiga faktorer vilket har motiverat ett högre genomsnittligt oljepris under hela prognosperioden jämfört med i föregående inflationsrapport. Fortfarande förväntas dock priset falla tillbaka under prognosperioden i takt med att utbudet successivt ökar.

Sedan föregående inflationsrapport har kronan i handelsvägda termer blivit svagare än väntat. Bedömningen är att kronan även under det kommande året kommer att vara svagare än tidigare prognostiserat. Detta bidrar tillsammans med det högre oljepriset till att prognosen för importpriserna revideras upp under det närmaste året (se diagram 39 och 40 samt tabell 9).

Inflationsprognosen påverkas dessutom av att Statistiska centralbyrån i januari 2005 ändrar sitt sätt att beräkna konsumentprisindex och inflationstakten (se fördjupningsrutan "Ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten"). Enligt beräkningar av SCB väntas den uppmätta inflationstakten med det nya beräkningssättet i genomsnitt bli ca 0,2 procentenheter lägre per år än med nuvarande beräkningsmetod. Riksbanken har mot denna bakgrund justerat ned bedömningen av de olika inflationsmåten med 0,2 procentenheter från januari 2005. På lite längre sikt är därför prognosen även för importpriserna nedreviderad.

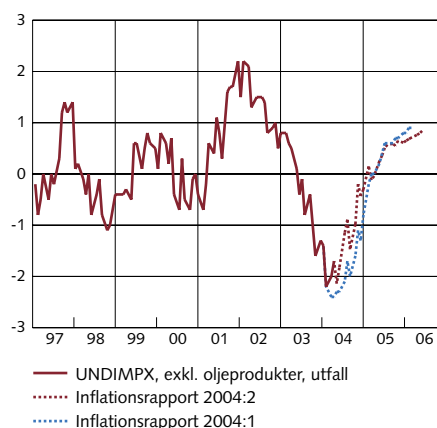
Diagram 39. UNDIMPX, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Från januari 2005 används SCB:s nya beräkningsmetod för inflationstakten.

Källor: SCB och Riksbanken.

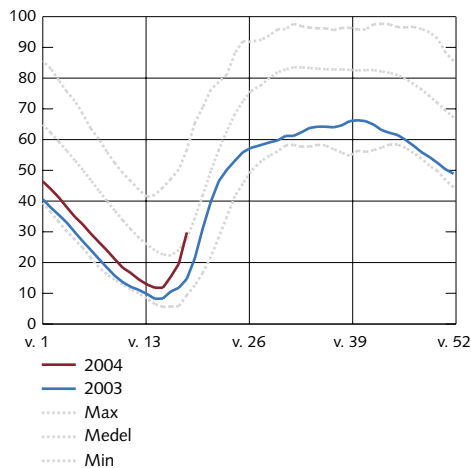
Diagram 40. UNDIMPX exklusive oljeprodukter, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Från januari 2005 används SCB:s nya beräkningsmetod för inflationstakten.

Källor: SCB och Riksbanken.

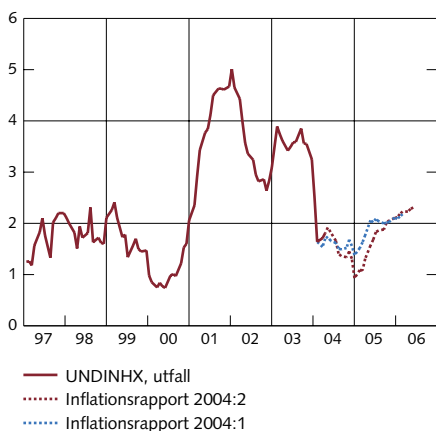
**Diagram 41. Fyllnadsgrad veckovis i de svenska vattenmagasinen.**  
Procent (100 procent = 33758 GWh)



Anm. Min, medel och max avser värden för perioden 1950-2001.

Källa: Svensk energi.

**Diagram 42. UNDINHX, utfall och prognos enligt huvudscenariot.**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Från januari 2005 används SCB:s nya beräkningsmetod för inflationstakten.

Källor: SCB och Riksbanken.

Bedömningen är att prisökningstakten på de importerade varorna, exklusive oljeprodukter, kommer att fortsätta att stiga framöver (se diagram 40). Uppgången drivs av att det internationella pristrycket på bearbetade varor tilltar och av att kronans förstärkning successivt upphör. Under det kommande året bidrar även det uppjusterade oljepriset till en högre importerad inflation (se diagram 39). I år väntas den årliga förändringstakten i priserna på importerade varor och tjänster i KPI bli  $-0,6$  procent och under nästa år  $0,1$  procent.

### ■ ■ Stigande inhemskt pristryck.

Även pristrycket på inhemskt producerade varor och tjänster har varit dämpat det senaste året. En förklaring till det är den starka produktivitetstillväxten. I april uppgick den inhemska underliggande inflationen till  $1,8$  procent. Detta var något högre än väntat och berodde på att elpriserna inte föll tillbaka i den takt som förutsågs i föregående inflationsrapport. Framöver väntas dock elpriserna i konsumentledet fortsätta att sjunka, i likhet med föregående bedömning. Spotpriset på den nordiska elbörsen Nordpool har fallit något den senaste tiden, samtidigt som vattenmagasinen börjat fyllas på efter att ha minskat under vintern (se diagram 41). Elhandelsbolagen har också under de senaste månaderna börjat sänka elpriserna i konsumentledet.

Inhemsk inflation exklusive el utvecklades i april ungefär som förväntat och uppgick till  $2,1$  procent. I år väntas den inhemska inflationen fortsätta att falla. Först under nästa år väntas den tillta gradvis (se diagram 42). I takt med att återhämtningen fortskrider bedöms produktivitetstillväxten mattas av samtidigt som löneökningstakten stiger något. Sammantaget medför det att enhetsarbetskostnaderna ökar och därmed även det inhemska kostnadstrycket. Mot slutet av prognosperioden väntas det samlade resursutnyttjandet i ekonomin ha stigit till nivåer där det inte längre verkar återhållande på prisbildningen. Priserna på inhemskt producerade varor och tjänster väntas i slutet av prognosperioden stiga med  $2,3$  procent.

Utsikterna för den reala konjunkturbilden har förbättrats sedan föregående inflationsrapport, delvis mot bakgrund av räntesänkningen med  $0,5$  procentenheter. Detta talar för en högre inhemsk inflation. Prognosen är dock i stort oförändrad, vilket följer av att bedömningen samtidigt påverkas av SCB:s metodförändringar och initialt lägre enhetsarbetskostnader. Det senare medför att den inhemska inflationen blir något lägre 2005 än i föregående bedömning.

### ■ ■ KPI-inflationen dämpas av fallande räntekostnader.

I likhet med tidigare bedömning väntas höjda energiskatter inom ramen för den gröna skatteväxlingen öka KPI-inflationen något under prognosperioden. Återinförandet av ROT-avdraget väntas ge en marginellt dämpande effekt på KPI-inflationen. Precis som i föregående inflationsrapport väntas KPI-inflationen på kort sikt bli tydligt lägre än UND1X-inflationen till följd av fallande räntekostnader för hushållen. Den senaste räntesänkningen gör att denna skillnad väntas bli något

större än i tidigare bedömning. Över prognosperioden i genomsnitt är dock skillnaden mellan de två inflationsmåten liten.

**Tabell 8. Förändring i KPI jämfört med UND1X.  
Årlig procentuell förändring och procentenheter**

	jun-04	jun-05	jun-06
UND1X	1,2 (0,6)	1,0 (1,3)	1,7
+ Effekter av förändrade räntekostnader	-0,7 (-0,4)	0,0 (0,1)	0,3
+ Effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner	0,2 (0,2)	0,1 (0,2)	0,2
= KPI	0,7 (0,4)	1,1 (1,6)	2,2

Anm. Från januari 2005 används SCB:s nya beräkningsmetod för inflationstakten.

Källa: Riksbanken.

### ■ ■ Inflationprognosen uppreviderad.

KPI- och UND1X-inflationen bedöms nu ha bottnat. Under det kommande året väntas inflationen utvecklas relativt stabilt för att sedan tillta successivt. Gradvist tilltagande internationellt pristryck tillsammans med ett stabilt värde på den svenska kronan i slutet av prognosperioden gör att det importerade pristrycket stiger framöver. Under det kommande året bidrar även det uppreviderade oljepriset till en högre importerad inflation. Detta motverkas delvis av att den inhemska inflationen väntas falla svagt fram till början av 2005. Därefter bedöms prisökningstakten på de inhemska varorna börja öka gradvis till följd av att resursutnyttjandet successivt stiger. Även bortom prognoshorisonten väntas UND1X-inflationen öka.

De förbättrade konjunkturutsikterna motiverar en upprevidering av prognosen på lite längre sikt. Till viss del motverkas dock detta av SCB:s metodförändringar vid beräkningen av inflationstakten. Sammantaget väntas KPI-inflationen i huvudscenariot uppgå till 1,1 procent på ett års sikt och 2,2 procent på två års sikt (se tabell 9). Motsvarande siffror för UND1X-inflationen är 1,0 procent respektive 1,7 procent.

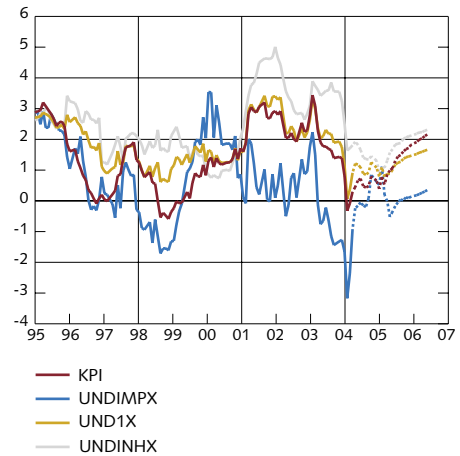
**Tabell 9. Inflationprognosen i huvudscenariot.  
Årlig procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt		Tolv månaderstal		
	2004	2005	jun-04	jun-05	jun-06
KPI	0,4 (0,4)	1,2 (1,5)	0,7 (0,4)	1,1 (1,6)	2,2
UND1X	0,9 (0,6)	1,1 (1,2)	1,2 (0,6)	1,0 (1,3)	1,7
UNDINHX	1,7 (1,7)	1,6 (1,9)	1,8 (1,7)	1,7 (2,0)	2,3
UNDIMPX	-0,6 (-1,6)	0,1 (0,0)	-0,2 (-1,5)	-0,4 (0,1)	0,3

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport inom parentes. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egna hem rensat för effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner. UNDINHX avser bara priser på i huvudsak inhemska producerade varor och tjänster i UND1X. UNDIMPX avser priser på i huvudsak importerade varor och tjänster i UND1X. Från januari 2005 används SCB:s nya beräkningsmetod för inflationstakten.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 43. Olika inflationsmått, utfall och prognos enligt huvudscenariot.  
Årlig procentuell förändring**



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Från januari 2005 används SCB:s nya beräkningsmetod för inflationstakten.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.**

- Den importerade inflationen väntas bli högre under det kommande året framförallt till följd av det högre oljepriset. På längre sikt är prognosen nedreviderad till följd av SCB:s metodförändring.
- Den inhemska inflationen bedöms bli något lägre under 2005 beroende bl.a av att enhetsarbetskostnaderna är nedreviderade för 2004 och 2005.
- UND1X-inflationen bedöms bli högre på kort sikt till följd av högre importerad inflation.



## Växelkursen och den importerade inflationen

**D**en svenska inflationstakten har varit ovanligt låg under senare tid, vilket främst hänger samman med en låg importerad inflation. Denna fördjupningsruta diskuterar den importerade inflationens bestämningsfaktorer med speciellt fokus på växelkursutvecklingens betydelse. Det s.k. genomslaget från växelkursförändringar till priser på importerade varor i svensk valuta diskuteras och tänkbara skäl till varför detta genomslag på kort sikt inte är fullständigt. På lång sikt tyder dock det mesta på att växelkursförändringar har ett fullständigt genomslag på den importerade inflationen.

Den svenska inflationstakten har under senare tid varit ovanligt låg. För att belysa drivkrafterna bakom denna utveckling kan man dela upp inflationen i två komponenter, en som speglar inhemskt genererad inflation och en som speglar importerad inflation:

$$\text{inflation} = \text{vikt} \times \text{inhemsk inflation} + (1 - \text{vikt}) \times \text{importerad inflation},$$

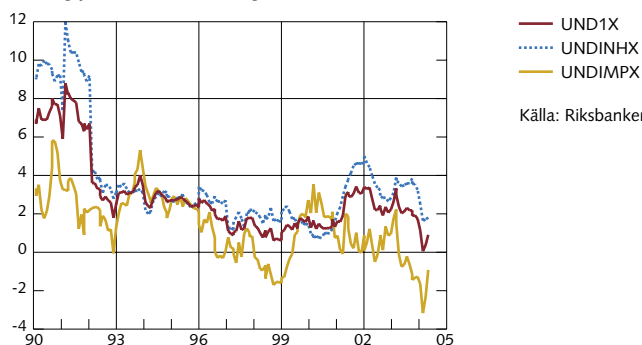
där *vikt* är den inhemska inflationens andel av total inflation. Diagram R14 visar hur den s.k. underliggande inflationen (UND1X) och dess komponenter inhemsk och importerad inflation (UNDINHX respektive UNDIMPX) har utvecklats sedan 1990.<sup>9</sup> Som framgår av diagrammet hänger den senaste tidens låga inflationstakt samman med både en sjunkande inhemsk inflation och fallande priser på importerade varor. Det är dock framförallt importprisökningarna som varit ovanligt låga i det historiska perspektiv som ges av diagram R14.

Prisförändringar i allmänhet styrs av utvecklingen av företagens kostnader och av efterfrågans utveckling. Den inhemska inflationen påverkas sålunda främst av det inhemska konjunkturläget och kostnadsutvecklingen för producenter i Sverige. Den importerade infla-

tionen styrs dels av motsvarande förhållanden i omvärlden, vilket bestämmer priserna på de varor vi importerar i utländsk valuta på världsmarknaden, dels av hur värdet på den svenska kronan utvecklas i förhållande till andra valutor. För vissa produkter finns dock inget enhetligt världsmarknadspris, utan exportörerna väljer att sätta olika priser när de säljer till olika länder. Därför kommer förhållanden i Sverige att påverka även den importerade inflationen, inte bara via växelkursen utan även via en påverkan på utländska exportörers priser till svenska importörer. Den relativa betydelsen av växelkursen och världsmarknadspriserna för de svenska importpriserna är dock svår att bestämma, eftersom det i regel saknas statistik som gör det möjligt att jämföra priset på en viss produkt på den svenska marknaden, mätt i kronor, med priset på exakt samma produkt på världsmarknaden, mätt i utländsk valuta.<sup>10</sup>

Diagram R15 visar dels kronans utveckling gentemot TCW-korgen, dels ett mått på prisutvecklingen på världsmarknaden sedan 1982 (fyra kvartalsförändringar i bägge fallen). Den senare serien är en sammanvägning av producentprisindex (PPI) i omvärlden mätta i nationella valutor.<sup>11</sup> Av diagram R15 framgår att den internationella inflationen varit måttlig de senaste tjugo åren, i genomsnitt 1,5 procent och som högst ca 5 procent (1984, 1989 och 2000). Under de två senaste åren har det internationella

Diagram R14. Olika inflationsmått. Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken.

<sup>9</sup> UNDINHX:s andel av UND1X är 67,1 procent, och UNDIMPX:s andel är 32,9 procent.

<sup>10</sup> Oljeprodukter utgör dock ett undantag.

<sup>11</sup> Sammanvägningen avser 11 länder - USA, Tyskland, Storbritannien, Norge, Finland, Danmark, Belgien, Japan, Kanada, Frankrike och Nederländerna - och görs med hjälp av relativa TCW-vikter. Tillsammans utgör dessa länder ungefär 85 procent av den totala TCW-korgen.

pristrycket varit svagare än genomsnittet under perioden, men inte lika svagt som pristrycket på importerade varor i Sverige. Förändringstakten i de internationella producentpriserna har hållit sig kring nollstrecket, medan importpriserna i Sverige fallit (se diagram R14). Skillnaden skulle delvis kunna bero på att den svenska importen har en något annorlunda sammansättning än det produktionsmönster som återspeglas i de internationella producentpriserna.

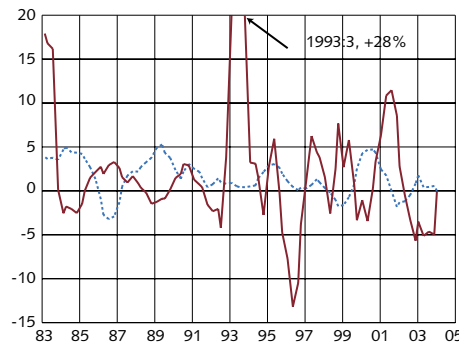
Medan de internationella priserna sålunda haft en förhållandevis stabil utveckling har växelkursen varierat desto mer. Kronans genomsnittliga värde, mätt i termer av TCW-index, har pendlat förhållandevis mycket under åren med flytande växelkurs. I diagram R15 syns t.ex. den kraftiga försvagningen av växelkursen i samband med att kronan blev rörlig senhösten 1992, förstärkningen under 1996 som kom till stånd i samband med att förtroendet för den ekonomiska utvecklingen och ekonomiska politiken i Sverige kom att förbättras,

och försvagningen under 2001–2002 som till stor del var ett resultat av internationell finansiell oro. Sedan den historiskt svaga nivån under andra hälften av 2001 har dock kronan stärkts betydligt och vid en jämförelse med utvecklingen av de internationella priserna framstår det som naturligt att dra slutsatsen att det främst är kronans förstärkning under senare år som bidragit till att pressa ned importpriserna.

För att tydligare studera kopplingen mellan, å ena sidan, utländska priser och växelkursutvecklingen och, å den andra, den importerade inflationen kan de två serierna som visas i diagram R15 kombineras till en enda - utländska producentpriser mätta i svensk valuta. En hög utländsk inflation behöver inte automatiskt innebära en hög importerad inflation om växelkursen samtidigt stärks (en starkare krona innebär ju ett lägre pris i kronor på en importerad vara) och det är först genom att översätta utländska priser till svenska kronor som man mäter det sammanlagda pristrycket från omvärlden. I diagram R16 visas denna omräkning tillsammans med två mått på den svenska importprisutvecklingen, dels i producentled (importpriser på bearbetade varor i producentled), dels i konsumentled (UNDIMPX exklusive oljeprodukter).

Även om prisserierna har ett tydligt samband visar diagram R16 att förändringen i utländska priser uttryckt i svensk valuta varierar betydligt mer än förändringen i svenska importpriser. Av diagram R15 framgår att växelkursvariationer står för merparten av variationen i utländska priser uttryckt i svensk valuta och det är därför vanligt att i detta sammanhang tala om att växelkursförändringar har ett ofullständigt genomslag på svenska importpriser. Att genomslaget inte är fullständigt på priser i konsumentled beror delvis på att dessa priser även innehåller en stor inhemsk komponent i form av exempelvis distributionskostnader. (Denna inhemsk komponent kan även vara förklaringen till att UNDIMPX varierar mindre än importpriserna i producentled.) Men även i producentled är det samtida genomslaget på importpriserna ofullständigt.

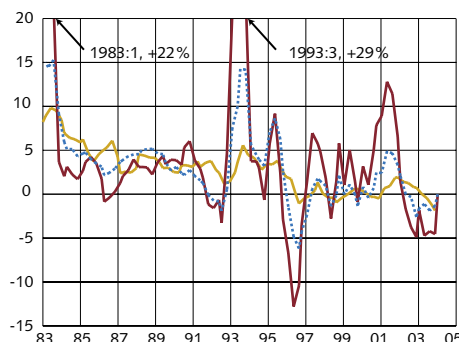
**Diagram R15. Utländska producentpriser (bearbetade varor) i lokala valutor och kronans växelkurs mot TCW. Årlig procentuell förändring**



— TCW  
 ..... Utländska producentpriser i lokal valuta

Källa: Riksbanken.

**Diagram R16. Utländska priser i svensk valuta och svenska importpriser. Årlig procentuell förändring**



— Utländska producentpriser (bearbetade varor) i SEK  
 ..... Importpriser bearbetade varor  
 — UNDIMPX exkl. oljeprodukter

Källa: Riksbanken.

Vad kan förklara detta ofullständiga genomslag? Skillnaden mellan priserna på världsmarknaden uttryckt i svensk valuta och svenska importpriser kan delvis bero på sammansättningseffekter, men det är troligt att den också avspeglar en önskan från utländska exportörer att stabilisera priserna till svenska köpare (vilket följer av s.k. pricing-to-market). Exempelvis försvagades den svenska kronan under 2000 och 2001 men detta fick inte speciellt stort genomslag på importpriserna vare sig då eller senare. Ett sådant beteende kan bero på att exportörerna önskar ha stabila kundrelationer och därför väljer att stabilisera priserna i kundernas valuta, vilket i så fall innebär att de kan komma att sätta olika priser på olika exportmarknader. Men det kan också bero på att priserna (till konsumenter) är trögrörliga av andra skäl.

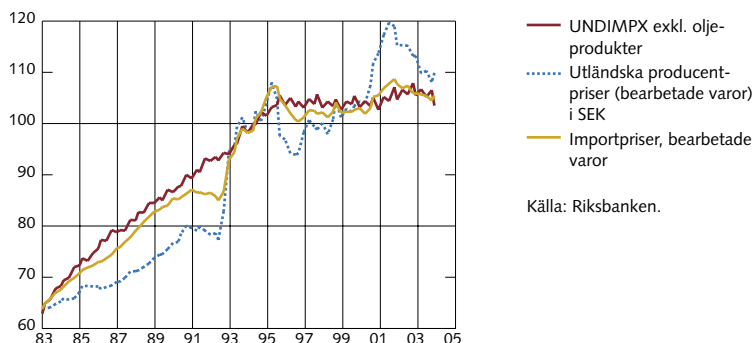
Ytterligare en faktor av betydelse är huruvida växelkursförändringen bedöms vara varaktig eller mer tillfällig. Företag som önskar ha en stabil prisutveckling på sina varor kommer att vara mer benägna att bortse från förändringar i växelkursen om de uppfattas som tillfälliga. Detta kan förklara varför kronförsvagningen 1992-1993 synes ha haft ett större kortsiktigt genomslag på importpriserna än kronförsvagningen under 2000-2001. Medan kronans försvagning i samband med den nya rörliga växelkursregimen troligen sågs som permanent, bedömdes försvagningen under 2000-2001 vara mer tillfällig.

Mycket tyder alltså på att det omedelbara genomslaget av växelkursförändringar är ofullständigt. Men hur förhåller det sig på längre sikt? Priserierna i diagram R16 påverkas starkt av kortsiktiga rörelser vilket kan dölja långsiktiga samband. Undersöks istället det långsiktiga sambandet mellan prisnivåerna framgår att trenderna i prisnivån på importerade varor i både producent- och konsumentled i allt väsentligt följer trenden i den internationella producentprisnivån korrigerad för växelkursen (se diagram R17). Detta är också vad man bör förvänta sig. Betrakta t.ex. en vara som

importeras till Sverige och som betingar ett visst pris på världsmarknaden i dollar och antag att kronan varaktigt försvagas i förhållande till dollarn. En utländsk exportör har på lång sikt ingen anledning att för den skull ta ut ett lägre pris i Sverige (i syfte att begränsa kronförsvagningens konsekvenser för svenska köpare) utan kommer på sikt att låta växelkursen få fullt genomslag på priset i kronor. Möjligen kan exportören välja att tillfälligt sänka sina marginaler på försäljning till Sverige genom att under en tid sänka priset i dollar. Detsamma bör gälla om det är priset på världsmarknaden, i dollar, som ändras samtidigt som växelkursen är oförändrad. På sikt kommer priset förändringen på världsmarknaden att fullt ut slå igenom även i Sverige. Mycket tyder alltså på att det långsiktiga genomslaget på svenska importpriser av förändringar både i utländska producentpriser och i växelkursen är fullständigt.

Tillsammans illustrerar diagram R16 och R17 vikten av att skilja på kort och lång sikt när man talar om växelkursens genomslag på den importerade inflationen. Diagram R16 visar att genomslaget är ofullständigt (och att det kan variera över tiden). Diagram R17 ger ett informellt stöd för att genomslaget är fullständigt på lång sikt. Mer formellt stöd ges av en forskningsrapport som undersöker sambandet mellan utländska producentpriser, växelkursens utveckling och den importerade inflationen i producentled i fem öppna ekonomier med inflationsmål (Sverige,

Diagram R17. I nivå: utländska priser i svensk valuta och svenska importpriser. Index 1994=100



Källa: Riksbanken.

Australien, Nya Zeeland, Kanada och Storbritanien).<sup>12</sup> Studien finner stöd för ett fullständigt genomslag av växelkursförändringar på lång sikt för samtliga länder utom Nya Zeeland. Den metod som använts ger även skattningar av växelkursens genomslag på kort sikt. Dessa skiljer sig något länderna emellan, men indikerar att mellan 35 och 70 procent (mellan 40 och 50 procent i Sveriges fall) av en växelkursförändring slår igenom på importpriserna i producentled inom ett kvartal. Motsvarande systematiska beräkningar för genomslaget på importpriserna i konsumentled saknas, men det finns skäl att förvänta sig ett lägre kortsiktigt genomslag än i producentled med tanke på att konsumentpriserna på importerade varor även innehåller en inhemsk komponent.

Resonemanget ovan tyder alltså på att prisseffekterna av en växelkursförändring till stor del beror på hur varaktig förändringen förväntas vara. Penningpolitikens uppläggning är här en avgörande faktor. Med fast växelkurs uppfattas en växelkursförändring (dvs. en devalvering eller revalvering) troligtvis som permanent och genomslaget blir då snabbare. Under 1990-talet gick många länder över från en penningpolitik inriktad mot fasta växelkurser till en politik med inflationsmål och rörliga växelkurser. Detta har inneburit större stabilitet i priser och mindre stabilitet i växelkurser, vilket även medfört att korrelationen mellan växelkurser och priser synes ha förändrats.<sup>13</sup> Det betyder emellertid inte att det långsiktiga genomslaget av växelkursförändringar på priser blivit mindre. En rörlig växelkurs förändras i princip hela tiden till skillnad från en fast, och en större del av förändringarna kan därför numera förväntas vara tillfälliga. Av detta skäl kommer den kortsiktiga samvariationen mellan växelkursförändringar och inflation att bli

mindre. Men detta betyder inte att genomslaget på inflationen av växelkursförändringar som bedöms vara varaktiga är mindre nu jämfört med tiden med fast växelkurs.

#### *Sammanfattning*

Den senaste tidens låga inflationsutfall hänger till stor del samman med ovanligt låga importprisökningar. Det kan inte uteslutas att detta till en del har att göra med strukturella förändringar och ökad konkurrens på världsmarknaden. De internationella producentpriserna har emellertid utvecklats ganska stabilt de senaste årtiondena. Den senaste tiden har prisökningarna visserligen varit små, men det kan också bero på konjunkturläget. Snarare verkar den senaste tidens importprisfall till stor del bero på växelkursens utveckling. Kronan har förvisso försvagats under de senaste månaderna, men är ändå väsentligt starkare idag än för några år sedan. Denna växelkursförstärkning har dock inte slagit igenom på svenska importpriser omedelbart, utan effekten har varit utdragen.

På kort sikt verkar alltså genomslaget av växelkursförändringar på svenska importpriser vara begränsat. Utländska exportörer och svenska importörer som vill ha en stabil prisutveckling i konsumentled på sina varor kan välja att bortse från växelkursförändringar som de uppfattar som tillfälliga. Om så är fallet kommer en ökad volatilitet på valutamarknaden inte fullt ut att återspeglas i importpriser, vilket i sin tur kan uppfattas som att kopplingen mellan växelkurser och priser försvagats. På lång sikt har emellertid växelkursförändringar (och förändringar i det internationella pristrycket) ett fullständigt genomslag på svenska importpriser.

<sup>12</sup> Adolfson, M. (2004), "Exchange Rate Pass-Through – Theory, Concepts, Beliefs and Some Evidence", opublicerad uppsats, Sveriges riksbank.

<sup>13</sup> Notera dock att i den mån formella studier finner att sambandet mellan växelkursförändringar och inflation försvagats så är denna förändring sålän statistiskt signifikant. Se Adolfson, M. och U. Söderström, "Hur påverkas ekonomin av inflationsmålet?", Penning- och Valutapolitik 1, 2003, Sveriges riksbank.

## Ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten

**S**tatistiska centralbyråns nämnd för konsumentprisindex har fattat beslut om att genomföra en del ändringar i metoden för att beräkna konsumentprisindex och inflationstakten. De nya beräkningsmetoderna kommer att införas från och med januari 2005. Denna fördjupningsruta beskriver metodändringarna och analyserar hur de kan förväntas påverka den uppmätta inflationen.

### *Ny metod för beräkning av inflationstakten*

Konsumentprisindex, KPI, mäter priset på en korg av varor och tjänster. Priserna på de olika varorna och tjänsterna vägs ihop på basis av hur stor andel av hushållens konsumtion de utgör. Varor som det konsumeras mycket av får en stor vikt i KPI och vice versa. Eftersom KPI är ett levnadskostnadsindex avser det att svara på frågan: "Hur mycket måste konsumenternas inkomster ändras för att deras nytta ska vara oförändrad vid en prisförändring"? Om en vara stiger i pris sker normalt sett en viss substitution så att denna dyrare vara ersätts med billigare varor. Individernas inkomster behöver därmed inte stiga lika mycket för att ge oförändrad nytta när sådan substitution sker. För att ge ett rättvisande svar på frågan ändras därför konsumtionsvikterna från år till år för att ta hänsyn till denna substitution.

I dagsläget finns det två olika sätt att beräkna förändringstakten i KPI. Det som skiljer dem åt är främst hur substitutionseffekter behandlas. Det första sättet är att helt enkelt beräkna den årliga procentuella förändringen av indextalet. Detta beräkningssätt tillämpas när man använder KPI för indexreglering och kostnadskompensation. Eftersom KPI i sig beräknas med så aktuella vikter som möjligt mäter alltså den årliga procentuella förändringen av KPI prisförändringen på en varukorg som förändras över tiden, delvis p.g.a. substitution till följd av relativprisändringar.

Det andra sättet innebär att man försöker neutralisera effekterna av ändrade konsumtions-

mönster. Detta mått på förändringstakten brukar benämnas "inflationstakten enligt KPI". Inflationstakten kan alltså ses som prisförändringen på en under tolv månadersperioden oförändrad varukorg. Det är detta mått som Riksbanken hittills prognostiserat och analyserat i inflationsrapporterna. Från och med januari 2005 kommer man inte längre att rensa bort substitutions-effekter vid beräkning av inflationstakten, dvs. det kommer inte längre att finnas två olika mått på KPI:s förändringstakt. Inflationstakten kommer istället att mätas som den årliga procentuella förändringen av KPI, dvs. enligt det första av de båda beräkningssätten.

### *Ny metod för beräkning av KPI*

Samtidigt som metoden för att beräkna inflationstakten ändras införs också en ny indexkonstruktion för beräkning av själva KPI-talet. KPI är ett s.k. kedjeindex med årliga länkar. Detta innebär att prisökningar under ett år multipliceras ihop – kedjas – med tidigare års prisökningar, vilket ger ett mått på hur dagens priser förhåller sig till prisnivån 1980 (KPI:s basår). Den nuvarande indexkonstruktionen innebär att årslänkarna är beräknade utifrån de priser som gäller i december av ett år. Därmed speglar den nuvarande årslänken hur prisnivån i slutet av ett år förhåller sig till prisnivån i slutet av föregående år. Kedjan avslutas med en länk som jämför priserna under den aktuella månaden med priserna i december föregående år.

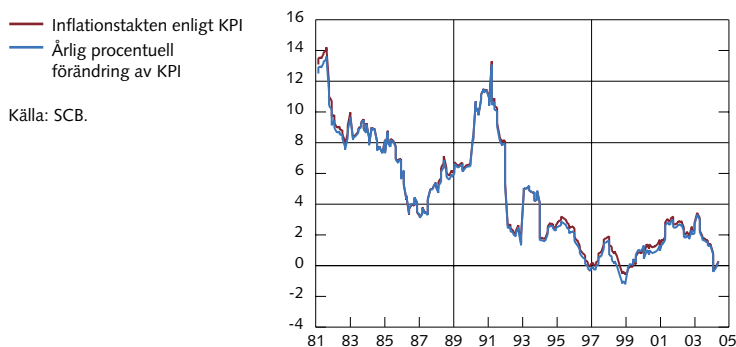
I den nya indexkonstruktionen kommer kedjningen att gå via helår istället för som nu via december. Detta görs genom att årsmedelpriser kommer att användas vid beräkning av årslänken. Den nya årslänken kommer därför att spegla hur den genomsnittliga prisnivån under ett år förhåller sig till den genomsnittliga prisnivån under föregående år. En ytterligare förändring är att den avslutande länken kommer att mäta priset under den aktuella månaden jämfört med den genomsnittliga prisnivån för två år sedan.

### Konsekvenser för inflationsprognoserna

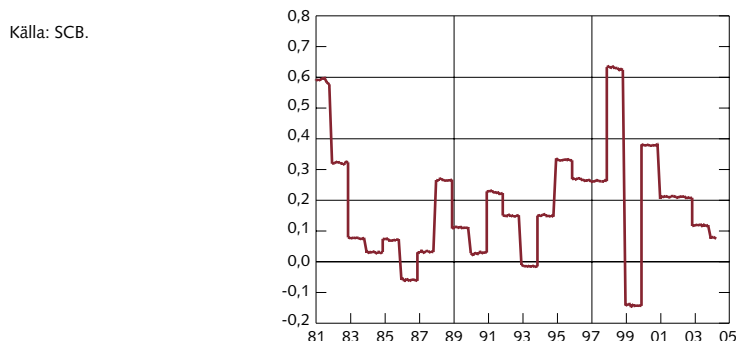
Vad innebär då dessa metodförändringar för den uppmätta inflationstakten? Ett sätt att bilda sig en uppfattning om detta är att studera hur stor skillnaden mellan de två sätten att mäta KPI:s förändringstakt har varit historiskt. Sedan januari 1981 visar de två olika metoderna i huvudsak samma utveckling (se diagram R18). Däremot kan skillnaden vara stor för enstaka år (se diagram R19).

Sedan 1981 har skillnaden mellan de två måtten i genomsnitt varit knappt 0,2 procent-

**Diagram R18. Årlig procentuell förändring av KPI och inflationstakten enligt KPI.**  
Årlig procentuell förändring



**Diagram R19. Skillnaden mellan inflationstakten enligt KPI och den årliga procentuella förändringen av KPI.**  
Procentenheter



enheter per år. Att inflationstakten enligt KPI oftast indikerar en högre ökningstakt än den årliga procentuella förändringen av KPI hänger samman med den justering som görs för att neutralisera substitutionseffekterna vid beräkning av inflationstakten enligt KPI. Prisökningar på enskilda varor får ett större genomslag på ett index med konstanta vikter än på ett index där hänsyn tas till att konsumenterna konsumerar mindre av de varor som blivit dyrare.

Som framgår av diagram R19 kan skillnaden i uppmätt inflationstakt mellan de två måtten variera kraftigt mellan åren och den årliga procentuella förändringen av KPI kan t.o.m. ge en högre ökningstakt vissa år. I genomsnitt är dock inflationstakten enligt KPI knappt 0,2 procentenheter per år högre än den årliga procentuella förändringen av KPI. Variationerna mellan åren följer ingen systematik, dvs. kan inte prognostiseras.<sup>14</sup> Skillnaden i ökningstakt som redovisas i diagram R19 är beräknad utifrån den nuvarande indexkonstruktionen. Till detta kommer eventuella effekter av övriga metodförändringar, men dessa väntas enligt SCB endast få marginell inverkan på KPI-talen och det finns ingen systematisk effekt som är statistiskt säkerställd.<sup>15</sup>

Inflationsprognosen i huvudscenariot i denna inflationsrapport avser den nya mätmetoden från januari 2005 och som en direkt följd av metodändringarna har Riksbanken reviderat ned prognosen för KPI-inflationen med 0,2 procentenheter från januari 2005. Detta framgår i tabell R1, som visar att prognosen för KPI-inflationen enligt den nya mätmetoden är 0,2 procentenheter lägre än prognosen enligt den nuvarande mätmetoden från och med januari 2005.

14 Visserligen finns det en hög persistens i skillnaden i uppmätt inflationstakt, men som framgår av diagram R19 avser detta främst hur stor skillnaden är under respektive år (se det trappstegsliknande utseendet i diagram R19). Däremot kan årsgenomsnittet av differensen mellan de två måtten beskrivas som 0,2 procentenheter plus en helt slumpmässig avvikelse, dvs. det faktum att vi vet att skillnaden mellan de två måtten är knappt 0,1 procentenhet under 2004 påverkar inte bedömningen att skillnaden kan väntas vara 0,2 procentenheter från 2005.

15 Se SCB:s pressinformation, "Ändrade beräkningsmetoder för konsumentprisindex och inflationstakten från januari 2005", [www.scb.se](http://www.scb.se).

**Tabell R1. Inflationsprognoser med de nya och nuvarande beräkningsmetoderna. Årlig procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal		
	2004	2005	jun-04	jun-05	jun-06
KPI	0,4 (0,4)	1,2 (1,4)	0,7 (0,7)	1,1 (1,3)	2,2 (2,4)
UND1X	0,9 (0,9)	1,1 (1,3)	1,2 (1,2)	1,0 (1,2)	1,7 (1,9)
UNDINHX	1,7 (1,7)	1,6 (1,8)	1,8 (1,8)	1,7 (1,9)	2,3 (2,5)
UNDIMPX	-0,6 (-0,6)	0,1 (0,3)	-0,2 (-0,2)	-0,4 (-0,2)	0,3 (0,5)

Anm. Tabellen visar prognosen i huvudscenariot, vilken inkluderar de nya beräkningsmetoderna från januari 2005. Inom parentes anges motsvarande bedömning med nuvarande beräkningsmetoder.

Källa: Riksbanken.

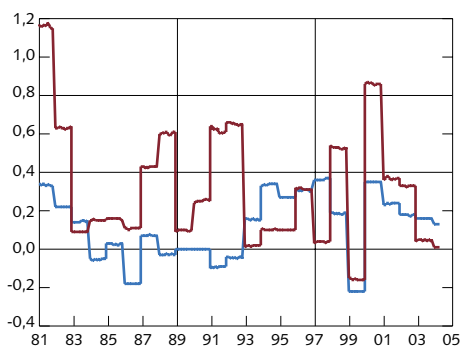
De metodändringar som genomförs i beräkningen av KPI och inflationstakten kommer också att genomföras för de mått på underliggande inflation som SCB beräknar på uppdrag av Riksbanken. UND1X är beräknat som inflationstakten enligt KPI exklusive hushållens räntekostnader för egna hem rensat för de direkta effekterna av ändrade indirekta skatter och subventioner. Eftersom UND1X-inflationen endast finns beräknad på ett sätt är det för detta inflationsmått inte möjligt att uppskatta metodförändringarnas effekter på samma sätt som för KPI-inflationen. Vad gäller räntekostnadernas bidrag till KPI utgör dessa dock en liten andel, samtidigt som skatternas bidrag till KPI varit små under 1990-talet. Riksbanken justerar därför ned prognosen för UND1X-inflationen på samma sätt som prognosen för inflationstakten enligt KPI, dvs. med 0,2 procentenheter från och med januari 2005 (se tabell R1).

De övriga två måtten på underliggande inflation, UNDINHX och UNDIMPX, har också endast beräknats enligt samma metod som inflationstakten enligt KPI. Eftersom även dessa två mått endast finns beräknade enligt den ena metoden kan man inte utan vidare studera skillnaden mellan de två beräkningsmetoderna för respektive mått. Däremot kan man bilda sig en grov uppfattning om substitutionseffekterna är jämnt fördelade mellan de två måtten. En uppskattning ges av diagram R20 som visar skillnaden mellan inflationstakten enligt KPI och den årliga procentuella förändringen av KPI upp-

delad på inhemska respektive importerade varor och tjänster, dvs. de varor och tjänster som ingår i UNDINHX respektive UNDIMPX.<sup>16</sup>

I genomsnitt är skillnaden i uppmätt inflationstakt drygt 0,1 procentenhet för de inhemska varorna och tjänsterna i KPI och drygt 0,3 procentenheter för de importerade varorna och tjänsterna i KPI. Att substitutionseffekterna är större för de importerade varorna och tjänsterna är inte överraskande eftersom importen har en relativt sett större andel varor vilka kännetecknas av större substituerbarhet än tjänster. Eftersom dessa effekter endast ger en grov fingervisning av om substitutionseffekterna är jämnt fördelade mellan inhemska och importerade varor och tjänster har Riksbanken valt att justera ned såväl UNDINHX- som UNDIMPX-prognosen med 0,2 procentenheter från januari 2005 (se tabell R1). Skattningarna

**Diagram R20. Skillnad mellan inflationstakten enligt KPI och den årliga procentuella förändringen av KPI uppdelad på inhemska och importerade varor och tjänster. Procentenheter**



— Importerade varor och tjänster  
— Inhemska varor och tjänster

Källor: SCB och Riksbanken.

<sup>16</sup> I denna approximation bortses från de substitutionseffekter som kan uppstå till följd av ändrade indirekta skatter och subventioner eller räntekostnader.

indikerar dock att effekterna kan bli något större på den importerade än den inhemska underliggande inflationen.

#### *Sammanfattning*

Från januari 2005 införs nya beräkningsmetoder för KPI och inflationstakten. Den främsta skillnaden mot nuvarande beräkningsmetod är att den justering som görs för att neutralisera substitutionseffekter vid beräkning av inflationstakten kommer att slopas. Effekten av detta är att den uppmätta inflationstakten i genomsnitt kan väntas bli ca 0,2 procentenheter lägre per år med den nya mätmetoden. Riksbanken har där-

för reviderat ned prognosen för KPI-inflationen i huvudscenariot med 0,2 procentenheter per år från januari 2005 som en direkt följd av metodändringarna. Metodändringarna kommer också att genomföras för de mått på underliggande inflation som SCB beräknar på uppdrag av Riksbanken. För UND1X-inflationen finns det i dagsläget inget som tyder på att denna kommer att påverkas på något annat sätt än KPI-inflationen, varför Riksbanken reviderar ned även UND1X-inflationen med 0,2 procentenheter från januari 2005 som en direkt följd av metodändringarna. Effekterna kan möjligen vara något större på den underliggande importerade inflationen än på den underliggande inhemska inflationen.



## Riskbilden

Den inflationsprognos som presenteras i denna inflationsrapport utgör ett huvudscenari, dvs. den utveckling av svensk inflation som Riksbanken bedömer vara den mest sannolika under förutsättning att reporäntan hålls oförändrad på nuvarande nivå. Prognosen är förknippad med osäkerhet och de alternativa vägar inflationen kan komma att ta beaktas också vid penningpolitikens utformning.

I likhet med föregående rapport är den samlade bedömningen att riskerna för en snabbare inflationsutveckling än i huvudscenariot överväger riskerna för en långsammare utveckling. Risken för högre inflation är förknippad med den internationella och inhemska konjunkturutvecklingen. Bilden av en konjunkturuppgång har sedan en tid tillbaka blivit tydligare, och det finns i detta läge en större risk för att underskatta styrkan i återhämtningen och dess effekt på inflationen. Samtidigt råder alltså osäkerhet om varaktigheten av de strukturella förändringar i Sverige och i vår omvärld som under senare tid haft en dämpande effekt på det inhemska kostnadstrycket. Dessa risker bedöms dock sammantaget vara balanserade.

Risken för högre inflation än i rapportens huvudscenariot uppvägs inte fullt ut av risken för att inflationen ska bli lägre. Detta innebär att den riskkorrigerade inflationsbedömningen är något högre än i huvudscenariot. Diagram 44 och 45 samt tabell 11 och 12 visar att sannolikheten för inflationsutfall som ligger över huvudscenariots prognos är större än sannolikheten för utfall som understiger huvudscenariot.

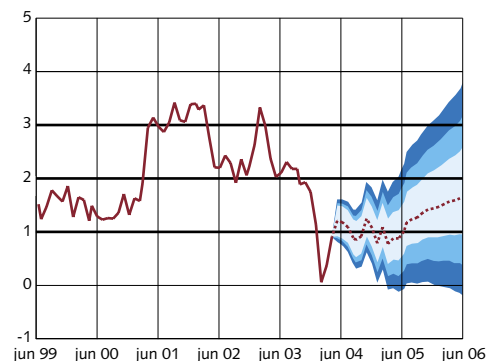
### ■ ■ Risker för högre inflation från konjunkturutvecklingen.

I föregående inflationsrapport gjordes bedömningen att riskerna från konjunkturutvecklingen såväl i Sverige som i vår omvärld innebar en risk för högre inflation än i huvudscenariot. Samma bedömning görs i denna rapport.

Som tidigare beskrivits i denna rapport är synen på den internationella konjunkturen i stort sett oförändrad sedan föregående bedömning. Liksom tidigare är bedömningen att den internationella återhämtningen kan komma att överträffa förväntningarna i huvudscenariot. Den starka utvecklingen i Asien, Latinamerika och Östeuropa samt den positiva utvecklingen i USA:s ekonomi kan i så fall leda till ett mer ansträngt globalt resursutnyttjande.

I ett sådant scenario påverkas sannolikt oljepriset, som då blir högre än förväntat. Men även bortsett från det internationella efterfrågeläget finns en risk för höga oljepriser. Det fortsatt instabila säkerhetspolitiska läget har ökat farhågorna för mer varaktiga produktionsstörningar i Mellanöstern. Samtidigt har signaler kommit från några av Opecs medlemsländer att prisintervallet bör höjas. Ett varaktigt högre oljepris riskerar också att leda till spridningseffekter som dämpar tillväxten i världsekonomin samtidigt som inflationen blir högre.

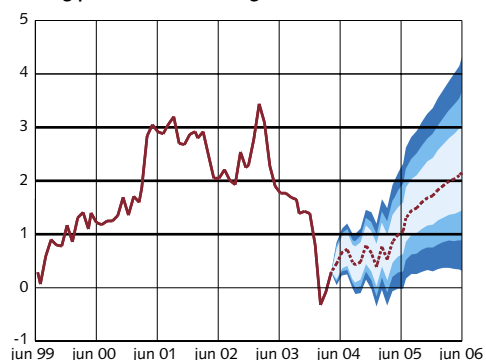
Diagram 44. UND1X-inflationen med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring



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 45. KPI-inflationen 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.

Det finns också faktorer som skulle kunna bidra till en svagare inflations- och konjunkturutveckling såväl i USA som i euroområdet och Sverige än i huvudscenariot. I USA kvarstår osäkerheten kring vilka åtgärder som kan komma att vidtas för att rätta till de fortsatt stora underskotten i den federala budgeten och i landets handel med omvärlden.

Den svaga utvecklingen i euroområdet förväntas enligt huvudscenariot vara på väg att förändras i en mer positiv riktning, men här är bl.a. finanspolitiken en riskfaktor. Osäkerheten om finanspolitiken och den ekonomiska utvecklingen i stort kan dämpa hushållens och företagens benägenhet att konsumera och investera.

#### ■ ■ Risker för det inhemska kostnadstrycket balanserade.

Produktivitetsutvecklingen är en riskfaktor i bedömningen av det inhemska inflationstrycket. Produktiviteten har under en tid varit överraskande hög vilket har avspeglats i relativt låg sysselsättning och oväntat låg inflation. Skälen till varför produktiviteten utvecklats så starkt går inte att fastställa med säkerhet samtidigt som det är svårt att avgöra om det rör sig om ett övergående eller mer bestående fenomen (se fördjupningsruta "Hur uthållig är den senaste tidens produktivitetsuppgång?" i Inflationsrapport 2004:1). Riksbankens bedömning är att den gynnsamma produktiviteten till en del beror på konjunkturläget, och därmed är av mer övergående karaktär. Men om den i större utsträckning är tecken på mer varaktiga tillväxtförbättringar i svensk ekonomi, finns alltså en risk för att det inhemska inflationstrycket överskattas. Osäkerheten är dock betydande och det finns även en risk för att produktiviteten överskattas och att inflationens framtida utveckling underskattas.

Sammanfattningsvis gör Riksbanken bedömningen att de risker som är förknippade med det inhemska kostnadstrycket medför lika stora möjligheter att inflationen blir högre än i huvudscenariot som att den blir lägre. Däremot är konjunkturutvecklingen såväl i Sverige som i vår omvärld förknippad huvudsakligen med en risk för högre inflation och därför är den riskkorrigerade inflationsprognosen i tabell 10 högre än prognosen i huvudscenariot.

**Tabell 10. Inflationsprognos med beaktande av riskbilden.  
Årlig procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal	
	2004	2005	jun 2005	jun 2006
KPI	0,5 (0,4)	1,2 (1,6)	1,1 (1,7)	2,3
UND1X	1,0 (0,6)	1,2 (1,3)	1,1 (1,4)	1,8

Anm. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 44–45. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

**Tabell 11. UND1X-inflation (tolvmånaderstal).  
Sannolikhet i procent för olika utfall**

	UND1X<1	1< UND1X <2	2< UND1X <3	UND1X >3	Summa
jun 2005	46 (51)	44 (41)	10 (8)	0 (0)	100
jun 2006	26 (29)	32 (32)	26 (25)	16 (14)	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 12. KPI-inflation (tolvmånaderstal).  
Sannolikhet i procent för olika utfall**

	KPI<1	1< KPI <2	2< KPI <3	KPI >3	Summa
jun 2005	44 (38)	45 (48)	11 (13)	1 (1)	100
jun 2006	15 (20)	27 (30)	31 (29)	27 (21)	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.