



# Inflationsrapport

2004:3



# Innehåll

- FÖRORD 5
  
- SAMMANFATTNING 7
  - Inflationsbedömning 11
  
- INFLATIONENS BESTÄMNINGSFAKTORER 21
  - De finansiella marknaderna 21
  - Den internationella utvecklingen 25
  - Den ekonomiska utvecklingen i Sverige 31
  - Inflationsförväntningar 42
  
- INFLATIONSBEDÖMNING 49
  - Inflationsutsikterna i huvudscenariot 49
  - Riskbilden 53
  
- Fördjupningsrutor*
  - Oljepriset och penningpolitiken 14
  - Den senaste tidens inflationsutveckling 44
  - Utvecklingen på längre sikt 57



## ■ 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 separata pressmeddelanden. Inom direktionen kan det finnas olika åsikter om inflationsutsikterna framöver. Direktionsmedlemmarnas 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 13 oktober som kommer att publiceras den 27 oktober 2004.

I denna rapport presenteras prognoser för inflationsutvecklingen t.o.m. tredje kvartalet 2006. Rapporten återger grunddragen i de fördragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 29 september och 7 oktober 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 bestämningfaktorer. Avslutningsvis presenteras Riksbankens samlade bedömning av inflationsutsikterna i huvudscenariot och de viktigaste riskerna i denna bedömning. Rapporten innehåller också som vanligt några fördjupningsrutor vars syfte är att förmedla en djupare kunskap i olika frågor som är viktiga för inflationsbedömningen.

*Stockholm i oktober 2004*

Lars Heikensten

RIKSBANKSCHEF



## ■ Sammanfattning

Den internationella tillväxten har blivit något högre än väntat trots uppgången i oljepriset. Samtidigt har den svenska exporten ökat oväntat snabbt och det har lett till att prognosen för den svenska tillväxten i år reviderats upp. En mer expansiv finanspolitik bidrar till en starkare ökning av tillväxten i den inhemska efterfrågan framöver. Prognoserna för BNP-tillväxten i Sverige har reviderats upp även för 2005 och 2006. Resursutnyttjandet väntas mot denna bakgrund stiga snabbare under prognosperioden, vilket tillsammans med ökningen av oljepriset leder till högre inflation. En låg inflation i utgångsläget och gynnsamma kostnadsförhållanden talar dock för att inflationen blir relativt måttlig under de närmaste två åren. På ett par års sikt bedöms UN1X-inflationen stiga till 2 procent.

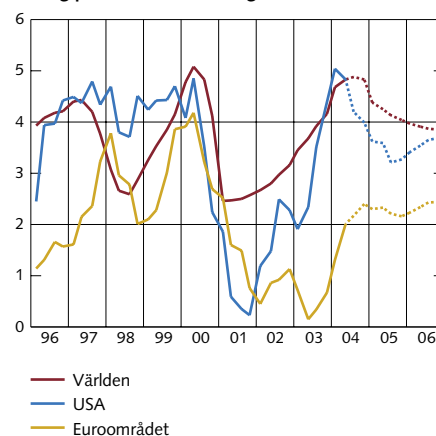
### ■ ■ Fortsatt stark internationell återhämtning.

Riksbanken bedömde i den senaste inflationsrapporten i maj att den internationella konjunkturen skulle fortsätta att förstärkas i år och under de kommande två åren. Konjunkturutsikterna såg ljusa ut och resursutnyttjandet bedömdes fortsätta att öka framöver. Samtidigt antogs BNP-tillväxten i de flesta länder falla tillbaka något bl.a. till följd av omläggningen av den ekonomiska politiken i en mindre expansiv riktning (se diagram 1). Bedömningen nu är att det finns anledning att vara något mer optimistisk om den ekonomiska tillväxten i år, även om det finns en del faktorer som pekar i motsatt riktning.

En faktor som har påverkat bedömningen av BNP-tillväxten i negativ riktning är att oljepriset nått rekordhöga nivåer. En viktig drivkraft bakom den gradvisa uppgången av oljepriset under året är en oväntat kraftig ökning av den globala efterfrågan på olja. Den snabba uppgången i oljepriset under sommaren kan däremot troligtvis till viss del kopplas till andra faktorer, som oro för utvecklingen i Mellanöstern. Förutsatt att risken för terroråd minskar är det rimligt att förvänta sig att oljepriset faller tillbaka. På lite längre sikt kommer troligtvis kapaciteten att byggas ut vilket bör verka återhållande på oljepriset. Bedömningen är dock att oljepriset under de kommande åren blir högre än vad som låg i prognosen i maj. Detta är i linje med hur de flesta bedömare ser på det framtida oljepriset och med pris-sättningen på terminsmarknaden.

Vilka effekter kan det höga oljepriset väntas få på världsekonomin? Det är rimligt att tro att en oljeprisuppgång som till stor del är ett resultat av hög internationell tillväxt får mindre negativa real-ekonomiska konsekvenser än en prisuppgång som beror på en mer renodlad utbudsstörning. Dessutom är såväl den svenska ekonomin som de flesta andra ekonomier i västvärlden idag mindre beroende av olja än under oljekriserna på 1970-talet. Detta borde innebära att genomslaget av oljeprisökningar på såväl realekonomin som inflationen blir betydligt mer begränsat än vad som då blev fallet. I många länder uppfattas också låginflationspolitiken nu som trovärdig. Risken för att en ökning av oljepriset ska sprida sig i ekonomin är rimligen mindre

Diagram 1. BNP för euroområdet, USA och världen. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

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

om allmänheten räknar med att inflationen kommer att förbli låg och centralbankerna agerar enligt dessa förväntningar. Sammanfattningsvis bör det högre oljepriset i huvudsak ge en begränsad höjning av prisökningstakten och ganska små effekter på realekonomin. Den bedömning som de flesta i dag tycks göra är också att oljeprisökningen under 2004 inte kommer att bryta återhämtningen i konjunkturen.

Bedömningen i maj var att tillväxten i USA skulle mattas av i slutet av 2004 (se diagram 1). En mindre expansiv finanspolitik efter det amerikanska presidentvalet bedömdes i kombination med gradvis stigande räntor dämpa den privata konsumtionen och bostadsinvesteringarna något. Ny statistik tyder på att den privata konsumtionen mattats av något tidigare än förväntat. Ett skäl kan vara att konsumentpriserna, framförallt oljepriserna, stigit snabbare än väntat, vilket har minskat hushållens reala inkomster. Riksbanken har därför sänkt prognosen för BNP-tillväxten i USA något för i år men fortfarande bedöms ändå tillväxten bli relativt hög. Tillväxten har reviderats ned något även för 2005 och 2006, främst på grund av oljeprisets effekter. Detta gäller även för euroområdet. Fortfarande bedöms dock tillväxten där tillta successivt efter att ha varit svag 2003. Nyinkommen information under sommaren bekräftar i stort denna bild.

För de flesta övriga länder ser tillväxtutsikterna något ljusare ut än i maj, trots det höga oljepriset. Många bedömare har under sommaren reviderat upp sina tillväxtprognoser för Norden, Storbritannien, övriga delar av Europa, Latinamerika och Asien. Det har kommit ny statistik från dessa områden som har varit starkare än förväntat. BNP-tillväxten i Ryssland och en del länder i Latinamerika gynnas dessutom av de höga råvarupriserna.

Sammantaget bedömer Riksbanken att det nu finns anledning att vara något mer optimistisk om den ekonomiska tillväxten i omvärlden i år och om förutsättningarna för svensk export i år och under 2005. Visserligen dämpar det höga oljepriset uppgången något samtidigt som det under sommaren har kommit en del mindre positiva signaler från den amerikanska ekonomin. Men bedömningen i dagsläget är att det uppvägs av att tillväxten på andra håll i världen ser ut att bli starkare än vad som låg i bedömningen i maj. Det är samtidigt viktigt att poängtera att det finns vissa risker förknippade med den internationella konjunkturen som skulle kunna ge en svagare utveckling än vad som antas i huvudscenariot, relaterade till t.ex. oljepriset och sparandeobalanserna i USA.

I inflationsrapporten i maj var prognosen att inflationen i världen skulle öka under året till följd av ett stigande globalt resursutnyttjande och höga råvarupriser. Priserna har sedan dess stigit något mer än väntat, vilket till viss del är en följd av det oväntat höga oljepriset. Prognoserna för de globala producentpriserna har därför reviderats upp. Under de kommande åren bedöms ökningen i de globala producentpriserna falla tillbaka något i takt med att priset på olja och andra råvaror sjunker.



Under sommaren påverkades de internationella finansiella marknaderna av osäkerheten om styrkan i den amerikanska konjunkturuppgången och om det höga oljeprisets inverkan på den globala tillväxten. De långa räntorna föll tillbaka liksom börskurserna. Senare statistik från USA:s arbetsmarknad minskade dock osäkerheten om den amerikanska konjunktoren, och börserna i världen har återhämtat sig. Räntorna är dock fortfarande låga vilket sannolikt sammanhänger med att inflationsförväntningarna i USA reviderats ner. Det kan också vara relaterat till att aktörer på räntemarknaden har en mindre optimistisk syn på den internationella konjunkturutvecklingen än vad de hade i maj. Kronan försvagades aningen mätt mot de viktigaste konkurrenivalutorna (TCW-index) i juni och juli men har sedan stärkts igen. Framöver är det rimligt att förvänta sig att kronan kommer att förstärkas ytterligare något med hänsyn bl.a. till de fortsatta överskotten i vår handel med andra länder.

#### ■ ■ Högre tillväxt och resursutnyttjande i Sverige.

I maj var bedömningen att den svenska konjunktoren skulle fortsätta att förstärkas till följd av den förväntade konjunkturuppgången i omvärlden och en relativt expansiv penning- och finanspolitik. Då förväntades BNP-tillväxten uppgå till knappt 3 procent per år för 2004 och de två följande åren. Nu bedöms tillväxten bli starkare. Under sommaren har exporten fortsatt att växa överraskande snabbt till följd av att den internationella efterfrågan varit högre än väntat. Svensk export har även gynnats av återhämtningen inom IT och telekom. Regeringen har dessutom lagt förslag i Budgetpropositionen som medför att finanspolitiken kommer att bli mer expansiv framöver. På så sätt väntas efterfrågan öka ytterligare bl.a. genom att den privata konsumtionen stimuleras av att de disponibla inkomsterna stiger. Förslagen leder också till att den offentliga konsumtionen ökar. Nya data från nationalräkenskaperna tyder vidare på att den uppgång i investeringarna som Riksbanken och andra bedömare länge har räknat med har inletts. Högre BNP-tillväxt gör att det finns anledning att vänta sig en något starkare uppgång i investeringarna än vad som låg i bedömningen i maj.

Under 2004 bedöms BNP-tillväxten nu bli 3,6 procent och under de kommande två åren 3,2 procent per år. I år är det i första hand nettoexporten och privat konsumtion som bidrar till tillväxten i efterfrågan. Under de kommande två åren är det den privata konsumtionen och investeringarna som driver uppgången.

Fastighetspriserna och hushållens skuldsättning har fortsatt att stiga sedan inflationsrapporten i maj. Riksbankens bedömning är att priserna på småhus i landet som helhet inte är påtagligt ur balans. Liksom tidigare bedöms dock prisökningen på bostäder komma att dämpas framöver. Prisutvecklingen på fastigheter och den ökade skuldsättningen väntas ha en viss stimulerande effekt på den privata konsumtionen under det närmaste året.

Det historiska mönstret är att sysselsättningen reagerar med en viss eftersläpning på en förändring i produktionen. I den här konjunkturuppgången tycks det dessutom ha tagit något längre tid än vanligt för sysselsättningen att komma igång. Trots att produktionen blivit starkare än väntat har arbetsmarknaden i stort sett utvecklats i linje med bedömningen i maj. Antalet arbetade timmar har däremot ökat snabbare än väntat. Företagen har alltså ökat produktionen med hjälp av redan anställda personer snarare än genom att nyanställa. Antalet tillfälligt anställda ökar nu vilket kan tyda på att utvecklingen på arbetsmarknaden är på väg att vända. Sysselsättningen förefaller dessutom ha slutat att minska under sommaren och bedöms börja öka runt årsskiftet. Liksom tidigare väntas arbetslösheten minska i takt med att konjunkturen stärks. Under 2006 bedöms den öppna arbetslösheten bli lägre än vad som antogs i maj. Det är bl.a. en följd av att fler personer väntas delta i arbetsmarknadspolitiska program efter regeringens förslag i Budgetpropositionen.

Spegelbilden av en god tillväxt och en dämpad arbetsmarknad har varit en hög produktivitetstillväxt och ett lågt kostnadstryck i svensk ekonomi. Bedömningen har varit att den gynnsamma produktiviteten under senare år både varit kopplad till förändringar som kommer att bestå under de kommande åren och till förhållanden av övergående karaktär. Ny statistik tyder återigen på en överraskande stark tillväxt i produktiviteten. En viss upprevidering av prognosen har därför gjorts i år och under de kommande två åren.

Lönerna bedömdes i maj öka med drygt 3 procent i år, vilket är lågt i ett historiskt perspektiv. Ökningstakten i lönerna väntas tillta framöver till följd av avtalens profil och att efterfrågan på arbetskraft tar fart. Stigande lönekostnader och en dämpning i tillväxten av produktiviteten när konjunkturuppgången pågått en tid medför att enhetsarbetskostnaderna stiger under de kommande åren.

För att kunna bedöma hur efterfrågan i ekonomin påverkar den framtida inflationen är det av vikt att ha en god bild av resursutnyttjandet. I den senaste inflationsrapporten var bedömningen att det samlade resursutnyttjandet i ekonomin fortfarande var relativt lågt men att det under 2006 skulle stiga till nivåer där det inte längre håller tillbaka pris- och löneökningar. Ny information tyder på att resursutnyttjandet fortfarande är relativt lågt, även om de olika indikatorerna inte är helt samstämmiga. En starkare BNP-tillväxt talar för att de lediga resurserna kommer att tas i anspråk i en något snabbare takt än vad som låg i bedömningen i maj.

## Inflationsbedömning

Inflationen är för närvarande låg (se diagram 2). Importerad inflation har under det senaste året varit negativ och prisökningstakten på inhemsk produktion har varit måttlig. Utvecklingen har i stort sett varit i linje med prognosen från i maj.

En viktig förklaring till att den inhemska inflationen varit relativt låg är att produktiviteten ökat snabbt. Detta har i kombination med måttliga löneökningar resulterat i att kostnadstrycket i den svenska ekonomin fortsatt att vara dämpat. Under de närmaste månaderna väntas den inhemska inflationen fortsätta att falla till följd av lågt kostnadstryck och kapacitetsutnyttjande. Därefter väntas den inhemska inflationen tillta successivt i takt med att enhetsarbetskostnaderna ökar och resursutnyttjandet i ekonomin stiger.

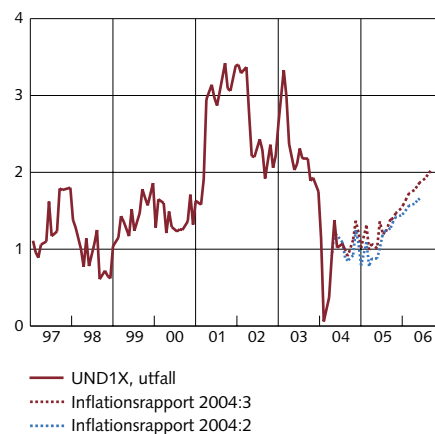
Den importerade inflationen har också utvecklats svagt under senare år. Det svaga pristrycket i utlandet är en av orsakerna till att inflationen i Sverige överskattats. Att det internationella pristrycket varit lågt de senaste åren skulle kunna bero på t.ex. hårdnande internationell konkurrens vilket bidrar till att hålla nere inflationen även framöver. Kronan är dessutom väsentligt starkare idag i TCW-termer än för några år sedan. Detta har också bidragit till att importpriserna i konsumentledet har hållits tillbaka. Under senare tid har det kraftiga fallet i importpriserna upphört vilket framförallt beror på att oljepriset stigit. Övriga importpriser har däremot fortsatt att utvecklas svagt. Den oväntat kraftiga uppgången i de internationella producentpriserna har ännu inte slagit igenom på svenska konsumentpriser. Detta var inte heller väntat. Det vanliga är att effekterna på importpriserna kommer gradvis. Under prognosperioden väntas därför den importerade inflationen, exklusive oljeprodukter, successivt tillta.

Jämfört med bedömningen i maj har inflationsprognosen reviderats upp något (se tabell 1 och diagram 2). Det högre oljepriset bedöms få en effekt på den importerade inflationen både på kort och på lite längre sikt. I slutet av prognosperioden bidrar även ett högre internationellt resursutnyttjande till den något högre prognosen. I Sverige bedöms resursutnyttjandet också bli något högre jämfört med vad som låg i bedömningen i maj. Detta väntas medföra en högre inhemsk inflation under framförallt 2006 (se tabell 1). Dessutom har prognoshorisonten flyttats fram några månader och bedömningen sträcker sig därmed längre fram i konjunkturcykeln.

### ■ Riskerna för inflationen är balanserade.

Bedömningar av inflationen är alltid osäkra. Ett antal faktorer kan medföra att utvecklingen följer andra banor än de som prognostiserats ovan. I föregående inflationsrapport var den samlade bedömningen att riskerna för att inflationen skulle öka snabbare än i huvudscenariot övervägde riskerna för en långsammare utveckling. Den samlade bedömningen nu är att riskerna är balanserade runt huvudscenariot. Risker för en högre inflation var i maj främst förknippad

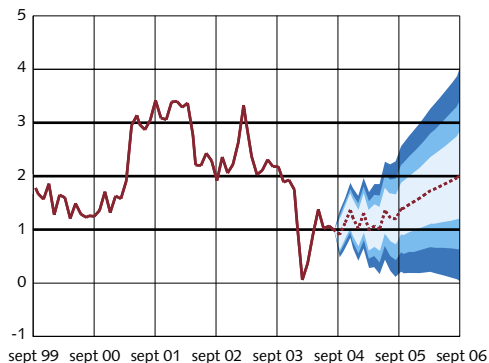
Diagram 2. UND1X-inflationen, prognosjämförelse. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos

Källor: SCB och Riksbanken.

12 **Diagram 3. 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.

med den internationella och inhemska konjunkturutvecklingen. Det bedömdes även finnas en risk för att en högre världsmarknadstillväxt eller ett förvärrat säkerhetspolitiskt läge skulle kunna innebära ett högre oljepris. Till viss del har dessa risker denna gång beaktats i huvudscenariot, som innehåller en snabbare konjunkturförbättring och ett högre oljepris än i föregående inflationsrapport.

Bedömningen i huvudscenariot är att det högre oljepriset bara höjer inflationen i begränsad omfattning och ger ganska små effekter på realekonomin. Det finns emellertid en risk för att effekterna blir större. I huvudscenariot förväntas oljepriset fortfarande falla tillbaka framöver. Den låga reservkapaciteten på oljemarknaden gör dock att det finns risk för fortsatt höga oljepriser. Detta skulle, särskilt om oljepriserna påverkar inflationsförväntningarna, kunna medföra ett högre internationellt pristryck och större realekonomiska effekter än vad som antas i huvudscenariot.

Det finns dock samtidigt faktorer i världsekonomin som skulle kunna bidra både till lägre inflation och svagare konjunktur än i huvudscenariot. I första hand rör det sig om ett antal s.k. finansiella obalanser och tänkbara effekter från dessa. Prisökningarna på småhus har varit höga under en följd av år i många länder och utvecklingen har gått hand i hand med en kraftig stegring av hushållens skuldsättning. Det kan inte uteslutas att detta påverkar den framtida efterfrågan från hushållen. I USA kvarstår dessutom osäkerheten kring effekterna av de stora underskotten i den federala budgeten och bytesbalansen. Underskotten skulle kunna leda till en svagare dollar än vad som antas i huvudscenariot, med konsekvenser för tillväxten i andra delar av världen, bl.a. i Sverige. Lägre importerad inflation kan också bli följd när EU:s importkvoter på kläder tas bort i januari 2005 och importen från Asien och framförallt Kina kommer att öka. Inflationsprognosen i huvudscenariot beaktar visserligen detta men det är svårt att avgöra hur fort och hur mycket det kan komma att påverka priserna.

En bidragande orsak till att inflationstrycket i svensk ekonomi överskattats under senare år är den överraskande starka produktivitet utvecklingen. I huvudscenariot är bedömningen att den gynnsamma produktiviteten till en del beror på konjunkturläget, och därmed är av övergående karaktär. Men om den i större utsträckning är tecken på mer varaktiga tillväxtförbättringar i svensk ekonomi finns en risk att inflationstrycket överskattas. Osäkerheten är dock betydande och även motsatsen är därför möjlig.

Sammanfattningsvis gör Riksbanken bedömningen att de risker som är förknippade med både det inhemska och internationella kostnadstrycket är balanserade (se diagram 3). Med beaktande av riskbilden väntas KPI-inflationen uppgå till 1,6 procent på ett års sikt och 2,5 procent på två års sikt. Motsvarande bedömning för UND1X-inflationen är 1,4 procent och 2,0 procent.

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

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

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges 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.

Källor: SCB och Riksbanken.

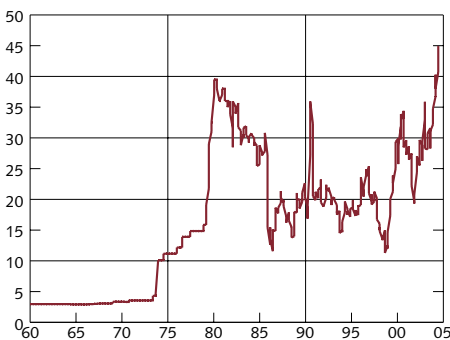
**U**nder 2004 har oljepriset stigit kraftigt. Det har lett till farhågor för negativa ekonomiska återverkningar, liknande dem vid tidigare kraftiga oljeprisuppgångar. I denna fördjupningsruta diskuteras hur oljeprisuppgångar kan påverka makroekonomin och vilka problem penningpolitiken ställs inför. Ett antal faktorer som talar för att de makroekonomiska effekterna blir mer begränsade än under tidigare perioder diskuteras också, liksom ett antal risker.

Oljekrisen 1973–1974 satte på ett tydligt sätt fokus på världens sårbarhet för störningar i utbudet på olja. Oljepriset steg då till dittills oöverträffade nivåer (se diagram R1) i samband med att Opec minskade sin oljeexport drastiskt som en reaktion på världens stöd till Israel i det arabisk-israeliska kriget i oktober 1973. Sedan den första oljekrisen har priset på olja skjutit i höjden vid ytterligare några tillfällen, mest

märkbart 1979–1980 i samband med revolutionen i Iran och utbrottet av kriget mellan Irak och Iran (den s.k. andra oljekrisen) samt, mer kortvarigt, till följd av Kuwaitkriget 1990–1991. Men oljepriset har ibland också fallit dramatiskt, t.ex. 1986 då samarbetet inom Opec sviktade och Saudiarabien ökade sin oljeproduktion kraftigt.<sup>1</sup>

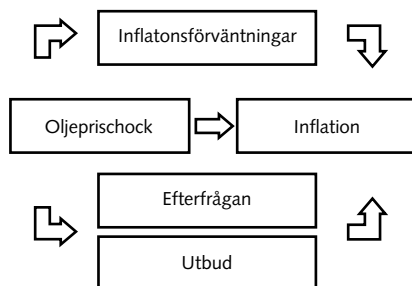
Under 2004 har oljepriset i nominella termer åter nått rekordhöga nivåer, vilket har lett till farhågor för negativa återverkningar på den globala konjunkturuppgången. Oljepriset är i löpande termer i dag ungefär lika högt som under oljekrisen 1979–1980. I reala termer framstår dagens situation som något mindre dramatisk. Justerat för inflationen är oljepriset ungefär lika högt som efter oljekrisen 1973–1974, men betydligt lägre än under oljekrisen 1979–1980 (se diagram R2). Den procentuella ökningen av det nominella oljepriset har därtill varit avsevärt mindre än 1973–1974 och 1979–1980. Även om den senaste tidens prisökning varit betydande framstår den således inte som exceptionell i ett historiskt perspektiv.

Diagram R1. Nominellt oljepris.  
USD/Barrel West Texas Intermediate



Källa: Federal Reserve Bank of St Louis.

Figur RF1. Schematisk skiss över oljeprisets effekter på ekonomin.



### Oljepriset påverkar ekonomin på många sätt

Ökningar i oljepriset kan påverka makroekonomin på en rad olika sätt. Figur RF1 utgör en lämplig utgångspunkt för en diskussion om oljeprisets effekter på ekonomin. Pilschemat kan ses som en variant av standardmodellen för inflationsbestämning, där inflationen styrs av tre faktorer: förväntningar, resursutnyttjande (eller produktionsgap) och olika typer av störningar, i detta fall en oljeprischock.

Den kanske mest uppenbara och omedelbara effekten av en höjning av oljepriset är att den uppmätta inflationen stiger, i termer av t.ex. KPI (pilen i mitten av figur RF1). Detta är en följd av den i stort sett direkta kopplingen mellan oljepriset och vissa delkomponenter i KPI, i huvudsak bensin och eldningsolja.

En oljeprisökning kan påverka realekonomin, och därmed indirekt inflationen, på flera

<sup>1</sup> En mer detaljerad beskrivning av faktorer som under olika perioder påverkat oljeprisets utveckling finns i fördjupningsrutan "Oljepriset" i Inflationsrapport 2003:3.

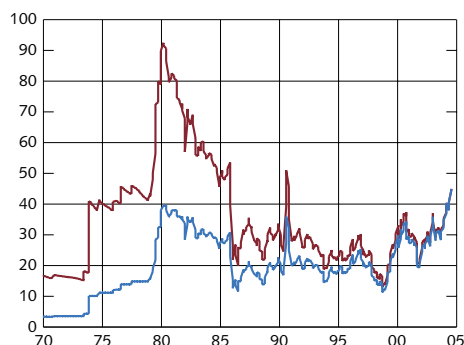
sätt.<sup>2</sup> I läroböcker i makroekonomi brukar en ökning av oljepriset ses som ett typexempel på en s.k. negativ utbudstörning, dvs. en störning som ökar företagens kostnader och därmed de priser till vilka de är villiga att bjuda ut sina produkter. Vid de högre priserna efterfrågas en mindre mängd varor och tjänster vilket leder till att produktion och sysselsättning dämpas. Negativa utbudstörningar kan således samtidigt leda till ökad inflation och minskad produktion och sysselsättning.

En ökning av oljepriset kan också leda till att resurser omallokeras i ekonomin. När olja blir dyrare i förhållande till andra insatsvaror kan detta starta en process där energiintensiva branscher krymper medan branscher där energi är en mindre viktig produktionsfaktor eller används mer effektivt expanderar. En sådan strukturell förskjutning mellan olika delar av ekonomin kan vara både kostsam och tidskrävande. Följden kan bli en anpassningsperiod med ökad arbetslöshet och underutnyttjande av resurser.<sup>3</sup>

En oljeprisökning påverkar också efterfrågan i ekonomin. Ett höjt pris innebär i praktiken en inkomstöverföring, eller överföring av köpkraft, från länder som importerar olja till länder som exporterar olja. Den minskade efterfrågan som detta leder till i de oljeimporterande länderna kan visserligen delvis motverkas av en ökad importefterfrågan från oljeexporterande länder. Men den sammantagna effekten tenderar att bli negativ för de länder som importerar olja.

Efterfrågan kan också dämpas om en kraftig höjning av oljepriset skapar större osäkerhet om det framtida priset på olja eller kanske t.o.m. om den ekonomiska utvecklingen i stort. Om det är oklart hur det relativa oljepriset kommer att utvecklas i framtiden kan det vara rationellt för hushåll att vänta med vissa större konsumtionsbeslut tills läget klarat. Det kanske tydligaste

Diagram R2. Nominellt och reallt oljepris. USD/Barrel West Texas Intermediate



— Reallt oljepris  
— Nominellt oljepris

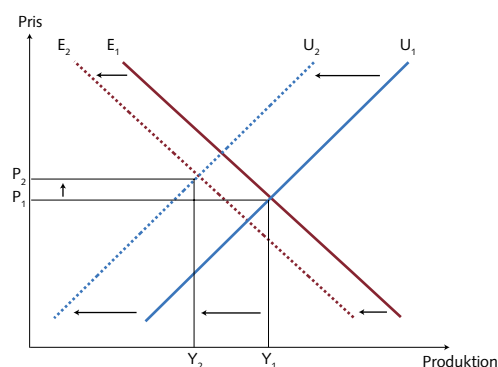
Anm. Reallt oljepris har beräknats genom deflatering av nominellt oljepris med KPI för USA, normaliserad till 100 i augusti 2004.

Källor: Bureau of Labor Statistics och Federal Reserve Bank of St Louis.

exemplet är bilinköp, där valet kan stå mellan en bensinsnål bil och en bil som är dyrare i drift. På motsvarande sätt kan företag vilja skjuta vissa investeringsbeslut på framtiden om valet står mellan realkapital med olika grad av energiintensitet. Sammantaget resulterar denna ökade osäkerhet i en återhållen efterfrågan i ekonomin.

Effekterna på aggregerat utbud och aggregerad efterfrågan illustreras i figur RF2. En oljeprisökning får såväl efterfrågekurvan som utbudskurvan att förskjutas till vänster. Båda typerna av effekter innebär lägre produktion. Men medan utbudseffekterna pressar upp prisnivån dämpar efterfrågeeffekterna priserna. Eftersom prisökningar på olja har tenderat att sammanfalla med att inflationen stiger är det rimligt att anta att utbudseffekterna har dominerat.<sup>4</sup>

Figur RF2. Effekter av en oljeprisökning.



2 Se t.ex. Brown, S.P.A, M.K. Yücel och J. Thompson, "Business Cycles: The Role of Energy Prices", Research Department Working Paper 0304, Federal Reserve Bank of Dallas, 2003, och Mork, K.A., "Business Cycles and the Oil Market", *Energy Journal* 15, Special issue, 1994, 15-38, för en mer ingående diskussion av olika kanaler genom vilka en oljeprisökning kan påverka realekonomin.

3 Omallokerings effekter identifieras som betydelsefulla i den sammanfattning av forskningsläget som görs i Jones, D.W, P.N. Leiby och I.K. Paik, "Oil Price Shocks and the Macroeconomy: What Has Been Learned Since 1996?", *Energy Journal* 25, 2004, 1-32.

4 Viss forskning menar att oljeprisökningar påverkar realekonomin främst via efterfrågesidan; se t.ex. Hamilton, J.D., "What is an Oil Shock?", *Journal of Econometrics* 113, 2003, 363-398. Det är dock oklart i vilken mån denna hypotes kan förenas med observationen att inflationen tenderar att stiga vid en oljeprisökning. En kraftig förskjutning till vänster av den aggregerade efterfrågekurvan i figur RF2 skulle ju snarast innebära att inflationen dämpas vid en oljeprischock.

Oljeprisökningen kan också påverka inflationsförväntningarna i ekonomin. Ju mer en prisökning på olja sprids till övriga delar av ekonomin desto större är risken att inflationsförväntningarna justeras upp. Effekterna går också i den andra riktningen: ju mer inflationsförväntningarna påverkas desto större är risken för återverkningar på andra priser. I vilken utsträckning en oljeprisförändring sprider sig till andra priser och påverkar förväntningarna beror i hög grad på penningpolitiken och dess trovärdighet.

#### *Oljeprisstegringar utmaning för penningpolitiken*

Eftersom en oljeprisökning tenderar att pressa upp inflationen samtidigt som den dämpar real ekonomin är den ofta problematisk ur penningpolitisk synvinkel. Centralbanker har bara ett medel, styrräntan, och kan genom den påverka efterfrågan och inflationen i samma riktning: när räntan sänks ökar efterfrågan i ekonomin vilket får inflationen att stiga, och när räntan höjs dämpas efterfrågan och inflationen. Vid en störning som påverkar realekonomin och inflationen i olika riktning får centralbanken därför svårt att samtidigt stabilisera inflation och produktion. Om penningpolitiken inriktas på att snabbt få ned inflationen (vilket i figur RF2 skulle kunna illustreras av att efterfrågekurvan i figur RF2 förskjuts än längre till vänster) kan detta innebära att realekonomin försvagas ytterligare.<sup>5</sup> Om centralbanken i stället anser sig ha utrymme för att stimulera efterfrågan i syfte att motverka nedgången i realekonomin (efterfrågekurvan i figur RF2 förskjuts tillbaka mot höger) blir konsekvensen att inflationen stiger. Om en sådan mer expansiv politik gör att även inflationsförväntningarna stiger kan det i västa fall bli svårt att få ned inflationen längre fram.

I länder med centralbanker som liksom Riksbanken bedriver en s.k. flexibel inflationsmålspolitik försöker penningpolitiken stabilisera

inflationen kring en låg nivå samtidigt som den försöker undvika onödiga svängningar i realekonomiska variabler som produktion och sysselsättning.<sup>6</sup> Vid en kraftig oljeprisökning, eller någon annan störning som samtidigt tenderar att pressa upp inflationen och försvaga realekonomin, gäller det således att försöka hitta en politik som är tillräckligt "stram" för att förhindra att inflationsimpulsen från oljeprisuppgången varaktigt får fotfäste, genom att den sprids till löner och andra priser och till förväntningsbildningen, men ändå tillräckligt "lätt" för att undvika onödiga negativa effekter på produktionen. Detta är en ganska oprecist formulerad handlingsregel, men det är förmodligen svårt att vara mer konkret. Vilken politik som är lämplig måste helt enkelt avgöras från fall till fall, beroende på vilka de makroekonomiska effekterna av oljeprisuppgången kan förväntas bli och på vilka faktorer som i övrigt driver inflationen.

En specifik svårighet som penningpolitiken ställs inför vid en oljeprishöjning är att bedöma i vilken mån ekonomins produktionsförmåga kommer att påverkas mer varaktigt, dvs. om oljeprishöjningen får effekter även på den potentiella produktionen. Så kan bli fallet om en oljeprisökning t.ex. gör att delar av realkapitalet i ekonomin slås ut och tar tid att ersätta. I en sådan situation behöver de negativa effekterna på realekonomin inte innebära ett lägre resursutnyttjande, eftersom referenspunkten för vad som är ett normalt resursutnyttjande, den potentiella produktionen, samtidigt har fallit. Vid en given nivå på den samlade efterfrågan blir i så fall också inflationstrycket högre än vad det annars skulle ha varit. Detta kan innebära att det krävs en relativt sett mer kontraktiv penningpolitik för att få ned inflationen till målet. Det bör påpekas att i den mån oljeprisökningar påverkar ekonomins potentiella produktion är detta effekter som antagligen blir synbara först efter en tid.

5 Det kan i detta sammanhang vara värt att framhålla att de recessioner som i USA tenderat att följa på kraftiga oljeprisökningar enligt viss forskning inte berott på oljeprisökningarna som sådana utan på den restriktiva penningpolitik som fördes i samband med dessa chocker; se Bernanke, B.S., M. Gertler och M. Watson, "Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1997, 91-157. De räntehöjningar som Federal Reserve vidtog kunde enligt denna hypotes visserligen inte hindra att inflationen steg, men var ändå tillräckliga för att generera en recession. Slutsatserna har dock nyligen kritiserats på metodologiska grunder i Hamilton, J.D. och A.M. Herrera, "Oil Shocks and Aggregate Macroeconomic Behavior: The Role of Monetary Policy", *Journal of Money, Credit, and Banking* 36, 2004, 265-286.

6 Se t.ex. PM, Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering 1999-02-04, ärendebetäckning 1999-00351 DIR samt Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och Valutapolitik* Nr 1, 1999, Sveriges riksbank.



### Flera skäl för relativt måttliga makroekonomiska effekter

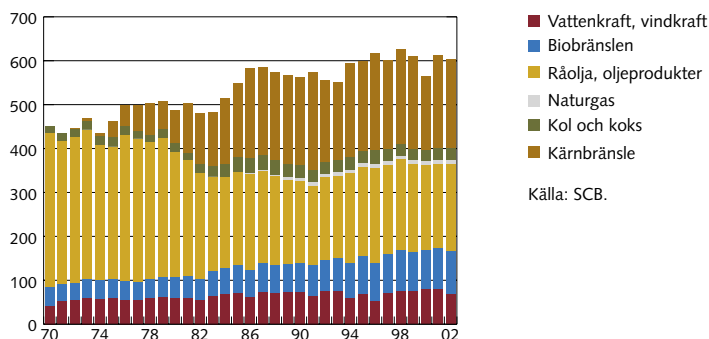
Det finns en del skillnader mellan dagens situation och tidigare kraftiga oljeprisuppgångar som talar för att de makroekonomiska effekterna kan bli förhållandevis begränsade, åtminstone om oljepriset inte ökar ytterligare utan sjunker tillbaka något de närmaste åren. Dessa skillnader gäller såväl oljeprisökningen i sig som ekonomins funktionssätt och den ekonomiska politiken.

Ett skäl som framhållits ovan för att effekterna kan förväntas bli förhållandevis måttliga är att dagens situation trots allt inte framstår som alltför dramatisk i ett historiskt perspektiv. Som konstaterats är oljepriset i reala termer betydligt lägre än under oljekrisen 1979-1980 och ökningen i oljepriset har varit avsevärt mindre än både 1973-1974 och 1979-1980.

En annan skillnad är att drivkrafterna bakom oljeprisökningen 2004 delvis varit anorlunda än vid tidigare kraftiga uppgångar. Oljeprisstegringarna 1973-1974, 1979-1980 och 1990 berodde i allt väsentligt på minskningar i utbudet av olja kopplade till väpnade konflikter. Oljeprisuppgången 2004 tycks till stor del ha varit ett resultat av en oväntat kraftig ökning av den globala efterfrågan på olja, inte minst från den snabbt växande kinesiska ekonomin. Detta har medfört att den lediga produktionskapaciteten är historiskt låg, vilket gjort att händelser som kan sänka utbudet fått kraftiga prisetffekter, t.ex. sabotage mot oljetransportsystemen i Irak och turerna kring det ryska bolaget Yukos. Exakt vilken vikt som bör tillmätas olika faktorer är svårt att fastställa, men man torde i varje fall kunna konstatera att årets prisuppgång varit efterfrågedriven i betydligt större utsträckning än vid de flesta andra tillfällen då oljepriset stigit kraftigt.

En oljeprisuppgång som till stor del är ett resultat av hög internationell tillväxt får rimligen mindre negativa realekonomiska konsekvenser än en mer renodlad utbudstörning eftersom efterfrågan i ekonomin bättre hålls uppe. Detta skulle kunna illustreras i figur RF2 med att själva orsaken till oljeprisökningen, den höga

Diagram R3. Bruttotillförsel av energi per år 1970-2002. Twh



Källa: SCB.

internationella tillväxten, medför en inledande förskjutning till höger av den aggregerade efterfrågan. Om oljeprisökningen skulle vara helt utbudsdriven skulle någon sådan förskjutning inte äga rum. Den internationella efterfrågeökningen bidrar därmed till att de sammantagna effekterna på realekonomin blir mindre än om prisökningen vore helt och hållet utbudsdriven. Av detta följer emellertid också att effekterna på inflationen kan bli större än vid en rent utbudsdriven oljeprisökning. Motiven för en stramare inriktning på penningpolitiken är således starkare om oljeprisuppgången till stor del är efterfrågedriven. I dagsläget kompliceras dock saken av att det finns en del andra faktorer som talar för att oljeprisökningar numera slår igenom mindre på inflationen än tidigare.

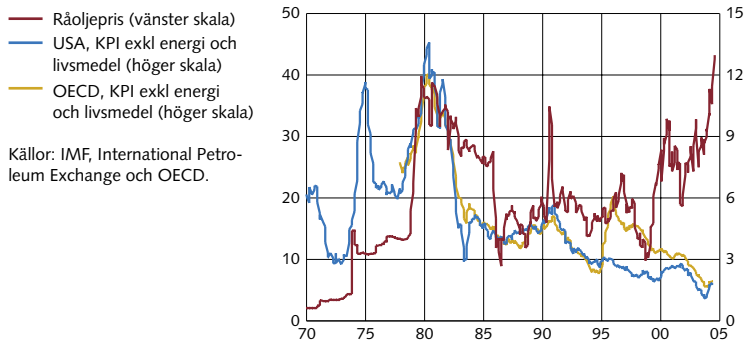
Resonemanget ovan pekar på att det är viktigt att analysera varje störning för sig. En oljeprisökning som i hög grad är efterfrågedriven får andra konsekvenser för inflationen och realekonomin än en oljeprisuppgång som beror på begränsningar i utbudet av olja.

En faktor som talar för att de realekonomiska konsekvenserna av den senaste tidens oljeprisuppgång sannolikt blir begränsade och som också ger skäl att tro att effekten på inflationen blir måttlig är att de flesta ekonomier i västvärlden i dag är betydligt mindre beroende av olja än vad som var fallet under 1970-talet. Erfarenheterna från de båda oljekriserna på 1970-talet gjorde att andra energikällor än olja började användas i ökad utsträckning. Diagram R3 visar att oljans andel av energitillförseln i Sverige sjunkit kraftigt, från ca 75 procent 1970

till ca 30 procent 2002, framförallt till följd av en utbyggnad av kärnkraften. Oljans minskade betydelse som insatsfaktor i produktionen skulle i figur RF2 ta sig uttryck i att förskjutningen till vänster av utbudskurvan blir mindre.

En av de mer centrala faktorerna som talar för ett relativt begränsat genomslag på inflationen hänger samman med det sätt på vilket den ekonomiska politiken i dag bedrivs. Som konstaterades ovan spelar penningpolitiken en central roll för hur stora spridningseffekter en oljeprisökning får på övriga priser i ekonomin och på förväntningsbildningen. Ett skäl till att oljeprischockerna under 1970-talet fick ett så stort genomslag på inflationen i många länder var att den politik som fördes var systematiskt alltför expansiv. I en sådan inflationistisk miljö finns inte något trovärdigt ankare för inflationsförväntningarna. Oljeprisökningarna slog därför snabbt igenom i förväntningar om högre inflation och därigenom i en högre ökningstakt för löner och andra kostnader.

Diagram R4. Oljepris och inflation i USA och OECD-området 1970-2004.  
USD respektive årlig procentuell förändring



Källor: IMF, International Petroleum Exchange och OECD.

Sedan oljeprischockerna på 1970-talet har det i många länder skett ett ekonomisk-politiskt regimskifte som inneburit att låg och stabil inflation skjutits fram som ett av de mest prioriterade makroekonomiska målen. Risken för att en oljeprisökning sprider sig är rimligen mindre om de ekonomiska aktörerna räknar med att inflationen i framtiden kommer att förbli låg.

En konsekvens av det är att möjligheterna att ta realekonomiska hänsyn vid utformningen av penningpolitiken bör vara något större än under perioder med högre inflationsförväntningar. Det bör dock poängteras att även om centralbankernas uppgift att hålla inflationen under kontroll måhända i dag är lättare än förr innebär det inte att de kan släppa på sin vaksamhet för tecken på att inflationsimpulser biter sig fast. Bibehållanden trovärdighet för låg och stabil inflation är en central uppgift för penningpolitiken.

Empiriska studier indikerar att genomslaget av oljeprisökningar på inflationen varit lägre i USA sedan början av 1980-talet än det var tidigare.<sup>7</sup> En tolkning av detta resultat är att den amerikanska ekonomin under denna period befunnit sig i en trovärdig låginflationsregim, där spridningseffekterna från oljeprisökningar varit måttliga. Även i Sverige förefaller låginflationsregimen i dag vara väl etablerad. En del bedömare menar dessutom att den politik med ett explicit mål för inflationen som bl.a. Riksbanken bedriver ger ytterligare hjälp att förankra inflationsförväntningarna och därför ger ett särskilt bra skydd mot att inflationsimpulser varaktigt får fotfäste.<sup>8</sup> Oljeprisets begränsade genomslag på inflationen i USA och OECD-området den senaste tjugoårsperioden framgår av diagram R4.

Effekterna av en oljeprisökning beror också på var ekonomin befinner sig i utgångsläget. Enligt de flesta mått är resursutnyttjandet i den svenska ekonomin i dagsläget måttligt och trots en relativt hög tillväxt finns än så länge få tecken på flaskhalsar i produktionen. Inflationen är samtidigt låg. En sådan makroekonomisk miljö borde rimligen ytterligare bidra till att minska risken för att omfattande spridningseffekter till övriga priser och till förväntningsbildningen leder till att inflationsmålet hotas. Till detta kommer att avtal slutits på större delen av arbetsmarknaden för i varje fall 2004 och 2005, vilket minskar risken för kompensationskrav och prisstegringar drivna av löneutvecklingen.

7 Se t.ex. Hooker, M.A., "Are Oil Shocks Inflationary? Asymmetric and Nonlinear Specifications versus Changes in Regime", *Journal of Money, Credit, and Banking* 34, 2002, 540-561.

8 Se t.ex. Mishkin, F.S. och K. Schmidt-Hebbel, "A Decade of Inflation Targeting in the World: What do We Know and What do We Need to Know", i Loayza, N. och R. Soto (red.), *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Central Bank of Chile, 2002.

---

Det finns trots allt ett antal faktorer som skulle kunna medföra att utvecklingen blir betydligt mer ogynnsam än vad de flesta bedömare i dag räknar med. Oljemarknadens utbudssida är ansträngd och reservkapaciteten är lägre än på mycket länge. Terroråd och konflikter kan i ett sådant läge få betydande återverkningar på oljepriset. Även andra risker finns. Exempelvis är de amerikanska hushållens sparande lågt och de kan därför vara känsliga för oljeprisökningar. Det

är också osäkert hur det höga oljepriset slår mot länder med oljeintensiv produktion, som t.ex. Kina som hittills varit en av drivkrafterna i den internationella konjunkturuppgången.

Sammantaget bör ändå utsikterna vara goda för att den senaste tidens oljeprisuppgång kommer att avspeglas i en ganska måttlig höjning av inflationen i Sverige och för att dess realekonomiska effekter blir förhållandevis begränsade.



# Inflationens bestämningsfaktorer

## De finansiella marknaderna

Sedan föregående inflationsrapport har långräntorna i framförallt USA fallit. Samtidigt har den amerikanska centralbanken höjt sin styrränta i juni, augusti och september. Ytterligare höjningar förväntas men jämfört med i våras har förväntningarna skiftat ned något på längre sikt. Prissättningen på penningmarknaden speglar förväntningar om att Riksbanken och europeiska centralbanken börjar höja sina räntor kring årsskiftet. Kronans kurs har stärkts något mot både euron och dollarn sedan föregående inflationsrapport. Riksbankens bedömning är som tidigare att den handelsvägda kronkursen kommer att stärkas under prognosperioden.

### ■ ■ Styrräntan har höjts i USA.

Då föregående inflationsrapport publicerades hade bland annat gynnsam arbetsmarknadsstatistik tytt på att konjunkturuppgången i USA var kraftig. Samtidigt hade den amerikanska styrräntan varit så låg som 1 procent sedan juni förra året. Federal Reserve höjde styrräntan med 0,25 procentenheter till 1,25 procent den 30 juni. Detta var helt i linje med de rådande förväntningarna om ränteutvecklingen på kort sikt så som de avspeglades i Fed funds-kontrakten den 28 maj (se diagram 4). I linje med vad Federal Reserve tidigare signalerat följde banken upp höjningen i juni med höjningar i augusti och september och Fed funds rate är nu 1,75 procent. Samtidigt har emellertid penningmarknadernas förväntningar om framtida höjningar justerats ned något (se diagram 4).

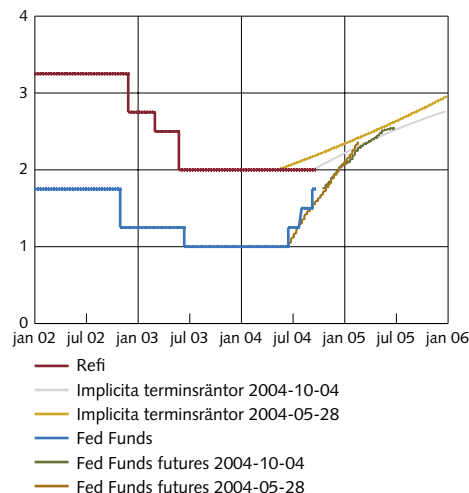
Implicita terminsräntor tyder på att både Riksbanken och ECB förväntas höja styrräntan kring årsskiftet (se diagram 4 och 5). För alla tre centralbankerna gäller att man på penningmarknaderna nu verkar tro att räntorna kommer att höjas i en något lugnare takt än vad som förväntades i maj. En möjlig tolkning av detta är att synen på konjunkturutvecklingen (i framförallt USA) är mindre optimistisk jämfört med i maj, trots att det på senare tid inkommit positiv statistik. En annan tolkning kan vara att det snarast är inflationsförväntningarna som har reviderats ned.

Eftersom räntorna befinner sig på historiskt låga nivåer i utgångsläget innebär prissättningen på penningmarknaden att det inte finns några förväntningar om en påtagligt stram penningpolitik den närmaste tiden. Den korta realräntan är runt noll i både USA och euroområdet.

### ■ ■ Långräntorna har fluktuerat.

Uppgången i de långa räntorna som startade i början av april kom av sig en kort tid efter att den förra inflationsrapporten publicerats den 28 maj (se diagram 6). Sedan föregående inflationsrapport har långräntorna fallit med cirka 0,3 procentenheter i Sverige och euroländerna och med cirka 0,5 procentenheter i USA. Nedgången i långräntorna motiverar att prognosen för den svenska långräntan det när-

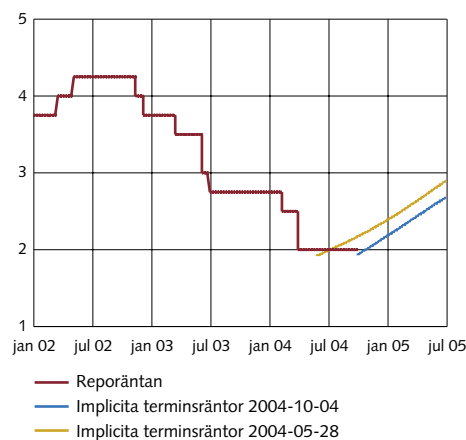
Diagram 4. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet och USA enligt implicita terminsräntor och Fed Funds-kontrakt. Procent



Anm. Fed funds futures prissätts i termer av genomsnittlig ränta under respektive månad.

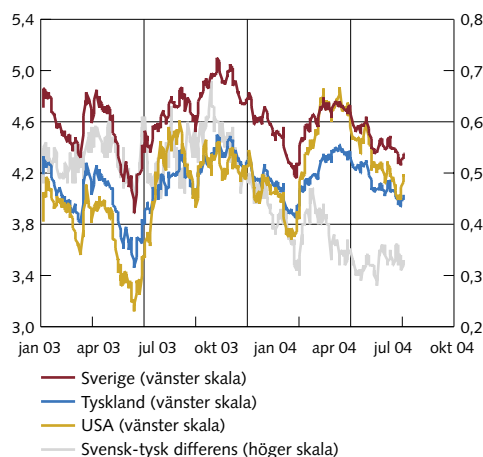
Källa: Riksbanken.

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



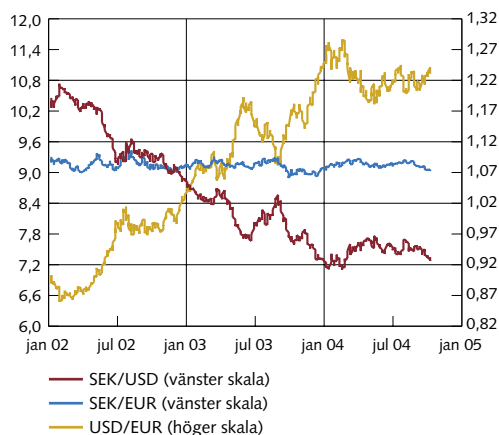
Källa: Riksbanken.

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



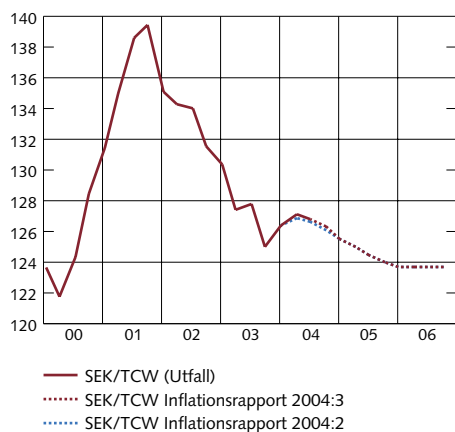
Källa: Riksbanken.

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



Källa: Riksbanken.

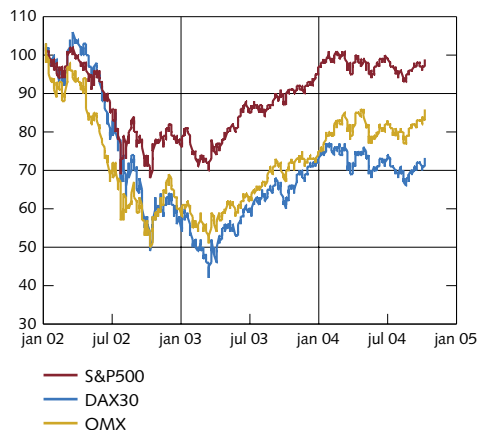
**Diagram 8. Handelsvägd växelkursprognos, SEK/TCW. Kvartalsgenomsnitt, index, 1992-11-18 = 100**



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken.

**Diagram 9. Aktieindexutveckling i Sverige, USA och Tyskland. Index, 2002-01-01=100**



Källor: Datastream och Riksbanken.

maste året revideras ned. Som tidigare väntas emellertid de svenska långräntorna stiga allteftersom konjunkturen växer sig starkare. Prognosen för den svenska långräntan är i genomsnitt 4,5 procent under 2004, 5,1 procent under 2005 och 5,6 procent under 2006. Detta innebär en sänkning med cirka 0,1 procentenheter för 2004 och 0,2 procentenheter för 2005 jämfört med föregående inflationsrapport.

**■ ■ Kronan stabil.**

Valutakurserna har överlag varit relativt stabila sedan föregående inflationsrapport. Euron har i genomsnitt kostat omkring 1,22 dollar. Kronans värde har stärkts marginellt mot euron och dollarn (se diagram 7).

I termer av ett genomsnitt av Sveriges viktigaste handelspartners valutor, TCW-index, har kronan sammantaget stärkts med cirka en procent sedan föregående inflationsrapport, efter att ha försvagats något under början av sommaren. Sett över perioden som helhet har utvecklingen i stort sett varit i linje med bedömningen i maj. Prognoserna för utvecklingen framöver är oförändrade, vilket betyder att TCW-index i genomsnitt beräknas bli knappt 125 under 2005 och strax under 124 under 2006 (se diagram 8). Förstärkningen baseras som tidigare främst på goda tillväxtutsikter och en förbättrad utlandsställning till följd av de senaste årens överskott i bytesbalansen.

**■ ■ Börsen avvaktande.**

Uppgången på den svenska aktiemarknaden som pågått sedan början av 2003 stannade upp i början av innevarande år. Detta inträffade även i exempelvis Tyskland och USA (se diagram 9). Börsuppgången hejdades först i samband med att långräntorna steg kraftigt under våren. Under sommaren föll börskurserna tillbaka av oron för att konjunkturuppgången skulle brytas, speciellt med tanke på det höga oljepriset. Senare statistik från USA:s arbetsmarknad minskade dock osäkerheten om den amerikanska konjunkturen, och börserna i världen har återhämtat sig. Den sammanlagda förändringen av OMX-index sedan årsskiftet är nu en ökning med cirka 14 procent. I förhållande till vinsterna ligger Stockholmsbörsens värdering nära genomsnittet för de senaste 20 åren (se diagram 10). Prissättningen på den svenska optionsmarknaden antyder att aktörerna förväntar sig att OMX-index kommer att fortsätta utvecklas stabilt under de närmaste månaderna. Den förväntade (implicita) volatilitet som kan uppskattas med hjälp av optionspriserna är relativt låg (se diagram 11).

**■ ■ Bostadspriserna fortsätter att stiga.**

Priserna på småhus har stigit snabbare än vad som väntades i inflationsrapporten i maj och finansiella stabilitetsrapporten i juni. Enligt SCB och Lantmäteriverket steg småhuspriserna med 11 procent om tremånadersperioden juni–augusti jämförs med samma period föregående år. Riksbankens bedömning är som tidigare att utvecklingen

på småhusmarknaden kan förklaras relativt väl av faktorer som låga räntor, stigande inkomster och byggkostnader. Huspriserna skiljer sig emellertid kraftigt åt mellan olika regioner och delmarknader, och är betydligt högre i storstadsområdena än i resten av landet. När det gäller riskerna med denna utveckling tycks det inte finnas några uppenbara tendenser till allvarliga obalanser som skulle kunna leda till kraftigt fallande huspriser. Riksbanken bedömer dock liksom tidigare att prisökningen kommer att dämpas i takt med att räntorna stiger och att utbudet av bostäder ökar.

### ■ ■ Hushållen fortsätter att låna i hög takt.

Samtidigt som bostadspriserna stigit och räntorna har varit låga har hushållen fortsatt att låna i samma höga takt som tidigare (se diagram 12). Det är utlåningen från bolåneinstitutet som ökat snabbast, med nästan 13 procentenheter på årsbasis i augusti. Under samma månad ökade den totala utlåningen till hushållen med drygt 11 procent på årsbasis, medan de icke-finansiella företagens upplåning minskade med cirka 1,5 procent (se diagram 13). Näringslivet tycks alltså ännu inte ha börjat låna till investeringar i någon större utsträckning.

En förändring av tillväxttakten i penningmängden kan vara ett tecken på att inflationstrycket i ekonomin kommer att förändras på ett par års sikt. Den årliga tillväxttakten i penningmängden (M3) har sjunkit sedan början av 2002 och var 1,5 procent i augusti (se diagram 14). Denna indikator tyder därför i sig själv inte på något nämnvärt inflationstryck.

### ■ ■ De finansiella förhållandena understödjer tillväxten.

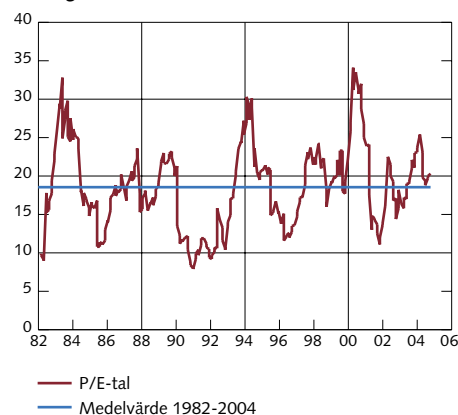
Realräntorna i Sverige är nu förhållandevis låga, t.ex. jämfört med för ett par år sedan (se diagram 15). De låga realräntorna gör att det är billigt att låna för hushållen och att finansiera investeringar, allra helst som företagets skuldsättning också är låg. Riksbankens bedömning är att långräntorna kommer att stiga svagt i takt med att konjunkturen stärks.

De stigande bostadspriserna bör ha en viss stimulerande effekt på den privata konsumtionen under det närmaste året. Den effekten klingar troligen av framöver då priset på bostäder inte bedöms fortsätta stiga lika snabbt.

Kronan är fortfarande relativt lågt värderad i termer av realt TCW-index (se diagram 15) och detta bidrar till att skapa ett exportöverskott. De närmaste åren bedöms dock kronan komma att stärkas mot TCW-index.

Sammanfattningsvis bedöms de finansiella förhållandena, liksom i föregående inflationsrapport, sålunda understödja tillväxten i den aggregerade efterfrågan på kort sikt – ränteläget är lågt, kronan relativt lågt värderad och huspriserna fortsatt höga. Framöver är Riksbankens bedömning alltjämt att räntorna kommer att stiga i takt med att konjunkturläget förstärks ytterligare och att kronkursen kommer att appreciera.

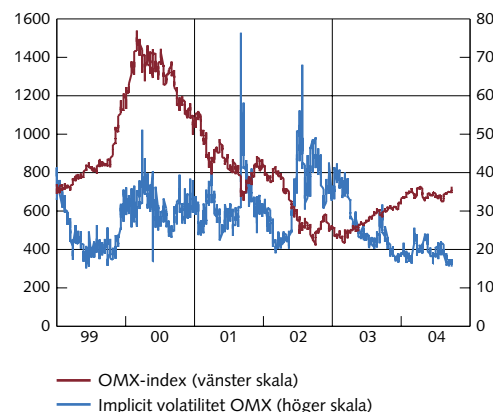
Diagram 10. P/E-tal för Stockholmsbörsen 1982-2004.



Anm. P/E-talen är beräknade utifrån faktiska vinster, ej prognostiserade.

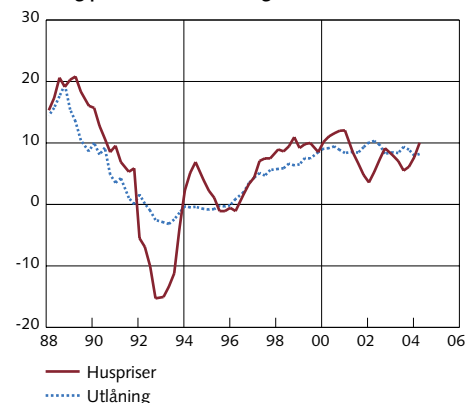
Källor: Datastream och Riksbanken.

Diagram 11. Kursutveckling och implicit volatilitet för aktieindex (OMX) i Sverige 1999-2004. Index respektive procent



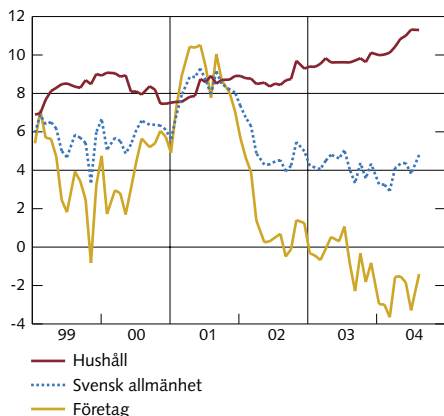
Källor: Bloomberg och Riksbanken.

Diagram 12. Småhuspriser och total utlåning till svenska hushåll. Årlig procentuell förändring



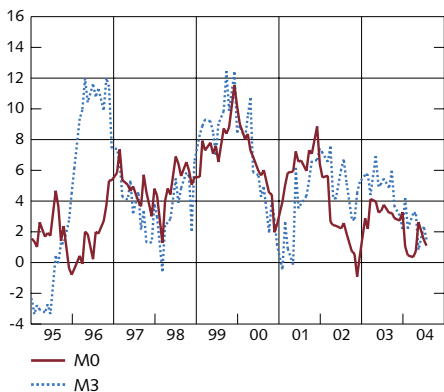
Källor: Lantmäteriet, SCB och Riksbanken.

**Diagram 13. Samtliga kreditinstituts utlåning till svensk allmänhet, sektorsfördelad. Årlig procentuell förändring**



Källa: SCB.

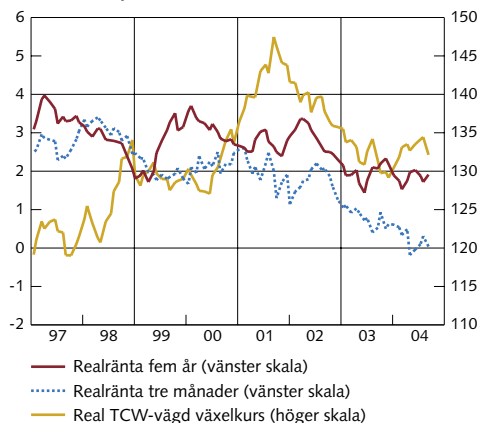
**Diagram 14. Penningmängd mätt som M0 och M3. Årlig procentuell förändring**



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

Källa: SCB.

**Diagram 15. 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. Räntorna avser statskuldväxlar med tre månaders löptid och statsobligationer med fem års löptid.

Källor: Konjunkturinstitutet, Prospera och Riksbanken.

**Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.**

- Prognosen för den svenska långräntan revideras ned till i genomsnitt 4,5 procent under 2004 och till 5,1 procent under 2005.
- Mindre justeringar har gjorts av prognosen för kronan på kort sikt till följd av utfallen hittills, men prognosen för 2005 och 2006 är oförändrad.



## Den internationella utvecklingen

*Det höga oljepriset till trots har den internationella konjunkturen utvecklats starkare än väntat. Tillväxtutsikterna för Norden, Storbritannien, Central- och Östeuropa, Asien samt Latinamerika har förbättrats successivt under sommaren. Understödd av en expansiv penningpolitik och stark global efterfrågan har konjunkturen i euroområdet fortsatt att stärkas gradvis. Tillväxten framöver bedöms dock bli något svagare till följd av oljepriset. I USA, där återhämtningen startade betydligt tidigare, bedöms tillväxttakten nu ha kulminerat. Svensk exportmarknadstillväxt har reviderats upp under prognosperioden till följd av förbättrade utsikter för andra viktiga exportmarknader. Det oväntat höga oljepriset har bidragit till att inflationen i världen har ökat snabbare än förväntat.*

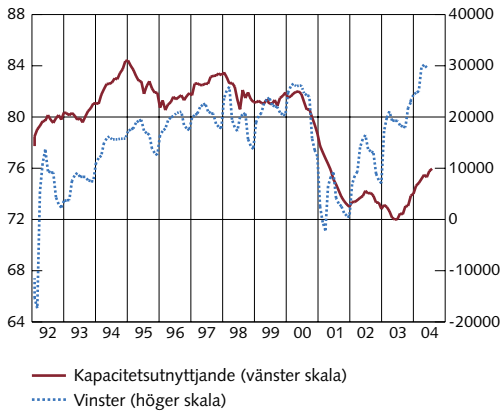
I den senaste inflationsrapporten gjordes bedömningen att den internationella konjunkturen skulle fortsätta att förstärkas i år och under de kommande två åren, med ett fortsatt stigande resursutnyttjande som följd. För de flesta länder väntades samtidigt takten i BNP-tillväxten falla tillbaka under de kommande åren bl.a. som en följd av en mindre expansiv ekonomisk politik. Det vanliga konjunkturmönstret är att tillväxttakten i inledningen av en konjunkturuppgång är relativt hög för att därefter mattas av. Ett undantag var euroområdet där tillväxten väntades tillta under prognosperioden. Detta berodde på att man där inte har kommit lika långt i konjunkturuppgången.

Bedömningen nu är att det finns anledning att vara något mer optimistisk om den ekonomiska tillväxten framförallt i år. Förvisso har oljepriset blivit oväntat högt samtidigt som det har kommit en del mindre positiva signaler från USA. Detta vägs dock upp av att tillväxten på andra håll i världen blir starkare än vad som låg i bedömningen i maj. Riksbanken ser därmed nu i likhet med många andra bedömare något ljusare på den internationella konjunkturutvecklingen jämfört med i våras. Detta trots den oro som under sommaren funnits på de finansiella marknaderna.

### ■ ■ Viss dämpning av tillväxttakten i USA.

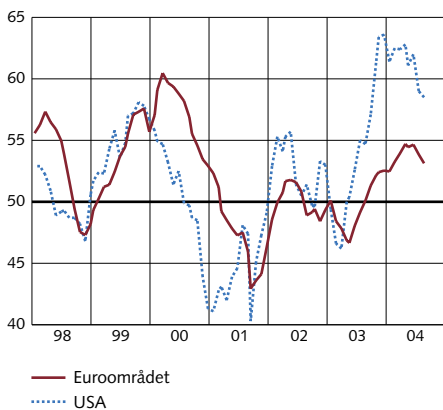
I maj var bedömningen att tillväxten i USA skulle mattas något i slutet av året bl.a. till följd av att mindre expansiv finanspolitik och gradvis stigande räntor väntades dämpa den privata konsumtionen och bostadsinvesteringarna. Trots avmattningen väntades dock en fortsatt stark konjunkturutveckling under de kommande åren. Framförallt i början av sommaren kom det sedan en del mindre positiva signaler om den amerikanska ekonomin. Enligt de senaste nationalräkenskaperna ökade BNP under det andra kvartalet med 3,3 procent i uppräknad årstakt. Detta var högre än vad som tidigare hade publicerats men fortfarande lägre än förväntat. Den svagare utvecklingen förklaras framförallt av att den privata konsumtionen mattades något tidigare än

**Diagram 16. Kapacitetsutnyttjande och vinster i tillverkningsindustrin, USA. Procent och miljoner USD**



Källor: Federal Reserve Board och US Department of Commerce.

**Diagram 17. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin, USA och euroområdet. Index, säsongrensat**



Anm. Inköpschefsindex: siffror över 50 anger att tillverkningsindustrin expanderar, siffror under 50 att den kontraherar.

Källa: NTC Research Ltd.

förväntat. En möjlig förklaring till det är att konsumentpriserna, i synnerhet oljepriserna, ökat snabbare än väntat vilket hämmat tillväxten i hushållens reala inkomster. Bostadsinvesteringarna har dock överraskat positivt troligtvis till följd av fortsatt låga reala räntor och stigande huspriser. Liksom tidigare väntas finanspolitikens expansiva effekter börja att klinga av och tillsammans med gradvis stigande räntor bidrar detta till att hushållens efterfrågan dämpas under det närmaste året. Ett högre oljepris medför att privat konsumtion väntas öka något långsammare även framöver jämfört med bedömningen i maj.

Näringslivets investeringar steg som väntat kraftigt under det andra kvartalet. Flera faktorer talar för att de kommer att öka även framöver – förväntningar om fortsatt stark BNP-tillväxt, gott kassaläge, stigande vinster, högre kapacitetsutnyttjande samt låga finansieringskostnader (se diagram 16). Hög internationell efterfrågan och relativt svag dollar väntas dessutom bidra till att den amerikanska exporten ökar. Den väntade förändringen av den ekonomiska politiken i mindre expansiv inriktning och en viss dämpning av den inhemska efterfrågan talar dock för att investeringar och produktion inte kommer att växa lika snabbt under det närmaste året som i år.

Inflationen har ökat oväntat snabbt i USA, vilket framförallt beror på det höga oljepriset. Prognosen har därför reviderats upp för i år. Inflationen rensad för livsmedel och energi är däremot fortsatt måttlig.

Sammantaget bedöms BNP-tillväxten i USA bli marginellt lägre under prognosperioden jämfört med den tidigare prognosen (se tabell 2).

### ■ ■ Successiv återhämtning i euroområdet.

Tillväxten i euroländerna bedömdes i den senaste inflationsrapporten successivt tillta i år efter ett svagt fjolår. Ny information bekräftar i stort sett denna bild. Framförallt bidrog den privata konsumtionen till efterfrågan och BNP-tillväxten under första kvartalet. Ett betydande bidrag från nettoexporten och ett oväntat stort bidrag från offentlig konsumtion medförde att tillväxten även under andra kvartalet var förhållandevis stark trots att den privata konsumtionen utvecklades relativt svagt.

Bakom den samlade tillväxten för euroområdet döljer sig betydande olikheter mellan länderna. Frankrike har haft en överraskande stark tillväxt i inhemska efterfrågan under första halvåret och förutsättningarna för att investeringarna ska öka bedöms som goda även framöver. I Tyskland har det i stället varit nettoexporten som bidragit till att tillväxten blivit något starkare jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Detta kan bero på att Tyskland gynnas av den förbättrade investeringskonjunkturen globalt och att enhetsarbetskostnaderna dämpats något. Den privata konsumtionen i Tyskland väntas bli fortsatt svag under resten av året. Men i takt med att den starka exportkonjunkturen leder till stigande kapacitetsutnyttjande och högre företagsvinster väntas investeringarna öka och nya jobb skapas. Längre fram bedöms detta leda till att den privata konsumtionen tilltar.

Omvärlden väntas bidra till god exportefterfrågan i euroområdet även fortsättningsvis. Samtidigt borde det vara lätt för företagen att finansiera sin expansion med hänsyn till den låga styrräntan. Även realräntan är låg vilket väntas bidra till att investeringarna tilltar och att inhemsk efterfrågan successivt förstärks. Den nya bedömningen för oljepriset under prognosperioden väntas dock leda till att hushållens reala disponibla inkomster urholkas något. Dessutom tycks arbetsmarknaden släpa efter och hushållens tilltro till framtiden är förhållandevis låg (se diagram 18). Mot denna bakgrund förväntas den privata konsumtionen bli något svagare jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Sammantaget räknar Riksbanken fortfarande med att tillväxten för euroområdet tilltar även om den nu väntas bli något svagare 2005 och 2006 jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport.

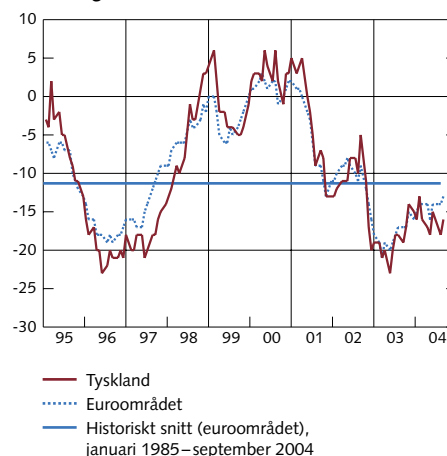
### ■ ■ Starkare tillväxt i övriga världen.

Många bedömare har under sommaren reviderat upp tillväxtprognoserna för Norden, Storbritannien och övriga delar av Europa samt för Latinamerika och Asien (se diagram 19). Det beror till viss del på att ny statistik har varit starkare än vad bedöarna förväntat sig. Dessutom gynnas tillväxten i Ryssland och en del länder i Latinamerika av de höga råvarupriserna. Den turbulenta oljemarknaden tycks inte ha hämmat efterfrågan i övriga central- och östeuropeiska länder. Förtroende hos konsumenterna har också stigit. Den tilltagande aktiviteten i den tyska industrin har sannolikt inneburit en ytterligare stimulans för exportföretagen i de här länderna.

I Asien är det framförallt synen på den japanska ekonomin som blivit alltmer optimistisk. Under fjärde kvartalet i fjol upplevde Japan den kraftfullaste expansionen på femton år understödd av stark inhemsk och utländsk efterfrågan. Nationalräkenskaperna för andra kvartalet tyder dock på en något svagare tillväxt. I relation till utvecklingen under senare år är tillväxten emellertid fortfarande hög och förutsättningarna för en fortsatt relativt stark tillväxt bedöms vara goda. I det korta perspektivet visar flera förtroendeindikatorer styrka; Bank of Japans företagsenkät Tankan ligger exempelvis på den högsta nivån sedan 1991. Exporten har ökat kraftigt även i inledningen av det tredje kvartalet. Men bidraget från utrikeshandeln förväntas avta till följd av att tillväxten på de för Japan mest betydelsefulla marknaderna i USA och Kina kommer att växla ned.

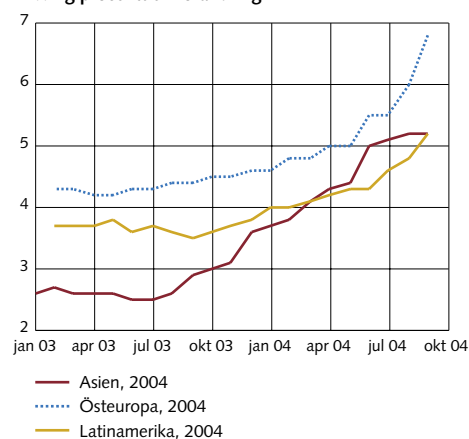
Kina fortsätter att genomgå en snabb industriell expansion. BNP har i genomsnitt vuxit nästan 10 procent om året de senaste 10 åren, delvis till följd av att investeringarna accelererat kraftigt. Under inledningen av 2004 ökade investeringarna i fast realkapital med över 50 procent. För att undvika överhettning i ekonomin har myndigheterna vidtagit olika åtgärder för att dämpa investeringarna i vissa sektorer. Under första halvåret dämpades industrins aktivitet något men nu finns det tecken på att investeringarna åter har tagit fart. Då även export och import utvecklades starkt i inledningen av det tredje kvar-

Diagram 18. Hushållens förtroende i euroområdet. Säsongsrensade netttotal



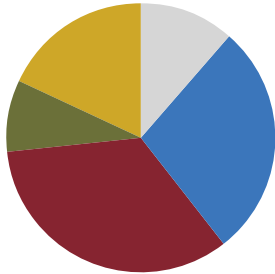
Källa: Directorate General for Economic and Financial Affairs.

Diagram 19. Consensus Forecasts under 2004 för Latinamerika, Östeuropa och Asien. Årlig procentuell förändring



Källa: Consensus Economics Inc.

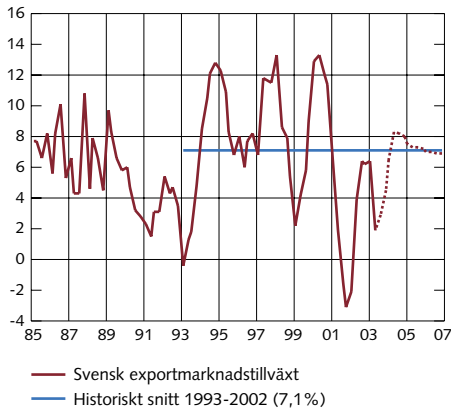
**Diagram 20. Svensk export fördelad på länder.  
Andel av svensk varuexport 2002–2003**



- EMU exkl. Finland 33,7%
- Norden och Storbritannien 28,1%
- Världen exkl. Europa och USA 17,9%
- USA 11,6%
- Övriga Europa 8,7%

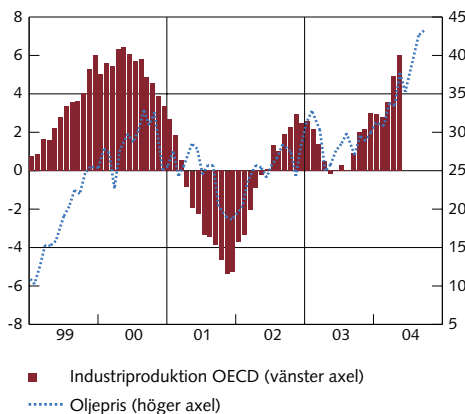
Källa: SCB.

**Diagram 21. Svensk exportmarknadstillväxt.  
Årlig procentuell förändring**



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: NiESR och Riksbanken.

**Diagram 22. Industriproduktion totalt i OECD och  
oljepris.  
Årlig procentuell förändring respektive USD/fat**



Källor: OECD och International Petroleum Exchange.

talet är bedömningen att ekonomin återigen växer snabbt. De flesta bedömare räknar dock med att Kina går in i en något lugnare tillväxtfas de kommande åren, delvis som en följd av förnyade ansträngningar från myndigheternas sida.

### ■ ■ Mycket stark exportmarknadstillväxt.

Sammantaget har förutsättningarna för den svenska exporten förbättrats ytterligare. Den starkare tillväxten på för Sverige viktiga exportmarknader (se diagram 20) i Norden och Storbritannien, Central- och Östeuropa, Asien och Latinamerika har medfört att Riksbanken reviderar upp exportmarknadstillväxten både för i år och nästa år (se diagram 21). Svensk export gynnas av en allt starkare global industrikonjunktur kombinerat med en återhämtning inom IT och telekommunikation. Även handeln med euroområdet väntas öka i år och 2005 i takt med att den inhemska efterfrågan gradvis stiger i den regionen. Sammantaget väntas svensk exportmarknadstillväxt uppgå till 7,8 procent i år och 7,3 procent nästa år, vilket är högre än i föregående bedömning. 2006 förutses exportmarknaden växa med 6,9 procent, precis som i rapporten i maj.

### ■ ■ Högre oljepris.

Vid tiden för föregående inflationsrapport låg oljepriset strax under 40 dollar per fat. Bedömningen var då att uppgången till stor del drevs av ökad global efterfrågan (se diagram 22). Även mer tillfälliga faktorer bedömdes emellertid ligga bakom det höga oljepriset, vilket talade för att det borde falla tillbaka relativt snabbt. En successiv nedgång i oljepriset till drygt 26 dollar per fat i årsgenomsnitt 2006 prognostiserades. Under sommaren började emellertid oljepriset att stiga igen. Prisuppgången hänger samman med att världens efterfrågan på olja har varit oväntat stark (se diagram 23). Detta har bidragit till att reservkapaciteten i branschen är lägre än på mycket länge (se diagram 24). I detta läge har terroråd och konflikter, liksom turerna kring det ryska oljebolaget Yukos, fått relativt betydande återverkningar på oljepriset. Dessutom anser vissa bedömare att det finns ett inslag av spekulation på oljemarknaden som kan ha förstärkt rörelserna i oljepriset. Bedömningen att det höga oljepriset delvis påverkas av faktorer av övergående karaktär kvarstår alltså. Det kan dock finnas mer varaktiga inslag i det höga oljepriset än vad som fanns skäl att tro vid föregående bedömning. Prissättningen på marknaden för terminer ger också skäl till att vara något mer pessimistisk om hur snabbt oljepriset kan falla tillbaka. Därför reviderar Riksbanken upp priset på olja för hela prognosperioden. I december 2006 väntas oljepriset bli 33 dollar per fat att jämföras med prognosen på 26 dollar per fat i den senaste inflationsrapporten (se diagram 25).

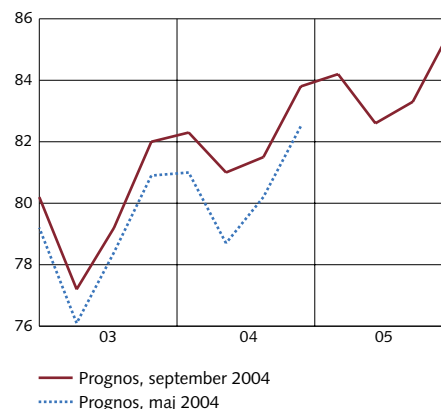
## ■ ■ Högre internationell inflation.

I föregående inflationsrapport förväntades konjunkturuppgången successivt leda till högre internationellt resursutnyttjande och växande globalt pristryck (se tabell 2). Under sommaren har uppgången både i den internationella konjunkturen och i priserna överstigit bedömningen i maj. Stigande olje- och råvarupriser har bidragit till att inflationen ökat snabbare än förväntat i såväl euroområdet och USA som i övriga delar av världen. Det har föranlett en upprevidering av inflationsprognoserna främst för innevarande år (se tabell 2). För 2004 förväntas inflationen i OECD-19 nu bli 1,9 procent. De globala producentpriserna på bearbetade varor bedöms nu öka med 2,3 procent i år, vilket nästan är en procentenhet mer än i föregående inflationsrapport (se diagram 26). Även under nästa år förväntas en något högre global inflation jämfört med bedömningen i maj. Det hänger samman dels med att prognosen för oljepriset justerats upp, dels med att det internationella resursutnyttjandet bedöms bli något högre.

### Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

- Oljepriset och även i viss mån internationella producentpriser bedöms bli högre i år och under de kommande två åren.
- Svensk exportmarknadstillväxt revideras upp för 2004 och 2005 till följd av att tillväxten på för Sverige viktiga marknader i Norden, Storbritannien, Central- och Östeuropa, Asien och Latinamerika förväntas bli starkare.
- Tillväxten i USA har reviderats ned något över hela prognoshorisonten på grund av det högre oljepriset.
- För 2004 revideras tillväxten i euroområdet upp på grund av starkare utfall. Prognosen för tillväxten sänks något för 2005 och 2006 på grund av oljepriset.

Diagram 23. Prognoser för global efterfrågan på olja enligt International Energy Agency. Miljoner fat per dag



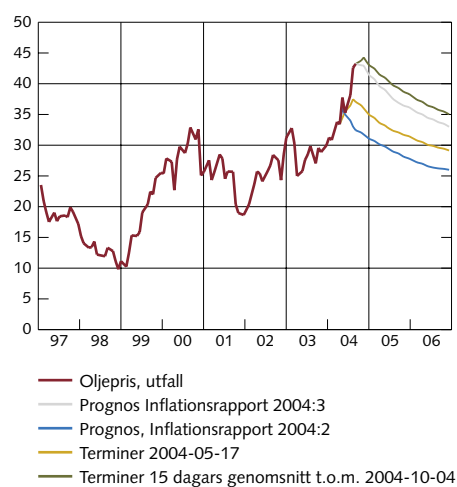
Källa: International Energy Agency.

Diagram 24. OPECs lediga kapacitet. Miljoner fat per dag



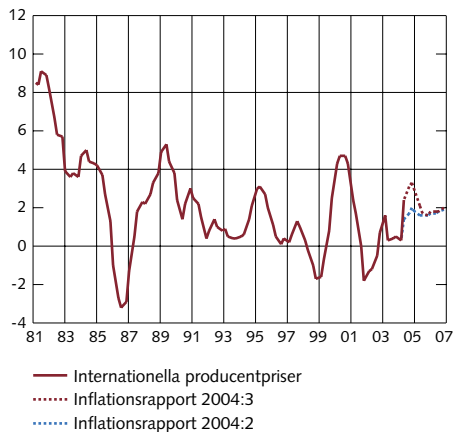
Källa: International Energy Agency.

Diagram 25. Oljepris, utfall och prognos. USD



Anm. De horisontella linjerna avser Opecs prisintervall.  
Källor: International Petroleum Exchange och Riksbanken.

**Diagram 26. Internationella producentpriser på bearbetade varor, utfall och prognos. Årlig procentuell förändring**



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. I anmärkningen till tabell 2 anges vad som avses med internationella producentpriser.

Källor: OECD och Riksbanken.

**Tabell 2. Internationella förutsättningar. Årlig procentuell förändring**

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

	2003	2004	2005	2006
BNP Världen	3,8	4,9	4,2	3,9
Svensk exportmarknadstillväxt	3,9	7,8 (6,5)	7,3 (6,8)	6,9 (6,9)
Global PPI	0,8	2,3 (1,4)	2,1 (1,6)	1,8 (1,7)
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD/fat Brent Blend)	28,9	37,3 (32,9)	37,8 (29,4)	34,4 (26,6)

Anm. KPI avser HIKP för Tyskland, Storbritannien (fr.o.m. december 2003), Danmark, Frankrike, Euro12 samt Finland. BNP för Norge avser fastlandsekonomin. OECD 19 avser EU-länderna exklusive Luxemburg, USA, Kanada, Japan samt Norge och Schweiz. Prognoser i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Svensk exportmarknadstillväxt avser tillväxt för import av varor för samtliga länder Sverige exporterar till. Prognosen vägs ihop utifrån respektive lands andel av total svensk export 2002–2003. 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

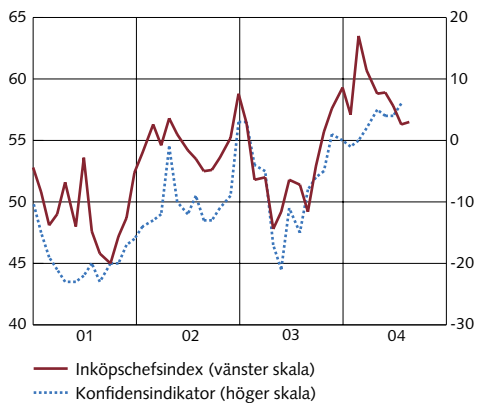
*Jämfört med andra bedömare har Riksbanken det senaste året varit relativt optimistisk om den svenska ekonomin. Trots det har prognosen för BNP-tillväxten reviderats upp successivt, så även i denna inflationsrapport. Revideringarna nu beror framförallt på två faktorer, dels har den internationella konjunkturutvecklingen - och därmed även den svenska exporten - blivit bättre än väntat, dels innebär regeringens olika förslag att finanspolitikens inriktning blir mer expansiv framöver. Delvis till följd av en relativt svag utveckling av arbetsmarknaden, har produktivitetstillväxten blivit bättre än väntat. Under sommaren har arbetsmarknaden stabiliserats och sysselsättningen förefaller ha slutat att minska. Det samlade resursutnyttjandet som bedöms vara relativt lågt i år antas nu stiga något snabbare under prognosperioden jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport.*

Den svenska ekonomin växte med 4 procent under andra kvartalet i år jämfört med motsvarande kvartal i fjol, vilket var en starkare utveckling än vad som förväntades i inflationsrapporten i maj. Under 2004–2006 bedöms BNP-tillväxten bli över 3 procent per år. I förhållande till bedömningen i föregående inflationsrapport innebär detta en starkare tillväxt framförallt i år och nästa år. Exportefterfrågan har stigit mer än väntat till följd av en högre internationell tillväxt. Detta motiverar att exporten för i år och nästa år revideras upp. Den högre BNP-tillväxten under dessa år bidrar i sin tur till att tillväxten i de fasta bruttoinvesteringarna justeras upp för samma period. Även den privata konsumtionen bedöms nu växa något snabbare. En större produktion och de skattesänkningar och bidragshöjningar som nyligen aviserades i regeringens budgetproposition bidrar till högre disponibla inkomster. Ökande förmögenhet till följd av stigande priser på hus och finansiella tillgångar väntas också medverka till en högre hushållskonsumtion. Höjda statsbidrag till kommunerna har vidare bidragit till att tillväxten i den offentliga konsumtionen för nästa år nu väntas bli högre. I år drivs tillväxten i efterfrågan till ungefär lika stora delar av nettoexporten och den privata konsumtionen. Den privata konsumtionen och investeringarna väntas liksom i föregående inflationsrapport stå för en stor andel av BNP-tillväxten 2005–2006 medan bidraget från nettoexporten samtidigt minskar.

Även om någon tydlig vändning ännu inte syns på arbetsmarknaden bedöms läget nu ha stabiliserats sedan föregående inflationsrapport. Arbetsmarknaden har i stort sett utvecklats i linje med den bedömning som då gjordes. Antalet tillfälligt anställda ökar nu relativt kraftigt vilket kan tala för att utvecklingen på arbetsmarknaden är på väg att vända i positiv riktning.

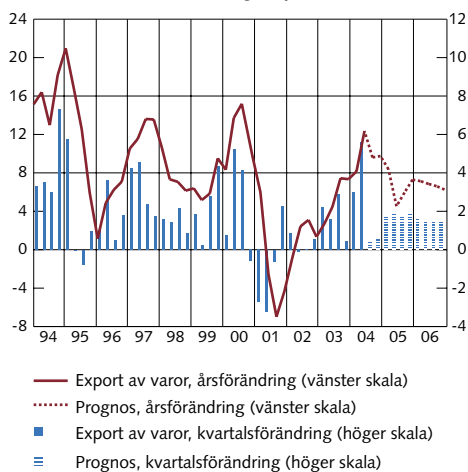
Ny information tyder på att resursutnyttjandet fortfarande är relativt lågt, även om indikatorerna inte är helt samstämmiga. De indikatorer som enbart beskriver läget på arbetsmarknaden pekar genomgående på ett lågt resursutnyttjande. Den starkare förväntade

**Diagram 27. Inköpschefsindex och Konjunkturinstitutets konfidensindikator. Index och netttotal, säsongrensat**



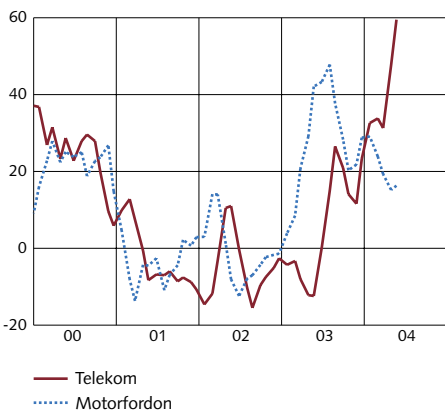
Anm. Med netttotal avses andelen företag som uppgivit en positiv utveckling minus andelen som uppgivit en försämring.  
Källor: Föreningssparbanken och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 28. Export av varor, utfall och prognos för säsongrensad serie. Kvartals- och årsförändring i procent**



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 29. Export i telekom- och motorfordonssektorn – volymutveckling. Årlig procentuell förändring, tre månaders glidande medelvärde**



Anm. Volymförändringen är uträknad på månadsdata som 12-månaders förändring av exporten i löpande priser deflaterad med prisförändringen under samma tid. Därefter har ett tremånaders centrerat medelvärde tagits fram.  
Källor: SCB och Riksbanken.

BNP-tillväxten de närmaste åren talar dock för att de lediga resurserna i ekonomin kommer att tas i anspråk i snabbare takt än vad som låg i bedömningen i föregående inflationsrapport.

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

	2003	2004	2005	2006
Hushållens konsumtion	1,9	2,5 (2,6)	2,9 (2,4)	3,0 (2,6)
Offentlig konsumtion	0,6	1,0 (1,1)	1,3 (0,7)	1,4 (1,3)
Statlig konsumtion	0,6	0,5 (1,3)	0,4 (0,3)	1,4 (1,6)
Kommunal konsumtion	0,6	1,2 (1,0)	1,7 (0,8)	1,4 (1,2)
Fasta bruttoinvesteringar	-2,0	3,5 (3,2)	8,0 (7,7)	6,3 (6,4)
Lagerförändring	0,2	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	5,5	9,6 (7,0)	6,3 (6,1)	6,5 (6,5)
varor	5,5	10,0 (7,4)	6,5 (6,2)	6,7 (6,7)
tjänster	5,6	8,5 (5,7)	5,6 (5,6)	5,6 (5,6)
Import	5,0	6,8 (5,7)	7,2 (6,6)	6,9 (6,8)
varor	6,2	7,4 (5,9)	7,9 (7,1)	7,5 (7,3)
tjänster	1,6	5,3 (5,3)	5,2 (5,2)	5,2 (5,2)
BNP till marknadspris	1,6	3,6 (2,9)	3,2 (2,8)	3,2 (3,1)

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Siffrorna avser faktiska, ej kalenderjusterade, tillväxttakter.

Källor: SCB och Riksbanken.

### ■ ■ Stark industrikonjunktur.

Industrikonjunktoren har varit fortsatt stark under sommaren. Orderläget tycks i allmänhet vara gott och produktionsvolymen har stigit i linje med företagets förväntningar. Konjunkturinstitutets konfidensindikator för tillverkningsindustrin steg i september jämfört med föregående månad (se diagram 27). Inköpschefsindex har dock fallit tillbaka något sedan i våras (se diagram 27). Teknikföretagens barometerundersökning av verkstadsindustrin för tredje kvartalet pekar också på att både export- och hemmamarknaden växer lite långsammare. Undersökningen visar dock att företagen ökat sin orderstock och att de efterfrågar nyckelpersonal i större utsträckning än tidigare. De olika indikatorerna är inte helt entydiga men Riksbanken bedömer att industrikonjunktoren ändå utvecklas väl under prognosperioden, även om tillväxttakten dämpas.

### ■ ■ Exporten växer mer än väntat.

Jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport har varuexporten överraskat positivt. Den ökade i volym med ca 10 procent under första halvåret i år jämfört med motsvarande period förra året (se diagram 28). Denna utveckling kan framförallt hänföras till en starkare internationell efterfrågan än väntat. Den kraftiga ökningen av exporten märks tydligt inom telekommunikation- och motorfordonsbranscherna (se diagram 29). Enligt Konjunkturinstitutets septemberbarometer och Statistiska centralbyråns uppgifter om ordergång ser den närmaste framtiden fortsatt ljus ut för varuexportföretagen. Ny statistik visar att också tjänsteexporten har överraskat. Mot denna bakgrund revideras tillväxttakten för exporten upp



för innevarande och nästa år. För 2006 antas tillväxten i exporten vara oförändrad jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport.

### ■ ■ Överskottsmålet för den offentliga sektorn uppnås inte.

I föregående inflationsrapport reviderades prognosen för den offentliga sektorns finansiella sparande ned för i år och nästa år till följd av de förslag som presenterades i 2004 års ekonomiska vårproposition. Sedan dess har regeringen lagt fram budgetpropositionen för 2005 med nya förslag som påverkar kommunernas konsumtion, de disponibla inkomsterna och den privata konsumtionen. Bland de större posterna återfinns höjda barnbidrag, höjt tak i föräldrapenningen, ökade bidrag till kommunerna samt sänkta inkomst-, arvs/gåvo- och förmögenhetsskatter. Bortsett från skatteväxlingen som innebär högre energiskatter och lägre skatt på arbete och som Riksbanken beaktade redan i föregående inflationsrapport är de nu aviserade reformerna ofinansierade. Det kommer att påverka det finansiella sparandet negativt. Samtidigt förväntas BNP-tillväxten bli högre vilket påverkar det finansiella sparandet positivt. Jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport antas nu intäkterna stiga snabbare i början av prognosperioden vilket föranlett Riksbanken att justera upp det finansiella sparandet relativt mycket för i år och nästa år (se tabell 4).

**Tabell 4. Den offentliga sektorns finanser.  
Procent av BNP**

	2004	2005	2006
Finansiellt sparande	0,7 (-0,1)	0,5 (0,0)	0,4 (1,3)

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källa: Riksbanken.

Liksom i föregående inflationsrapport görs bedömningen att det finansiella sparandet är lägre än vad som krävs för att regeringen ska klara överskottsmålet.<sup>9</sup> Huruvida överskottsmålet ser ut att klaras eller inte under prognosperioden kan också studeras genom att uppskatta det så kallade strukturella sparandet som indikerar hur stort det faktiska finansiella sparandet skulle vara vid ett normalt resursutnyttjande. Det strukturella sparandet bör normalt sett uppgå till ungefär 2 procent om överskottsmålet ska klaras. I föregående inflationsrapport gjordes bedömningen att det strukturella sparandet var för lågt i relation till överskottsmålet. De tillkommande ofinansierade åtgärderna i budgetpropositionen förstärker denna bild.

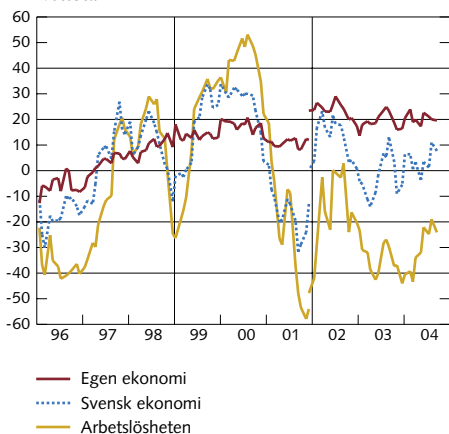
Utfallet för offentlig konsumtion första halvåret 2004 är i linje med prognosen i föregående inflationsrapport. Som en konsekvens av det ökade stödet till kommunerna har prognosen för tillväxten i offentlig konsumtion reviderats upp med drygt en halv procentenhet till 1,3 procent 2005.

### ■ ■ Fortsatt stabil tillväxt i privat konsumtion.

Hittills i år har den privata konsumtionen utvecklats relativt starkt. Tillväxten har varit omkring 2,3 procent på årsbasis. Det är en ökning

<sup>9</sup> Överskottsmålet innebär att den offentliga sektorns finansiella sparande ska uppgå till 2 procent i genomsnitt över en konjunkturcykel.

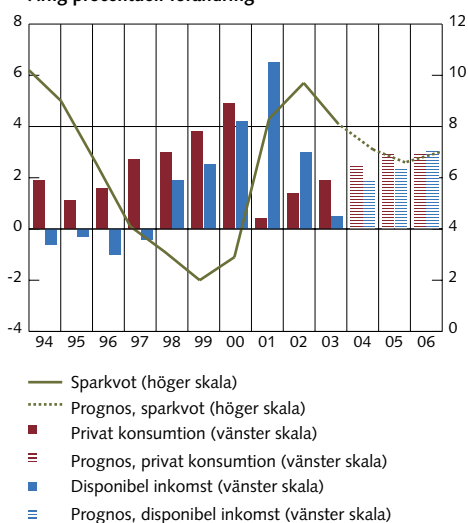
**Diagram 30. Hushållens förväntningar om den egna ekonomin, Sveriges ekonomi samt arbetslösheten. Nettotal**



Anm. Med nettotal avses andelen hushåll som uppger förbättring minus andelen som uppger försämring.

Källa: Konjunkturinstitutet.

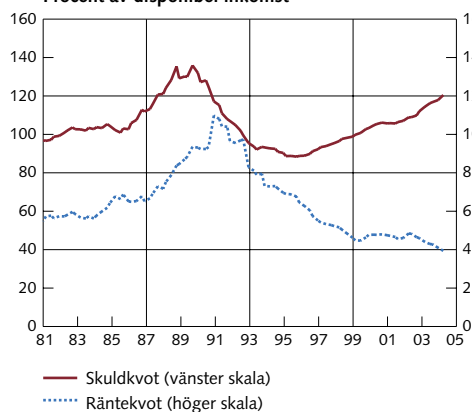
**Diagram 31. Privat konsumtion, disponibel inkomst samt sparkvot. Årlig procentuell förändring**



Anm. Sparkvoten är beräknad som sparande inklusive avtalspensioner. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 32. Hushållens skuldkvot och räntekvot. Procent av disponibel inkomst**



Källor: SCB och Riksbanken.

jämfört med 2003 och talar för att den tilltagande tillväxt av konsumtionen som förutspåddes i föregående inflationsrapport nu är på god väg. Denna bild stöds också i allt väsentligt av indikatorer över konsumtionen den senaste tiden. Hushållen har under sommaren varit fortsatt optimistiska om den egna ekonomin och mer optimistiska om synen på svensk ekonomi och arbetsmarknad (se diagram 30). Siffror på detaljhandelns omsättning är också förhållandevis höga historiskt sett.

De kommande två åren bedöms konsumtionstillväxten tillta ytterligare och uppgå till ca 3 procent, vilket är något högre än den bedömning som gjordes i föregående inflationsrapport. Konsumtionens tillväxt drivs bland annat av en stabil ökning av de disponibla inkomsterna och av det låga ränteläget. Sysselsättningen väntas öka, framförallt mot slutet av prognosperioden, och bidrar då till att hushållens inkomster stiger. Därtill kommer de skattesänkningar och bidragshöjningar för hushållen som regeringen aviserade i budgetpropositionen. Dessa åtgärder beräknas förstärka hushållens disponibla inkomster med ca 0,8 procentenheter både 2005 och 2006. Mot denna bakgrund bedöms de reala disponibla inkomsterna öka med 1,9 procent i år, 2,5 procent 2005 och 3,1 procent 2006 (se diagram 31).

Det nuvarande relativt låga ränteläget gynnar konsumtionen på olika sätt. Det ger hushåll som har lån till rörlig ränta eller som omsätter sina lån med bundna räntor ett större utrymme för konsumtion. Samtidigt bidrar det även till högre huspriser som ger större låneutrymme för dem som äger sin bostad. Det låga ränteläget gör det också mindre attraktivt att spara och gynnar framförallt konsumtion av så kallade varaktiga konsumtionsvaror.

Förmögenhetsutvecklingen väntas också bidra positivt till hushållens konsumtionsvilja de kommande åren. Stigande börskurser och huspriser ledde till att hushållens reala förmögenhet (brutto) ökade med runt 12 procent första kvartalet 2004 jämfört med samma kvartal 2003. Om hushållen ser uppgången på hus- och aktiemarknaden som varaktig bör det bidra till en ökad konsumtion genom att hushållens långsiktiga sparbehov minskar. Hushållens sparkvot väntas falla något de kommande två åren (se diagram 31).

Hushållens skuldsättning har också stor betydelse för hur konsumtionen utvecklas. Hushållen har fortsatt att låna allt mer men lånen förefaller till stor del ha gått till köp av bostäder. Det är också utlåningen från bostadsinstituten som har ökat mest. Eftersom huspriserna stigit snabbt har hushållens skulder i förhållande till värdet av tillgångarna inte ökat i så stor utsträckning. De låga räntorna har också bidragit till att den andel av hushållens disponibla inkomst som går till att betala räntor är låg (se diagram 32).

#### ■ ■ Uppgången i bruttoinvesteringarna ser ut att ha inletts.

Under första halvåret ökade de fasta bruttoinvesteringarna med 1 procent jämfört med motsvarande period förra året. Säsongrensat har investeringarna stärkts de senaste kvartalen, i linje med bedömningen

i föregående inflationsrapport (se diagram 33). Bostadsinvesteringarna har ökat med närmare 15 procent under första halvåret jämfört med motsvarande period i fjol. Industrins investeringar, som minskade på årsbasis till och med första kvartalet i år, ökade under andra kvartalet. Konjunkturinstitutets barometerundersökningar indikerar ett högt utnyttjande av kapitalstocken i industrin. Samma undersökningar visar också att industriföretagen är optimistiska om den närmaste framtiden. Det är därför sannolikt att investeringsuppgången i industrin kommer att fortsätta. I övriga delar av näringslivet bedöms investeringarna också komma att tillta, och uppgången i bostadsinvesteringarna väntas fortsätta under de närmaste åren. Även de offentliga myndigheternas investeringar väntas öka under hela prognosperioden, om än i långsam takt. Totalt sett bedöms de fasta bruttoinvesteringarna öka något mer under framförallt 2004 och 2005 jämfört med vad som antogs i föregående inflationsrapport (se diagram 33). Den huvudsakliga motiveringen till detta är att BNP-tillväxttakten har reviderats upp och att bostadsinvesteringarna har varit större än väntat.<sup>10</sup> De låga räntorna och företagens ökade vinster borde stimulera näringslivets investeringar under de kommande åren.

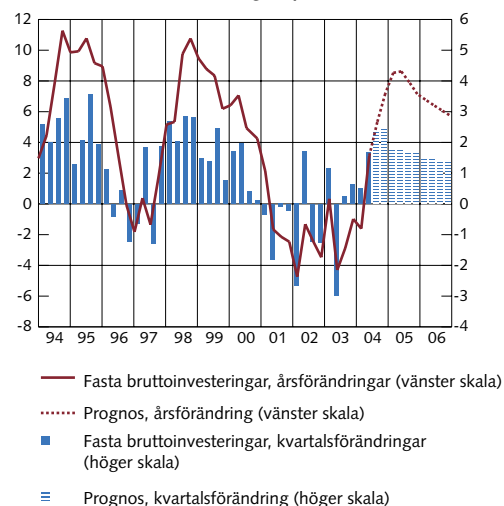
### ■ ■ Uppgången i export-, konsumtions-, och investeringsefterfrågan drar upp importen.

I föregående inflationsrapport väntades varuimporten utvecklas relativt svagt det första kvartalet. Bedömningen baserades då på utrikeshandelsstatistikens månadsutfall. Nationalräkenskapsdata till och med andra kvartalet visar emellertid en starkare tillväxt i varuimporten. Importen av varor ökade med 4,5 procent under första halvåret i år jämfört med motsvarande period förra året. Den prognos som nu tecknas för varuimporten innebär en något starkare tillväxt under andra halvåret i år och under nästa år än vad som antogs i inflationsrapporten i maj (se diagram 35). Uppgången kan, förutom att utfallet var starkare än väntat, motiveras med att tillväxten i export-, konsumtions-, och investeringsefterfrågan reviderats upp.

### ■ ■ Sysselsättningen släpar efter.

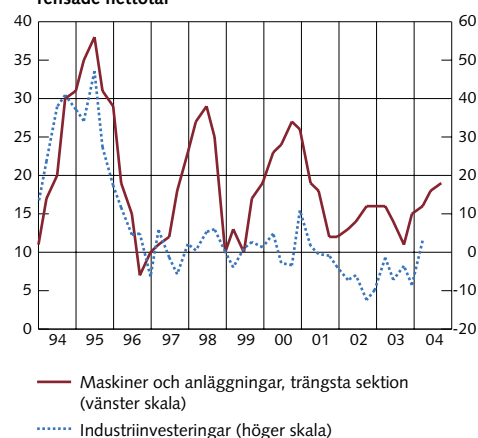
Arbetsmarknaden har i stort sett utvecklats i linje med den bedömning som gjordes i den senaste inflationsrapporten. Under årets första åtta månader har antalet sysselsatta i genomsnitt minskat med 19 000 personer eller med 0,4 procent jämfört med motsvarande period 2003. Det är antalet fast anställda som har minskat medan antalet tillfälligt anställda har ökat (se diagram 36). En ökning av antalet tillfälligt anställda kan dock även ses som ett tecken på att sysselsättningen är på väg att öka igen. Vanligtvis ökar antalet tillfälligt anställda i inledningen av en konjunkturuppgång innan företagen så småningom börjar anställa fast personal. Enligt Nationalräkenskapernas utfall för det första halvåret ökade antalet arbetade timmar mer än väntat, vilket också är positivt för arbetsmarknadsutvecklingen på sikt. Antalet

Diagram 33. Fasta bruttoinvesteringar, utfall och prognos för säsongrensad serie. Kvartals- och årsförändringar i procent



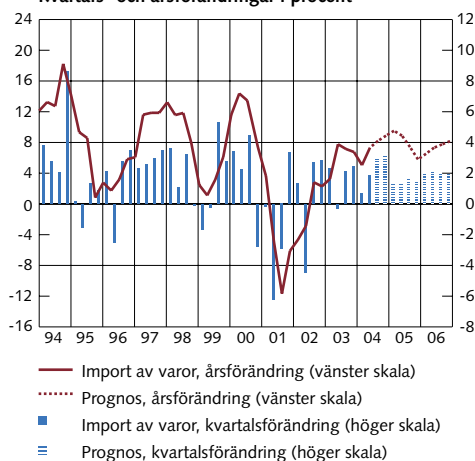
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 34. Tillverkningsindustrins investeringar samt andelen företag med tillgången på maskiner och anläggningar som primär begränsning (tidsfördröjd med två kvartal). Årlig procentuell förändring respektive säsongrensade netttotal



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

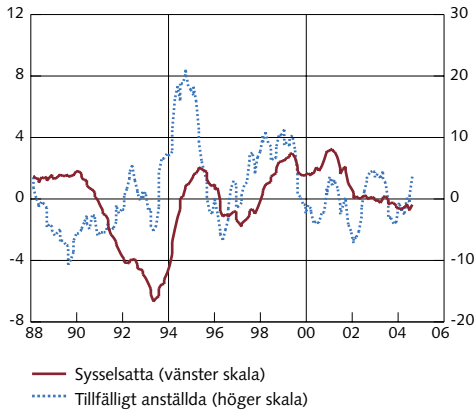
Diagram 35. Import av varor, utfall och prognos för säsongrensad serie. Kvartals- och årsförändringar i procent



Källor: SCB och Riksbanken.

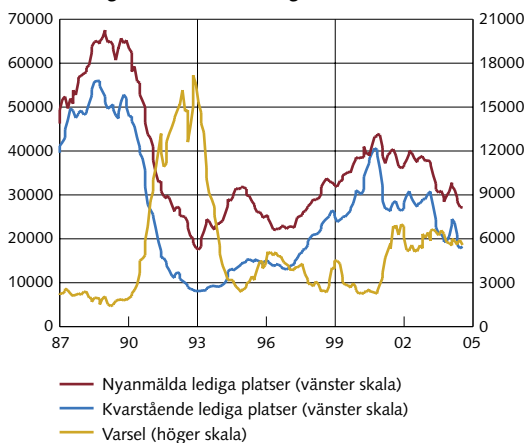
<sup>10</sup> Såväl Boverket som Byggnadsindustrin har reviderat upp sina prognoser för bostadsbyggandet.

**Diagram 36. Antalet sysselsatta och tillfälligt anställda.**  
Årlig procentuell förändring, tre månaders glidande medelvärde



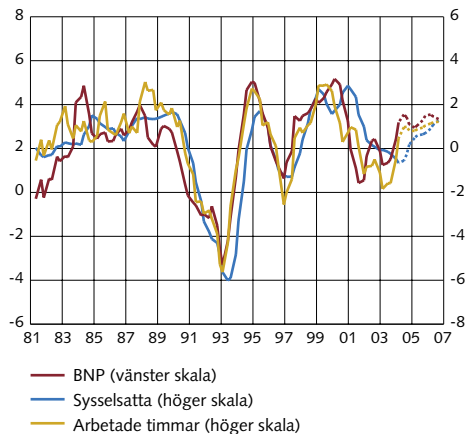
Källa: SCB.

**Diagram 37. Nyanmälda och kvarstående lediga platser med en varaktighet på mer än tio dagar samt antalet varsel.**  
Säsongrensat, tre månaders glidande medelvärde



Källa: AMS.

**Diagram 38. BNP, arbetade timmar och sysselsättning.**  
Årlig procentuell förändring, tre kvartals glidande medelvärde



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

varsel om uppsägning minskade också något under augusti månad. Samtidigt fortsatte dock antalet nyanmälda lediga platser att minska på årsbasis (se diagram 37). Vidare visade Konjunkturinstitutets senaste barometer att flertalet näringsgrenar avvaktar med att anställa personal. Andelen företag som räknade med nedskärningar var dock mindre än under inledningen av året. Även om efterfrågan på arbetskraft fortfarande är svag och de olika indikatorerna inte ger en entydig bild bedöms arbetsmarknaden nu ändå ha stabiliserats något.

Bedömningen i denna inflationsrapport är att konjunkturen fortskrider och stärks allteftersom men att sysselsättningsutvecklingen är fortsatt svag. Det så kallade Okunsambandet kan användas som en utgångspunkt för en analys av hur konjunkturen i genomsnitt påverkar arbetsmarknaden. Det historiska mönstret är att sysselsättningen reagerar med en viss eftersläpning på en förändring i produktionen. I fördjupningsrutan "Konjunkturen och arbetsmarknaden" i marsrapporten i år redovisades olika skattningar av Okunsambandet. En slutsats var att sysselsättningen hade utvecklats normalt eller något mer positivt i förhållande till konjunkturläget under 2002 och 2003 än vad dessa skattningar tydde på. Under det fjärde kvartalet 2003 fanns dock tendenser till att sysselsättningen tvärtom hade börjat släpa efter. Nya skattningar av Okunsambandet tyder på att sysselsättningen också har varit något svagare under årets första halvår än vad som kunde ha förväntats utifrån det estimerade sambandet. En tänkbar förklaring kan vara att sjukfrånvaron minskat, vilket innebär att redan sysselsatta i större utsträckning än tidigare deltar i produktionen. Sysselsättningsökningen tycks med andra ord ha fördröjts av minskad sjukfrånvaro på samma sätt som sysselsättningen under några år hölls uppe av att frånvaron tilltog. Samtidigt har det varit möjligt för företagen att möta den ökade efterfrågan i ekonomin genom att höja produktiviteten vilket fått till följd att efterfrågan på arbetskraft varit relativt svag.

Sysselsättningen förväntas börja öka svagt runt årsskiftet för att därefter utvecklas i linje med det historiska sambandet (se diagram 38). Antalet personer som arbetar inom industri- och byggsysektorn bedöms öka måttligt under prognosperioden medan antalet jobb inom den privata tjänstesektorn väntas öka mer (se diagram 39). Även sysselsättningen inom den offentliga sektorn förutses öka under prognosperioden främst till följd av ökade bidrag till kommunerna. Sammantaget väntas antalet sysselsatta i hela ekonomin öka med 0,6 procent 2005 och 1,2 procent 2006 (se diagram 40).

Under årets första halvår ökade medelarbetstiden per sysselsatt med i genomsnitt 1,5 procent jämfört med motsvarande period 2003.<sup>11</sup> Ökningen var betydligt snabbare än den som väntades i den senaste inflationsrapporten. En viss del av ökningen beror på kalender-effekter (dvs. sammanhänger med att arbetsfria helgdagar infaller under veckoslut) men är också del i ett normalt konjunkturmönster. I inledningen av en konjunkturuppgång ökar arbetskraftsefterfrågan

<sup>11</sup> Medelarbetstiden är mätt som det totala antalet arbetade timmar enligt Nationalräkenskaperna dividerat med genomsnittligt antal sysselsatta enligt Arbetskraftsundersökningarna.

främst genom att antalet arbetade timmar ökar, bl.a. till följd av ökat övertidsarbete för de redan anställda, och först i en senare fas genom att antalet nyanställningar ökar. Av den anledningen väntas medelarbetstiden öka även under 2005. Mot slutet av prognosperioden bedöms uppgången i medelarbetstiden däremot stanna av då 2006 har färre arbetsdagar än 2005. Samtidigt väntas efterfrågan på arbetskraft i större utsträckning då tillgodoses via nyanställningar.

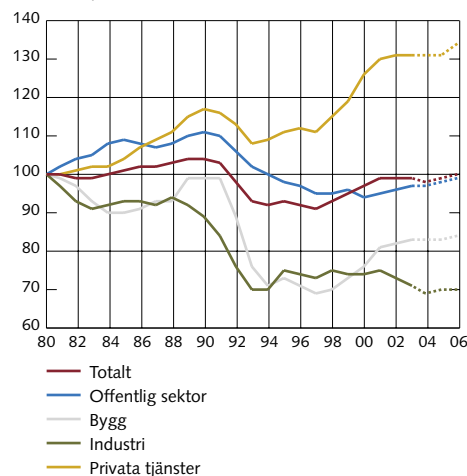
Hittills i år har antalet personer i arbetskraften i genomsnitt ökat med 0,5 procent jämfört med motsvarande period i fjol. Det är en något starkare utveckling än vad som bedömdes i föregående inflationsrapport. Den främsta orsaken är att ökningen av de arbetsmarknadspolitiska åtgärderna har kommit senare än vad som då förväntades. Nuvarande bedömning är att arbetskraften ökar med knappt 1 procent under perioden 2004–2006. Befolkningsutvecklingen väntas vara stabil under hela prognosperioden. Däremot väntas den starka ökningen i de yngre åldersgrupperna medföra att antalet studerande i reguljär utbildning stiger under prognosperioden. Vidare bedöms arbetskraftsutbudet dämpas av att antalet långtidssjukskrivna (personer med sjuk- och aktivitetsersättning, tidigare förtidspension) ökar över prognosperioden eftersom dessa ej ingår i arbetskraften. Utbudet av arbetskraft väntas även komma att hållas tillbaka av att fler personer deltar i utbildningsprogram. Till följd av större anslag i budgetpropositionen bedöms antalet personer i arbetsmarknadspolitiska program som andel av arbetskraften öka under 2005 och 2006.

Den öppna arbetslösheten väntas minska mot slutet av året. Det är främst en följd av att fler personer deltar i arbetsmarknadspolitiska program men också av att sysselsättningen kan börja öka svagt. I takt med att konjunkturen stärks bedöms den öppna arbetslösheten fortsätta att falla. Den totala arbetslösheten väntas dock inte minska fullt så mycket.<sup>12</sup> Under 2006 bedöms den öppna arbetslösheten bli lägre än vad som antogs i maj. Det är bl.a. en följd av att fler personer väntas delta i arbetsmarknadspolitiska program efter regeringens förslag i Budgetpropositionen.

### ■ ■ Fortsatt stark produktivitetstillväxt.

Spegelbilden av att BNP-tillväxten varit god samtidigt som arbetsmarknaden varit dämpad är en fortsatt hög produktivitetstillväxt och ett lågt kostnadstryck i svensk ekonomi. I vilken utsträckning den fortsatt goda produktivitetstillväxten är tillfällig och hänger samman med konjunkturen eller är en följd av mer långsiktiga faktorer är svårt att avgöra. Produktivitetstillväxten fluktuerar kraftigt mellan enskilda år men den genomsnittliga utvecklingen under 1990-talet har varit tydligt högre än under 1980-talet (se diagram 41). Riksbankens bedömning är fortfarande att den starka produktivitetstillväxten under den senaste tiden till viss del beror på konjunkurläget och därmed är av övergående karaktär. Liksom tidigare bedöms

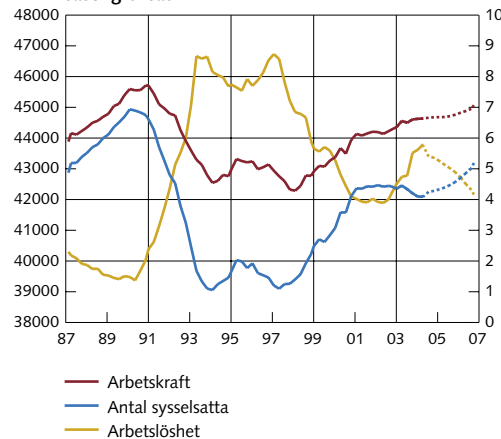
Diagram 39. Antalet sysselsatta inom olika sektorer. Index, 1980=100



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 40. Arbetskraft, sysselsättning och öppen arbetslöshet. 100-tals personer respektive andel av arbetskraften, säsongrensat

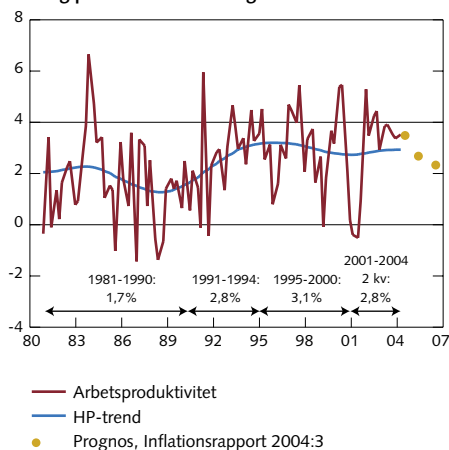


Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

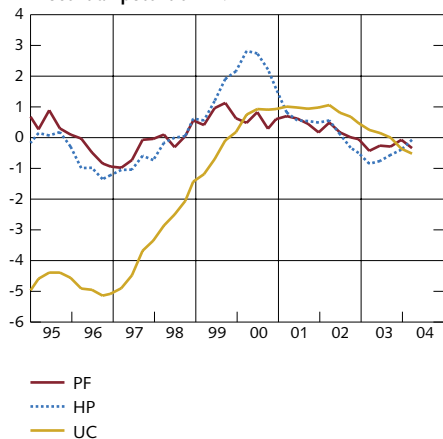
<sup>12</sup> Total arbetslöshet beräknas som antalet öppet arbetslösa samt personer i arbetsmarknadspolitiska program dividerat med summan av antalet personer i arbetskraften samt antalet personer i arbetsmarknadspolitiska utbildningsprogram.

**Diagram 41. Produktivitetstillväxten i näringslivet sedan 1980 samt HP-trend. Årlig procentuell förändring**



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 42. Skattade produktionsgap enligt tre metoder. Procent av potentiell BNP**



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

Källor: SCB och Riksbanken.

produktivitetstillväxten därför avta under prognosperioden i takt med att konjunkturuppgången blir bredare och omfattar fler sektorer i ekonomin vilket också väntas föra med sig en ökad sysselsättning. Men till en del bedöms den starka produktivitetstillväxten också avspegla mer långsiktiga faktorer. Prognosen för den genomsnittliga produktivitetstillväxten under prognosperioden revideras därför upp något och antas vara i paritet med den genomsnittliga utvecklingen under 1990-talet.

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

	2003	2004	2005	2006
Arbetskraft	0,7	0,3 (0,2)	0,1 (0,3)	0,5 (0,5)
Sysselsatta	-0,2	-0,4 (-0,5)	0,6 (0,7)	1,2 (1,1)
Medelarbetstid	-1,2	1,2 (0,6)	0,3 (0,0)	0,0 (0,2)
Arbetade timmar	-1,3	0,9 (0,1)	0,9 (0,7)	1,2 (1,3)
Öppen arbetslöshet, procent av arbetskraften	4,9	5,5 (5,5)	5,1 (5,2)	4,4 (4,6)
Arbetsmarknadspolitiska program, procent av korrigerad arbetskraft	2,1	2,3 (2,3)	2,4 (2,1)	2,4 (2,0)

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Korrigerad arbetskraft är summan av antalet personer i arbetskraften och antalet personer i konjunkturberoende utbildningsprogram.

Källor: AMS, SCB och Riksbanken.

## ■ ■ Resursutnyttjandet fortsatt lågt.

Riksbanken uppskattar resursutnyttjandet i ekonomin genom att dels beräkna det så kallade produktionsgapet med olika metoder, dels analysera andra indikatorer som exempelvis barometerundersökningar i vilka företagen uppger brist på arbetskraft etc. (se fördjupningsrutan "Indikatorer på resursutnyttjandet" i föregående inflationsrapport). De olika indikatorerna kan ge markant skilda resultat. Liksom i maj görs den sammantagna bedömningen att resursutnyttjandet i ekonomin som helhet fortfarande är relativt lågt.

De skattningar av produktionsgapet som gjorts på statistik till och med andra kvartalet i år tyder på att resursutnyttjandet är lägre än för ett par år sedan. HP-metoden, som beräknar produktionsgapet genom att anpassa en mjukt varierande trend till BNP-tillväxten, visar att gapet sluter sig (se diagram 42). UC-metoden, som beräknar gapet utifrån utvecklingen på arbetsmarknaden och inflationen, visar däremot ett vidgat negativt produktionsgap (se diagram 42). Detta avspeglar de olika signaler som kommit från produktionen å ena sidan och från arbetsmarknaden och inflationen å den andra. Trots en snabb uppgång i produktionen på senare tid utvecklas sysselsättningen svagt och inflationen är låg.

I industrin har det uppmätta kapacitetsutnyttjandet stigit till en historiskt sett hög nivå (se diagram 43), men då den förväntade sysselsättningsökningen fortfarande släpar efter förefaller det i första hand vara utnyttjandegraden av det fysiska kapitalet som har ökat. I Konjunkturinstitutets barometerundersökningar är det fortfarande få industriföretag som rapporterar att det i första hand är tillgången

på arbetskraft som begränsar produktionen (se diagram 44). Inom byggnadsindustrin och tjänstenäringarna är det i första hand tillgången på arbetskraft med viss kompetens som kan ge upphov till resursbrist, men även i dessa sektorer är det en liten andel av företagen som rapporterar brist på arbetskraft. I branschen datakonsulter och dataservice har bristen på arbetskraft ökat tydligt, men andelen är fortfarande blygsam i jämförelse med situationen 1999 och 2000 (se diagram 45).

Upprevideringen av tillväxtprognosen för svensk ekonomi för de närmaste åren bedöms leda till att de lediga resurserna tas i anspråk i snabbare takt än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. Under 2006 väntas resursutnyttjandet stiga till nivåer där det inte längre verkar återhållande på pris- och löneökningar.

### ■ ■ Löneökningstakten ökar något mot slutet av prognosperioden.

Sedan inflationsrapporten i maj har preliminär konjunkturlönestatistik för mars t.o.m. juli inkommit. Lönerna i näringslivet har stigit med 2,7 procent under de sju första månaderna i år jämfört med motsvarande period i fjol (se diagram 46). Statistiken är dock alltjämt preliminär. Under vintern och våren har en stor del av löneavtalen för näringslivet omförhandlats vilket ger upphov till retroaktiva löneökningar av vilka en stor del ännu inte har börjat betalas ut. Löneökningstakten väntas därför stiga när dessa retroaktiva löneökningar kommer in i statistiken. I offentlig sektor har löneökningarna hållits uppe och fortsatt att öka snabbare än i näringslivet trots kommunernas ansträngda ekonomi. Hittills i år har lönerna i offentlig sektor stigit med 4,1 procent, vilket är 0,4 procentenheter mer än motsvarande period 2003.

Lönerna i näringslivet bedöms öka med 3,2 procent i år, vilket är samma ökningstakt som 2003 (se tabell 6). Det innebär en marginellt långsammare ökningstakt i förhållande till prognosen i föregående inflationsrapport. Under 2005 och 2006 väntas löneökningstakten tillta dels på grund av avtalens profil, dels på grund av att resursutnyttjandet stiger. De totala lönekostnaderna i näringslivet väntas öka med 3,7 respektive 4,0 procent 2005 och 2006. Några större justeringar av löneprognosen har inte gjorts sedan i maj, vilket följer av att sysselsättningsprognosen inte heller har ändrats nämnvärt trots upprevideringen av BNP-tillväxten.

Den 30 september löpte avtal ut för ca 200 000 anställda inom staten. Löneavtalen i näringslivet väntas bli normerande för den statliga sektorn i enlighet med sektorns samarbetsavtal. Under våren 2005 ska ca 600 000 anställda inom kommuner och landsting teckna nya löneavtal. Lönerna inom offentlig sektor bedöms fortsätta att öka relativt mycket under 2005. Detta hänger samman med att kommunsektorn väntas öka efterfrågan på arbetskraft bl.a. till följd av de förslag om ökade statsbidrag som aviserats i Budgetpropositionen. Jämfört med föregående prognos har löneökningstakten i offentlig sektor reviderats upp något för prognosperioden.

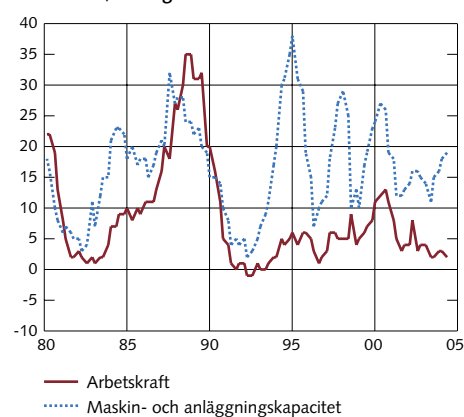
En under året starkare produktivitetstillväxt och lägre löne-

**Diagram 43. Industrins kapacitetsutnyttjande enligt SCB och Konjunkturinstitutet. Procent, säsongrensat**



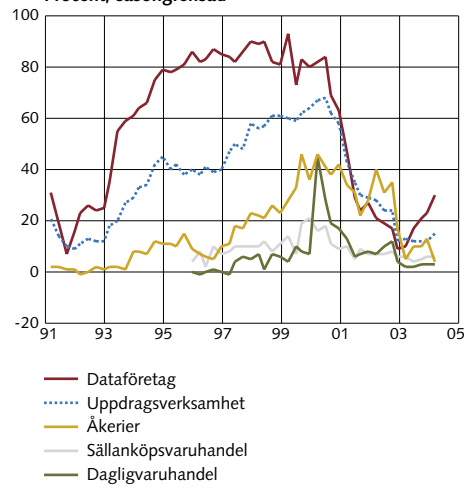
Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

**Diagram 44. Andel företag i tillverkningsindustrin med maskin- och anläggningskapaciteten respektive tillgången på arbetskraft som primär begränsning. Procent, säsongrensat**



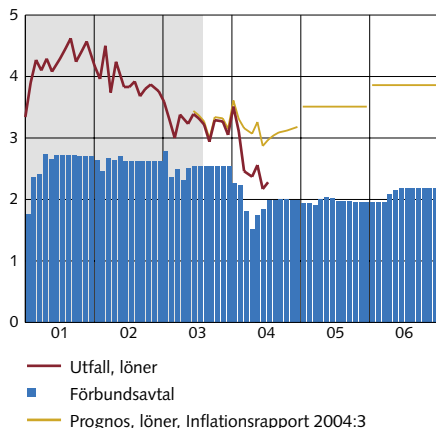
Källa: Konjunkturinstitutet.

**Diagram 45. Andelen företag med brist på personal. Procent, säsongrensat**



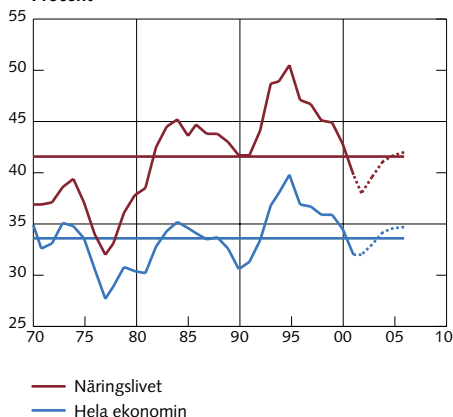
Källa: Konjunkturinstitutet.

**Diagram 46. Löhner, avtal och prognos för näringslivet. Årlig procentuell förändring**



Anm. Det skuggade området avser definitiva utfall för konjunkturlönestatistiken. Konjunkturlönestatistiken kompletteras successivt med retroaktiva utbetalningar och det slutliga utfallet fastställs först efter 12 månader.  
Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken.

**Diagram 47. Vinstandel enligt nationalräkenskaperna. Procent**



Anm. De horisontella linjerna avser genomsnittet för 1970–2001. Streckade linjer avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken.

kostnadsökning än väntat medför att nedgången i enhetsarbetskostnaderna i näringslivet blir något större jämfört med den bedömning som gjordes i maj (se tabell 6). Produktivitetstillväxten väntas fortsätta att utvecklas starkt under hela prognosperioden men dämpas något framöver. I kombination med stigande lönekostnader medför detta att enhetsarbetskostnaderna i näringslivet stiger. I år och nästa år förutsätts enhetsarbetskostnaderna öka i långsammare takt än priserna vilket innebär att vinstandelen i såväl näringslivet som i hela ekonomin fortsätter att öka under samma period (se diagram 47).

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

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

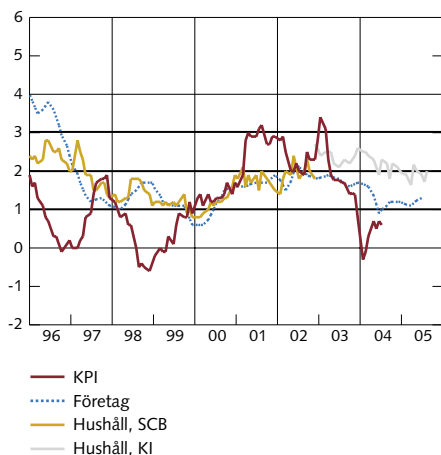
Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Prognoserna är baserade på konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet. På grund av avrundningar summerar inte posterna.  
Källor: SCB och Riksbanken.



**Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.**

- BNP-tillväxten har reviderats upp för alla år under prognosperioden.
- Tillväxten i exporten har reviderats upp för i år och nästa år på grund av starkare internationell efterfrågan.
- Tillväxten i bruttoinvesteringarna har reviderats upp för innevarande och nästa år. Skälet är att BNP nu väntas växa snabbare och att utfallet för bostadsinvesteringarna har varit högre än väntat.
- Tillväxten i den privata konsumtionen har reviderats upp något för 2005 och 2006. Det beror på att de disponibla inkomsterna skrivits upp till följd av starkare BNP-tillväxt och de skattesänkningar och bidragshöjningar som aviserats i budgetpropositionen.
- Tillväxten i varuimporten har reviderats upp för alla år till följd av att konsumtions-, investerings- och exportefterfrågan nu väntas bli högre.
- Arbetskraften, sysselsättningen och medelarbetstiden har reviderats upp för innevarande år.
- Den starkare BNP-tillväxten antas leda till ett ökat antal arbetade timmar men inte till en motsvarande sysselsättningsuppgång nästa år.
- Arbetslöshetsprognosen för 2006 har reviderats ned främst till följd av att fler personer väntas delta i arbetsmarknadspolitiska program.
- Produktivitetstillväxten i ekonomin är något uppreviderad i år till följd av starkare utfall än väntat, vilket även påverkar bedömningen framöver.
- Lönerna i näringslivet antas stiga något mer 2006 till följd av starkare tillväxt och lägre arbetslöshet. Enhetsarbetskostnaderna stiger något mindre till följd av att produktivitetstillväxten blir något starkare.
- Upprevideringen av den prognostiserade tillväxten i ekonomin under de närmaste åren bedöms leda till att de lediga resurserna i ekonomin tas i anspråk i något snabbare takt.

**Diagram 48. Faktisk inflation samt hushållens och företagens inflationsförväntningar på ett års sikt. Procent**



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

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

## Inflationsförväntningar

Förväntningar om inflationstakten hos olika aktörer i ekonomin utgör ett viktigt underlag för den penningpolitiska analysen. Genom att inflationsförväntningarna påverkar till exempel företagets prissättning och lönebildningen har de också direkta effekter på den faktiska inflationen. Om hushållen tror att inflationen kommer att öka kan det leda till höjda lönekrav, vilket i sin tur kan driva på inflationen. Förväntningarna kan påverkas av en rad olika faktorer, t.ex. den uppmätta faktiska inflationen, den ekonomiska politikens utformning och den makroekonomiska utvecklingen i stort.

Hushållens förväntningar om inflationen på ett års sikt har fluktuerat nära 2 procent det senaste året (se diagram 48). I september månad uppgick förväntningarna till 2,0 procent, vilket är en uppjustering med 0,4 procentenheter sedan föregående inflationsrapport. Företagens förväntningar om inflationen på ett års sikt har varierat lite den senaste tiden och är alltså låga, vilket framgår av Konjunkturinstitutets Konjunkturbarometer i juli (se diagram 48). Förväntningarna har justerats upp till 1,3 procent, att jämföra med 1,1 procent i undersökningen från april. Hushållens inflationsförväntningar är något högre än Riksbankens inflationsprognos för september 2005 medan företagets inte avviker nämnvärt från prognosen för juli 2005. Riksbankens prognos är emellertid baserad på ett antagande om oförändrad reporänta.

Resultatet från Prosperas undersökning i september pekar på marginellt högre inflationsförväntningar jämfört med undersökningen i maj (se tabell 7). Förväntningarna på ett och två års sikt har justerats upp 0,1 procentenheter och är nu i genomsnitt 1,9 respektive 2,1 procent. På fem års sikt är förväntningarna fortfarande 2,2 procent. Industrins inköpschefer är alltså den grupp vars förväntningar är högst över samliga tidshorisonter. Aktörerna på penningmarknaden, vilka noterade historiskt sett låga förväntningar i maj, har nu reviderat upp den väntade inflationstakten. På ett års sikt väntas inflationen enligt denna grupp vara 1,6 procent och på två och fem års sikt 2,0 procent. Penningmarknadens aktörer baserar sina inflationsförväntningar på att reporäntan är oförändrad under de närmaste tre månaderna.<sup>13</sup> Inom ett år väntas räntan höjas till 2,75 procent och inom två år till 3,50 procent.

<sup>13</sup> Penningmarknadens aktörer tillfrågades om reporäntan den 15 september 2004.

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

<b>Förväntad inflationstakt om 1 år</b>	
Penningmarknadens aktörer	1,6 (0,2)
Arbetsgivarorganisationer	1,6 (-0,2)
Arbetstagarorganisationer	1,7 (0,2)
Inköpschefer handel	2,0 (0,1)
Inköpschefer industri	2,2 (0,2)
Hushåll (HIP) i september (april)	2,0 (0,4)
Företag (Barometern) i juli (april)	1,3 (0,2)
<b>Förväntad inflationstakt om 2 år</b>	
Penningmarknadens aktörer	2,0 (0,1)
Arbetsgivarorganisationer	1,8 (-0,1)
Arbetstagarorganisationer	1,9 (0,1)
Inköpschefer handel	2,1 (0,0)
Inköpschefer industri	2,3 (0,1)
<b>Förväntad inflationstakt om 5 år</b>	
Penningmarknadens aktörer	2,0 (0,0)
Arbetsgivarorganisationer	2,0 (0,1)
Arbetstagarorganisationer	2,1 (-0,1)
Inköpschefer handel	2,2 (-0,1)
Inköpschefer industri	2,3 (-0,1)

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

Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera.

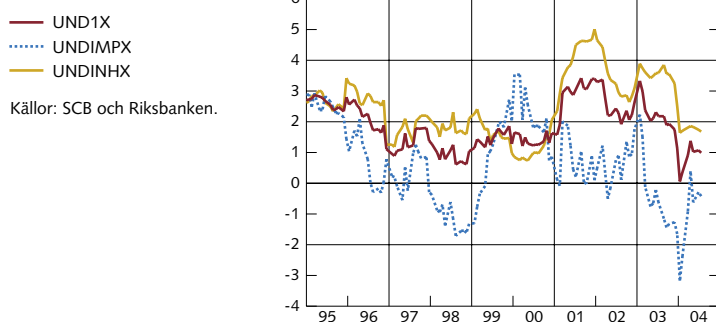
## Den senaste tidens inflationsutveckling

### Inflation i linje med förväntan

Efter en betydande nedgång i inflationen sedan början av 2003 har inflationstakten, mätt som UND1X, den senaste tiden hållit sig kring 1 procent (se diagram R5). Den låga inflationen beror delvis på att produktiviteten ökat snabbt vilket i kombination med måttliga löneökningar inneburit ett lågt inhemskt kostnadstryck. Den låga UND1X-inflationen beror också på att den importerade inflationen har varit negativ. Detta kan i sin tur förklaras av ett lågt internationellt pristryck och en förstärkning av växelkursen under senare år.

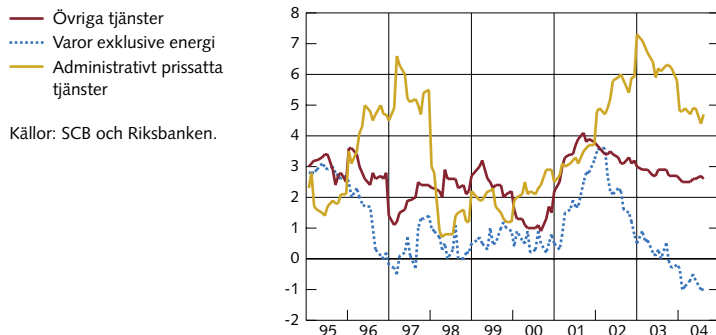
Inflationen har de senaste månaderna utvecklats i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport. Prognosen var då att inflationen hade bottnat och att den skulle vara relativt stabil det närmaste året för att därefter successivt tillta i takt med ett stigande resursutnyttjande. I augusti uppgick UND1X-inflationen till 1,0 procent vilket var en tiondel högre än prognosen i föregående inflationsrapport.

Diagram R5. Olika inflationsmått.  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R6. Varu- och tjänstepriser.  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Den inhemska inflationen kännetecknas av en låg prisökningstakt på varor men en högre prisökningstakt på tjänster, framförallt administrativt prissatta tjänster (se diagram R6). De senare är inte alltid relaterade till ett ökat efterfrågetryck i ekonomin. Ibland förefaller sambandet snarare vara det motsatta; i en lågkonjunktur ansträngs den ekonomiska situationen i kommunerna vilket leder till höjda taxor för kommunala tjänster.

Jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport har den inhemska inflationen varit något högre än väntat. Det förklaras främst av elprisernas utveckling. Bedömningen i föregående inflationsrapport var att elpriserna skulle falla tillbaka ytterligare något i år mot bakgrund av att de fortfarande är betydligt högre än före den kraftiga uppgången vintern 2003. Elpriserna har visserligen fortsatt att falla, men prisnedgången har inte varit fullt så stor som förutsattes i maj. Priserna på övriga inhemska varor har däremot ökat i något långsammare takt än prognostiserat (se diagram R7). Det kan troligtvis förklaras av att kostnadstrycket, som det återspeglas i arbetskostnaderna per producerad enhet, har utvecklats svagare än väntat.

Inflationstakten på importerade varor har varit något lägre än vad som förutsattes i föregående inflationsrapport trots att oljepriset tvärtmot bedömningen i våras stigit markant. Den direkta effekten av den oväntade oljeprisuppgången är högre priser på olja och drivmedel i konsumentledet. Prisökningstakten på oljeprodukter i KPI har stigit från negativa tal i början av året till drygt 5 procent i augusti (se diagram R8). Dessa höjningar har dock mer än väl kompensats av att priserna på övriga importerade varor som kläder och skor fallit mer än väntat (se diagram R7).

### Fortsatt låg underliggande inflation

För att analysera hur inflationen utvecklas rensat för olika temporära effekter studerar Riksbanken olika mått på den så kallade underliggande inflationstakten. Underliggande inflation är inget

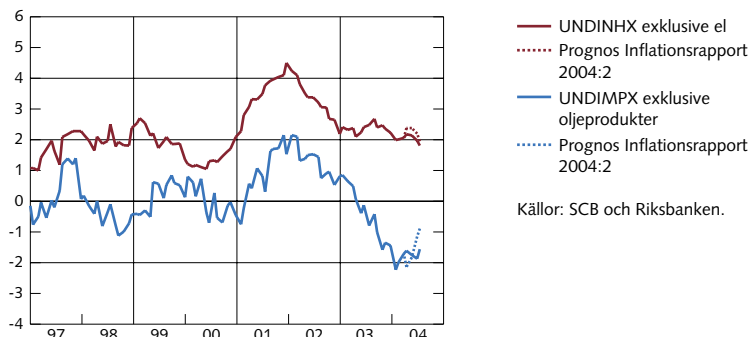
entydigt definierat begrepp och kan beräknas på olika sätt. En vanlig metod är att från KPI exkludera vissa komponenter som anses vara av mer tillfällig karaktär för att urskilja den trendmässiga eller mer konjunkturrelaterade komponenten i inflationen. I UND1X exkluderas räntekostnader för egna hem liksom direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner från KPI. Ett annat 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 sett visat sig variera kraftigt. I diagram R9 redovisas några olika mått på underliggande inflation. Enligt samtliga mått har den underliggande inflationen fallit sedan början av 2002. De senaste månaderna har den underliggande inflationstakten hållit sig kring 1 procent.

#### Låg inflation även i ett internationellt perspektiv

Ett annat sätt att studera utvecklingen av den svenska inflationen är att se den i ett internationellt perspektiv. I diagram R10 visas utvecklingen i den underliggande inflationen rensad för energipriser i Sverige, euroområdet och USA sedan 2002. Den nedgång i prisökningarna som skett i Sverige sedan 2002 har varit större än i USA och inom euroområdet. Inom euroområdet har inflationen hållit sig runt 2 procent sedan början av 2003. I USA föll prisökningstakten under 2002 och första halvåret 2003 ungefär i takt med utvecklingen i Sverige, men har sedan dess stigit.

Till viss del bör de olika inflationstakterna ses mot bakgrund av att länderna befinner sig i något olika faser i konjunkturcykeln och att kostnadsutvecklingen skiljer sig åt mellan länderna. I USA, liksom i Sverige, har arbetskraftkostnaderna per producerad enhet utvecklats mycket svagt de senaste åren, vilket har medfört ett lågt tryck på prisökningar från kostnadssidan (se diagram R11). Konjunkturuppgången har samtidigt varit starkare i USA än i Sverige. Det bör ha lett till ett högre resursutnyttjande i den amerikanska ekonomin, vilket i sin tur troligtvis

Diagram R7. UNDINHX exklusive el och UNDIMPX exklusive oljeprodukter. Årlig procentuell förändring

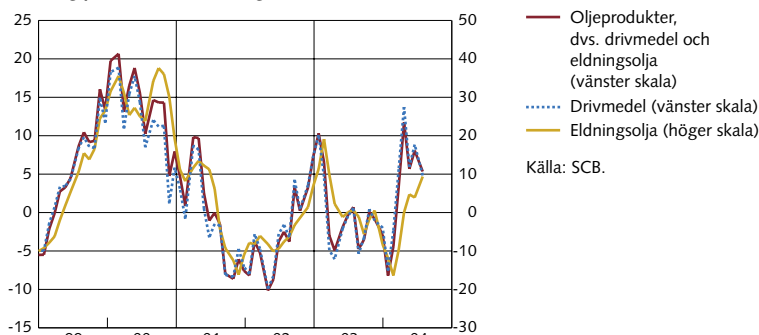


— UNDINHX exklusive el  
 ..... Prognos Inflationsrapport 2004:2  
 — UNDIMPX exklusive oljeprodukter  
 ..... Prognos Inflationsrapport 2004:2

Källor: SCB och Riksbanken.

kan förklara att den amerikanska inflationen stigit det senaste året. Det kan också finnas mer strukturellt betingade prisförändringar som påverkar inflationen på kortare sikt. En sådan faktor är förändringar i konkurrensförhållanden. Inom vissa branscher har den svenska prisnivån varit högre än i euroområdet bl.a. till följd av bristande konkurrens.

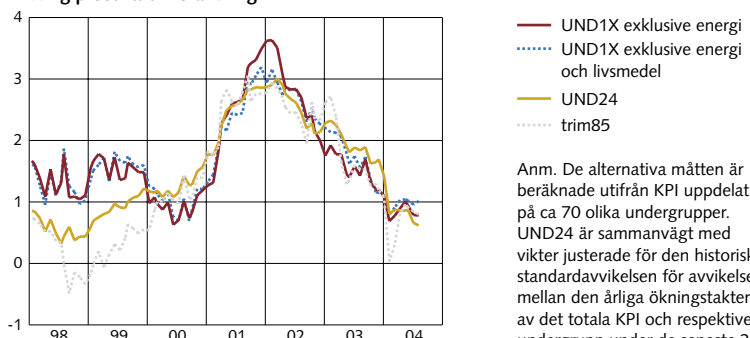
Diagram R8. Oljeprodukter i KPI. Årlig procentuell förändring



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

Källa: SCB.

Diagram R9. Olika mått på underliggande inflation. Årlig procentuell förändring

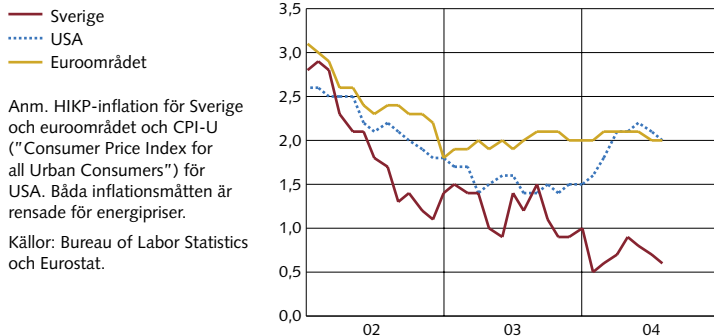


— UND1X exklusive energi  
 ..... UND1X exklusive energi och livsmedel  
 — UND24  
 ..... trim85

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 extrema negativa årliga prisförändringarna under varje månad exkluderats.

Källor: SCB och Riksbanken.

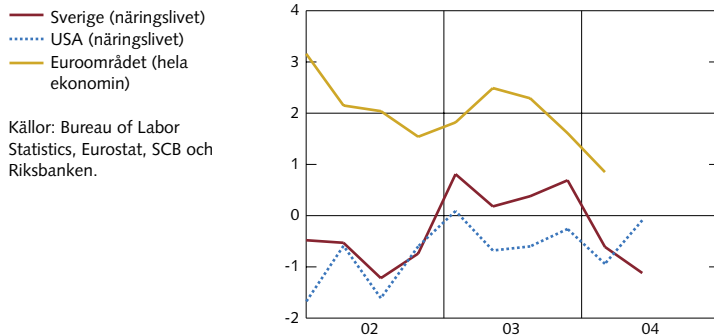
**Diagram R10. Inflation i Sverige, euroområdet och USA. Årlig procentuell förändring**



Anm. HIKP-inflation för Sverige och euroområdet och CPI-U ("Consumer Price Index for all Urban Consumers") för USA. Båda inflationsmått är rensade för energipriser.

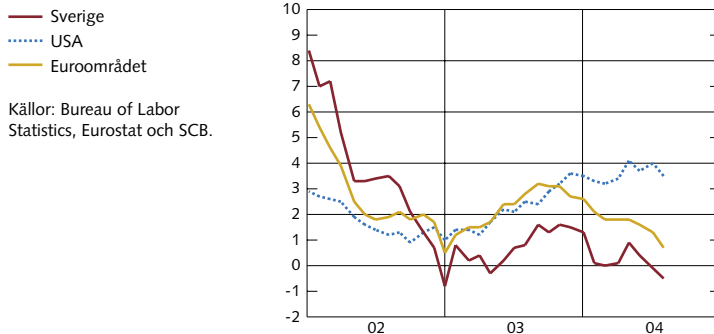
Källor: Bureau of Labor Statistics och Eurostat.

**Diagram R11. Arbetskraftskostnad per producerad enhet i Sverige, USA och euroområdet. Årlig procentuell förändring**



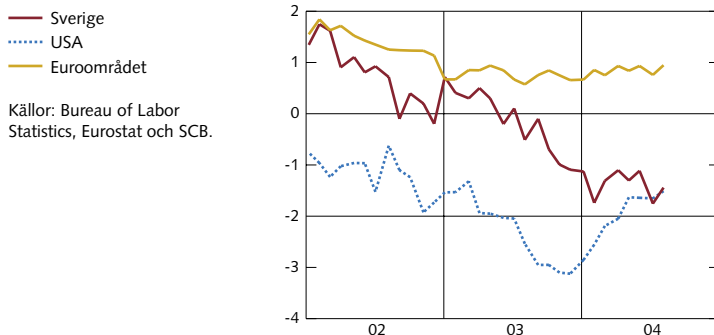
Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, SCB och Riksbanken.

**Diagram R12. Prisutveckling på livsmedel. Årlig procentuell förändring**



Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och SCB.

**Diagram R13. Prisutveckling på övriga varor. Årlig procentuell förändring**



Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och SCB.

Förändringar som innebär att konkurrensen ökar kan på kort sikt ha effekt på inflationen även om det egentligen rör sig om relativprisförändringar som inte beror på den makroekonomiska utvecklingen.

Ett sätt att söka förståelse för relativa prisförändringar är att dela upp konsumentprisernas utveckling i olika komponenter. Diagram R12, R13 och R14 visar prisutvecklingen uppdelad på livsmedel, övriga varor samt tjänster. I kategorierna övriga varor och tjänster ingår såväl inhemskt producerade som importerade varor. Av diagram R12 framgår att ökningstakten för matpriserna i USA stiger. I Sverige och inom euroområdet har det omvända varit fallet. De svenska prisökningarna på livsmedel har fallit från runt 8 procent i början av 2002 till nära noll i dag. Till viss del påverkas förloppet av att prisökningstakten på livsmedel i början av 2002 var uppdriven av tillfälliga faktorer som successivt upphört. Men en orsak till den svenska utvecklingen har sannolikt också varit att konkurrensen på den svenska livsmedelsmarknaden ökat under senare år, bl.a. genom att flera lågprisalternativ vuxit fram. Detta bör ha dämpat takten på prisökningarna.

På alla tre marknaderna har prisökningstakten på övriga varor varit låg och avtagande, även om trenden nedåt är starkare i Sverige och USA än inom euroområdet (se diagram R13). Prisökningstakten på tjänster har varit högre än prisökningstakten på livsmedel och på övriga varor under en längre tid. I USA har takten på prisökningarna varit högre än i Sverige och inom euroområdet.

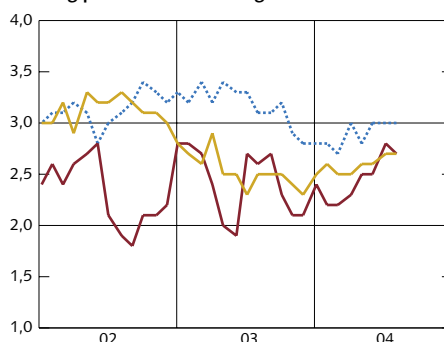
För Sveriges del kan de låga prisökningarna på varor till viss del förklaras av att växelkursen stärkts under senare år vilket resulterat i att de svenska importpriserna stigit långsamt och till och med fallit tillbaka under senare år. Det verkar dock även troligt att globaliseringen av världens varumarknader och den prispress detta medfört har bidragit till den låga prisökningstakten på varor som kunnat observeras i såväl Sverige som USA och euroområdet. Tjänstesektorn har sannolikt inte varit utsatt för ett växande globalt konkurrenstryck i samma utsträck-

ning vilket kan vara en bidragande förklaring till den högre prisökningstakten på tjänster. Lägre produktivitetstillväxt inom tjänstesektorer i förhållande till varuproducerande sektorer spelar sannolikt också en roll.

Vilket genomslag dessa pristrender får på den samlade inflationstakten i olika länder beror på komponenternas vikter i konsumtionskorgen. Vikterna återspeglar i sin tur skillnader i konsumtionsmönster och samhällets struktur i fråga till exempel om privat kontra offentlig sektor. Livsmedel utgör exempelvis drygt 20 procent av den svenska konsumtionskorgen, jämfört med ca 15 procent av den amerikanska, vilket innebär att prisutvecklingen på denna varugrupp får ett större genomslag på den svenska inflationstakten. Även övriga varukomponenter väger mer i den svenska konsumtionskorgen än i den amerikanska. Det medför att den dämpade prisutvecklingen på dessa varor haft ett större genomslag i den svenska inflationen än i den amerikanska. För den amerikanska inflationstakten har i stället den högre prisutvecklingen på tjänster spelat en större roll, i och med att tjänster har en större vikt i den amerikanska konsumtionskorgen än i den svenska.

Sammanfattningsvis kan prisutvecklingen på kortare sikt påverkas av såväl konjunkturella som strukturella faktorer. Den låga inflationen beror delvis på att produktiviteten ökat snabbt vilket i kombination med måttliga löneökningar inneburit ett svagt inhemskt kostnadstryck. Dessutom har det internationella pristrycket varit lågt samtidigt som kronan har förstärkts under senare år. Därutöver verkar det sannolikt att även förändrade konkurrensförhållanden på den svenska livsmedelsmarknaden har bidragit till att inflationsutvecklingen blivit mer dämpad i Sverige än i omvärlden de senaste åren.

Diagram R14. Prisutveckling på tjänster.  
Årlig procentuell förändring



— Sverige  
 ..... USA  
 — Euroområdet

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och SCB.





# ■ Inflationsbedömning

*Inflationen är för närvarande låg. Under de kommande åren väntas den gradvis öka till följd av ett tilltagande internationellt och inhemskt kostnadstryck. Jämfört med bedömningen i maj har prognosen för inflationen reviderats upp. Det beror främst på det högre oljepriset och ett högre resursutnyttjande. Det låga utgångsläget för inflationen och gynnsamma kostnadsförhållanden talar dock för att inflationen ändå blir relativt måttlig under de närmaste åren. På ett par års sikt väntas UND1X-inflationen uppgå till ca 2 procent. Riskerna för högre och lägre inflation bedöms balansera varandra.*

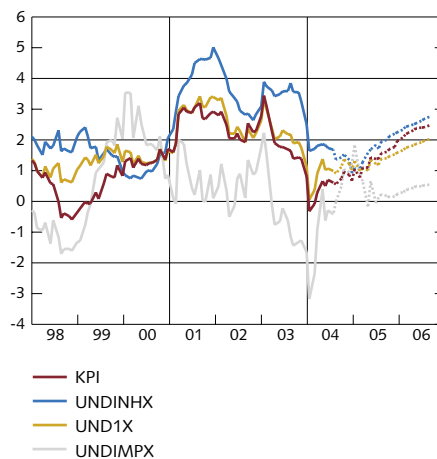
## Inflationsutsikterna i huvudscenariot

Inflationen är för närvarande låg. Priserna på importerade varor och tjänster i KPI har sammantagit fallit det senaste året och prisökningstakten på inhemsk produktion har varit måttlig. Det relativt svaga inhemska pristrycket beror i sin tur både på ett relativt lågt resursutnyttjande och på en gynnsam kostnadsutveckling till följd av starka produktivitetökningar och att lönerna ökat i måttlig takt. Den importerade inflationen hålls nere av ett lågt globalt pristryck och av att kronans värde stigit under senare år. Utvecklingen sedan föregående inflationsrapport har i stort sett varit i linje med prognosen (se vidare fördjupningsrutan "Den senaste tidens inflationsutveckling").

### ■ ■ Inflationsprognosen något uppreviderad.

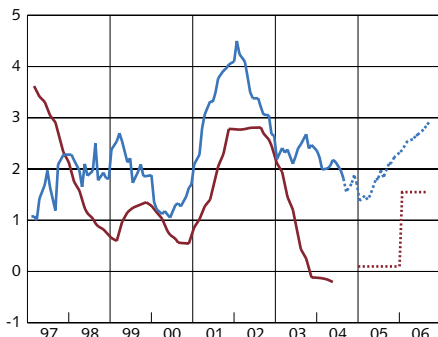
Låga kostnadsökningar i ekonomin bidrar till att den svaga ökningstakten i KPI- och UND1X-inflationen väntas bestå en bit in under 2005. Därefter bedöms den inhemska inflationstakten öka till följd av att produktivitetstillväxten dämpas och resursutnyttjandet i ekonomin stiger. Det tilltagande internationella pristrycket väntas samtidigt leda till att den importerade inflationen, exklusive olja, stiger. Sammantaget bedöms både KPI- och UND1X-inflationen stiga gradvis de kommande två åren. Jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport har prognosen för inflationen reviderats upp något, vilket främst motiveras av det högre oljepriset och av att konjunkturuppgången nu väntas bli något starkare. I huvudscenariot väntas UND1X-inflationen uppgå till 1,4 procent på ett års sikt och 2,0 procent på två års sikt (se tabell 8). Motsvarande siffror för KPI-inflationen är 1,6 respektive 2,5 procent.

Diagram 49. Olika inflationsmått, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 50. UNDINHX exklusive el och enhetsarbetskostnader i näringslivet. Årlig procentuell förändring

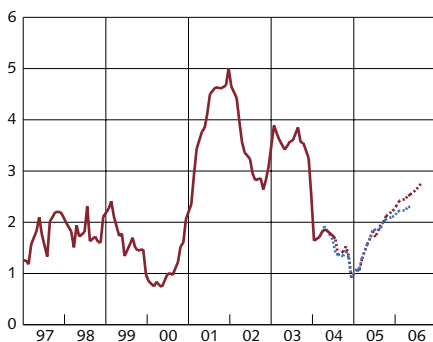


— ULC i näringslivet, åtta kvartals glidande medelvärde  
— UNDINHX exklusive el

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Siffrorna för enhetsarbetskostnaderna under 2005 och 2006 avser genomsnitt av årliga prognoser för 2004/2005 respektive 2005/2006.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 51. UNDINHX, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



— UNDINHX, utfall  
..... Inflationrapport 2004:3  
..... Inflationrapport 2004:2

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 8. Inflationsprognosen i huvudscenariot. Årlig procentuell förändring

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

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.

Källor: SCB och Riksbanken.

I det följande redovisas inflationsprognosen mer ingående, liksom skälen till att den reviderats upp. Först diskuteras den inhemska inflationen och därefter den importerade inflationen, med särskild betoning på det höga oljeprisets effekter.

### ■ ■ Ökat resursutnyttjande ger stigande inhemsk inflation.

Priserna på inhemskt producerade varor och tjänster har stigit måttligt den senaste tiden. I augusti uppgick den underliggande inhemska inflationstakten till 1,7 procent. Utvecklingen av den inhemska inflationen kan ses i ljuset av den höga produktivitetstillväxten som i kombination med måttliga löneökningar har resulterat i att kostnadsstrycket fortsatt att vara lågt (se diagram 50). Under resten av året väntas den inhemska inflationen falla ytterligare något. Detta följer dels av lågt kostnadsstryck och kapacitetsutnyttjande och dels av att elpriserna under de kommande månaderna väntas vara något lägre än de var under motsvarande månader förra året. Under 2005 väntas den inhemska inflationen däremot tillta successivt i takt med att resursutnyttjandet i ekonomin stiger och produktivitetstillväxten dämpas (se diagram 51).

I förhållande till bedömningen i våras väntas kostnadsutvecklingen i näringslivet bidra till en ännu lägre prisökningstakt på inhemskt producerade konsumtionsvaror på kort sikt. Utvecklingen hittills i år pekar mot en något starkare produktivitetstillväxt i näringslivet och lite lägre löneökningar 2004 än enligt föregående prognos. Det resulterar i att enhetsarbetskostnaderna inom näringslivet blir lägre i år än tidigare väntat.

Denna kortsiktiga tendens till lägre inhemsk inflation jämfört med föregående inflationsrapport motverkas till viss del av att elpriserna bedöms dämpa inflationstakten något mindre än vad Riksbanken räknade med i våras. Elpriserna har i år som väntat fallit tillbaka från de höga nivåerna under 2003. Prisnedgången i konsumentledet har emellertid varit något mindre än prognosen i maj. Framöver väntas elpriserna i konsumentledet stiga långsamt enligt ungefär samma förlopp som i föregående prognos. Men det sker nu från en något högre nivå vilket innebär att elpriserna stiger i något snabbare takt på kort sikt.

På lite längre sikt har prognosen för den underliggande inhemska inflationen reviderats upp något. Det beror i huvudsak på att konjunkturuppgången bedöms bli starkare; den reala ekonomin förväntas nu växa med 3,6 procent i år jämfört med knappt 3 procent i bedömningen i våras. Även för 2005 och 2006 har tillväxtutsikterna reviderats upp, men något mindre. Det betyder att de lediga resurserna i ekonomin kommer att tas i anspråk i snabbare takt. Med en viss fördröjning medför det att prisökningstrycket från efterfrågesidan blir något högre än bedömningen i föregående inflationsrapport. Inflationsprognosen på två års sikt blir även högre av att prognoshorisonten flyttas fram några månader och att bedömningen sträcker sig längre fram i konjunkturcykeln.

### ■ ■ Något högre importerad inflation till följd av högre oljepris.

Den importerade inflationen har också utvecklats svagt under senare år (se diagram 52 och 53). En orsak till det är att prisökningstakten på de internationella producentpriserna på bearbetade varor varit låg under senare år. Det är i sin tur sannolikt relaterat till såväl hårdnande internationell konkurrens som till konjunkturavmattningen 2001–2002. Kronan är också högre värderad i TCW-termer i dag än för några år sedan.

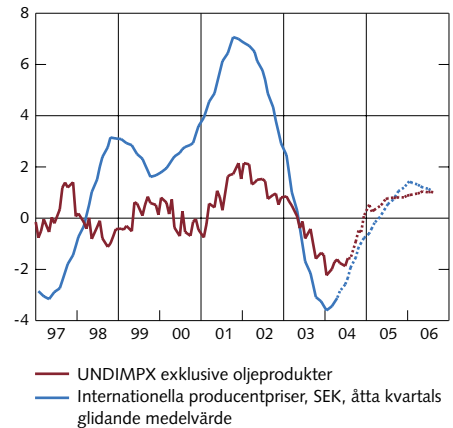
Ökningstakten i de internationella producentpriserna har dock under det senaste året stigit relativt snabbt till följd av stigande råvarupriser och ett ökat internationellt resursutnyttjande (se diagram 26). Detta väntas framöver gradvis slå igenom på importpriserna i konsumentledet. Stigande enhetsarbetskostnader för importföretagen bidrar också till att prisökningstakten på importen av konsumtionsvaror, exklusive olja, stiger under 2005 och 2006 (se diagram 52). I likhet med tidigare bedömning väntas växelkursen stärkas något i handelsvägda termer, vilket delvis motverkar ökande kostnader och priser. I slutet av prognoshorisonten väntas den importerade inflationen exklusive olja uppgå till ca 1 procent i årstakt.

Förutom att oljepriset har en indirekt effekt på importerad inflation, som beskrivits ovan, har oljepriset även en direkt effekt genom att det påverkar priset på villaolja och bensin. Den kraftiga uppgången i oljepriset sedan mitten av 2003 har inneburit att prisförändringarna på oljeprodukter i KPI stigit från negativa tal i början av året till drygt 5 procent i augusti (se diagram R8). Bilden av importerad inflation blir därför något annorlunda om även oljepriserna inkluderas. Den importerade inflationen är då för närvarande inte lika låg (se diagram 52 och 53).

I förhållande till bedömningen i våras har prognosen för den importerade inflationen reviderats upp. Det beror till stor del på det högre priset på olja. Sedan prognosen i maj har oljepriset stigit oväntat mycket och bedöms nu bli högre under hela prognosperioden. Det får till följd att priset på oljeprodukter i KPI blir lite högre på något års sikt. Ett högre oljepris och även ett högre resursutnyttjande i omvärlden innebär att det också är rimligt att räkna med något större

Diagram 52. Internationella producentpriser på bearbetade varor i svenska kronor och UNDIMPX exklusive oljeprodukter.

Årlig procentuell förändring

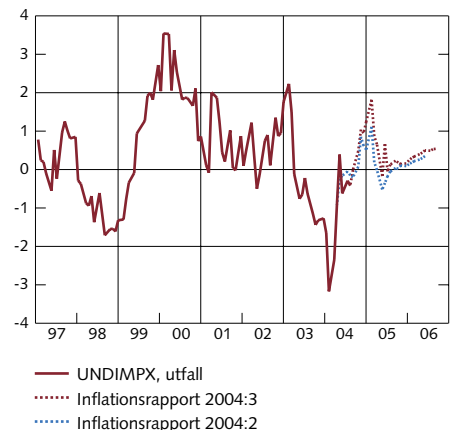


Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: OECD, SCB och Riksbanken.

Diagram 53. UNDIMPX, utfall och prognos enligt huvudscenariot.

Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

prisökningar på internationella bearbetade varor. Detta bedöms i sin tur gradvis slå igenom i en högre prisökningstakt på importerade konsumtionsvaror de kommande åren.

**■ ■ Liten skillnad mellan UND1X- och KPI-inflationen i genomsnitt över prognoshorisonten.**

I likhet med tidigare bedömning väntas KPI-inflationen på kort sikt bli betydligt lägre än UND1X-inflationen till följd av att den lägre korta räntan sänker räntekostnaderna för hushållen. Denna effekt ebbar dock ut successivt. Under 2005 förväntas det ske ett omslag till stigande räntekostnader för hushållen, en följd av prognosen om stigande långa räntor. Mot slutet av prognosperioden bedöms därför i stället KPI-inflationen överstiga UND1X-inflationen med 0,5 procentenheter, en tendens som skulle förstärkas om också de korta räntorna skulle stiga i linje med marknadens förväntningar. Höjda indirekta skatter, främst höjda energiskatter inom ramen för den gröna skatteväxlingen, väntas i likhet med tidigare bedömning öka KPI-inflationen något i förhållande till UND1X-inflationen. Över prognosperioden i genomsnitt är dock skillnaden mellan de två inflationsmåtteten liten. Skillnaden är i stort sett densamma som i föregående inflationsrapport.

**Tabell 9. Förändring i KPI jämfört med UND1X. Årlig procentuell förändring och procentenheter**

	sept 04	sept 05	sept 06
UND1X	0,9 (0,9)	1,4 (1,3)	2,0
+Effekter av förändrade räntekostnader	-0,5 (-0,5)	0,0 (0,1)	0,3
+Effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner	0,2 (0,1)	0,2 (0,2)	0,2
=KPI	0,6 (0,4)	1,6 (1,5)	2,5

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källa: Riksbanken.

**Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.**

- Oljepriset väntas bli högre under hela prognosperioden.
- Den importerade inflationen väntas bli något högre 2005 och 2006 framförallt som ett resultat av det högre oljepriset.
- Den inhemska inflationen bedöms bli något högre 2006 i hudsak till följd av en starkare real tillväxt.
- UND1X- och KPI-inflationen bedöms bli något högre 2005 och 2006.

## Riskbilden

I huvudscenariot beskrivs den utveckling av inflationen som Riksbanken bedömer vara mest sannolik under antagandet att reporäntan hålls oförändrad på nuvarande nivå. Prognosen är dock förknippad med osäkerhet och vid penningpolitikens utformning tas hänsyn till risken att inflationen kan avvika från huvudscenariot.

Till skillnad från föregående rapport är den samlade bedömningen nu att riskerna för lägre inflation än i huvudscenariot är lika stora som riskerna för högre inflation. Den samlade riskbilden framgår av diagram 54 och 55. Där åskådliggörs att sannolikheten för ett inflationsutfall över prognosen i huvudscenariot är lika stor som sannolikheten för utfall under prognosen. Den riskkorrigerade inflationsprognosen är därmed densamma som i huvudscenariot (se tabell 10). Tabellerna 11 och 12 visar hur stor sannolikheten är för att den riskkorrigerade prognosen för KPI- och UND1X-inflationen hamnar inom olika intervall.

### ■ ■ Balanserad internationell risk.

I föregående inflationsrapport gjordes bedömningen att den internationella och inhemska konjunkturutvecklingen innebar en risk för att kraften i konjunkturuppgången underskattades och därmed en risk för högre inflation än i huvudscenariot. Det bedömdes även finnas en risk för att en högre världsmarknadstillväxt eller ett förvärrat säkerhetspolitiskt läge skulle kunna innebära ett högre oljepris. Till viss del har hänsyn till dessa risker nu byggts in i huvudscenariot, som innehåller en snabbare konjunkturförbättring och ett högre oljepris än i föregående inflationsrapport.

Oljeprisuppgången under 2004 tycks till stor del vara ett resultat av att den globala efterfrågan på olja ökat oväntat mycket, även om det säkerhetspolitiska läget och andra utbudsrestriktioner också haft avgörande betydelse (se fördjupningsruta "Oljepriset och penningpolitiken" i denna inflationsrapport). I huvudscenariot förväntas oljepriset att falla tillbaka framöver. Bedömningen är att det högre oljepriset kommer att ge en måttlig höjning av inflationen och att de återhållande effekterna på realekonomin blir begränsade. Den låga reservkapaciteten på oljemarknaden gör dock att det finns risk för fortsatt höga oljepriser och därmed ett högre internationellt pristryck och större realekonomiska effekter än vad som antas i huvudscenariot. Det finns också en osäkerhet om spridningseffekterna av den oljeprisuppgång som hittills skett vilken är minst lika viktig. Effekten på inflationen och inflationsförväntningarna kan komma att bli högre än beräknat och de återhållande effekterna på BNP-tillväxten kan bli större. Detta gäller såväl den svenska ekonomin som världsekonomin i övrigt. Hushållens konsumtion av t.ex. bilar kan komma att minska om hushållen är osäkra på vad som ska hända med oljepriset. På motsvarande sätt kan företag vilja skjuta investeringsbeslut på framtiden.

Risken för högre inflation till följd av oljeprisutvecklingen kvarstår således, medan inflationsriskerna förknippade med en snabbare konjunkturutveckling får anses ha minskat. Det senare beror både på att konjunkturbedömningen nu är något mer positiv i huvudscenariot och på att oljeprisuppgången medför en risk för en snabbare dämpning av den ekonomiska tillväxten.

Det finns också faktorer i världsekonomin som skulle kunna bidra till lägre inflation och svagare konjunktur än i huvudscenariot. I första hand rör det sig om ett antal s.k. finansiella obalanser och tänkbara effekter från dessa. För att hålla uppe efterfrågan under konjunkturavmattningen har centralbankerna i världen hållit låga räntor. De låga räntorna har bidragit till att den privata konsumtionen hållits uppe och till högre bostadspriser. Prisökningarna på fastigheter har varit höga under en följd av år i många länder och utvecklingen har gått hand i hand med en kraftig stegring av hushållens skuldsättning. Denna utveckling går att förklara relativt väl med hänvisning till de tidigare avregleringarna av de finansiella marknaderna, låga räntor, en god inkomstutveckling och strukturella förändringar. Det kan ändå inte uteslutas att den förväntade ränteuppgången, mindre expansiv politik och en gradvis dämpning av konjunkturuppgången skulle kunna leda till förändringar i fastighetspriserna och därmed minskad efterfrågan från hushållen.

I USA kvarstår osäkerheten kring effekterna av de stora underskotten i den federala budgeten och bytesbalansen. Underskotten kan driva fram en ränteuppgång som håller tillbaka konsumtion och investeringar. En sådan anpassning kan också vara förknippad med en försvagning av dollarn. Effekterna på dollarn skulle kunna förstärkas av att det även finns ett behov av att dämpa bytesbalansöverskotten i asiatiska länder. Samtidigt som en större försvagning av dollarn skulle kunna underlätta anpassningen i USA och Asien, skulle den också riskera att bromsa konjunkturuppgången i Europa och tillväxten på Sveriges exportmarknader. Den skulle också kunna innebära att den handelsvägda kronkursen förstärks snabbare än i prognosen i huvudscenariot. Detta betyder att risken för högre importerad inflation minskar.

Ytterligare en faktor som skulle kunna leda till lägre importerad inflation än väntat är den ökade konkurrensen på världsmarknaden och dess återverkningar på svenska konsumentpriser. EU:s importkvoter på kläder kommer att tas bort i januari 2005. I praktiken innebär detta att importen av kläder från framförallt Kina kan komma att öka. Inflationsprognosen i huvudscenariot beaktar visserligen detta i viss mån men det är svårt att avgöra hur stort genomslaget på konsumentpriserna kommer att bli och hur snabbt det kommer att ske. Sedan motsvarande kvoter togs bort i Norge 1994 har priset på kläder sjunkit med totalt ca 30 procent, men detta skedde gradvis under en 10-årsperiod och från ett utgångsläge med mindre konkurrens än idag. Riksbanken har i sin prognos i huvudscenariot inte bedömt att effekten blir så stor, vilket å andra sidan gör att det finns möjlighet

att den importerade inflationen blir ännu lägre. Att nedgången i den svenska inflationen under senare år antagligen delvis kan hänföras till förändrade konkurrensförhållanden på den svenska livsmedelsmarknaden visar på betydelsen av denna typ av strukturella förändringar (se fördjupningsrutan "Den senaste tidens inflationsutveckling" i denna inflationsrapport).

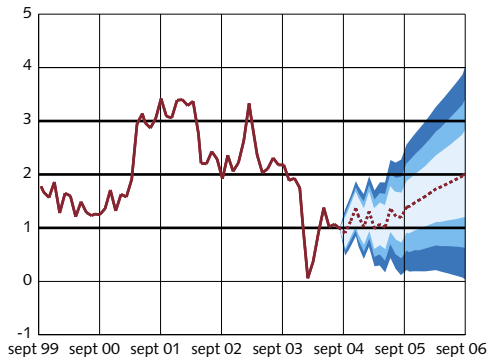
Riskerna för högre inflation till följd av den internationella konjunkturutvecklingen och speciellt oljepriset bedöms ungefär motsvara riskerna för lägre inflation som skulle kunna bli resultatet av en svagare internationell tillväxt, en lägre dollar eller sänkta importpriser på grund av ökad konkurrens. Sammantaget bedöms mot denna bakgrund de risker för inflationen som är förknippade med den internationella utvecklingen balansera varandra.

#### ■ ■ De inhemska riskerna är balanserade.

Även de inhemska riskerna för högre och lägre inflation än i huvudscenariot uppskattas ungefär balansera varandra. Den viktigaste riskfaktorn bedöms för närvarande vara produktivetsutvecklingen. Erfarenheterna under senare år visar tydligt att inflationen kan bli lägre än väntat, även om produktion och efterfrågan skulle utvecklas enligt prognosen. Produktiviteten har förbättrats oväntat mycket vilket utgör spegelbilden av att arbetsmarknaden utvecklats sämre än prognostiserat. Utvecklingen har varit likartad i USA och i en del andra länder. Som framgår av diagram 41 varierar produktiviteten kraftigt över tiden, men det är också uppenbart att den genomsnittliga tillväxten sedan 90-talets början varit högre än under 80-talet. Det är svårt att med säkerhet avgöra varför produktiviteten förbättrats så mycket, och därmed också hur stor del av uppgången i produktiviteten som är ett bestående fenomen och hur stor del som beror på det vanliga cykliska mönstret, att produktiviteten normalt är hög i inledningen av en konjunkturuppgång. Riksbankens bedömning är att den gynnsamma produktiviteten delvis beror på konjunkturläget, och att ökningstakten därmed kommer att falla tillbaka de närmaste åren, om än till en väsentligt högre nivå än genomsnittet för 80-talet. Här finns uppenbarligen en risk för att tillväxten i produktiviteten underskattas och att inflationstrycket överskattas. Osäkerheten är dock betydande och det finns även en risk för att den framtida produktiviteten överskattas i huvudscenariot och att uppgången i inflationen därmed underskattas.

Sammanfattningsvis gör Riksbanken bedömningen att sannolikheten att inflationen blir högre än i huvudscenariot är lika stor som att den blir lägre. Med beaktande av riskbilden väntas KPI-inflationen uppgå till 1,6 procent på ett års sikt och 2,5 procent på två års sikt. Motsvarande bedömning för UND1X-inflationen är 1,4 procent och 2,0 procent.

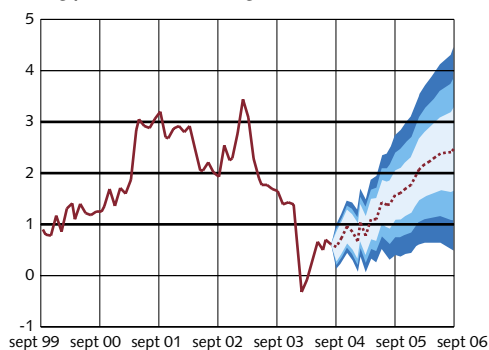
**Diagram 54. UND1X-inflationen med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring**



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 55. KPI-inflationen med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring**



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

Källor: SCB och Riksbanken.

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

	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal	
	2004	2005	sept 05	sept 06
KPI	0,5 (0,5)	1,3 (1,2)	1,6 (1,6)	2,5
UND1X	1,0 (1,0)	1,2 (1,2)	1,4 (1,4)	2,0

Anm. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 54-55. 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
sept 2005	29 (46)	51 (44)	18 (10)	1 (0)	100
sept 2006	20 (26)	29 (32)	30 (26)	21 (16)	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
sept 05	21 (44)	51 (45)	25 (11)	2 (1)	100
sept 06	11 (15)	24 (27)	32 (31)	33 (27)	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.



**P**enningpolitiken baseras normalt på inflationsutsikterna på ett till två års sikt. Det innebär emellertid inte att utvecklingen varken det närmaste året eller bortom två år saknar betydelse för de penningpolitiska besluten. En någorlunda god uppfattning om utvecklingen i ett lite längre perspektiv är nödvändig för att t.ex. se om det finns särskilda faktorer som kan komma att påverka inflationen bortom den normala prognoshorizonten. Ett uppenbart exempel är då att en tillfällig störningsfaktors totala effekt på inflationen syns först efter två år. Denna ruta diskuterar detta kortfattat och presenterar sedan en bedömning av den ekonomiska utvecklingen bortom den tvååriga prognoshorizonten.

I huvudscenariot har den ekonomiska utvecklingen de kommande två åren diskuterats, vilket är den tidshorizont över vilken penningpolitikens genomslag på ekonomin normalt antas vara som störst. Även om utsikterna för ett till två år därmed ges den största vikten i de penningpolitiska besluten beaktas givetvis även den ekonomiska utvecklingen på både kortare och lite längre sikt.<sup>14</sup> Rent allmänt är det viktigt att låta de mer långsiktiga trenderna i ekonomin spela roll för bedömningen av det nuvarande ekonomiska läget. Eftersom det normalt är svårare att få precision i längre prognoser får sådana utblickar vanligtvis mer kvalitativ karaktär. Ibland kan emellertid den prognostiserade utvecklingen vara sådan att en störningsfaktors totala effekt på inflationen kan ses först bortom tvåårshorizonten, exempelvis om effekten av en tillfällig chock inte förväntas hinna klinga av inom två år. Det kan då vara viktigt att dra ut prognosen ytterligare några år framåt för att åskådliggöra detta på ett tydligare sätt.

Ett exempel på en sådan tillfällig störning är förra årets elprishöjning. Trots att prognosen för UND1X-inflationen till följd av störningen

fortfarande låg under målet på två års sikt var bedömningen att det rörde sig om en tillfällig störning som inte krävde någon penningpolitisk åtgärd. För att motivera detta valde Riksbanken vid det tillfället att publicera en prognos för inflationen rensad för energipriser. Prognosen var 2 procent på två års sikt. Att sträcka ut prognoshorizonten för den icke rensade inflationen är ett annat sätt att göra denna sorts överväganden ännu tydligare.<sup>15</sup>

Som framgår av huvudscenariot behandlar inflationsrapporten ingen motsvarande störningsfaktor den här gången, även om oljepriset och dess inverkan på inflationen studerats särskilt noga.<sup>16</sup> Enligt bedömningen förväntas priset på olja falla tillbaka under prognosperioden men trots det landa på en högre nivå än vad som tidigare prognostiserats. Det finns emellertid skäl som talar för att effekterna av oljeprisuppgången i huvudsak blir begränsade. Det högre oljepriset påverkar visserligen den svenska inflationen under hela prognosperioden men effekterna bedöms bli relativt små, både på prisutvecklingen och på realekonomin. Konjunkturuppgången i vissa europeiska länder och i USA kan komma att bromsas något, men bedömningen är att återhämtningen inte bryts. Perioden fram till 2006 kännetecknas av en förstärkt global och inhemsk konjunktur. Tillväxten i den svenska ekonomin beräknas till drygt 3 procent per år, och i takt med att resursutnyttjandet stiger ökar inflationstrycket. Bedömningen är att UND1X-inflationen i slutet av 2006 kommer att vara cirka 2 procent.

För utvecklingen det närmaste året bortom tvåårshorizonten förväntas inga dramatiska förändringar jämfört med den bild som målas upp i huvudscenariot, utan konjunkturen kommer sannolikt att vara fortsatt stark. Efterfrågan i ekonomin förväntas växa ytterligare med tillväxttakter över den potentiella. Resursutnyttjandet ökar och pressar därmed upp inflations-

14 För en fördjupad diskussion om detta, se PM, "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering" 1999-02-04, ärendebeteckning 1999-00351 DIR samt Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och Valutapolitik* Nr 1, 1999, Sveriges riksbank.

15 Se fördjupningsruta "Riksbankens penningpolitik – mål och indikatorer", *Inflationsrapport 2003:3* och vice riksbankschef Irma Rosenbergs anförande vid KPI-nämndens 50-årsjubileum, Norra Latin 2004-05-04 om "Inflationsmålet och KPI".

16 Se bl.a. fördjupningsrutan "Oljepriset och penningpolitiken".

trycket i ekonomin. Inflationen kommer därmed sannolikt att överstiga målet bortom prognos-horisonten. Antagandet bygger på att repo-räntan är konstant. Det är dock realistiskt att tro att Riksbanken agerar för att dämpa efterfrågan och höjer räntan i takt med att inflationstrycket förväntas öka. En sådan utveckling stämmer också med vad marknaden förväntar sig, i alla fall om indikatorer som exempelvis implicita terminsräntekontrakt används för att beräkna en förväntad framtida bana för räntan. Med en väl avvägd politik utvecklas sannolikt den faktiska tillväxten i linje med vad som är en långsiktigt hållbar nivå något år bortom tvåårshorisonten.

Vid diskussioner om BNP-tillväxt, resursutnyttjande och inflation på längre sikt är antagandet om den potentiella tillväxten i ekonomin viktigt. Ju högre den långsiktiga tillväxten i ekonomins produktionskapacitet är desto snabbare kan produktionen växa utan att inflationen accelererar. Ett problem är att den potentiella tillväxten inte är direkt observerbar och de uppskattningar som görs av den är osäkra och kan variera över tiden. Det beror delvis på att de faktorer som bestämmer den potentiella tillväxten förändras, huvudsakligen den teknologiska utvecklingstakten och den långsiktiga tillväxten av produktionsfaktorer. Men även datarevideringar och skillnader i resultat mellan olika beräkningsmetoder bidrar till osäkerheten.

Riksbanken har av dessa skäl valt att inte specificera någon exakt siffra för den potentiella tillväxten utan prognosarbetet sker under förutsättning att tillväxttakten är någonstans i intervallet 2–2,5 procent. Den senaste tidens starka produktivetsutveckling har väckt frågor om strukturella faktorer höjt den långsiktiga produktivitetstillväxten och att detta skulle kunna prägla ekonomin även under kommande år.<sup>17</sup> Hänsyn har tagits till detta i bedömningen av utvecklingen framöver, men samtidigt förväntas produktiviteten på kort sikt påverkas av det traditionella cykliska mönstret och mattas av allt eftersom återhämtningen fortskrider. Bättre besked om hur hållbar produktivets-

uppgången är kommer således i takt med att konjunkturen fortskrider och sysselsättningen tar fart.

Den potentiella eller uthålliga tillväxttakten i produktiviteten och ekonomin som helhet är sålunda av stor betydelse för bedömningar av resursutnyttjandet och inflationstrycket på några års sikt. Den potentiella tillväxten varierar över tiden och bestäms av förhållanden på ekonomins s.k. utbudssida: tillgången på produktionsresurser i form av arbetskraft och kapital och hur väl vi utnyttjar dessa resurser, den s.k. teknikfaktorn. Den senare är erfarenhetsmässigt den viktigaste komponenten för den långsiktiga tillväxten men samtidigt den svåraste att förklara och prognostisera. Arbetskraftens och sysselsättningens utveckling på några års sikt styrs av förhållanden som demografisk utveckling, skatte- och socialförsäkringssystem och arbetsmarknadens funktionssätt. Prognoser för BNP-tillväxt, resursutnyttjande och inflation på några års sikt bör därför även väga in sådana faktorer. Det rör sig emellertid om förhållanden som inte kan påverkas av penningpolitiken.

Tillgången på kapital påverkar såväl den potentiella tillväxtens utveckling som de cykliska variationerna i den ekonomiska aktiviteten runt den långsiktiga trenden. Efter utrikeshandeln är investeringarna den mest volatila komponenten i den samlade efterfrågan. Bedömningen av BNP-tillväxten fram till 2006 som diskuteras i huvudscenariot bygger på en uppgång i investeringarna. I ett historiskt perspektiv är investeringarnas andel av BNP i dag låg. Det finns många förklaringar till detta, bl.a. relativt lågt bostadsbyggande, men det är också rimligt att förvänta sig att den investeringsuppgång som sker i takt med att efterfrågan ökar fram till 2006 leder till att investeringarnas andel av BNP ökar på längre sikt. Konsumtionens bidrag till BNP-tillväxten kan också förväntas öka de närmaste åren även om dess andel av BNP antagligen inte kommer att påverkas i någon stor utsträckning. Ett rimligt antagande är att konsumtionsandelen även

<sup>17</sup> Se fördjupningsruta "Hur uthållig är den senaste tidens produktivetsuppgång?" i Inflationrapport 2004:1 för en diskussion om detta.

---

i ett något längre perspektiv fortsätter vara runt 50 procent av BNP.

Sammanfattningsvis kommer konjunkturen sannolikt att vara stark bortom tvåårshorizonten. Med en oförändrad reporänta bedöms inflationen öka ytterligare och överstiga målet bortom prognoshorizonten. Tillväxten i ekonomin mattas antagligen något men kapacitetsutnyttjandet förblir högt och BNP-tillväxten hamnar på en nivå över den potentiella.