



Inflationsrapport

2004:4

Innehåll

- FÖRORD 5

- SAMMANFATTNING 7
 - Inflationsbedömning 10

- INFLATIONENS BESTÄMNINGSFAKTORER 13
 - De finansiella marknaderna 13
 - Den internationella utvecklingen 17
 - Den ekonomiska utvecklingen i Sverige 23
 - Inflationsförväntningar 33

- INFLATIONSBEDÖMNING 47
 - Inflationsutsikterna i huvudscenariot 47
 - Riskbilden 51

- Fördjupningsrutor*
 - Finanspolitikens betydelse för penningpolitiken 35
 - Den senaste tidens inflationsutveckling 43

- FÖRDJUPNINGSRUTOR I TIDIGARE INFLATIONSRAPPORTER 55

■ 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 8 december som kommer att publiceras den 22 december 2004.

I denna rapport presenteras prognoser för inflationsutvecklingen t.o.m. fjärde kvartalet 2006. Rapporten återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 23 november och 2 december 2004.

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

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

Inledningsvis sammanfattas inflationsrapporten. Därefter diskuteras den mest sannolika utvecklingen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer. Avslutningsvis presenteras Riksbankens samlade bedömning av inflationsutsikterna i huvudscenariot och de viktigaste riskerna i denna bedömning. Rapporten innehåller också som vanligt några fördjupningsrutor vars syfte är att förmedla en djupare kunskap i olika frågor som är viktiga för inflationsbedömningen.

Stockholm i december 2004

Lars Heikensten

RIKSBANKSCHEF

Sammanfattning

I föregående inflationsrapport väntades den internationella konjunkturen fortsätta att förstärkas och resursutnyttjandet i världsekonomin bli gradvis högre under de kommande åren. Den bedömningen kvarstår. Ny statistik sedan oktober tyder dock på en något svagare utveckling än väntat framförallt i euroområdet. Samtidigt har oljepriset varit lite högre än beräknat och den amerikanska dollarn har försvagats relativt kraftigt mot både euron och kronan. En något lägre internationell tillväxt, högre oljepriser och starkare kronkurs har sammantaget medfört att BNP-tillväxten i Sverige har reviderats ned något nästa år. Resursutnyttjandet antas ändå öka gradvis under prognosperioden. Inflationen är för närvarande låg och med de relativt låga kostnadsökningar som väntas framöver leder detta till en måttlig inflation under de närmaste åren. På ett års sikt antas UND1X-inflationen bli ungefär 1,5 procent och på två års sikt antas den bli ca 2 procent.

Tillväxten i världsekonomin revideras ned något.

I föregående inflationsrapport bedömde Riksbanken att tillväxttakten i världsekonomin skulle dämpas något under hösten efter den snabba uppgången under första halvåret, något som t.ex. OECD:s ledande indikatorer också talade för (se diagram 1). Sedan mitten av oktober har det kommit en del tecken på att den internationella konjunkturen inte utvecklats fullt så starkt som väntat. Den senaste statistiken ger vid handen att tillväxten i euroområdet blev något lägre än väntat under det tredje kvartalet. Denna utveckling har troligen att göra med det höga oljepriset och den starka euron. Konjunktursignalerna från USA har varit blandade. Även i USA blev tillväxten under det tredje kvartalet något lägre än väntat. Indikatorer över tillväxtutsikterna för det fjärde kvartalet ger dock en relativt positiv bild av aktivitetsnivån, bl.a. ökade sysselsättningen i oktober snabbare än förväntat.

De senaste åren har den amerikanska dollarn försvagats gradvis mot euron och kronan. Sedan föregående inflationsrapport har försvagningen fortsatt (se diagram 2). Troligen är det de stora underskotten i USA:s bytesbalans och federala budgeten som drivit utvecklingen de senaste åren.

Prissättningen på oljemarknaderna har varit volatil med tvära kast under de senaste månaderna. Oljepriset har stigit ytterligare sedan föregående inflationsrapport liksom terminspriserna på kontrakt för leverans två år fram i tiden (se diagram 3). Prognosen för oljepriset har därför justerats upp men Riksbankens bedömning är fortfarande att oljepriset kommer att falla tillbaka under prognosperioden. Liksom i föregående rapport bedöms det höga oljepriset bero på såväl utbuds- som efterfrågefaktorer och väntas inte bryta konjunkturåterhämtningen i världsekonomin. Att oljepriset väntas bli något högre bidrar dock till en något lägre internationell tillväxt och högre inflation än vad som antogs i oktober.

Diagram 1. BNP för OECD och ledande indikatorer. Årlig procentuell förändring

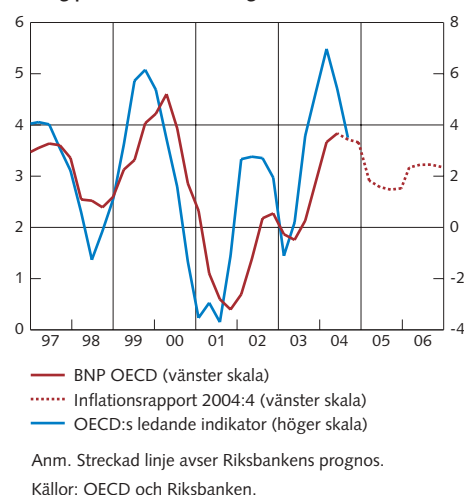
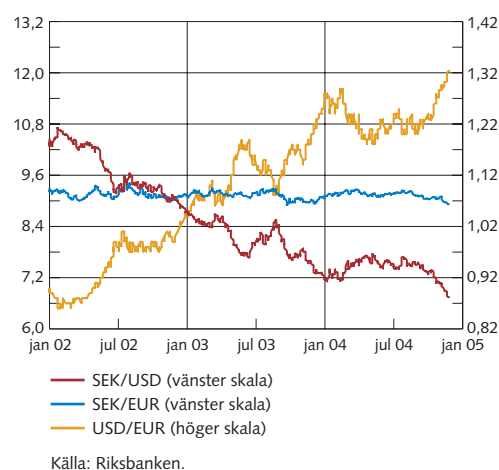
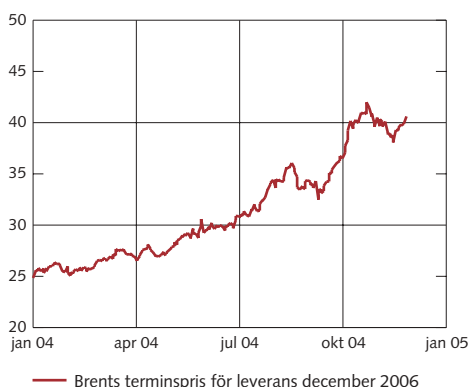


Diagram 2. Växelkursutveckling för SEK/USD, SEK/EUR samt USD/EUR.



Figur 3. Terminspriset på olja.
USD



Källa: International Petroleum Exchange.

Höga oljepriser bedöms få en relativt större dämpande effekt på tillväxten i den amerikanska ekonomin än i euroområdet till följd av ett större oljeberoende i USA. Samtidigt får exporten i USA understöd av den svagare dollarkursen. Förstärkningen av euron leder till att euroländernas konkurrenskraft försvagas mot USA och de länder som valt att stabilisera sin valuta mot dollarn. Apprecieringen av euron mot dollarn motverkar samtidigt delvis prisökningarna på olja i euroländerna.

Sammantaget innebär den senaste tidens dämpning av tillväxttakten i världsekonomin och högre oljepriser än vad som bedömdes i föregående inflationsrapport att Riksbanken nu justerar ned prognosen för den reala tillväxten i omvärlden något. Bedömningen av den svenska exportmarknadstillväxten har därför reviderats ned något.

Riksbanken bedömer även att den svenska kronan kommer att appreciera något mer än prognosen i föregående inflationsrapport. Detta motiveras av den senaste tidens utveckling tillsammans med fortsatt goda tillväxtutsikter i den svenska ekonomin och stora bytesbalansöverskott.

Prisökningarna i omvärlden har varit förhållandevis låga under de senaste åren och har också varit en viktig faktor bakom den låga inflationen i Sverige. Under den senaste tiden har de internationella producentpriserna dock stigit relativt kraftigt i spåren av högre råvarupriser. Prisökningstakten i konsumentledet rensat för oljepriset steg i början av året men är ändå relativt låg. Under nästa år bedöms producent- och konsumentpriserna i omvärlden stiga något snabbare än i föregående inflationsrapport främst till följd av högre oljepris. Oljepriset antas emellertid falla tillbaka under prognosperioden och eftersom den internationella konkurrensen överlag bedöms vara fortsatt hård antas det internationella pristrycket likväl vara måttligt i slutet av prognosperioden.

■ ■ Stabil tillväxt i den svenska ekonomin.

Under de fyra senaste kvartalen har den svenska ekonomin vuxit i en snabbare takt än vad Riksbanken bedömer vara långsiktigt hållbart. Detta har skett utan att inflationen tagit fart vilket bland annat tyder på att den outnyttjade produktionskapaciteten har varit förhållandevis stor de senaste åren. Tillväxten har understötts av en stark exportkonjunktur samtidigt som hushållens konsumtion ökat i stabil takt.

Industrikonjunkturen bedöms vara fortsatt god även om tillväxten i exportordergång och industriproduktion under sommaren och hösten förefaller ha dämpats något. Utrikeshandelsstatistiken indikerar att varuexporten ökade något mindre än väntat under årets tredje kvartal. Prognosen om en relativt stark konsumtionstillväxt under året stöds i huvudsak av statistik för omsättningen inom detaljhandeln, även om den senaste månadsstatistiken visade en något lägre ökning i omsättningen än tidigare i år.

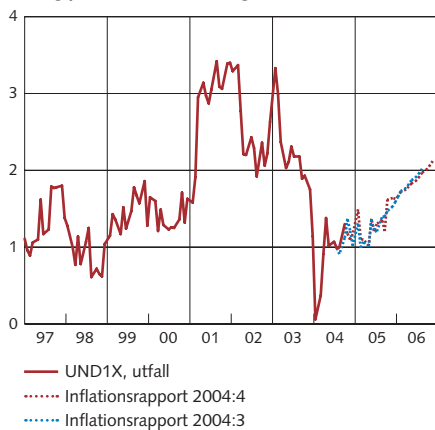
Framöver antas exportökningen dämpas i takt med att den internationella tillväxtökningen blir lägre samtidigt som kronan nu

bedöms bli starkare än i föregående inflationsrapport. Liksom tidigare antas investeringsaktiviteten tillta under det närmaste året. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin och i näringslivet har ökat vilket talar för att det även finns ett behov av att öka produktionskapaciteten. Det finns dock skäl att anta att investeringsefterfrågan kan komma att hållas tillbaka något av att tillväxten i den internationella efterfrågan antas dämpas något. Sammantaget bedöms tillväxten i den svenska ekonomin bli fortsatt hög, om än något lägre nästa år jämfört med prognosen i föregående inflationsrapport. BNP antas öka med 3,6 procent 2004, 3,0 procent 2005 och 3,2 procent 2006.

Den höga tillväxten under det senaste året har ännu inte resulterat i någon påtaglig förbättring av sysselsättningen i antalet personer. Däremot har sysselsättningen mätt som antal arbetade timmar ökat under det första halvåret. En liten sysselsättningsökning i antal personer noterades under det tredje kvartalet men indikatorer i form av t.ex. nyanmällda platser tyder inte på någon snabb uppgång den närmaste tiden. Den öppna arbetslösheten har sjunkit under den senaste tiden men detta är främst en följd av en större satsning på arbetsmarknadspolitiska åtgärder. Ökningen i arbetade timmar och den höga tillväxten talar för att sysselsättningen kommer att öka gradvis under prognosperioden. Den goda produktivitetstillväxten i ekonomin avspeglar att företagen har kunnat öka produktionen med hjälp av redan anställda personer.

Den nedrevidering av tillväxten som nu görs för nästa år antas leda till en marginellt svagare arbetsmarknadsutveckling än i föregående prognos. Bedömningen av produktivitetstillväxten antas däremot inte nämnvärt påverkas av justeringarna i tillväxt och sysselsättning. Inte heller finns det för närvarande någon anledning att göra någon omprövning av synen på mängden lediga resurser i ekonomin. Kapacitetsutnyttjandet har fortsatt att stiga i näringslivet men i allmänhet från låga nivåer. Bristen på arbetskraft är fortfarande liten i de flesta sektorer. Under prognosperioden väntas de lediga resurserna tas i anspråk och mot slutet av prognosperioden bedöms resursutnyttjandet stiga till nivåer som inte längre håller tillbaka löne- och prisökningar. Med den konjunkturutveckling som nu väntas är det dock rimligt att anta att resursutnyttjandet blir marginellt lägre mot slutet av prognosperioden än vad som bedömdes i föregående inflationsrapport.

Diagram 4. UND1X-inflation, utfall och prognoser enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Inflationsbedömning

Inflationen har varit fortsatt låg under hösten (se diagram 4).

Orsaker till den återhållsamma inflationstakten är låga prisökningar på inhemskt producerade konsumtionsvaror och fallande priser på importerade varor exklusive oljeprodukter. Den inhemska prisökningstakten har hållits tillbaka av låga kostnadsökningar bland annat till följd av hög produktivitetstillväxt och ett lågt resursutnyttjande. Priserna på importerade konsumtionsvaror har fallit sedan 2003 vilket i huvudsak är en följd av ett lågt internationellt pristryck och av att växelkursen stärkts under senare år. Inflationsutvecklingen de senaste månaderna har i stora drag varit i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport.

Låga kostnadsökningar i ekonomin medför att det svaga inhemska inflationstrycket väntas bestå ytterligare en tid framöver. I takt med att konjunkturen stärks antas produktivitetstillväxten dämpas. Tillsammans med ett högre resursutnyttjande och stigande löner bedöms kostnadstrycket öka vilket väntas leda till en gradvis stigande inhemsk inflation. En något svagare real tillväxt 2005 än i föregående inflationsrapport väntas dock leda till att det inhemska inflationstrycket blir något lägre än i föregående prognos.

Även den importerade inflationen exklusive olja väntas stiga under prognosperioden. Orsaken är ett stigande internationellt resursutnyttjande och indirekta effekter på produktionskostnaderna av ett högre oljepris. Bedömningen av den importerade inflationen påverkas även av att EU:s importkvoter för kläder avskaffas i januari 2005, vilket väntas leda till en ökad prispress på kläder när importen från länder med lägre produktionskostnader ökar. Den sammanvägda bedömningen är dock att ökningstakten i priserna på importerade konsumtionsvaror, exklusive olja, kommer att stiga gradvis från en låg nivå de kommande två åren. Prognosen för den importerade inflationen är i stort sett oförändrad sedan i oktober. Det följer av att effekterna av ett högre oljepris i huvudsak motverkas av effekterna av en starkare växelkurs under prognosperioden.

Sammantaget är inflationsprognosen i huvudscenariot ungefär densamma som i föregående inflationsrapport. I bedömningen av den inhemska inflationsutvecklingen balanseras ett något lägre inflationstryck till följd av något svagare tillväxt 2005 av att prognoshorisonten nu flyttats fram ett kvartal och att bedömningen därmed sträcker sig längre fram i konjunkturen. UND1X-inflationen stiger gradvis under perioden och väntas nu bli 1,6 procent på ett års sikt och 2,1 procent på två års sikt.

■ ■ Riskerna från den internationella utvecklingen kan leda till lägre inflation.

I föregående inflationsrapport bedömdes riskerna för inflationen från den internationella utvecklingen vara balanserade runt huvudscenariot. Riskbilden har denna gång ändrats något. De viktigaste

riskfaktorerna är fortfarande oljepriset, olika finansiella obalanser och strukturella förändringar såväl internationellt som i Sverige men balansen mellan dem har ändrats något. I oktober underströks risken för fortsatt höga oljepriser och därmed ett högre internationellt pristryck och större realekonomiska effekter än vad som då antogs i huvudscenariot. Mot bakgrund av de kraftiga fluktuationerna av oljepriset under den senaste tiden kvarstår osäkerheten kring oljepriset liksom om dess effekter på tillväxt och inflation.

På senare tid har tillväxten i omvärlden försvagats något mer än väntat. Exempelvis tycks tillväxten i euroområdet och i USA blivit något lägre än väntat under det tredje kvartalet i år. För euroområdet, kan en starkare euro i förhållande till dollarn vara en riskfaktor för den pågående återhämtningen av konjunkturen. Tillväxten i euroområdet, och framförallt i Tyskland, har den senaste tiden utmärkts av en uppgång i exporten. En starkare växelkurs riskerar att fördröja återhämtningen om inte den inhemska efterfrågan och sysselsättningen ökar snabbt igen.

Det är svårt att peka ut någon enskild faktor bakom den senaste tidens dollarförsvagning, även om de stora underskotten i USA:s bytesbalans och federala budget har hamnat än mer i fokus de senaste månaderna. Det kan inte uteslutas att dollarförsvagningen blir både snabbare och större än allmänt väntat. Det skulle i så fall kunna dämpa den globala konjunkturuppgången.

Även andra faktorer i världsekonomin kan bidra till en svagare konjunkturutveckling och därmed ett lägre inflationstryck än den bedömning som gjorts i huvudscenariot. Det finns bl.a. en viss osäkerhet om hur bostadspriserna i olika ekonomier kommer att utvecklas framöver. Det kan inte uteslutas att en gradvis dämpning av tillväxten i vissa länder kan leda till en större justering av bostadspriserna och således en mer dämpad privat konsumtion än vad som antagits i huvudscenariot.

Liksom i föregående inflationsrapport är det osäkert vilket genomslag avlägsnandet av EU:s importkvoter på kläder kommer att få på konsumentpriserna. Det är tänkbart att genomslaget blir större och därmed att den importerade inflationen blir lägre än vad som antagits i huvudscenariot.

Sammantaget bedöms riskerna för en högre inflation till följd av ett högre oljepris inte fullt ut uppväga riskerna för en lägre inflation med anledning av en mer dämpad internationell konjunkturutveckling, snabbare fall i dollarkursen och en ökad internationell konkurrens. Den internationella utvecklingen är således denna gång förknippad främst med en risk för lägre inflation.

■ ■ Risker från det inhemska kostnadstrycket är balanserade.

De inhemska riskerna för en högre respektive en lägre inflation än i huvudscenariot bedöms balansera varandra. Den viktigaste riskfaktorn anses liksom i föregående inflationsrapport vara produktivitetsutvecklingen. Produktivitetstillväxten varierar mycket från år till

år, och det råder stor osäkerhet om hur stor del av produktivitetstillväxten som beror på konjunkturläget respektive mer varaktiga faktorer. Liksom i föregående inflationsrapport bedöms den goda produktivitetstillväxten delvis vara ett konjunktorellt fenomen. I takt med att konjunktoren stärks väntas därför ökningstakten i produktivitet mattas av något. Bedömningen av produktivitetstillväxten är alltså att risken är ungefär lika stor att produktivitetstillväxten överskattas som att den underskattas.

Sammantaget bedöms nu risken för en lägre inflation än i rapportens huvudscenario inte fullt ut balanseras av risken för att inflationen blir högre. Detta innebär att den riskkorrigerade inflationsbedömningen är något lägre än i huvudscenariot (se tabell 2).

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

	Årsgenomsnitt			Tolvmånaderstal		
	2004	2005	2006	dec-04	dec-05	dec-06
KPI	0,5 (0,5)	1,2 (1,3)	2,2	0,7 (0,9)	1,7 (1,8)	2,5
UND1X	1,0 (1,0)	1,3 (1,2)	1,9	1,1 (1,2)	1,6 (1,5)	2,1
UNDINHX	1,7 (1,7)	1,7 (1,6)	2,5	1,3 (1,4)	2,2 (2,2)	2,8
UNDIMPX	-0,5 (-0,5)	0,5 (0,5)	0,5	0,6 (1,0)	0,5 (0,2)	0,7

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem 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.

**Tabell 2. Inflationsprognos med beaktande av riskbilden.
Årlig procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt			Tolvmånaderstal	
	2004	2005	2006	dec-05	dec-06
KPI	0,5 (0,5)	1,1 (1,3)	2,1	1,6 (1,8)	2,4
UND1X	1,0 (1,0)	1,2 (1,2)	1,8	1,5 (1,5)	2,0

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 67-68.

Källa: Riksbanken.

■ Inflationens bestämningsfaktorer

De finansiella marknaderna

Sedan föregående inflationsrapport har dollarn försvagats relativt kraftigt, bland annat mot euron och mot den svenska kronan. De växande underskotten i den amerikanska bytesbalansen och federala budgeten har hamnat alltmer i de finansiella marknadernas fokus och har haft en stark inverkan på utvecklingen. Kronan har stärkts även mot euron under den senaste tiden och Riksbanken bedömer nu att växelkursen kommer att stärkas något mer än vad som bedömdes i föregående inflationsrapport. Det finns förväntningar om att USA:s centralbank Federal Reserve skall fortsätta höja styrräntan. I euroområdet och Sverige tyder prissättningen på penningmarknaden på att en höjning av styrräntorna förväntas först en bit in på nästa år. De långa räntorna är fortsatt relativt låga jämfört med i somras men väntas stiga gradvis i takt med att konjunkturen förstärks.

■ ■ Fortsatta räntehöjningar väntas i USA.

Federal Reserve höjde styrräntan igen den 10 november. Detta var den fjärde höjningen med 0,25 procentenheter sedan i juni, vilket gör att den amerikanska styrräntan har nått samma nivå som den svenska reporäntan och ECB:s styrränta, dvs. 2 procent. Den starka sysselsättningsstatistiken för oktober som föregick beskedet från Federal Reserve bidrog till att märkbart höja förväntningarna på den amerikanska penningmarknaden om fortsatta styrräntehöjningar (se diagram 5).

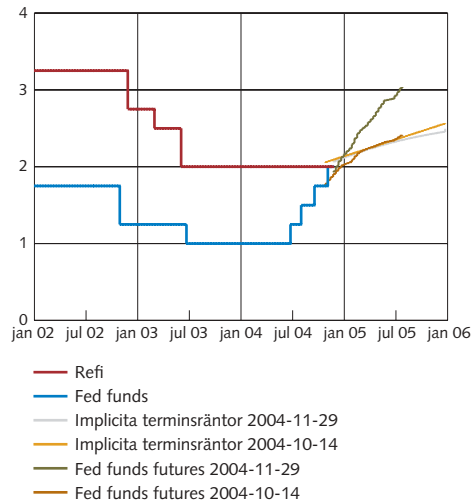
Implicita terminräntor i Sverige och i euroområdet antyder att både Riksbanken och ECB förväntas höja styrräntan först en bit in på nästa år (se diagram 5 och 6). Det senaste halvåret har de svenska terminräntorna justerats ned, vilket kan tolkas som att den förväntade tidpunkten för räntehöjningar successivt har flyttats längre fram i tiden (se diagram 6). Den senaste tiden har därmed prissättningen på penningmarknaderna i USA respektive euroområdet och Sverige gått åt olika håll. Terminräntorna har stigit en hel del i USA medan de har sjunkit något i euroområdet och Sverige (se diagram 5 och 6).

■ ■ Långräntorna fortsatt låga.

De långa räntorna har fallit såväl i Sverige som i Tyskland och USA sedan början av sommaren. Den senaste tiden har långräntorna stigit i USA men fortsatt nedåt i Sverige och Tyskland. Den 10-åriga amerikanska statsobligationsräntan är dock fortfarande väsentligt lägre än när den var som högst i juni (se diagram 7).

Även den svenska 10-åriga statsobligationsräntan är för närvarande betydligt lägre än när den var som högst under sommaren. Riksbankens bedömning är att långräntorna kommer att stiga framöver i takt med att konjunkturen stärks, men återhämtningen mot högre nivåer beräknas ske något långsammare än vad som bedömdes i föregående inflationsrapport. Prognosen för den svenska 10-årsr-

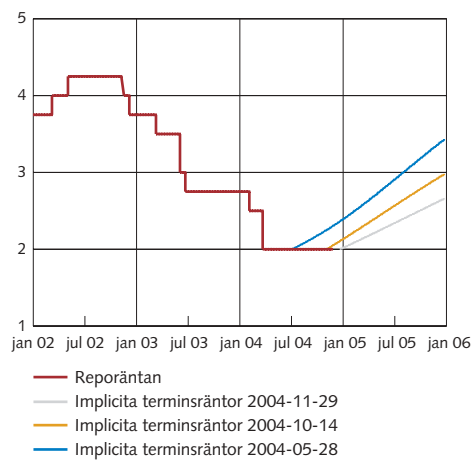
Diagram 5. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet och USA enligt implicita terminräntor och Fed funds-kontrakt. Procent



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

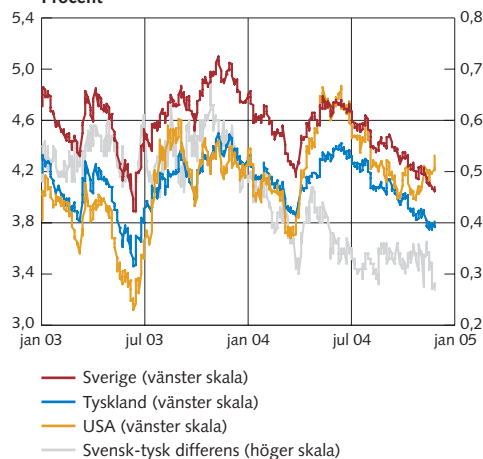
Källa: Riksbanken.

Diagram 6. Penningpolitiska förväntningar i Sverige enligt implicita terminräntor. Procent



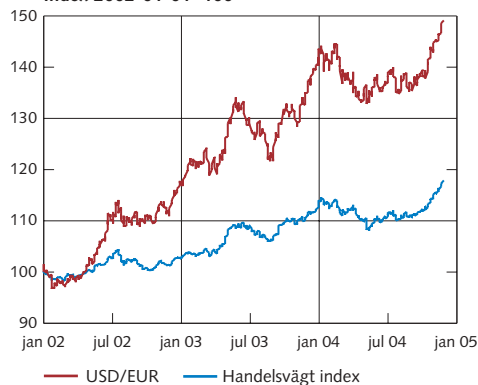
Källa: Riksbanken.

Diagram 7. Statsobligationsräntor med 10 års löptid avseende Sverige, Tyskland och USA. Procent



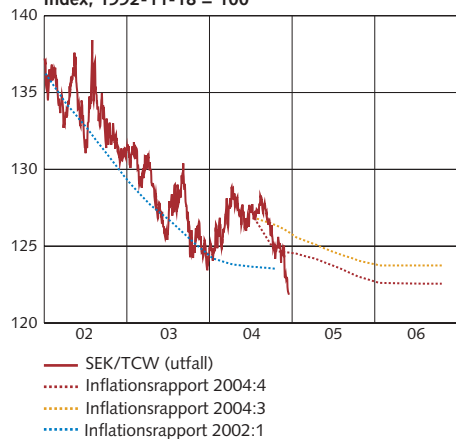
Källa: Riksbanken.

Diagram 8. Växelkursutveckling för USD: handelsvägt index och USD/EUR. Index 2002-01-01=100



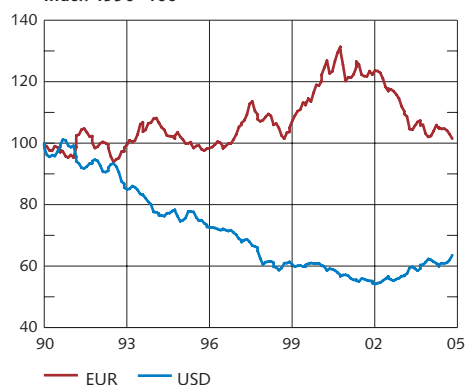
Anm. Dagsdata över nominella växelkurser. Det handelsvägda indexet omfattar ett 25-tal valutor vägda efter USA:s utrikeshandel. Eurons vikt i detta är cirka 16 procent. Det ursprungliga handelsvägda indexet har inverterats så att en högre nivå motsvarar en försvagning. Källa: Riksbanken.

Diagram 9. Handelsvägd växelkursprognos, SEK/TCW-Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Utfallen är dagskurser och prognoserna avser kvartalsgenomsnitt. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Källa: Riksbanken.

Diagram 10. Handelsvägda USD och EUR. Index 1990=100



Anm. Månadsdata över nominella växelkurser. Det handelsvägda dollarindexet omfattar ett 25-tal valutor vägda efter USA:s utrikeshandel. Eurons vikt i detta index är cirka 16 procent. Den handelsvägda eurokursen omfattar 12 valutor vägda efter euroområdets utrikeshandel. Dollarns vikt är cirka 25 procent i detta index. De ursprungliga handelsvägda indexen har inverterats så att en högre nivå motsvarar en försvagning. Källor: ECB, Federal Reserve och Riksbanken.

tan är i genomsnitt 4,7 procent för 2005 och 5,3 procent för 2006. Detta är en nedrevidering med cirka 0,4 procentenheter för 2005 och 0,3 procentenheter för 2006 jämfört med oktober.

■ ■ Fall i dollarkursen.

Sedan föregående inflationsrapport har dollarn försvagats mot euron och än mer mot den svenska kronan. Troligen är det ökad fokus på de stora underskotten i bytesbalansen och den federala budgeten i USA som drivit utvecklingen. Dollarkursen mot euron har i slutet av november varit svagare än någon gång tidigare sedan euron introducerades 1999. Samtidigt har kronan inte varit så stark mot dollarn sedan 1996. Det har också skett en viss förstärkning av kronan mot euron den senaste tiden. Förstärkningen mot dollarn och euron har gjort att kronan även i termer av det handelsvägda TCW-indexet har stärkts sedan föregående inflationsrapport. Förstärkningen av kronan under senare år beror på goda tillväxtutsikter och en förbättrad utlandsställning.

Den senaste tiden har även den handelsvägda dollarkursen försvagats. Sedan början av 2002 har dollarn försvagats med nästan 50 procent mot euron och med knappt 20 procent i handelsvägda termer (se diagram 8).

Kronan har mätt med TCW-index stärkts något mer än Riksbanken räknade med i föregående inflationsrapport och väntas även under resten av prognosperioden bli något starkare än bedömningen i oktober. Prognosen för SEK/TCW-kursen är i genomsnitt cirka en indexenhet starkare för 2005 och 2006 jämfört med föregående inflationsrapport, vilket innebär en beräknad kurs på i genomsnitt knappt 124 för 2005 och cirka 122,5 för 2006 (se diagram 9).

■ ■ Återhämtning på börsen.

De amerikanska aktiekurserna har liksom de tyska och svenska stigit den senaste tiden. Sammantaget är nu aktieindex i både Sverige, Tyskland och USA högre än vid årets början. OMX-index har stigit mest under året (se diagram 11). OMX-index ligger i termer av P/E-tal på en nivå nära genomsnittet för de senaste 20 åren.

Enligt prissättningen på den svenska optionsmarknaden är den s.k. implicita volatiliteten relativt låg. Detta kan tolkas som att aktörerna på optionsmarknaden förväntar sig en stabil utveckling av OMX-index under de närmaste månaderna (se diagram 12).

■ ■ Fortsatt tillväxt i bostadspriserna och hushållsupplåningen.

Enligt SCB:s småhusbarometer steg priserna på småhus med cirka en procent för perioden augusti till oktober jämfört med perioden maj till juli, vilket innebär en något lägre ökningstakt än för den tidigare tremånadersperioden. På årsbasis växer fortfarande huspriserna snabbt; priserna i augusti-oktober var cirka 9 procent högre än motsvarande period för ett år sedan.

Ökningstakten i hushållens upplåning är fortsatt hög. I oktober var ökningen på årsbasis 11,3 procent. Den höga tillväxttakten i hushållens upplåning hänger samman med det låga ränteläget, omsättningen på småhusmarknaden och utvecklingen av huspriserna eftersom en stor del av lånen till hushållen har gått till köp av bostad (se diagram 13). Upplåningen bland företagen har minskat under det senaste året, men i avtagande takt för att i oktober uppvisa en minskning på årsbasis med cirka 1,9 procent (se diagram 14).

En förändring av tillväxttakten i penningmängden kan vara en indikation på att inflationstrycket i ekonomin kommer att förändras på 2-3 års sikt. Tillväxttakten i penningmängden (M3) har sjunkit sedan början av 2002. Ökningen på årsbasis var 3,1 procent i oktober (se diagram 15).

■ ■ Sammanfattande bedömning av de finansiella förhållandena.

Kronan har apprecierat i termer av realt TCW-index sedan föregående inflationsrapport (se diagram 16). Denna utveckling bedöms fortsätta under de närmaste åren. Överskottet i nettoexporten kommer på sikt troligen att minska delvis som en följd av detta. En starkare nominell växelkurs väntas också bidra till att minska genomslaget på den svenska inflationen från de internationella prisökningarna.

Realräntorna i Sverige är nu förhållandevis låga (se diagram 16). Detta väntas ha en fortsatt positiv effekt på investeringarna under det kommande året. Riksbankens bedömning är dock att långräntorna kommer att stiga i takt med att konjunkturen stärks, vilket kommer att minska den stimulerande effekten på investeringarna.

De stigande bostads- och aktiepriserna väntas ha en positiv effekt på den privata konsumtionen under det närmaste året. Tillväxttakten i bostadspriserna bedöms dock minska under prognosperioden, vilket gör att effekten på konsumtionen på sikt bör minska. Liksom i föregående inflationsrapport bedöms de finansiella förhållandena sålunda understödja tillväxten i den aggregerade efterfrågan på kort sikt.

Diagram 11. Aktieindexutveckling i Sverige, USA och Tyskland.
Index, 2002-01-01=100

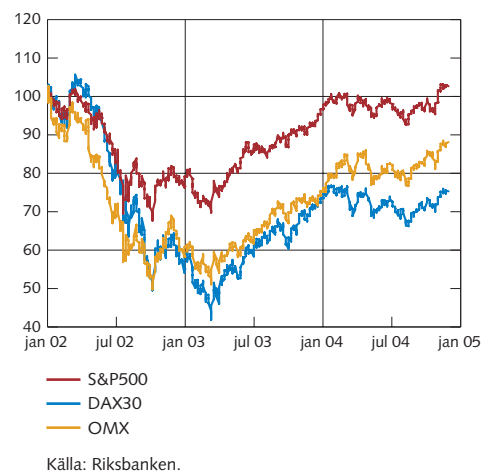


Diagram 12. Kursutveckling och implicit volatilitet för aktieindex (OMX) i Sverige 1999-2004.
Index respektive procent

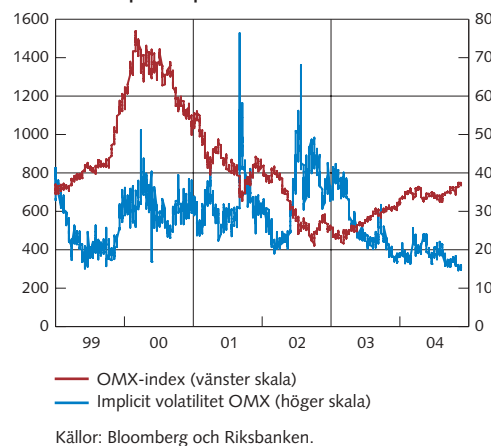


Diagram 13. Småhuspriser och total utlåning till svenska hushåll.
Årlig procentuell förändring

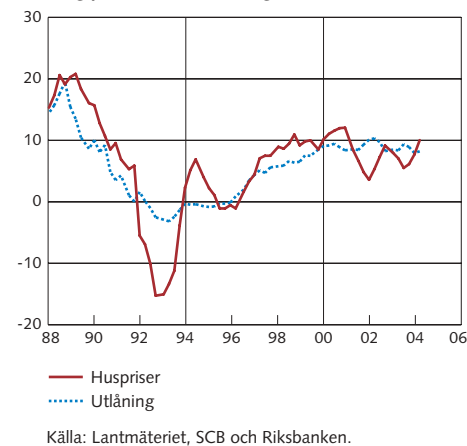
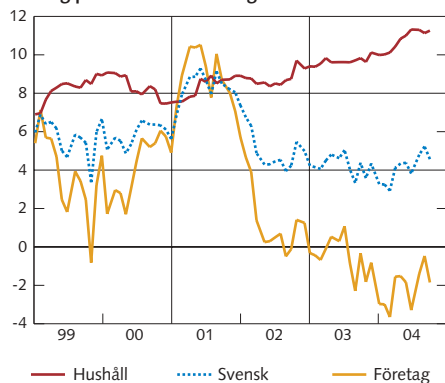
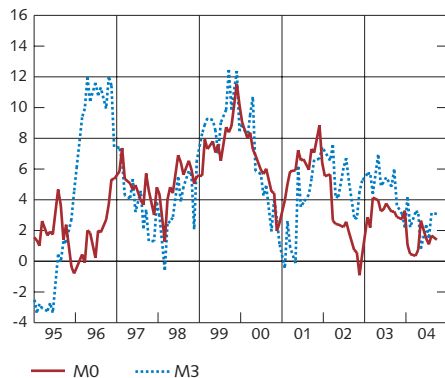


Diagram 14. Samtliga kreditinstituts utlåning till svensk allmänhet, sektorsfördelad. Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

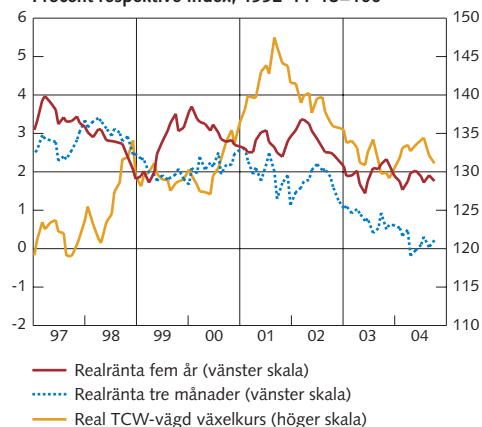
Diagram 15. Penningmängd mätt som M0 och M3. Årlig procentuell förändring



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 16. 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.

- Kronan väntas bli starkare i förhållande till TCW-index jämfört med föregående inflationsrapport. Prognosen för SEK/TCW revideras ned till i genomsnitt 126,2 för 2004, knappt 124 för 2005 och cirka 122,5 för 2006. Detta är en minskning med cirka 0,5 indexenheter för 2004 och en indexenhet för 2005 och 2006.
- Prognosen för den svenska 10-års räntan revideras ned till i genomsnitt 4,7 procent för 2005 och 5,3 procent för 2006. Detta innebär en minskning med cirka 0,4 procentenheter för 2005 och 0,3 procentenheter för 2006 jämfört med föregående inflationsrapport.

Den internationella utvecklingen

I den senaste inflationsrapporten väntades den internationella konjunkturuppgången fortgå i år och under de kommande två åren. Resursutnyttjandet bedömdes fortsätta att stiga framöver. Efter en historiskt hög global tillväxt under 2004 väntades samtidigt ökningstakten i BNP för de flesta länder falla tillbaka ned mot den potentiella tillväxttakten under de kommande åren. I väsentliga drag står sig denna bedömning. Tillväxten i framförallt euroområdet har reviderats ned något i år till följd av ett svagare utfall än väntat det tredje kvartalet. Även nästa år bedöms tillväxten bli lägre vilket följer av en starkare euro och ett högre oljepris. Den internationella inflationen har ökat något under året bl.a. på grund av det höga oljepriset. I slutet av prognosperioden bedöms dock inflationen fortfarande vara relativt måttlig.

Sedan mitten av oktober har det kommit en del tecken på att konjunkturen inte utvecklats fullt så starkt som väntat. Framförallt är detta tydligt i euroområdet där bl.a. tillväxten under tredje kvartalet mattades mer än väntat (se diagram 17 och 18). Troligtvis beror detta delvis på det höga oljepriset och den starka euron. I USA är konjunktursignalerna blandade. Prognoserna för tillväxten i framförallt euroområdet men även i USA har reviderats ned något i år. Då oljepriset väntas bli något högre och euron starkare framöver än vad som antogs i föregående inflationsrapport har BNP-tillväxten reviderats ned något även nästa år. Fortfarande antas dock konjunkturen fortsätta att förstärkas framöver, om än i något långsammare takt. Realräntorna är fortfarande mycket låga, även efter det att styrräntorna i ett antal länder har höjts.

Trots att oljepriset ökat kraftigt under året har effekten på inflationen i många länder hittills varit relativt begränsad (se diagram 19 och 20). Efter att ha ökat under det andra kvartalet föll inflationen tillbaka något under det tredje kvartalet (se diagram 20). I inledningen av det fjärde kvartalet steg den återigen i både i euroområdet och i USA. Rensat för oljepriserna steg inflationen något i början av året men är ändå fortfarande relativt låg (se diagram 19). Prognosen för oljepriset de kommande åren har justerats upp. Prisökningstakten i både producent- och konsumentledet i omvärlden nästa år väntas därför bli något högre än enligt oktoberprognosen (se diagram 21). Fortfarande bedöms spridningseffekter av de höga energipriserna, exempelvis i form av ökade löneanspråk, bli begränsade. Det finns fortfarande lediga resurser i flera av de största ekonomierna samtidigt som konkurrensen är hård i många branscher. Företagens möjligheter att övervältra bördan av ett högre oljepris på konsumenterna bedöms

Diagram 17. Industriproduktion i euroområdet, USA och OECD.
Årlig procentuell förändring, säsongrensad

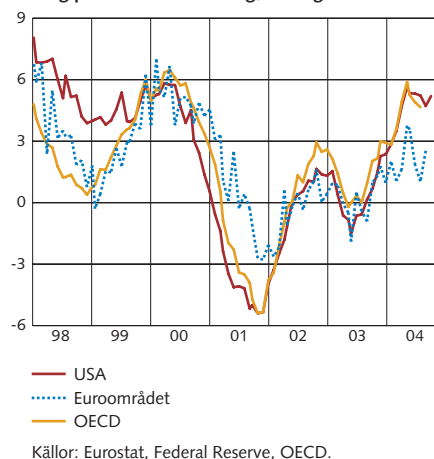


Diagram 18. BNP för USA och euroområdet, utfall och prognoser.
Årlig procentuell förändring, säsongrensad

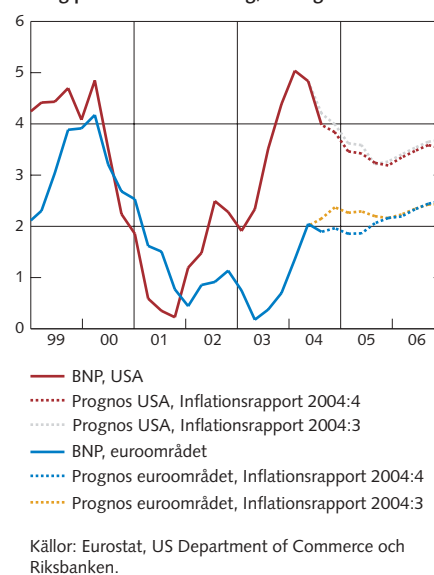


Diagram 19. Oljepris och inflation i USA och OECD-området.
USD respektive årlig procentuell förändring

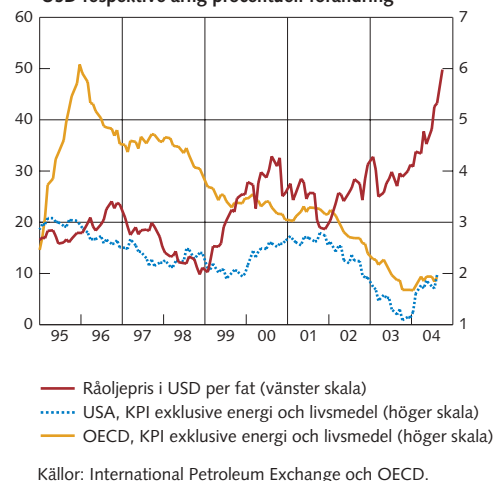
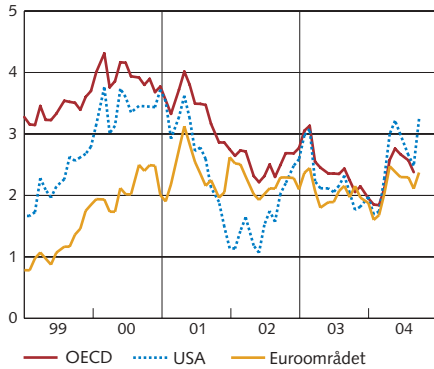


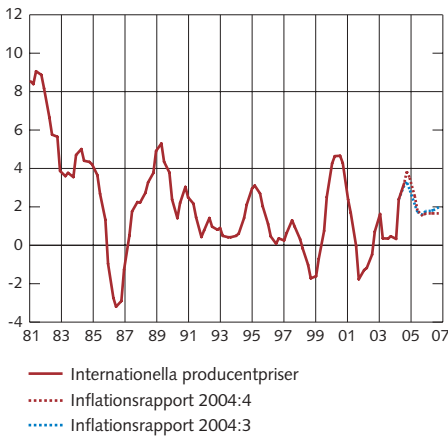
Diagram 20. Inflationen i euroområdet, USA och OECD.
Årlig procentuell förändring



Anm. Inflationmättet avser HIKP för euroområdet och KPI för USA och OECD.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och OECD.

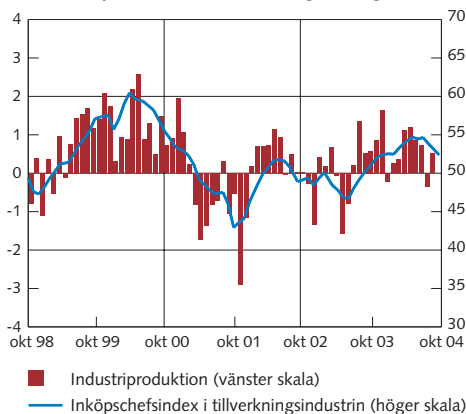
Diagram 21. Internationella producentpriser på bearbetade varor, utfall och prognos.
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. I anmärkning till tabell 3 anges vad som avses med internationella producentpriser.

Källor: OECD och Riksbanken.

Diagram 22. Industriproduktion och inköpschefsindex i tillverkningsindustrin, euroområdet.
Index respektive kvartalsförändring, säsongrensat



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

Källor: Eurostat och NTC Research Ltd.

därför vara begränsade. I slutet av prognosperioden bedöms därför den internationella inflationen fortfarande bli relativt måttlig.

■ ■ **Tillväxten i euroområdet har mattats.**

Euroområdet släpar efter USA i konjunkturförloppet (se diagram 18). Tillväxten i euroområdet steg fram till första halvåret i år. Reviderade nationalräkenskaper visar att BNP under första kvartalet i år steg med 1,4 procent jämfört med samma kvartal förra året. Under andra kvartalet blev tillväxten 2,0 procent. Uppgången i tillväxten under första halvåret 2004 förklaras till stor del av exporten. I Tyskland, som utgör en tredjedel av euroområdets ekonomi, var återhämtningen i efterfrågan i början av året uteslutande exportdriven. I Frankrike var det däremot den privata konsumtionen och investeringarna som utvecklades starkt.

Preliminära siffror tyder på att BNP-tillväxten i euroområdet under tredje kvartalet uppgick till 1,9 procent jämfört med samma kvartal förra året. Detta var något svagare än väntat. Tillväxten i Frankrike och Tyskland överraskade negativt samtidigt som tillväxten i Italien blev bättre än väntat. För Tyskland förefaller investeringar och lager ha gett ett betydande bidrag till tillväxten i efterfrågan.

De indikatorer som finns för det fjärde kvartalet ger en splittrad bild. Industriproduktionen utvecklades sammantaget svagt under det tredje kvartalet men tog ny fart i september (se diagram 22). Detta talar för att aktivitetsnivån stiger i inledningen av det fjärde kvartalet. Andra indikatorer över nuvarande och framtida företagsklimat var stabila under det tredje kvartalet och i inledningen av det fjärde kvartalet. Konsumentförtroendet är fortfarande under sitt långsiktiga medelvärde (se diagram 23). Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin har försvagats (se diagram 24). Samtidigt har euron apprecierat på senare tid vilket försvagar regionens konkurrenskraft.

Att investeringsefterfrågan förefaller ha börjat öka i Tyskland kan ses som ett tecken på att den väntade gradvisa expansionen fortsätter i euroområdet över prognosperioden. Det första halvårets svaga inhemska efterfrågan har varit ett orosmoment i bedömningen. Det har varit osäkert huruvida företagen skulle våga nyanställa och nyinvestera i ett läge där den utländska efterfrågan väntas växa långsammare. Samtidigt har företagen under de tre senaste åren genomfört omfattande besparingar och sanering av sina finanser. När nu återhämtningen fortgått sedan andra halvåret 2003 borde det finnas ett uppdämt behov av att investera. Penningpolitiken är också tydligt expansiv. De korta realräntorna är t.o.m. negativa. De europeiska långräntorna har fallit och avkastningskurvan har blivit flackare. Detta kan tolkas som att marknaden idag förväntar sig att styrräntorna stiger långsammare jämfört med för några månader sedan. Samtidigt ger lägre räntor en ytterligare investeringsstimulans. Bedömningen är därför att investeringarna kommer att stiga gradvis

under de kommande två åren. Även hushållen bör gynnas av det låga ränteläget. Under de kommande två åren räknar Riksbanken med att hushållens konsumtion i euroområdet ökar gradvis i takt med att läget på arbetsmarknaden förbättras och att hushållen ser ljusare på framtiden.

Sammantaget bedöms tillväxten i euroområdet tillta under prognosperioden, i likhet med i föregående inflationsrapport. Uppgången väntas dock bli något svagare i år och nästa år. Detta sammanhänger främst med att utfallen blivit något svagare än väntat hittills i år men även med den starka euron och det högre oljepriset. BNP-tillväxten i euroområdet bedöms bli 1,8 procent i år, 2,0 procent nästa år samt 2,4 procent under 2006.

■ ■ Något svagare tillväxt i USA.

Under det första halvåret ökade BNP i USA med ca 5 procent jämfört med förra året. Nya nationalräkenskaper visar att motsvarande siffra var 4 procent under det tredje kvartalet. Detta var något lägre än vad Riksbanken och andra bedömde förväntat sig. Hushållens konsumtionsutgifter ökade dock som väntat relativt mycket. Investeringarna ökade fortfarande kraftigt, vilket återspeglar ett gynnsamt investeringsklimat med historiskt höga vinster och en god tillförsikt hos företagen (se diagram 24 och 25). Investeringar i bostäder och lager liksom exporten växte mindre än väntat. Bidraget till efterfrågan från utrikeshandeln blev negativt även under det tredje kvartalet och handelsbalansen försämrades ytterligare.

Indikatorer över tillväxtutsikterna för det fjärde kvartalet ger en relativt positiv bild av aktivitetsnivån, i linje med prognosen. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin (ISM) för oktober föll förvisso för tredje månaden i rad men i november steg det något igen. Index är fortfarande över 50 vilket indikerar att sektorn expanderar (se diagram 24). Sysselsättningen ökade betydligt snabbare i oktober än förväntat, vilket delvis bör motverka effekten av högre oljepris på hushållens konsumtion. Även andra indikatorer visar på en stigande aktivitetsnivå i inledningen av det fjärde kvartalet. Ett exempel är detaljhandelsförsäljningen i oktober som översteg marknadens förväntningar.

Under 2005 och 2006 bedöms BNP-tillväxten mattas något bl.a. till följd av en mindre expansiv ekonomisk politik. Fortfarande väntas dock konjunkturen utvecklas starkt. Jämfört med i oktober har prognosen för BNP-tillväxten justerats ned något för perioden 2004-2006 vilket bl.a. sammanhänger med det oväntat svaga BNP-utfallet under det tredje kvartalet och ett högre oljepris (se diagram 18).

■ ■ Långsammare återhämtning i Japan.

I Japan var BNP-tillväxten 6,3 procent i uppräknad årstakt under första kvartalet 2004. Export, investeringar och privat konsumtion växte

Diagram 23. Hushållens förtroende i Tyskland och euroområdet.
Säsongrensade netttotal

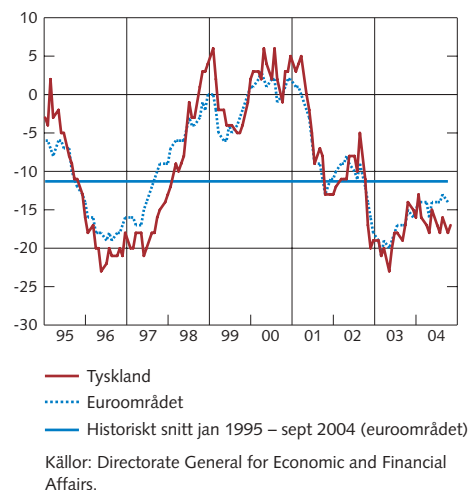


Diagram 24. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin, USA och euroområdet.
Index, säsongrensat

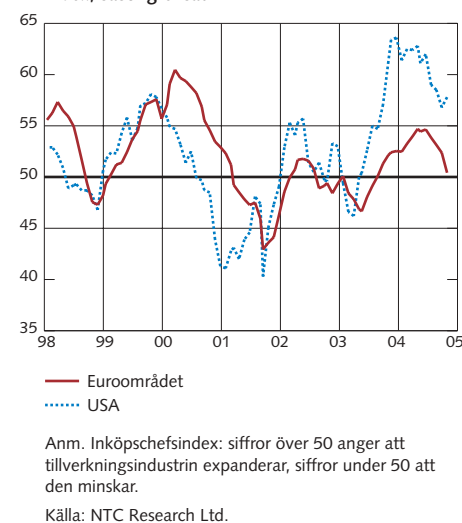


Diagram 25. Kapacitetsutnyttjande och vinster i tillverkningsindustrin, USA.
Procent och miljoner USD

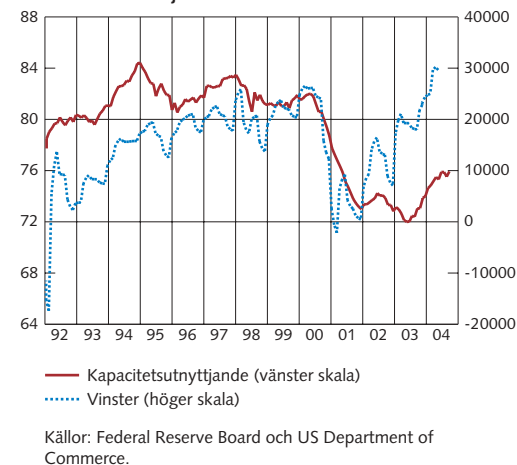
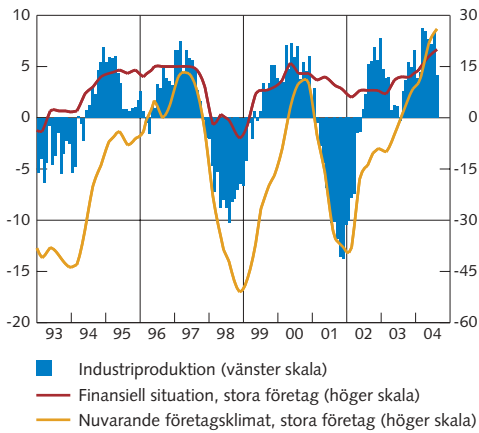
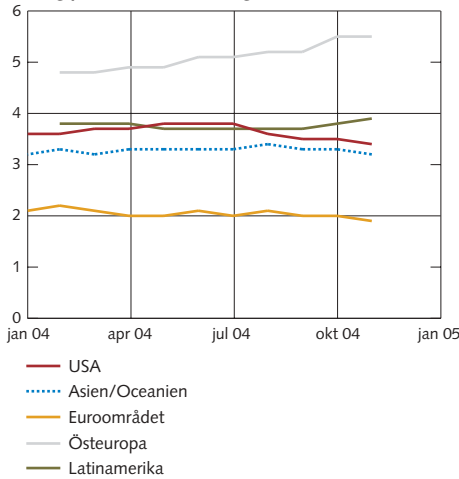


Diagram 26. Industriproduktion och Tankan, Japan. Säsongsjusterade årsförändringar respektive index



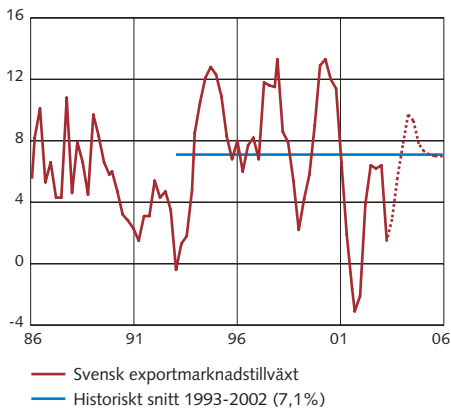
Källor: Bank of Japan, Ministry of Economy och Trade and Industry.

Diagram 27. Consensusprognoser för olika regioner avseende BNP-tillväxten 2005. Årlig procentuell förändring



Källa: Consensus Economics Inc.

Diagram 28. Svensk exportmarknadstillväxt. Årlig procentuell förändring



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

kraftigt. Företagens vinster har också utvecklats relativt starkt samtidigt som tillförsikten i företagssektorn tilltagit (se diagram 26). Reviderade nationalräkenskaper över andra kvartalet visar på en fortsatt återhämtning, om än i långsammare takt. Tillväxten under kvartal två blev 1,1 procent i uppräknad årstakt. En ytterligare inbromsning skedde under det tredje kvartalet enligt preliminära nationalräkenskaper. Ekonomin växte med endast 0,3 procent i uppräknad årstakt. Hushållens konsumtion fortsatte dock att växa kraftigt. Investeringarna bidrog dock negativt i kvartal tre liksom under det andra kvartalet.

Även om BNP-tillväxten var svag under det tredje kvartalet väntas ekonomin växa snabbare under kommande kvartal. Företagens höga framtidsförväntningar och stigande vinster talar för att investeringarna skall börja öka igen. Exporttillväxten väntas dock bli något lägre i takt med att efterfrågan på Japans största exportmarknader, USA och Kina, dämpas.

■ ■ I Kina väntas tillväxten avta.

I början av året genomförde de kinesiska myndigheterna vissa åtgärder i syfte att dämpa investeringsboomen. Detta bidrog till en betydligt lägre BNP-tillväxt under det andra kvartalet jämfört med de närmast föregående kvartalen. Åtgärderna fick endast temporära effekter och ekonomin växte därefter med 8,2 procent i uppräknad årstakt under det tredje kvartalet. Nyligen höjdes även styrräntan för första gången sedan 1995. Detta bör ses som ett ytterligare led i ansträngningarna att få ner tillväxten mot en långsiktigt hållbar nivå. BNP-tillväxten i Kina väntas minska något framöver. Den kinesiska importefterfrågan väntas bli relativt hög även fortsättningsvis, vilket gynnar övriga länder i Asien.

■ ■ Hög tillväxt i andra delar av världen.

Tillväxten i Öst- och Centraleuropa har varit mycket stark hittills i år. Ryssland gynnas bl.a. av det höga oljepriset. Under de kommande åren väntas tillväxten fortsätta att vara relativt hög. På senare tid har externa bedömare reviderat upp utsikterna för 2005 för Östeuropa och Latinamerika (se diagram 27).

Höga råvaru- och oljepriser i kombination med en relativt svag dollar har stimulerat ekonomierna i Latinamerika hittills under 2004. Exportefterfrågan har varit stark. Även inhemsk efterfrågan har utvecklats väl. Under 2005 och 2006 förväntas tillväxttakten mattas något vilket delvis hänger samman med lägre förväntad tillväxt i USA.

■ ■ Något lägre svensk exportmarknadstillväxt.

Sammantaget bedöms de framtida förutsättningarna för den svenska exporten ha försämrats något jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Den svagare prognostiserade tillväxten på för Sverige viktiga marknader i Europa och USA har inneburit att export-

marknadstillväxten reviderats ned något 2005. Under de kommande två åren väntas exportmarknadstillväxten dämpas och i stort sett sammanfalla med genomsnittet sedan 1993 (se diagram 28).

■ ■ Övåntat högt oljepris.

Bedömningen i föregående inflationsrapport var att oljepriset gradvis skulle falla tillbaka under de kommande åren. I stället steg råoljepriset kraftigt fram till slutet av oktober. Därefter föll det tillbaka igen (se diagram 29). Jämfört med prognosen i föregående inflationsrapport har oljepriset under oktober och november varit högre än väntat. De långsiktiga terminspriserna steg kraftigt i samband med att oljepriset nådde rekordnivåer på över 50 USD i slutet av oktober. Sedan dess har de sjunkit endast marginellt. Riksbankens bedömning är fortfarande att oljepriset skall falla tillbaka framöver. Mot bakgrund av den senaste tidens utveckling och terminspriserna bedöms dock oljepriset nu bli högre i år och under de kommande två åren jämfört med vad som antogs i oktober (se tabell 3). Råvarupriserna exklusive olja har stigit kraftigt det senaste året men fallit den allra senaste tiden (se diagram 30).

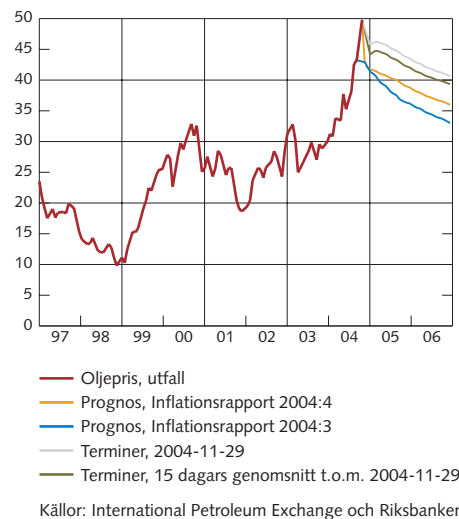
**Tabell 3. Internationella förutsättningar.
Årlig procentuell förändring**

	BNP				KPI			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
USA	3,0	4,4 (4,5)	3,3 (3,4)	3,5 (3,6)	2,3	2,7 (2,6)	2,4 (2,2)	2,3 (2,3)
Tyskland	-0,1	1,7 (1,9)	1,6 (1,9)	2,2 (2,2)	1,0	1,7 (1,8)	1,5 (1,3)	1,5 (1,5)
Frankrike	0,5	2,2 (2,5)	2,0 (2,3)	2,3 (2,3)	2,2	2,4 (2,3)	1,9 (1,8)	1,8 (1,8)
Storbritannien	2,3	3,2 (3,3)	2,8 (2,9)	2,9 (2,7)	1,4	1,3 (1,6)	1,8 (1,8)	2,1 (1,9)
Danmark	0,0	2,1 (2,2)	2,2 (2,4)	2,5 (2,5)	2,0	1,1 (1,5)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)
Finland	1,9	3,0 (2,8)	3,0 (3,0)	2,9 (3,0)	1,3	0,1 (0,5)	1,4 (1,8)	1,9 (2,0)
Norge	0,6	3,3 (3,3)	2,9 (2,9)	2,7 (2,7)	2,5	0,7 (0,6)	2,1 (2,0)	2,5 (2,5)
<hr/>								
Euro12	0,5	1,8 (2,0)	2,0 (2,2)	2,4 (2,4)	2,1	2,1 (2,1)	1,9 (1,8)	2,0 (2,0)
TCW-vägt	1,1	2,6 (2,7)	2,4 (2,5)	2,6 (2,6)	1,7	1,7 (1,7)	1,8 (1,7)	1,9 (1,9)
OECD 19	2,0	3,4 (3,5)	2,6 (2,8)	2,8 (2,8)	1,8	2,0 (1,9)	1,8 (1,7)	1,8 (1,9)
<hr/>								
		2003	2004	2005	2006			
BNP Världen		3,8	4,8 (4,9)	4,1 (4,2)	3,9 (3,9)			
Svensk exportmarknadstillväxt		4,1	8,6 (7,8)	7,1 (7,3)	6,9 (6,9)			
Global PPI		0,8	2,4 (2,3)	2,3 (2,1)	1,7 (1,8)			
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD/fat Brent Blend)		28,9	38,4 (37,9)	40,3 (38,4)	37,1 (34,4)			

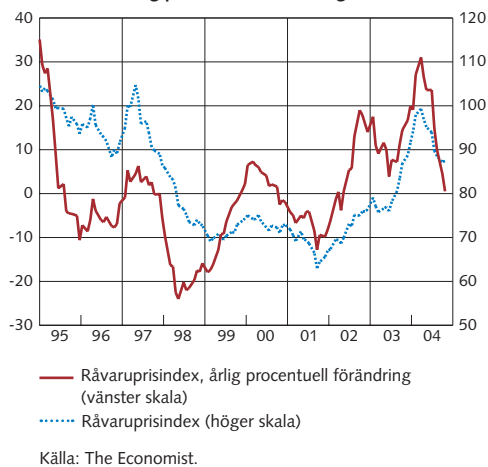
Anm. KPI avser HIKP för Tyskland, Storbritannien (fr.o.m. december 2003), Danmark samt Finland. BNP för Norge avser fastlandsekonomin. OECD 19 avser EU-länderna exklusive Luxemburg, USA, Kanada, Japan samt Norge och Schweiz. Prognoser i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Svensk exportmarknadstillväxt 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.

**Diagram 29. Oljepris, utfall och prognos.
USD**



**Diagram 30. Råvaruprisutveckling i dollar.
Index och årlig procentuell förändring**



Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

- Oljepriset revideras upp under prognosperioden bl.a. på grund av höga utfall.
- BNP-tillväxten i OECD-området revideras ned framförallt i år och nästa år till följd av svaga utfall och ett något högre oljepris. Svensk exportmarknadstillväxt revideras följaktligen ned något 2005.
- Inflationen revideras upp något i USA, euroområdet och globalt under 2004 och 2005 på grund av det högre oljepriset.

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige

En viss nedrevidering har gjorts av BNP-tillväxten i Sverige för 2005 till följd av att den internationella efterfrågan bedöms bli något lägre och kronan något starkare. Fortfarande väntas tillväxttakten i ekonomin bli så hög framöver att resursutnyttjandet stiger. Även om någon tydlig vändning ännu inte syns på arbetsmarknaden bedöms läget ha stabiliserats. Det inhemska kostnadstrycket väntas stiga framöver men fortfarande vara relativt måttligt i slutet av prognosperioden.

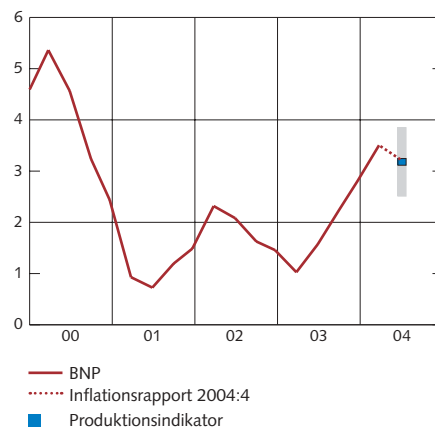
Den svenska ekonomin växte med 3,7 procent under första halvåret i år jämfört med motsvarande period föregående år. Enligt Riksbankens produktionsindikator väntas tillväxten dämpas något under det tredje kvartalet (se diagram 31).¹ Under de närmaste två åren bedöms BNP-tillväxten bli något lägre än i år, men ändå uppgå till ungefär 3 procent (se diagram 32). Den svenska konjunkturen bedöms alltså fortsätta att förstärkas framöver vilket sammanhänger med den förväntade konjunkturuppgången i omvärlden och en relativt expansiv penning- och finanspolitik i Sverige. Hittills är det främst bidraget från utrikeshandeln som har drivit tillväxten i efterfrågan men framöver antas den inhemska efterfrågan bidra i allt högre grad.

I förhållande till föregående inflationsrapport har BNP-tillväxten för 2005 justerats ned något. Skälet är främst att den internationella efterfrågan bedöms bli något lägre och kronan något starkare vilket väntas ge en svagare tillväxt i svensk export. De reviderade internationella tillväxtutsikterna förväntas också påverka företagens investeringar som antas öka något långsammare under 2005 än tidigare väntat. Arbetsmarknaden och lönerna i näringslivet väntas också dämpas en aning i förhållande till föregående prognos. Produktivitetstillväxten bedöms vara fortsatt stark i år men avta något under de kommande två åren. I takt med att konjunkturen stärks under de kommande åren kommer de lediga resurserna i ekonomin att minska och det inhemska kostnadstrycket att öka.

■ ■ Blandade signaler från industrin.

Industrikonjunkturen tycks ha varit stark under hösten även om signalerna är något blandade. Statistik över industrins produktion och ordergång t.o.m. september tyder visserligen på att tillväxttakten dämpades något under sommaren och hösten (se diagram 33). Enligt Konjunkturinstitutets barometerundersökningar är dock ordertillväxten fortsatt god och företagens bedömning av orderstockarnas storlek har blivit alltmer positiv (se diagram 34). Produktionsvolymen har fortsatt att öka i god takt och konfidensindikatorn för tillverkningsindustrin är kvar på en relativt hög nivå. Konjunkturbarometern visar

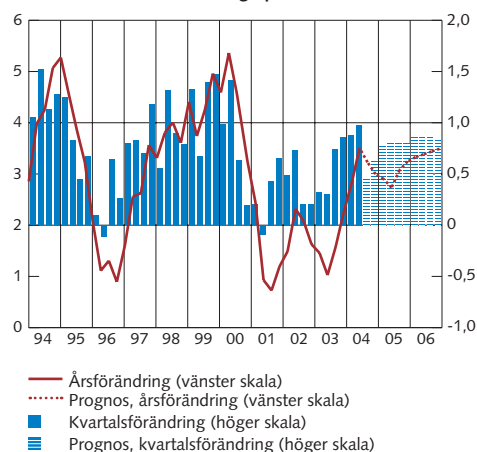
Diagram 31. BNP, utfall och prognos. Årlig procentuell förändring av dagkorrigerade och säsongrensade värden



Anm. Grå linje avser 95 procentigt konfidensintervall från produktionsindikatorn. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

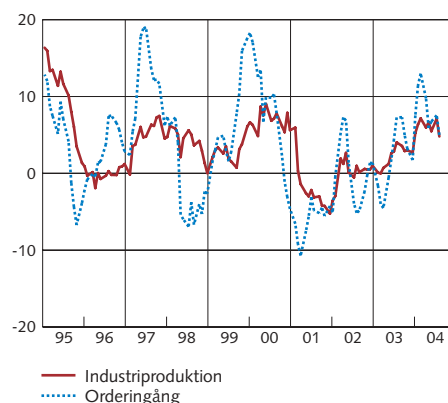
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 32. BNP, utfall och prognos för dagkorrigerad och säsongrensad serie. Kvartals- och årsförändring i procent



Källor: SCB och Riksbanken.

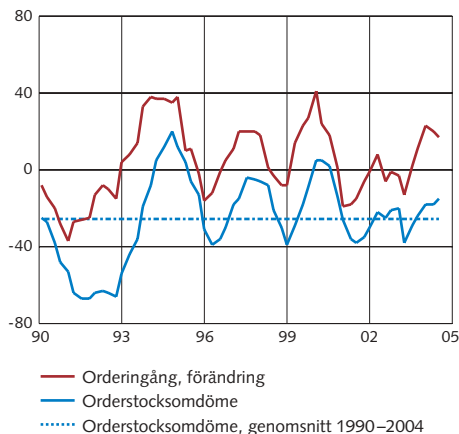
Diagram 33. Industrins ordergång och produktion. Årlig procentuell förändring, tre månaders glidande medelvärde



Källa: SCB.

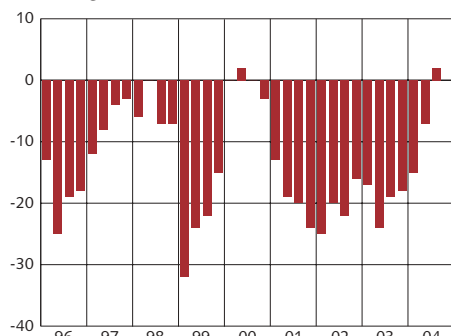
¹ Skattningar av produktionsindikatorn baseras på månadsstatistik över industriproduktion, detaljhandelsomsättning samt arbetade timmar i offentlig sektor och i övrig tjänsteproduktion, se fördjupningsruta "En indikatormodell för produktionsutvecklingen på kvartalsbasis" i Inflationrapport 2002:4 för en närmare beskrivning.

Diagram 34. Total ordergång inom tillverkningsindustrin. Kvartalsförändring samt nulägesomdöme om orderstocken, säsongrensade netttotal



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 35. Företagens lönsamhetsomdöme enligt Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer. Säsongrensade netttotal



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 36. Export av varor, utfall och prognos för säsongrensad serie. Kvartals- och årsförändring i procent



Källor: SCB och Riksbanken.

också att industriföretagen ser ovanligt ljusst på lönsamheten (se diagram 35).

Synen på konjunkturen varierar något mellan olika branscher. Inom industrin för investeringsvaror är bilden positiv och ganska samstämmig mellan delbranscherna. Inom insatsvaruindustrin redovisar stålindustrin fortsatt stark tillväxt och ökade försäljningspriser. Däremot rapporterar skogsindustrin närmast oförändrad efterfrågan. Inom konsumtionsvaruindustrin ökade ordergången mindre än vad företagen räknat med och missnöjet med orderstockarnas storlek ökade.

Tabell 4. Försörjningsbalans i huvudscenariot. Årlig procentuell förändring

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

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

Källor: SCB och Riksbanken.

■ ■ Exporten fortsätter att öka.

Industrikonjunkturen har förstärkts i år framförallt till följd av att exporten av varor har ökat kraftigt. Under första halvåret i år ökade varuexporten volymmässigt med ungefär 10 procent enligt nationalräkenskaperna jämfört med samma period 2003. Exporten har främst gynnats av att tillväxten på de svenska exportmarknaderna ökar kraftigt i år. Dessutom verkar det som om den svenska varuexporten har främjats av att efterfrågan på världsmarknaden har varit särskilt stor på varukategorier som svenska företag producerar. Därutöver har det relativa exportpriset fallit (se diagram 37). En orsak till de sjunkande svenska exportpriserna är den fortsatta nedgången i priserna inom telekomsektorn och inom motorfordonsindustrin. Även priserna på massa- och pappersprodukter har fallit under en längre tid.

Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer från oktober visar att exportföretagen är relativt optimistiska beträffande både nuvarande och förväntad ordergång (se diagram 38). Samtidigt visar SCB:s undersökning att ordergången i exportindustrin gått ned något mellan andra och tredje kvartalet. Utrikeshandelsstatistiken deflaterad med exportprisindex tyder på en uppgång i varuexporten på drygt 8 procent under tredje kvartalet i år jämfört med motsvarande kvartal 2003. Detta är något lägre än vad som förväntas i prognosen. Denna statistik är dock osäker eftersom den brukar vara föremål för stora re-

videringar. Exporten väntas därför, liksom i föregående inflationsrapport, öka med knappt 10 procent under 2004.

Under de kommande åren förväntas exporten av varor växa långsammare än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Nedrevideringen följer av att den internationella konjunkturen och därmed tillväxten på svenska exportmarknader bedöms bli något svagare jämfört med i oktober. Dessutom antas kronan bli starkare än i föregående inflationsrapport vilket håller tillbaka tillväxten i exporten.

■■ Investeringssuppgången fortsätter.

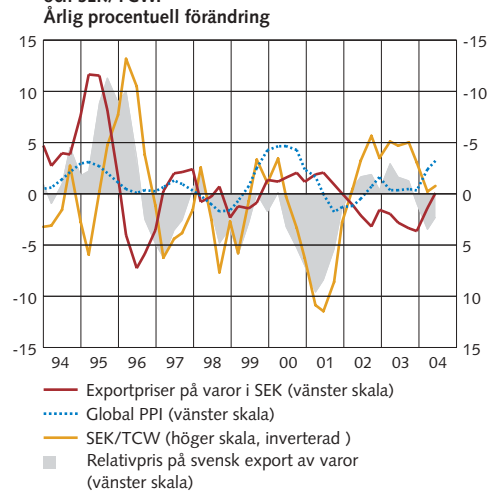
Den relativt höga BNP-tillväxten från mitten av förra året har medfört att utnyttjandet av kapitalstocken i främst industrin gradvis har ökat. Konjunkturinstitutets senaste kvartalsbarometer tyder på att kapacitetsutnyttjandet i industrin har fortsatt att stiga. Andelen företag som främst begränsas av maskin- och anläggningskapaciteten har emellertid inte fortsatt att öka. Samtidigt visar barometerdata för industrin att en relativt stor andel av företagen har ökat produktionskapaciteten och planerar att fortsätta med detta under de närmaste månaderna. Konjunkturbarometern tyder vidare på att byggkonjunkturen har stärkts ytterligare och att optimismen bland företagen i byggnadsindustrin är stor. Både statistik över påbörjade lägenheter för tredje kvartalet och investeringsenkäten för oktober indikerar att bostadsinvesteringarna i år kan bli något starkare än prognosen i föregående rapport. Investeringsklimatet är samtidigt gynnsamt. Realräntorna är låga och företagen har konsoliderat sina balansräkningar. Företagen har förbättrat både sin soliditet och sin likviditet. Sammantaget bedöms därför investeringarna utvecklas relativt starkt framöver (se diagram 39).

Även om det mesta tyder på en snabb uppgång av investeringarna nästa år kan ett par faktorer dämpa uppgången något. Jämfört med i oktober bedöms den internationella efterfrågan bli lägre och oljepriset högre under prognosperioden. Det bör komma att påverka den realekonomiska utvecklingen i stort och företagens investeringsvilja i negativ riktning under främst 2005. Tillväxten i investeringarna väntas därför bli något lägre under 2005 jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Under 2006 är prognosen oförändrad.

■■ Hushållens konsumtion växer i takt med konjunkturen.

Tillväxten i hushållens konsumtion har som väntat tilltagit i år. Under första halvåret växte konsumtionen med i genomsnitt 2,3 procent i årstakt. Prognosen om en relativt stark konsumtionstillväxt under året stöds i huvudsak av statistik för omsättningen inom detaljhandeln, även om månadsstatistiken för oktober visade en något lägre ökning än tidigare i år. Hushållens inköpsplaner för november visar att hushållen är något mindre optimistiska om framtiden. Det är framförallt synen på den svenska ekonomin och arbetslösheten som blivit dystrare, medan förväntningarna om den egna ekonomin har varit i stort sett oförändrade de senaste månaderna.

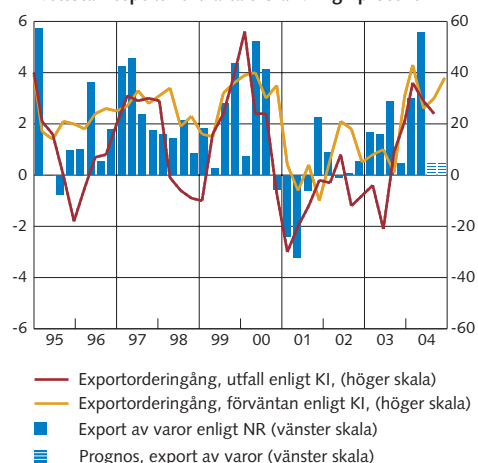
Diagram 37. Relativprisutveckling på svensk varuexport, exportpriser på varor i SEK, global PPI och SEK/TCW.



Anm. När relativpriset beräknas används global PPI som ett mått på den internationella prisutvecklingen.

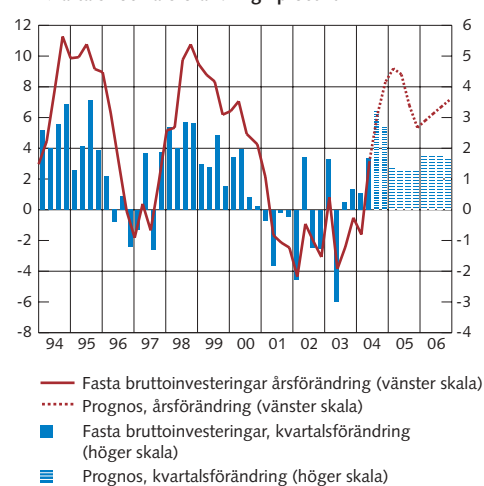
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 38. Exportordergång samt export av varor. Netttotal respektive kvartalsförändring i procent



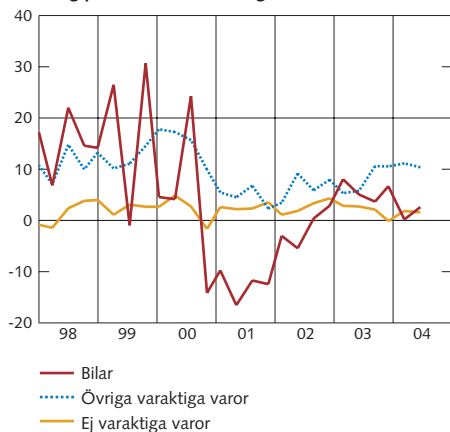
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

Diagram 39. Fasta bruttoinvesteringar, utfall och prognos för säsongrensad serie. Kvartals- och årsförändring i procent



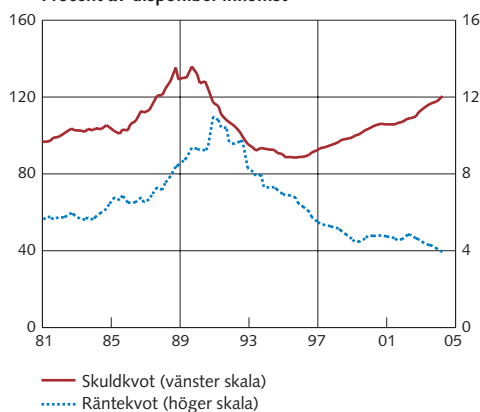
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 40. Total privat konsumtion samt konsumtionen uppdelad på olika komponenter. Årlig procentuell förändring



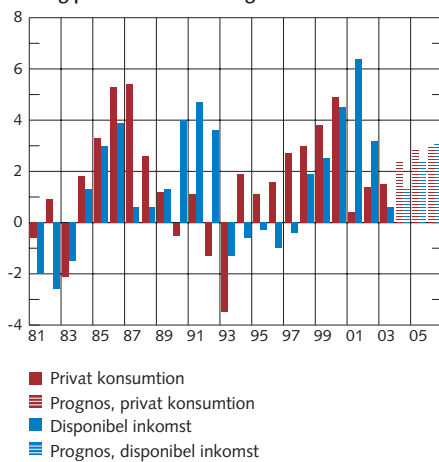
Källa: SCB.

Diagram 41. Hushållens skuldkvot och räntekvot. Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 42. Privat konsumtion och disponibel inkomst. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Det är framförallt konsumtionen av övriga varaktiga varor som bidragit till den ökande konsumtionstillväxten i år (se diagram 40). Det är sannolikt bland annat det låga ränteläget och en hög omsättning på bostadsmarknaden, i kombination med en jämförelsevis optimistisk syn på framtiden, som har gynnat konsumtionen av varaktiga varor.

Hushållens skulder har fortsatt att öka i snabbare takt än de disponibla inkomsterna och skuldkvoten har stigit (se diagram 41). Nyupplåningen kan, för hushållssektorn i sin helhet, användas antingen till finansiellt sparande, till konsumtion eller till reallt sparande i nyproducerade bostäder. Hushållens upplåning kan också stiga till följd av att bostadspriserna stiger. Om de nya lånen i stor utsträckning används till att finansiera en ökad konsumtion borde konsumtionen växa snabbare än inkomsterna och följaktligen sparkvoten falla. Så var också fallet i slutet av 1990-talet då sparkvoten föll ganska kraftigt. De första åren på 2000-talet steg sparkvoten snabbt igen och trots en liten nedgång förra året är sparkvoten nu relativt hög jämfört med genomsnittet för de senaste decennierna (se diagram 43).

De kommande åren bedöms tillväxten i konsumtionen tillta ytterligare och uppgå till i genomsnitt närmare 3 procent. I takt med att sysselsättningen ökar väntas hushållens löneinkomster komma att stiga snabbare. De skattesänkningar och bidragshöjningar för hushållen som regeringen aviserade i budgetpropositionen bidrar också till de stigande inkomsterna. Sammantaget bedöms hushållens disponibla inkomster öka med i genomsnitt knappt 3 procent de närmaste två åren.

Det låga ränteläget bidrar också till konsumtionstillväxten. Hushåll som har lån till rörlig ränta eller som omsätter sina bundna räntor vid given låneskuld får lägre räntekostnader för sina lån och därmed ett större utrymme för konsumtion i år jämfört med i fjol. Fortsatt stigande huspriser antas också gynna konsumtionen genom ökade lånemöjligheter för dem som äger sin bostad. Tillväxttakten i bostadspriserna bedöms dock minska under prognosperioden, vilket gör att effekten på konsumtionen på sikt bör klinga av. En eventuell fortsatt återhämtning av aktiepriserna kan dock ge stimulans till konsumtionen även på längre sikt.

Prognosen för den privata konsumtionen är i huvudsak densamma som i inflationsrapporten i oktober. Det fortsatt höga oljepriset väntas dock bidra till osäkerhet om den framtida ekonomiska utvecklingen och därmed leda till att vissa konsumtionsbeslut skjuts på framtiden. Konsumtionstillväxten väntas därför bli marginellt lägre än tidigare.

■ ■ Importen ökar med inhemsk efterfrågan.

Importen av varor ökade med ungefär 5 procent under första halvåret i år jämfört med samma period föregående år (se diagram 44). Precis som i oktoberrapporten förväntas varuimportens tillväxt tillta något under andra halvåret i år vilket framförallt följer av att investeringstillväxten antas öka. Utrikeshandelstatistiken deflaterad med importpris-

index tyder också på att varuimporten ökade med drygt 8 procent under tredje kvartalet jämfört med samma kvartal 2003, vilket är i linje med prognosen. Nästa år leder en något svagare inhemsk efterfrågan till att importen av varor antas öka mindre än vad som prognostiserades i oktober.

■ ■ Svaga offentliga finanser.

I föregående inflationsrapport reviderades prognosen för den offentliga sektorns finansiella sparande ned för de kommande två åren till följd av de förslag som presenterades i budgetpropositionen för 2005. Sedan dess har det inte tillkommit någon ny information på detta område. Den något lägre BNP-tillväxten under nästa år väntas endast få marginella effekter på de offentliga finanserna och prognosen är därför i stort sett oförändrad. Liksom i föregående inflationsrapport bedöms den offentliga sektorns finansiella sparande falla under prognosperioden till 0,4 procent av BNP 2006. En närmare analys av de offentliga finanserna finns i fördjupningsrutan "Finanspolitikens betydelse för penningpolitiken".

Prognosen för den offentliga konsumtionen har inte reviderats sedan föregående inflationsrapport. Tillväxten i den statliga konsumtionen bedöms vara låg i år och nästa år (se tabell 5). Detta beror på att den kommunala konsumtionen, bland annat av vård, omsorg och skola, har prioriterats av regeringen framför den statliga. Detta yttar sig bland annat i kraftigt höjda statsbidrag 2005. De kommunala myndigheternas konsumtion väntas öka måttligt under prognosperioden. Sammantaget bedöms tillväxten i den offentliga sektorns konsumtion tillta något under prognosperioden beroende på den expansiva finanspolitiken och den relativt starka konjunkturuppgången.

Tabell 5. Prognos för offentlig konsumtion. Årlig procentuell förändring

	2003	2004	2005	2006
Kommunal konsumtion	0,7	1,2 (1,2)	1,7 (1,7)	1,4 (1,4)
Statlig konsumtion	0,8	0,5 (0,5)	0,4 (0,4)	1,4 (1,4)
Offentlig konsumtion	0,8	1,0 (1,0)	1,3 (1,3)	1,4 (1,4)

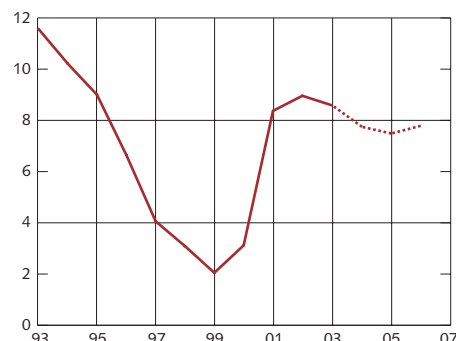
Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

■ ■ Fortsatt svag arbetsmarknad.

Den starka tillväxten i produktionen hittills i år har kommit till stånd genom en ökad medelarbetstid och ökad produktivitet. Kapacitetsutnyttjandet har stigit men det har ännu inte lett till någon större ökning i antalet sysselsatta. Det historiska mönstret är att sysselsättningen reagerar med en viss eftersläpning på att produktionen förändras. Denna gång tycks det dock ta ovanligt lång tid innan sysselsättningen börjar öka (se diagram 45). Under de tre första kvartalen i år har antalet personer i arbete minskat något jämfört med motsvarande period i fjol. Samtidigt har antalet frånvarande personer från arbetet minskat bland annat till följd av sjunkande sjukfrånvaro (se diagram 46).

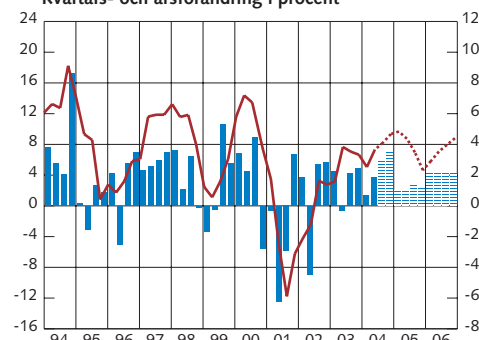
Diagram 43. Sparkvot. Andel av disponibel inkomst



Anm. Sparandet är beräknat som sparande inklusive avtalspensioner. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

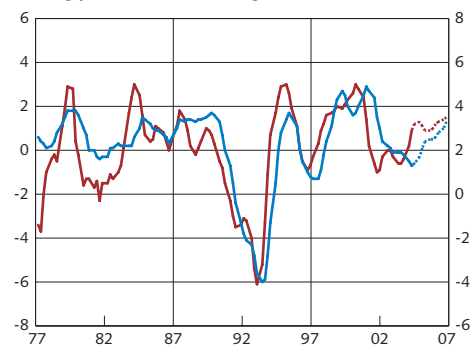
Diagram 44. Import av varor, utfall och prognos för säsongrensad serie. Kvartals- och årsförändring i procent



— Import av varor, årsförändring (vänster skala)
 Prognos, årsförändring (vänster skala)
 ■ Import av varor, kvartalsförändring (höger skala)
 ■ Prognos, kvartalsförändring (höger skala)

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 45. BNP och sysselsättning. Årlig procentuell förändring



— BNP (höger skala)
 — Sysselsättning (vänster skala)

Anm. BNP-serien är säsongrensad och kalenderkorrigerad. Riksbankens länkning 1976-1993. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 46. Antal sysselsatta och frånvarande från arbetet på grund av egen sjukdom. 100-tals personer, säsongrensat, tre månaders glidande medelvärde

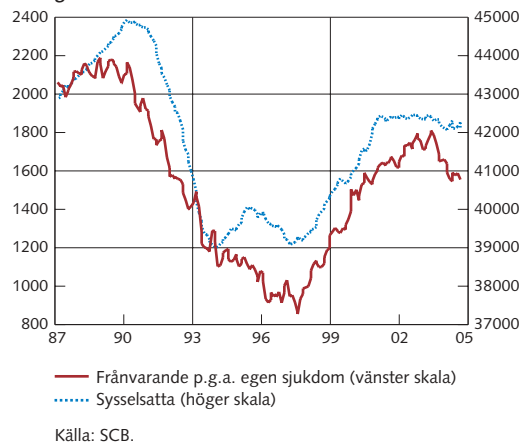


Diagram 47. Nyanmälda och kvarstående lediga plaster med en varaktighet på mer än tio dagar samt varsel. Säsongrensat, tre månaders glidande medelvärde

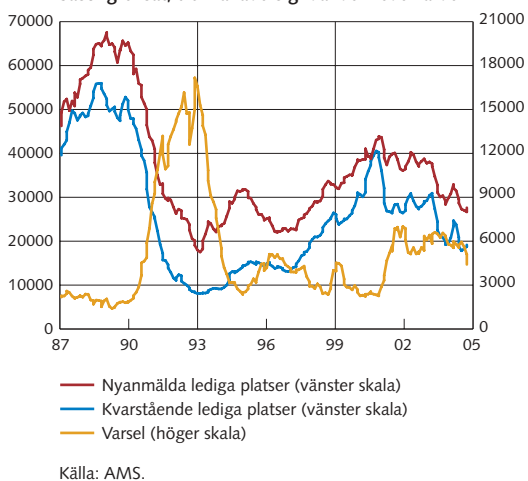
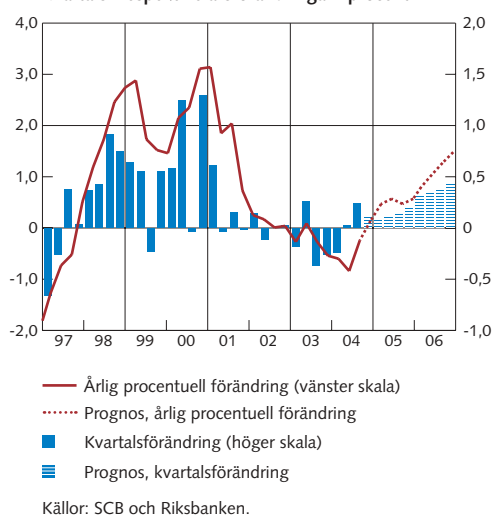


Diagram 48. Antal sysselsatta, utfall och prognos för säsongrensad serie. Kvartals- respektive årsförändringar i procent



Detta har bidragit till att antalet sysselsatta hittills i år i genomsnitt har minskat med 24 000 personer eller knappt 0,6 procent jämfört med motsvarande period 2003. Mellan andra och tredje kvartalet i år ökade dock sysselsättningen svagt i säsongrensade termer, för att åter minska under oktober månad. Utvecklingen är ungefär i linje med vad som antogs i den senaste inflationsrapporten.

Antalet nyanmälda lediga platser till landets arbetsförmedlingar fortsatte att minska på årsbasis under september och oktober men samtidigt minskade antalet varsel om uppsägning (se diagram 47). Under tredje kvartalet minskade även antalet lediga jobb på årsbasis enligt SCB:s vakansundersökning. Det var inom den offentliga sektorn som platserna minskade medan de inom den privata sektorn ökade svagt. Vidare visade Konjunkturinstitutets senaste kvartalsbarometer att företagens anställningsplaner är något mer positiva än tidigare. De mest expansiva sysselsättningsplanerna återfinns inom den privata tjänstesektorn, i synnerhet bland datakonsulter och uppdragsverksamhet. Den senaste kommun- och landstingsbarometern visade dock på fortsatta nedskärningar av personal inom kommuner och landsting den närmaste tiden. Även om efterfrågan på arbetskraft fortfarande är svag och de olika indikatorerna inte ger en entydig bild bedöms arbetsmarknaden nu ändå vara på väg att stabiliseras.

Konjunkturuppgången väntas medföra att sysselsättningen stiger svagt under 2005 (se diagram 48). Under nästa år väntas sysselsättningen främst öka inom den offentliga sektorn till följd av ökade bidrag till kommunerna. Inom näringslivet väntas sysselsättningen endast öka måttligt under 2005 för att stiga snabbare under 2006 (se diagram 49).

Under första halvåret i år ökade medelarbetstiden per sysselsatt med i genomsnitt 1,7 procent jämfört med motsvarande period 2003. Den snabba ökningen förklaras till stor del av att 2004 har fyra fler vardagar än 2003. Men även bortsett från kalendereffekten ökade medelarbetstiden något. Under 2005 väntas medelarbetstiden fortsätta att öka måttligt då efterfrågan på arbetskraft i inledningen av en konjunkturuppgång främst tillfredsställs genom att antalet arbetade timmar ökar för dem som redan är anställda, bland annat till följd av fler övertidstimmar. Minskad frånvaro på grund av sjukdom har också medverkat till att vanligen arbetad tid har ökat. Mot slutet av prognosperioden väntas den faktiska medelarbetstiden emellertid öka långsammare då 2006 innehåller färre vardagar än 2005 samtidigt som efterfrågan på arbetskraft då i större utsträckning väntas tillgodoses via nyanställningar.

Enligt AKU har antalet personer i arbetskraften hittills i år i genomsnitt ökat med 0,4 procent jämfört med motsvarande period i fjol, vilket är i linje med den bedömning som gjordes i oktober. Under de närmaste två åren väntas arbetskraften endast öka måttligt (se tabell 6). Tillväxten i den arbetsföra befolkningen väntas förvisso bli god men andelen personer i åldern 25-54 år förväntas minska. Detta kan tänkas få en dämpande effekt på arbetskraftsutbudet då denna grupp

har det högsta arbetskraftsdeltagande. Antalet sjuka personer utanför arbetskraften har fortsatt att öka under loppet av 2004. En bidragande faktor är att många långtidssjuka lämnar arbetskraften och istället erhåller sjuk- och aktivitetsersättning (tidigare förtidspension). Detta väntas inträffa även under 2005 och 2006, men i mindre utsträckning. Antalet deltagare i arbetsmarknadspolitiska program har ökat kraftigt under hösten till följd av ökade anslag till AMS. Antalet personer som deltar i olika former av åtgärder väntas fortsätta att öka under inledningen av 2005 för att sedan stabiliseras på en hög nivå.

Den öppna arbetslösheten uppgick i genomsnitt till 5,6 procent (säsongrensade data) under perioden januari-oktober i år, vilket är 0,8 procentenheter högre jämfört med motsvarande period i fjol. Detta följer av att fler har blivit arbetslösa samtidigt som den genomsnittliga varaktigheten för arbetslösheten har ökat (se diagram 50). Under senare tid tycks dock arbetslöshetstiderna ha stabiliserats. Det kan bero på att antalet deltagare i arbetsmarknadspolitiska program nu ökar. Den öppna arbetslösheten minskade svagt mellan andra och tredje kvartalet, vilket var i linje med bedömningen som gjordes i den senaste inflationsrapporten. Även under det fjärde kvartalet väntas den öppna arbetslösheten minska, främst till följd av att fler personer deltar i arbetsmarknadspolitiska program men också som ett resultat av att sysselsättningen ökar svagt. I takt med förbättrade arbetsmarknadsutsikter bedöms den öppna arbetslösheten fortsätta att falla under de närmaste två åren. Den totala arbetslösheten väntas dock inte minska fullt lika mycket.

**Tabell 6. Arbetsmarknadsprognos.
Årlig procentuell förändring**

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

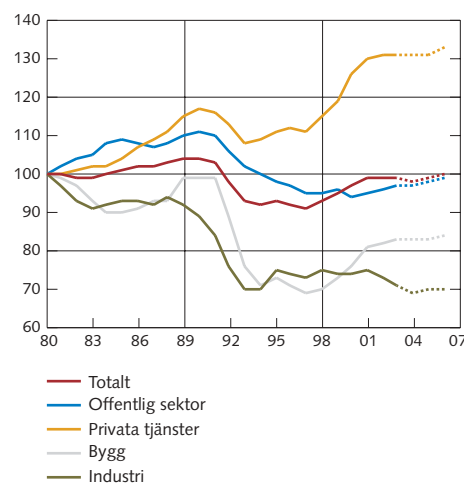
Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Korrigerad arbetskraft är summan av antalet personer i arbetskraften och antalet personer i konjunkturberoende utbildningsprogram.

Källor: AMS, SCB och Riksbanken.

■ ■ Fortsatt stark produktivitetstillväxt.

Under första halvåret i år har produktiviteten i näringslivet fortsatt att öka kraftigt. Det är huvudsakligen inom industrin som tillväxten i produktiviteten har varit stark medan den som vanligt varit mer måttlig inom tjänstebranscherna. Produktivitetstillväxten varierar kraftigt med konjunkturen, men tydligt är att ökningstakten varit högre under 1990-talet än under 1980-talet (se diagram 51). Det gäller såväl industrin som delar av de privata tjänstebranscherna. Liksom i föregående inflationsrapport bedöms en del av den senaste tidens starka ökning bero på konjunkturläget. Tillväxten i produktiviteten väntas därför

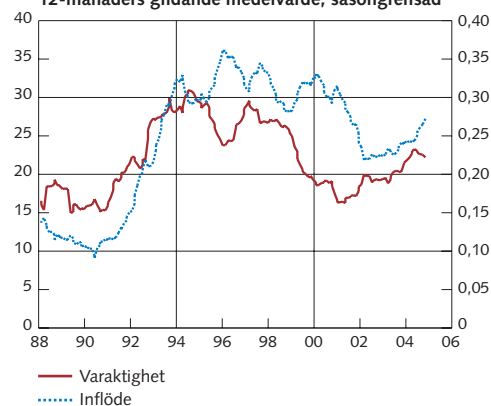
**Diagram 49. Antalet sysselsatta inom olika sektorer.
Index 1980=100**



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

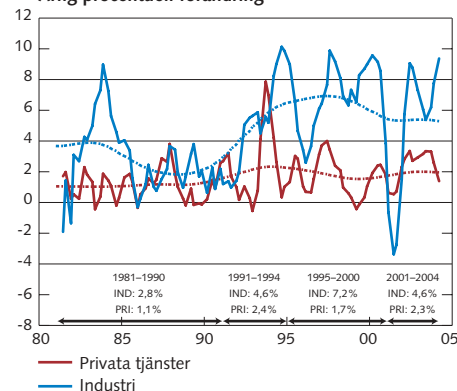
**Diagram 50. Arbetslösheten uppdelad på inflöde och varaktighet.
Procent av arbetskraften respektive antal veckor, 12-månaders glidande medelvärde, säsongrensad**



Anm. Antalet personer som varit arbetslösa i en vecka i procent av arbetskraften används som ett mått på inflödet, och antalet arbetslösa totalt dividerat med antalet personer som varit arbetslösa i en vecka som ett mått på varaktigheten.

Källor: SCB och Riksbanken.

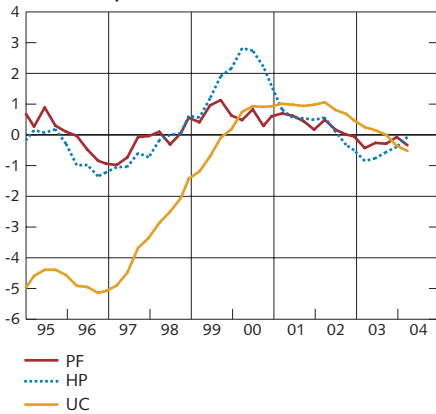
**Diagram 51. Produktivitetstillväxten i industrin och privat tjänstesektor sedan 1980 samt HP-trender.
Årlig procentuell förändring**



Anm. HP-trend innebär att data har filterats med det s.k. Hodrick-Prescott-filtret.

Källor: SCB och Riksbanken.

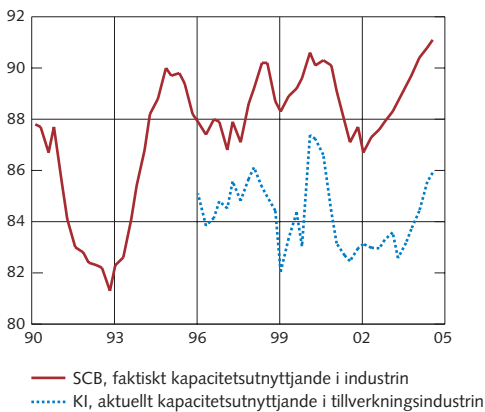
Diagram 52. Skattade produktionsgap enligt tre metoder. Procent av potentiell BNP



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

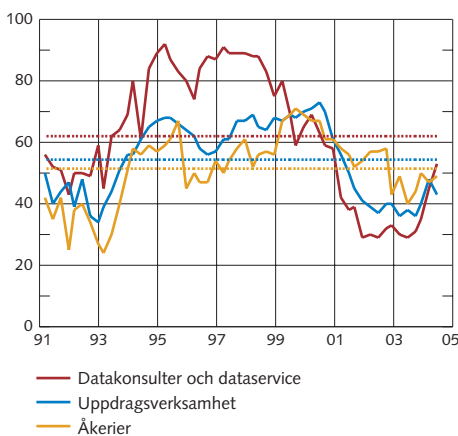
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 53. Industrins kapacitetsutnyttjande enligt SCB och Konjunkturinstitutet. Säsongsrensad procent



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 54. Andel företag med fullt kapacitetsutnyttjande inom vissa tjänstenäringsgrupper. Säsongsrensad procent



Anm. Streckad linje avser genomsnittet för perioden kvartal 3 1991 till kvartal 3 2004.

Källa: Konjunkturinstitutet.

mattas av något under de kommande två åren, vilket är normalt när konjunkturen stärks. En del av den starka produktivitetstillväxten bedöms dock avspegla mer långsiktiga faktorer som exempelvis ökad konkurrens och ett ökat IT-användande. Prognosen för den genomsnittliga produktivitetstillväxten under åren 2004 till 2006 bedöms därför, liksom i föregående rapport, vara ungefär densamma som snittet under 1990-talet.

■ ■ Gradvis stigande resursutnyttjande.

För att mäta resursutnyttjandet i den svenska ekonomin används bland annat olika skattningar av produktionsgapet. Då det inte har kommit något nytt utfall för BNP är de senaste skattningarna av produktionsgapet desamma som redovisades i den förra inflationsrapporten (se diagram 52). Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer för oktober tyder dock på att kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin, byggnadsindustrin och vissa tjänstenäringsgrupper har ökat något, vilket också var väntat med tanke på att aktiviteten i ekonomin bedöms öka relativt snabbt (se diagram 53). Fortfarande är emellertid kapacitetsutnyttjandet i tjänstesektorerna relativt lågt (se diagram 54). Bristtalen, d.v.s. de procentuella andelarna av företagen i respektive bransch som rapporterar att det råder brist på arbetskraft, är också generellt sett låga. I tillverkningsindustrin och byggnadsindustrin har bristtalen ökat något från då de var som lägst under 2003, men nivåerna är fortfarande mycket låga i ett historiskt perspektiv (se diagram 55). Konjunkturbarometern visar också att företag inom konsultbranscher som uppdragsverksamhet ser en stark ökning i efterfrågan och nu ökar antalet anställda, men utan att det verkar uppstå brist på arbetskraft. Även inom branschen datakonsulter och dataservice leder ökande efterfrågan till personalökningar och där har också bristtalet fortsatt att stiga. Enligt den senaste kvartalsbarometern redovisade ungefär en tredjedel av dataföretagen brist på arbetskraft, vilket kan jämföras med senare hälften av 1990-talet, då omkring 80 procent av dessa företag upplevde brist på arbetskraft (se diagram 56).

För närvarande bedöms resursutnyttjandet i den svenska ekonomin vara måttligt, särskilt med tanke på situationen på arbetsmarknaden. Då tillväxten reviderats ned för 2005 är det rimligt att anta att resursutnyttjandet blir något mindre ansträngt mot slutet av prognosperioden än vad som bedömdes i föregående inflationsrapport. Fortfarande antas resursutnyttjandet ändå under slutet av 2006 ha nått en sådan nivå att det inte längre har en återhållande verkan på pris- och löneökningar.

■ ■ Dämpad, men stigande löneökningstakt i näringslivet de kommande åren.

Det svaga arbetsmarknadsläget under de senaste åren har dämpat löneökningstakten i näringslivet. Nedgången har skett inom alla branscher, men störst har nedväxlingen varit inom byggindustrin. De förbundsavtal som träffats i näringslivet tidigare i år har också varit lägre

än under avtalsrörelsen 2001. Enligt preliminär konjunkturlönestatistik för september har lönerna i näringslivet stigit med 2,8 procent under de första nio månaderna i år jämfört med motsvarande period i fjol. Det preliminära utfallet väntas dock revideras upp i takt med att utfallet för de lokala löneförhandlingarna registreras i statistiken. Hittills i år har löneökningstakten reviderats upp med cirka 0,3 procentenheter jämfört med det första preliminära utfallet. I offentlig sektor har löneökningstakten hållits uppe trots ett ansträngt budgetläge i kommuner och landsting. Lönerna i offentlig sektor har hittills i år stigit med 3,9 procent jämfört med motsvarande period i fjol.

Lönerna i näringslivet bedöms öka med 3,1 procent i år, vilket är 0,7 procentenheter lägre än den genomsnittliga ökningstakten under de senaste tre åren (se tabell 7). Andelen företag som anger brist på arbetskraft är alltså förhållandevis låg även om en viss uppgång har noterats den senaste tiden. Den lägre prognostiserade BNP-tillväxten nästa år medför att det bedöms finnas något mer lediga resurser i ekonomin. Löneökningstakten i näringslivet hålls därför tillbaka och lönerna väntas öka något långsammare 2005 än vad som bedömdes i oktoberrapporten. Förslaget om ett nytt sjuklönesystem fr.o.m. 1 januari 2005 innebär att arbetsgivarna får ta ett större ekonomiskt ansvar för de sjukskrivna samtidigt som arbetsgivaravgiften sänks. Förslaget bedöms vara kostnadsneutralt för arbetsgivar kollektivet som helhet och ändrar därmed inte prognosen för övriga lönekostnader. Mot slutet av prognosperioden väntas lönekostnaderna i näringslivet stiga med 4 procent, vilket är oförändrat jämfört med oktoberrapporten.

I statlig sektor har ett preliminärt treårigt avtal träffats mellan SACO-S och Arbetsgivarverket. Avtalet, som omfattar ca 75 000 anställda, är liksom tidigare sifferlöst och innehåller inga individgarantier, d.v.s. lönebildningen ska enbart ske lokalt. Avtalet innehåller bl.a. regler om förhandlingsordningen, arbetsmiljön och trygghetsfrågor. Även SEKO har tecknat avtal med Arbetsgivarverket. Detta avtal omfattar ungefär 25 000 anställda. Här kom man överens om ett 3-årigt avtal, där det samlade avtalsvärdet beräknas till 8,3 procent, inklusive semesterlönegaranti. Avtalen inom statlig sektor väntas följa näringslivet och innebär därmed en nedväxling jämfört med föregående avtalsperiod. I den kommunala sektorn ska avtal för ca 1 miljon anställda omförhandlas under våren 2005. Dessa förhandlingar kommer att ske i ett mer gynnsamt konjunkturläge än när näringslivet omförhandlade sina avtal.

Bedömningen av näringslivets enhetsarbetskostnader under prognosperioden är i stort sett densamma som i föregående inflationsrapport. Något lägre löneökningstakt nästa år väntas leda till aningen lägre enhetsarbetskostnad. Under 2006 väntas enhetsarbetskostnaderna, precis som i föregående inflationsrapport stiga med 2,1 procent. Vinstandelen i näringslivet väntas öka under prognosperioden (se diagram 57).

Diagram 55. Andel företag i tillverkningsindustrin med brist på yrkesarbetare respektive tekniska tjänstemän. Säsongsrensad procent

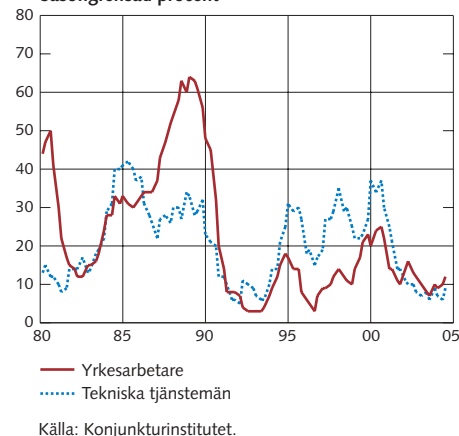


Diagram 56. Andel företag med brist på personal. Säsongsrensad procent

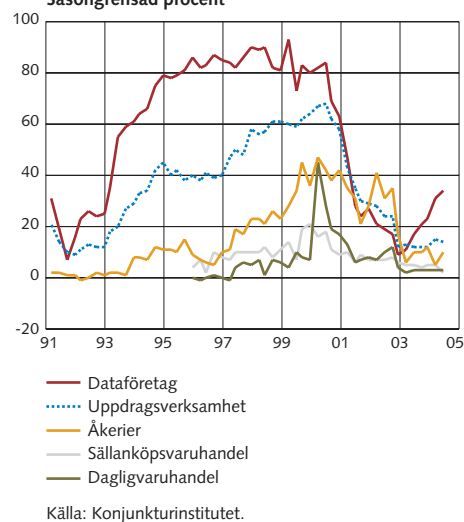
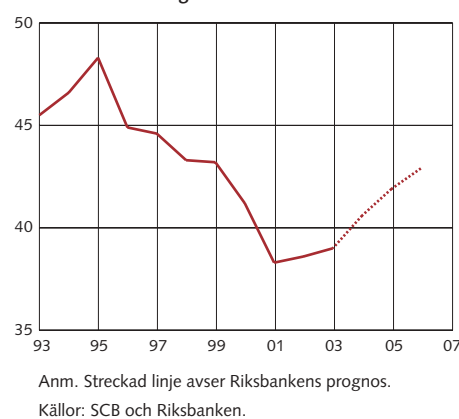


Diagram 57. Vinstandel i näringslivet. Andel av förädlingsvärdet



**Tabell 7. Löner och enhetsarbetskostnader.
Årlig procentuell förändring**

	2003	2004	2005	2006
Nominallön, hela ekonomin	3,5	3,4 (3,4)	3,6 (3,6)	3,8 (3,8)
Nominallön, näringslivet	3,2	3,1 (3,2)	3,4 (3,5)	3,9 (3,9)
Övriga lönekostnader (bidrag), näringslivet	1,3	0,3 (0,3)	0,2 (0,2)	0,2 (0,2)
Total lönekostnad, näringslivet	4,5	3,3 (3,4)	3,6 (3,7)	4,0 (4,0)
Total timlönekostnad, näringslivet, justerad för antalet arbetsdagar	4,7	2,5 (2,6)	3,6 (3,7)	4,4 (4,4)
BNP i näringslivet	1,7	4,0 (4,1)	3,4 (3,6)	3,6 (3,6)
Arbetade timmar, näringslivet	-1,9	0,6 (0,6)	0,7 (0,9)	1,3 (1,3)
Genomsnittlig arbetsproduktivitet, näringslivet	3,7	3,4 (3,5)	2,7 (2,7)	2,3 (2,3)
Enhetsarbetskostnad, näringslivet	1,0	-0,9 (-0,8)	0,9 (1,0)	2,1 (2,1)

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-prognosen har reviderats ned något för 2005.
- Tillväxten i exporten och bruttoinvesteringarna har reviderats ned 2005 på grund av en lägre förväntad internationell efterfrågan och starkare krona.
- Prognosen för den privata konsumtionen har också reviderats ned marginellt 2005.
- Tillväxten i varuimporten har reviderats ned 2005 då den inhemska efterfrågan väntas bli något svagare.
- Till följd av en något lägre efterfrågan har sysselsättningen, både i antal personer och timmar, reviderats ned marginellt för 2005.
- Löneökningarna i näringslivet har reviderats ned med en tiondel i år och nästa år. I år beroende på utfall och nästa år på grund av en något svagare arbetsmarknad.

Inflationsförväntningar

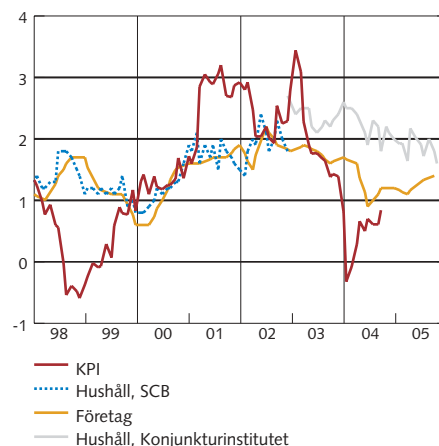
Olika aktörers förväntningar om den framtida prisutvecklingen har, genom sin påverkan på prissättning och lönebildning, direkta effekter på den faktiska inflationen. Förväntningarna påverkas av flera olika faktorer så som den faktiska inflationstakten, Riksbankens signaler om penningpolitiken och den makroekonomiska utvecklingen i stort.

Hushållens förväntningar om inflationstakten på ett års sikt har sjunkit något under hösten (se diagram 58). I november uppgick förväntningarna till 1,6 procent, vilket är 0,4 procentenheter lägre än vid föregående inflationsrapport. Företagens förväntningar om inflationen har varit mer stabila. Enligt Konjunkturinstitutets Konjunkturbarometer i oktober justerades förväntningarna på ett års sikt upp marginellt från föregående undersökning. Nu väntar sig företagen en inflations-takt om ett år på 1,4 procent. Varken hushållens eller företagens förväntningsbild verkar ha påverkats av den senaste tidens kraftiga oljeprisökning.

Resultatet från Prosperas undersökning i november visar på marginellt högre inflationsförväntningar jämfört med undersökningen i september (se diagram 59 och tabell 8). Arbetsgivare och arbetstare är de grupper som gjort de största uppjusteringarna. Industrins inköpschefer är alltså den grupp vars förväntningar är högst över samtliga tidshorisonter. Aktörerna på penningmarknaden väntar sig en inflationstakt om två år på 2,0 procent. Penningmarknadens aktörer baserar sina förväntningar på att reporäntan höjs till 2,25 inom tre månader, till 2,75 inom ett år och 3,25 inom två år medan Riksbankens prognos bygger på ett antagande om en konstant reporänta.

Sammanfattningsvis är inflationsförväntningarna på ett års sikt något under två procent, vilket troligtvis sammanhänger med den låga faktiska inflationen. På två och fem års sikt är förväntningarna marginellt högre än Riksbankens inflationsmål.

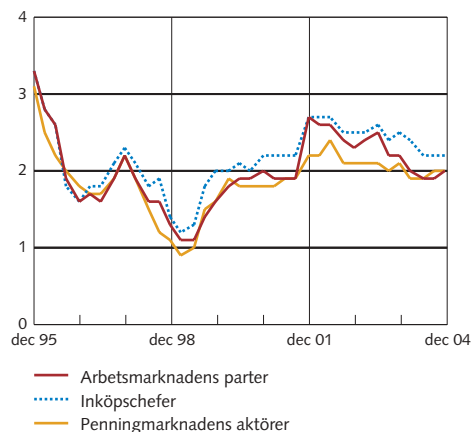
Diagram 58. Faktisk inflation samt hushållens och företagens inflationsförväntningar på ett års sikt. Procent



Anm. Kurvorna för inflationsförväntningarna har förskjutits 12 månader för att motsvara det utfall som de avser. I januari 2002 förändrades insamlingsförfarandet av hushållens inköpsplaner. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga procentuella ökningstakten i KPI.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 59. Olika aktörers inflationsförväntningar på två års sikt. Procent



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

Källa: Prospera.

**Tabell 8. Förväntad inflationstakt enligt Prosperas undersökning i november 2004 där inget annat anges.
Procent**

Förväntad inflationstakt om 1 år

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

Förväntad inflationstakt om 2 år

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

Förväntad inflationstakt om 5 år

Penningmarknadens aktörer	2,0 (0,0)
Arbetsgivarorganisationer	2,2 (0,2)
Arbetsstarorganisationer	2,1 (0,0)
Inköpschefer handel	2,2 (0,0)
Inköpschefer industri	2,4 (0,1)

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

Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera.

I denna ruta diskuteras hur finanspolitiken påverkar makroekonomin, inflationen och penningpolitikens möjligheter att stabilisera inflationen. En uppskattning görs av hur de finanspolitiska åtgärder som aviserades i budgetpropositionen för 2005 påverkar inflationen och också möjligheten att uppfylla de budgetpolitiska målen. En slutsats är att dessa åtgärder bidrar till att det blir svårt att klara målet om 2 procents överskott i de offentliga finanserna framöver. En annan slutsats är att även om åtgärderna i budgetpropositionen bidrar till en mer expansiv finanspolitik bedöms de på kort sikt ha relativt små effekter på inflationen.

Finanspolitikens effekter på ekonomin och betydelsen av hållbara offentliga finanser

För Riksbanken, vars mål är att stabilisera inflationen kring 2 procent, är det angeläget att löpande studera hur finanspolitiken påverkar inflationen, bland annat via dess effekter på efterfrågan och utbud. Det är också viktigt att analysera hur finanspolitiken kan påverka penningpolitikens möjligheter att stabilisera inflationen. För den andra frågeställningen är det angeläget att reda ut vilken betydelse det har att de offentliga finanserna är långsiktigt hållbara (se Figur R1).

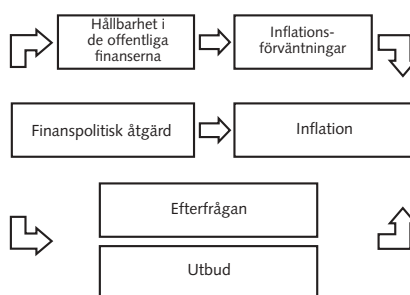
Finanspolitikens effekter på ekonomin

Till skillnad från penningpolitiken omfattar finanspolitiken många olika instrument. Med finanspolitik avses politiska beslut som direkt påverkar den offentliga sektorns inkomst- eller utgiftssida. Den offentliga sektorns inkomster kommer från skatt på arbete och kapital, indirekta skatter (t.ex. mervärdesskatt), avgifter (t.ex. arbetsgivaravgifter) och "övriga" inkomster (t.ex. inkomster från statliga bolag). Utgiftssidan består av offentlig konsumtion, offentliga investeringar samt transfereringar till bl.a. hushåll och företag. Syftet bakom finanspolitiska åtgärder kan vara att förändra offentlig

konsumtion, tillhandahålla investeringar, påverka efterfrågan via förändrade relativpriser, påverka sysselsättningen eller fördelningen av konsumtionsmöjligheter mellan olika hushåll.

Förändrade indirekta skatter, som exempelvis höjd mervärdesskatt eller elskatt, har i de flesta fall en omedelbar direkt effekt på den allmänna prisnivån. Vid beräkningen av prisindexet UND1X antas att förändrade indirekta skatter i konsumentledet övervältras fullt ut i KPI (se avsnittet "Inflationsbedömning" i denna inflationsrapport). Hur stor effekten på KPI blir i praktiken beror på företagets vinstmarginaler som i sin tur bland annat beror på hur efterfrågan påverkas av prisförändringar.

Figur R1. Finanspolitikens inverkan på inflationen.



En temporär sänkning av mervärdesskatten kan omfördela hushållens konsumtion över tiden på liknande sätt som en sänkning av Riksbankens reporänta eftersom den gör det lönsamt för hushållen att tidigarelägga sin konsumtion. Detsamma gäller en temporär höjning av kapitalinkomstskattesatsen som minskar avkastningen på sparande på liknande sätt som en sänkning av räntenivån.² Förändringar inom kapitalbeskattningen kan också påverka tillgångspriserna och därmed värdet på hushållens förmögenhet. Detta påverkar i sin tur efterfrågan och prisnivån.

En förändrad skatt på arbetsinkomster påverkar den aggregerade efterfrågan och därmed indirekt prisnivån. Genomslaget på efterfrågan beror bland annat på hur stor del av inkomstskatteändringen som hushållen väljer att spara.

² Sådana temporära åtgärder har dock hittills varit sällsynta.

Offentliga utgifter påverkar också den aggregerade efterfrågan i ekonomin. Offentlig konsumtion och offentliga investeringar påverkar efterfrågan direkt och därmed indirekt prisnivån. Bidrag till hushållen påverkar efterfrågan på liknade sätt som inkomstskatteförändringar. Effekten på efterfrågan kan dock bli annorlunda än vid en inkomstskatteförändring eftersom bidrag i större utsträckning än skatteförändringar är riktade till specifika hushållsgrupper eller ändamål.

Förväntningar om framtiden kan också ha betydelse för effekten på ekonomin av olika ekonomisk-politiska åtgärder. Om hushållen tror att exempelvis en inkomstskattesänkning idag istället kommer att leda till en höjning av skatten i framtiden är det möjligt att de väljer att spara en relativt stor del av den temporära inkomstökningen. I sådant fall blir effekten på efterfrågan begränsad. Effekten på efterfrågan blir även begränsad vid temporära inkomstskatte- eller bidragsförändringar om hushållen tenderar att jämna ut sin konsumtion över tiden.

Många finanspolitiska förändringar som påverkar efterfrågan i ekonomin påverkar samtidigt utbudet och ekonomins långsiktiga produktionskapacitet. Offentliga infrastrukturinvesteringar och utgifter för utbildning och forskning kan på längre sikt öka ekonomins produktionskapacitet. En förändrad marginalinkomstskatt kan påverka arbetsutbudet eftersom en sådan åtgärd påverkar behållningen av att öka sin arbetstid på marginalen. Den samlade inkomsteffekten av skatte- och bidragssystemet kan också påverka drivkrafterna för arbete, speciellt i de lägre inkomstskikten. Åtgärder inom kapitalbeskattningen påverkar drivkraften för investeringar och därmed kapitalbildningen. Förändrade arbetsgivaravgifter kan påverka lönebildningen och därmed bruttolönerna och företagens lönekostnader. Detta kan i sin

tur påverka arbetskraftefterfrågan, arbetsutbud och konsumtionsefterfrågan.

Priseffekter genererade från utbudssidan kan vara betydande och också uppstå förhållandevis snabbt. En arbetsgivaravgiftshöjning, för att ta ett exempel, kan slå igenom i hög utsträckning i priserna om bruttolönerna är trögörliga på kort sikt.³

För Riksbankens inflationsprognos är det viktigt att bedöma efterfrågeeffekterna av finanspolitiken och kortsiktiga priseffekter som uppstår på ekonomins utbudssida. Dock måste Riksbanken också beakta eventuella effekter på produktionskapaciteten i ett längre perspektiv. En uppgång i tillväxten i potentiell BNP möjliggör en högre tillväxt i faktisk BNP utan att inflationen tar fart.⁴

Det finns en omfattande empirisk litteratur i vilken effekten av olika finanspolitiska åtgärder på framförallt efterfrågan har studerats. Vanligtvis beräknas effekterna genom simuleringsexperiment i ekonometriskt skattade makromodeller eller kalibrerade allmänna jämviktsmodeller, samt genom att skatta så kallade strukturella VAR-modeller. Några av de modeller som används tar också hänsyn till utbudseffekter.⁵ En översikt av litteraturen ger vid handen att den så kallade multiplikatorn av en offentlig konsumtions- och skatteförändring i genomsnitt förefaller vara omkring 1 respektive 0,5.⁶ Det innebär att effekten på BNP av en finanspolitisk åtgärd i kronor räknat är lika med eller mindre än den initiala åtgärden. Om t.ex. multiplikatorn av en ändrad inkomstskatt är 0,5 leder en inkomstskattesänkning på 20 miljarder kronor till att BNP ökar med 10 miljarder kronor.

Även om skatteförändringar generellt sett verkar ha en multiplikator på omkring 0,5 (när det gäller effekten på BNP) kan olika typer av skatteförändringar påverka KPI och inflationen

3 Detta gäller åtminstone i den sektor som inte är utsatt för konkurrens från utlandet.

4 Se exempelvis Hemming, R., M. Kell, och S. Mahfouz, "The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity – A Review of the Literature", IMF Working Paper, 2002, WP/02/208, och Capet, S., "The Efficiency of Fiscal Policies: a Survey of the Literature", CEPII, Working Paper, 2004, no. 2004 – 11, för en utförligare diskussion om finanspolitikens effekter på ekonomin.

5 Se exempelvis EU-kommissionens så kallade QUEST-modell som har tagits fram i syfte att studera effekterna av finanspolitiska åtgärder, Roeger, W. och J. in't Veld, "A Multi Country Business Cycle and Growth Model", mimeo, 1997, EU-kommissionen. Se också simuleringar i EU-kommissionens rapport Public Finances in EMU – 2003.

6 Resultaten varierar dock mycket mellan olika studier. Se exempelvis referenserna i not 4.

väldigt olika. De empiriska resultaten visar vanligtvis att förändrade indirekta skatter övervältras i hög utsträckning i konsumentpriserna på kort sikt.⁷ Även en höjning av arbetsgivaravgiften har vanligtvis en relativt stor effekt på prisnivån på kort sikt, vilket kan förklaras av att nominallönerna är förhållandevis trögrörliga till följd av löneavtalens konstruktion.⁸

Denna korta genomgång visar att det är nödvändigt för Riksbanken att bedöma effekterna på inflationen av ändrade offentliga utgifter och inkomster. Att inte beakta dessa effekter kan leda till felaktiga slutsatser om vad det är som driver inflationen. I denna fördjupningsrutas avslutande avsnitt beskrivs hur man med ledning av några enkla tumregler kan bilda sig en uppfattning om storleken på BNP- och KPI-effekterna av de finanspolitiska åtgärder som aviserats i regeringens budgetproposition för 2005.

Betydelsen av hållbara offentliga finanser

Det är inte bara de ovan beskrivna mer direkta effekterna på BNP och inflation av finanspolitiken som är viktiga att beakta vid utformningen av penningpolitiken. Även finanspolitikens långsiktiga inriktning kan ha stor betydelse. Detta illustreras inte minst av den svenska utvecklingen under 1990-talet. Under 1970- och 1980-talen försvagades de offentliga finanserna mer eller mindre trendmässigt. Detta berodde på att det under år med god konjunktur inte genererades tillräckligt stora överskott för att uppväga de underskott som uppstod under lågkonjunkturår. Problemen i statens budget blev akuta efter den djupa nedgången i början av 1990-talet. På de finansiella marknaderna diskuterades att det fanns en viss, om än liten, risk för att en åter-

gång till högre inflation skulle framstå som den politiskt mest attraktiva vägen att förbättra statsfinanserna. En högre inflation skulle minska realvärdet av den utestående statsskulden, öka seignoraget, dvs. den inkomst staten får genom att trycka pengar, minska utgifterna genom den ofullständiga indexeringen av viktiga transfereringar samt öka intäkterna till följd av de nominalistiska inslagen i skattesystemet.⁹ En konsekvens av en sådan strategi skulle ha blivit att inflationsmålet, som vid den tiden nyligen hade introducerats, tämligen omgående hade fått överges. Osäkerheten kring de offentliga finanserna bidrog förmodligen i hög grad till att det inledningsvis var svårt att bygga upp ett förtroende för låginflationspolitiken. Inflationsförväntningarna låg länge kvar betydligt över 2 procent.

Ett omfattande saneringsprogram inleddes, en stramare budgetprocess infördes och ett antal budgetpolitiska mål och restriktioner (beskrivna i nästa avsnitt) vidtogs efter hand för att säkerställa långsiktig stabilitet i de offentliga finanserna. Vid mitten av 1990-talet började det stå klart att saneringen skulle lyckas.¹⁰ Marknadsräntorna och inflationsförväntningarna föll samtidigt som kronan stärktes. Det ökade förtroendet för den ekonomiska politiken och de minskade farhågorna för en återgång till högre inflation gjorde att penningpolitiken kunde läggas om i en väsentligt mer expansiv riktning. De svenska erfarenheterna illustrerar väl hur en finanspolitisk utveckling som inte upplevs vara långsiktig hållbar kan göra det svårt för centralbanken att kontrollera inflationen och inflationsförväntningarna och att sunda offentliga finanser är en viktig förutsättning för att penningpolitiken ska kunna bedrivas på ett framgångsrikt sätt.¹¹

7 Se exempelvis Henry, J., P. Hernández de Cos och S. Momigliano, "The Short-term Impact of Government Budgets on Prices – Evidence from Macroeconometric Models, ECB Working Paper Series, 2004, no. 396.

8 Se exempelvis referensen i not 7. Standardresultatet är dock att en arbetsgivaravgiftsförändring på lång sikt i hög utsträckning övervältras i bruttolönen varvid effekten på prisnivån avtar.

9 Se också Persson, M., T. Persson och L. Svensson, "Kan man inflatera bort budgetunderskottet?", i Ekonomisk politik – En vänbok till Assar Lindbeck, SNS Förlag, 1995. Där visas att de största statsfinansiella vinsterna skulle uppkomma genom de båda senare mekanismerna.

10 Se t.ex. avsnittet om den statsfinansiella saneringen i Bäckström, U., "1990-talets väg till prisstabilitet" i Jonung, L., (red.), På jakt efter ett nytt ankare, SNS Förlag, 2003.

11 Finanspolitikens betydelse för penningpolitikens möjligheter att lösa sina uppgifter har också fått betydande utrymme i den teoretiska forskningen. En central referens är Sargent, T.J. och N. Wallace, "Some Unpleasant Monetary Arithmetic", Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review, vol. 5, no. 3, 1981, 1-17. Under senare tid har det också uppstått en teoribildning kallad "the fiscal theory of the price level" som t.o.m. visar att prisnivån under vissa förutsättningar bestäms av finanspolitiken snarare än av penningpolitiken; se Christiano, L.J. och T.J. Fitzgerald, "Understanding the Fiscal Theory of the Price Level", Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Review, vol. 36, no. 2, 2000, 1-38, för en pedagogisk framställning.

Graden av disciplin i finanspolitiken kan påverka förutsättningarna för penningpolitiken även på andra sätt än genom de trovärdighets-effekter som diskuterades ovan. Den kan ha implikationer för den genomsnittliga penningpolitiska stramhet som krävs över tiden samt påverka storleken på de konjunktursvängningar som penningpolitiken försöker mildra. Nedan diskuteras dessa aspekter.

En konsekvens av en finanspolitik som i genomsnitt är expansiv är att penningpolitiken, för att hålla efterfrågan i ekonomin i balans, i genomsnitt måste vara relativt stram. En sådan policy-mix kan över tiden vara ofördelaktig ur ett samhällsekonomiskt perspektiv eftersom den kommer att leda till högre realräntor än vad som annars skulle vara fallet. Detta har i sin tur en negativ effekt på kapitalbildningen och därmed tillväxten i ekonomin.¹²

En otillräcklig finanspolitisk disciplin som tar sig uttryck i att de överskott som genereras under högkonjunkturer inte är tillräckligt stora för att balansera de underskott som uppkommer under lågkonjunkturer kan också göra att den stabiliseringspolitiska bördan för penningpolitiken blir tyngre. När besparingar i de offentliga finanserna väl framtvings är risken stor att detta sker i en kraftig lågkonjunktur eftersom problemen i de offentliga finanserna då tenderar att bli särskilt akuta. Besparingarna bidrar till att ytterligare förstärka nedgången i ekonomin. Om finanspolitiken på detta sätt är otillräckligt stram i konjunkturuppgångar och åtstramande i konjunkturedgångar riskerar den att leda till onödigt stora ekonomiska svängningar. Konsekvensen blir att penningpolitiken måste verka mer aktivt än vad som annars skulle behöva vara fallet för att hålla efterfrågan och inflation i balans.

Det kan vara värt att poängtera att en stabiliseringspolitik som fungerar på detta sätt i extrema situationer kan resultera i stora problem. Anta att det inträffar en kraftig konjunkturedgång som gör problemen i de offentliga finanserna akuta och som framtvings besparing-

ar som i sin tur förstärker nedgången. Det kan då krävas betydande penningpolitiska stimulanser för att hålla ekonomin i balans. Det finns emellertid en gräns för användningen av räntevapnet eftersom styrräntan inte kan sänkas lägre än till noll procent. I vissa lägen är detta inte tillräckligt för att få fart på ekonomin. Den framtvingat strama finanspolitiken och begränsningarna i penningpolitikens möjligheter att stimulera ekonomin kan då resultera i utdragen recession.

Finanspolitikens aktuella inriktning

Den budgetpolitiska måluppfyllelsen

Riksbanken har ofta betonat betydelsen av 1990-talets omläggning av finanspolitiken för penningpolitikens möjligheter att klara inflationsmålet. Konsolideringsprogrammet i mitten av 1990-talet, omläggningen av budgetprocessen och införandet av tydliga budgetpolitiska mål och ramar har bidragit till den avsevärda förbättringen av de offentliga finanserna sedan början av 1990-talet. Det finns dock skäl att löpande utvärdera om de budgetpolitiska mål och regler som införts i syfte att värna om de offentliga finansernas långsiktiga hållbarhet efterlevs. I detta avsnitt görs en sådan utvärdering.

Finanspolitiken omfattas idag av tre viktiga restriktioner; utgiftstaket, överskottsmålet och det kommunala balanskravet. Utgiftstaket, som omfattar statsbudgeten och ålderspensions-systemet, infördes 1997 och syftar i första hand till att undvika att tillfälliga inkomstökningar används till permanent ökade utgifter. Ett annat syfte är att det ska garantera sparåtgärder i det fall de statliga utgifterna av någon anledning skulle riskera att överskrida taket. På så sätt tillåts de statliga utgifterna inte öka okontrollerat över tiden.

Överskottsmålet, som i sin nuvarande utformning infördes 2000, innebär att det finansiella sparandet för den konsoliderade offentliga sektorn ska uppgå till 2 procent i genomsnitt över en konjunkturcykel. Ett syfte med detta mål är att det under ett antal år framöver ska

¹² Se t.ex. Blinder, A.S., "Commentary: Should the European Central Bank and the Federal Reserve Be Concerned about Fiscal Policy?", i Budget Deficits and Debts: Issue and Options, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 1995.

generera ett positivt offentligt sparande som ska användas för att amortera ner statsskulden i snabb takt. Motivet till detta är att statsskulden därefter förväntas öka markant i takt med den demografiska utvecklingens negativa effekter på de offentliga inkomsterna och utgifterna. Ett annat syfte är att det ska ge ett utrymme för stabiliseringspolitiska åtgärder i en lågkonjunktur som garanterar att underskottet i de offentliga finanserna, efter att sådana åtgärder vidtagits, inte överstiger EG-fördragets gräns på 3 procent av BNP.¹³

Det kommunala balanskravet syftar till att understödja överskottsmålet för hela offentliga sektorn. Om ett underskott uppstår i kommunernas resultat ett enskilt år ska kommunen inom två år återställa det egna kapitalet.

Tabell R1 visar att utgiftstaket har klarats varje år sedan det infördes 1997. Riksbankens prognoser indikerar att utgiftstaket nått och jämt kommer att klaras under 2005 och 2006. Det finns därmed ingen budgeteringsmarginal eller buffert för oförutsedda händelser. Riksbanken har i flera tidigare sammanhang påpekat att även om utgiftstaket hittills har klarats har systemet inte tillämpats fullt ut enligt budgetlagens intentioner. I förlängningen riskerar detta att urholka syftet med utgiftstaket.¹⁴

Tabell R2 visar Riksbankens prognos av den offentliga sektorns finansiella sparande, nedbrutet på olika delsektorer, samt den offentliga sektorns skuld enligt Maastrichtdefinitionen. Prognoserna inkluderar de reformer som regeringen avser att genomföra de närmaste

åren. I kalkylen antas också att regeringen 2006 kommer att genomföra det sista steget i den inkomstkattereform som syftar till att kompensera skattebetalarna för den egenavgift de betalar till pensionssystemet. Det motsvarar en inkomstkattesänkning med 6,5 miljarder kronor. Enligt prognosen kommer det totala offentliga sparandet att vara svagt positivt de kommande tre åren. Detta tillsammans med en stark ekonomisk tillväxt bidrar till att "Maastrichtskulden" väntas sjunka från 52 till 48 procent av BNP mellan 2003 och 2006.

Tabell R2. Finansiellt sparande totalt och i olika sektorer, samt Maastrichtskuld. Procent av BNP

	2003	2004	2005	2006
Ålderspensionssystemet	2,0	2,0	2,0	2,0
Kommunsektorn	-0,3	0,1	0,0	0,1
Staten	-1,5	-1,2	-1,5	-1,7
Offentlig sektor	0,3	0,8	0,6	0,4
Maastrichtskuld	52,0	51,1	49,5	48,2

Källor: SCB och Riksbanken.

Hela det offentliga sparandet finns och kommer de närmaste åren att finnas i ålderspensionssystemet. Det stora underskottet i statens finanser väntas däremot bestå under hela prognosperioden trots att den genomsnittliga BNP-tillväxten under de närmaste åren förväntas ligga betydligt högre än den potentiella BNP-tillväxten.

Överskottsmålet är uppfyllt om det faktiska finansiella sparandet uppgår till 2 procent i genomsnitt över en konjunkturcykel. Vid en bedömning av måluppfyllelsen framåt i tiden

Tabell R1. Utgiftstaket för staten. Miljarder kronor

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Utgiftstak	723	720	753	765	791	812	822	856	870	907
Takbegränsade utgifter	698	718	752	760	786	812	819	856	870	907
Budgeteringsmarginal	25	2	1	5	5	0	3	0	0	0

Anm. Utgiftstaket mätt exklusive tekniska justeringar.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

¹³ Se också not 16.

¹⁴ Se exempelvis rutan "Finanspolitik – 1990-talet, nu och framöver" i Inflationrapport 2003:4 för en utförligare redogörelse.

görs sällan prognoser över en väldefinierad konjunkturcykel. Det innebär att man måste bilda sig en uppfattning om den framtida måluppfyllelsen på annat sätt. Vanligtvis används det uppskattade strukturella sparandet som en indikator på måluppfyllelsen. Det indikerar hur stort det faktiska finansiella sparandet skulle vara vid ett normalt resursutnyttjande, dvs. beräkningen bygger på en uppskattning av konjunkturläget och dess effekt på sparandet. Det strukturella sparandet antas återspegla det överkonjunktura genomsnittliga finansiella sparandet om finanspolitiken i övrigt är oförändrad (dvs. om inga nya åtgärder genomförs).

Tabell R3. Strukturellt sparande i offentlig sektor, 2003-2006 uppskattat med fyra olika metoder. Procent av BNP

	2003	2004	2005	2006
Indikatorbaserad metod	1,4	1,4	0,6	-0,5
UC-metoden	0,4	1,1	0,5	-0,4
HP-metoden	1,0	0,5	0,3	0,0
ESCBs metod	0,6	1,5	1,0	0,5
Genomsnitt	0,9	1,1	0,6	-0,1

Anm. Resultaten från ESCB:s metod är baserad på prognosen i Inflationsrapport 2004:3. Sedan dess har prognoserna för de relevanta variablerna ändrats och SCB har justerat utfallet för 2001-2003 något. Justeringarna är dock relativt små varför resultaten av denna metod bedöms vara jämförbara med de övriga metoderna.

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell R3 visar Riksbankens beräkningar av det strukturella sparandet för åren 2003 till 2006. Eftersom en uppskattning av det strukturella sparandet är förknippad med stor osäkerhet har fyra olika metoder använts.¹⁵ Resultaten varierar relativt mycket mellan de olika metoderna. Det beror i huvudsak på att metoderna mäter konjunkturläget på olika sätt. Trots detta indikerar samtliga metoder att det strukturella sparandet är för lågt i förhållande till överskottsålet och att det dessutom minskar under prognosperioden. Med utgångspunkt från beräkningarna skulle regeringen nästa år behöva vidta budgetförstärkande åtgärder i intervallet 27-46

miljarder kronor om överskottsålet ska klaras. För 2006 krävs ännu större besparingar.

Underskotten i kommunernas samlade budget var drygt 7 miljarder kronor 2002 och 1 miljard 2003. Från och med i år väntas kommunernas totala budget uppvisa ett litet överskott. Detta beror i huvudsak på de kommunala skattehöjningarna med i genomsnitt 0,65 respektive 0,34 procentenheter 2003 och 2004 i kombination med en starkare konjunktur som leder till högre intäkter. Ökade statsbidrag bidrar också i viss mån till överskottet, även om större delen av tillskottet förväntas gå till ökad kommunal konsumtion. Balanskravet utvärderat i termer av de förväntade ackumulerade underskotten bedöms dock inte uppnås under prognosperioden (se tabell R4).

Tabell R4. Kommunernas finanser. Miljarder kronor

	2003	2004	2005	2006
Finansiellt sparande	-6,1	2,4	1,0	3,3
Budgetsaldo	-1,0	1,7	0,2	5,3
Akkumulerat underskott sedan 2002	-8,0	-6,3	-6,1	-0,8

Källa: Riksbanken.

Sammanfattningsvis kan konstateras att införandet av tydliga budgetpolitiska mål och omläggningen av budgetprocessen i mitten 1990-talet har bidragit till stabilare offentliga finanser. Detta har, som också noterades ovan, varit en viktig förutsättning för en framgångsrik inflationsmålspolitik. Dessa nationella institutionella förändringar har också bidragit till att Sverige uppfyller EG-fördragets- och Stabilitets- och tillväxtpaktens kriterier för de offentliga finanserna.¹⁶ Det finns dock vissa oroande tendenser. En är att utgiftstaket inte har tillämpats fullt ut enligt budgetlagens intentioner. En annan är att statens finansiella sparande troligen är lägre än vad som krävs för att överskottsålet på 2 procent över konjunkturcykeln ska kunna uppnås. Även

¹⁵ En detaljerad beskrivning av dessa metoder och hur de skiljer sig åt ges i Boije, R., (2004) "Den offentliga sektorns strukturella sparande", Penning- och valutapolitik, nr. 1.

¹⁶ Enligt de så kallade konvergenzkriterierna i EG-fördraget ska den offentliga skulden enligt Maastrichtdefinitionen inte överstiga 60 procent av BNP och underskottet i de offentliga finanserna får under normala omständigheter inte överstiga 3 procent av BNP. Enligt bestämmelserna i Stabilitets- och tillväxtpakten ska alla länder sträva efter att ha balans eller ett överskott i sina offentliga finanser sett över en konjunkturcykel.

om slutsatsen är att det övergripande syftet med överskottsmålet och utgiftstaket på det stora hela har uppfyllts riskerar dessa tendenser att bidra till att de budgetpolitiska målen inte uppfylls framöver. Detta kan i förlängningen göra det svårare att hantera påfrestningarna på de offentliga finanserna till följd av den demografiska utvecklingen.

En uppskattning av effekterna på BNP och inflation av åtgärderna i BP 2005

Som konstaterades i det inledande avsnittet påverkar finanspolitiken efterfrågan, utbudet och prisnivån genom många olika komplexa kanaler. Detta tillsammans med de varierande resultaten i den empiriska litteraturen innebär att det är svårt att med en hög grad av precision bedöma effekterna av finanspolitiska åtgärder på olika makroekonomiska variabler. Icke desto mindre är det nödvändigt för Riksbanken att uppskatta vilka effekter finanspolitiken har på centrala variabler som BNP och inflation. I det följande uppskattas effekten på BNP och inflation under perioden 2004-2006 av de åtgärder som regeringen aviserade i budgetpropositionen för 2005 med utgångspunkt från ett antagande om multiplikatorernas storlek och genom att använda en enkel tumregel för hur inflationen påverkas av en förändring i produktionsgapet. De antaganden som görs ligger väl i linje med de genomsnittliga resultaten i den empiriska litteraturen. Beräkningarna ska i första hand ses som numeriska exempel. Det finns många tillkommande aspekter som, beroende på omständigheterna, kan behöva beaktas. Beräkningarna kan dock ge en fingervisning om storleksordningen på effekten på BNP och inflation.

Multiplikatorn antas uppgå till 1 för offentlig konsumtion och till 0,5 för skatteåtgärder och bidrag till hushållen. I enlighet med hur prisindexet UND1X beräknas antas förändrade indirekta skatter i ett första steg övervältras fullt

ut i prisnivån. Dessa skatteförändringar påverkar även prisnivån via effekten på efterfrågan (BNP). Om exempelvis priserna höjs inledningsvis till följd av en skatthöjning minskar vanligtvis efterfrågan, även om detta sker med en viss fördröjning. Denna efterfrågeeffekt påverkar i sin tur prisnivån och inflationen. Som en grov tumregel antas att en ökning (minskning) av produktionsgapet med 1 procentenhet ett visst år ökar (minskar) inflationen med 0,3 procentenheter året efter. Vidare antas att potentiell BNP inte påverkas av de finanspolitiska åtgärderna på kort sikt.

Beräkningarna bygger också på antagandet att regeringen, vid sidan av de åtgärder som aviserats i budgetpropositionen för 2005, under valåret 2006 genomför det sista steget i den inkomstskattereform som syftar till att kompensera skattebetalarna för egenavgiften till pensionsystemet.¹⁷ Därutöver förutsätts den gröna budgetneutrala skatteväxlingen fortgå t.o.m. 2006 med samma inriktning som tidigare.¹⁸ Totalt bedöms reformerna i budgetpropositionen och de av Riksbanken förväntade åtgärderna försvaga de offentliga finanserna mellan åren med motsvarande 0,1 procent av BNP 2004, 0,6 procent av BNP 2005 och 0,5 procent av BNP 2006. Detta motsvarar en ackumulerad försvagning av de offentliga finanserna med 1,2 procent av BNP mellan 2004 och 2006.

Under dessa förutsättningar görs bedömningen att de i budgetpropositionen aviserade och förväntade finanspolitiska åtgärderna ökar tillväxten i efterfrågan med 0,1 procentenheter 2004, 0,5 procentenheter 2005 och 0,2 procentenheter 2006. Åtgärderna bedöms således bidra till en höjning av BNP-gapet med 0,1 procentenheter 2004, 0,6 procentenheter 2005 och 0,8 procentenheter 2006 (se Tabell R5).

Effekten på UND1X, som kan anses beskriva effekten på inflationen till följd av finanspolitikens expansiva effekt på efterfrågan de

¹⁷ Bland de större reformer som regeringen aviserat ingår ökade statsbidrag till kommunerna som i hög utsträckning antas gå till kommunal konsumtion, höjda barnbidrag och höjt tak i föräldraförsäkringen, sänkt inkomstskatt till följd av grön skatteväxling, höjd effektiv bolagsskattesats till följd av räntebelegning av vinstmedel som avsätts till periodiseringsfond, sänkning av förmögenhetsskatten samt slopande av arvs- och gåvoskatten. För en fullständig genomgång, se kapitel 4 i budgetpropositionen för 2005.

¹⁸ "Energiskatterna" antas höjas med 3,7 miljarder kronor samtidigt som arbetsinkomstskatten sänks med samma belopp. Ökade anslag till bistånd antas inte påverka BNP även om det till viss del sker i form av motköpskrav. Sänkningarna av förmögenhets-, arvs- och gåvoskatten antas i första hand påverka förmögenhetsvärdena och inte den disponibla inkomsten (i enlighet med hur dessa skatter bokförs i Nationalräkenskaperna).

kommande två åren, bedöms uppgå till ungefär 0,2 procentenheter 2006. Effekterna på KPI, som är betydligt större till följd av det direkta genomslaget på prisnivån av den gröna skatteväxlingen, beräknas uppgå till 0,2 procentenheter 2004 och 2005 och till 0,4 procentenheter 2006.

Tabell R5. Finanspolitikens effekter på BNP och inflation. Procentenheter

	2004	2005	2006
Effekt på efterfrågan	0,1	0,5	0,2
Ackumulerad effekt på BNP- gapet	0,1	0,6	0,8
Direkt effekt av ändrade indirekta skatter	0,2	0,2	0,2
Indirekt effekt via BNP-gapet	0,0	0,0	0,2
Total effekt på KPI	0,2	0,2	0,4
Total effekt på UND1X ¹	0,0	0,0	0,2

¹) Sammanfaller med den indirekta effekten via förändringen i BNP-gapet.

Källa: Riksbanken.

Dessa beräkningar har, som också noterades ovan, baserats på antagandet att potentiell BNP inte påverkas av de finanspolitiska åtgärderna. Det är möjligt att de sänkta arbetsinkomstskatterna kan påverka både arbetsutbudet och

potentiell BNP positivt. De höjda bidragen till hushållen kan å andra sidan påverka arbetsutbudet och potentiell BNP negativt. Höjningen av den effektiva bolagsskattesatsen kan dämpa investeringsefterfrågan, vilket kan minska kapitalbildningen och därmed potentiell BNP.

Avslutningsvis bör också sägas att dessa beräkningar inte isolerat kan ligga till grund för hur penningpolitiken bör utformas de närmaste åren. För det första har syftet med denna övning enbart varit att studera hur de diskretionära åtgärderna i den senaste budgetpropositionen i grova drag påverkar BNP och inflation.¹⁹ Tidigare aviserade åtgärder och effekter av automatiska stabilisatorer som också kan påverka inflationen har inte beaktats i dessa beräkningar.²⁰ För det andra är finanspolitiska förändringar bara en faktor bland många andra att bedöma i det penningpolitiska beslutsunderlaget. Det är den samlade inflationsprognosen och inte den uppskattade inflationseffekten av enskilda faktorer som ligger till grund för penningpolitikens utformning.

¹⁹ Noteras bör att dessa effekter beaktades redan i föregående inflationsrapport.

²⁰ I Sverige är konsumtion och inkomster relativt högt beskattade och transfereringar baseras i hög utsträckning på inkomstbortfallsprincipen, tex. arbetslöshetsersättningen. Skatte- och bidragssystemet bidrar därmed till att automatisk hålla upp efterfrågan vid konjunkturedgångar medan det omvända gäller vid konjunkturuppgångar. Därav namnet "automatisk stabilisator".

Den senaste tidens inflationsutveckling

Sedan föregående inflationsrapport har inflationen enligt både UND1X och KPI varit marginellt högre än väntat. I oktober uppgick UND1X-inflationen till 1,3 procent och KPI-inflationen till 0,8 procent, att jämföra med prognostiserat 1,1 respektive 0,7 procent. Det är i allt väsentligt det oväntat höga oljepriset som är förklaringen till avvikelserna.

Fortsatt låg inhemsk inflation men stigande importerad inflation

Inflationen har stigit något sedan början av året. Detta beror till en del på det stigande oljepriset (se diagram R2). Fortfarande är dock inflationstakten låg. I oktober uppgick inflationen mätt med UND1X till 1,3 procent och mätt med KPI till 0,8 procent.

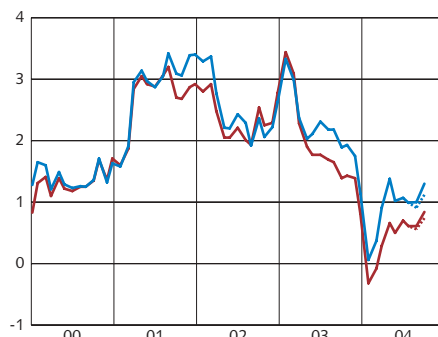
Det inhemska inflationstrycket har varit fortsatt svagt och under en stor del av 2004 till och med avtagande (se diagram R3). Den inhemska prisökningstakten har hållits tillbaka av att det – trots en tillväxttakt för BNP under första halvåret i år på lite över 3 procent – fortfarande finns lediga resurser i ekonomin. En hög produktivitetstillväxt har också medfört låga kostnadsökningar för företagen. Den importerade inflationen har ökat från en låg nivå under hösten, i huvudsak som en följd av att oljepriset har fortsatt att stiga. I oktober uppgick prisökningstakten på oljeprodukter i konsumentledet till 12 procent. Det gav ett bidrag till den underliggande inflationstakten på 0,6 procentenheter.

Något högre inflation än väntat

Inflationen har stigit något mer än vad som låg i bedömningen i oktober. Den inhemska inflationen och den importerade inflationen exklusive oljeprodukter har i stora drag utvecklats i linje med den tidigare bedömningen. Däremot har oljepriset stigit mer än väntat. Uppgången i den importerade inflationen inklusive oljeprodukter har därför varit något större än väntat.

Också i ett något längre tillbakablickande perspektiv har den inhemska inflationen

Diagram R1. UND1X och KPI, prognoser i föregående inflationsrapport och utfall. Årlig procentuell förändring



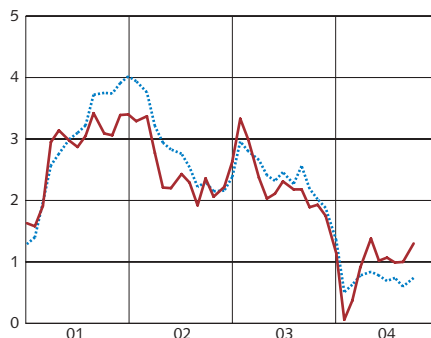
— KPI
— UND1X

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos i föregående inflationsrapport.

Källor: SCB och Riksbanken.

utvecklats ungefär som väntat; jämfört med bedömningen i början av 2004 var prisökningarna på inhemskt producerade konsumtionsvaror något högre under våren och sommaren. Den inhemska inflationen har varit låg trots att BNP-tillväxten hittills i år har blivit starkare än bedömningen i början av året. Samtidigt har dock även produktivitetstillväxten blivit starkare än väntat och bedömningen av kostnadsläget i företagen har därför justerats ned. Den oväntat

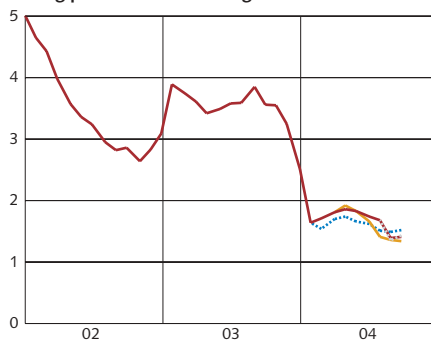
Diagram R2. UND1X med och utan oljeprodukter. Årlig procentuell förändring



— UND1X
- - - - - UND1X exklusive oljeprodukter

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R3. UNDINHX, prognoser i tidigare inflationsrapporter och utfall. Årlig procentuell förändring



— UNDINHX, utfall
- - - - - Inflationsrapport 2004:3
— Inflationsrapport 2004:2
- - - - - Inflationsrapport 2004:1

Källor: SCB och Riksbanken.

— UNDIMPX, utfall
 Inflationsrapport 2004:3
 — Inflationsrapport 2004:2
 Inflationsrapport 2004:1

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R4. UNDIMPX, prognoser i tidigare inflationsrapporter och utfall.
 Årlig procentuell förändring

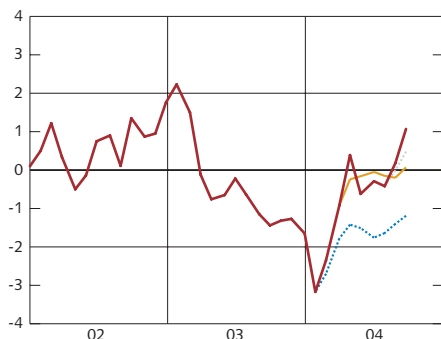


Diagram R5. Producentpriser: importpriser och priser för hemmamarknaden.
 Årlig procentuell förändring

— Importpriser
 Hemmamarknadspriser

Källa: SCB och Riksbanken.

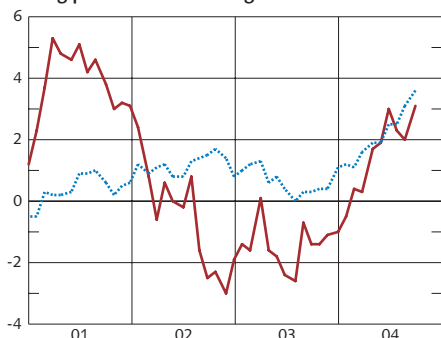
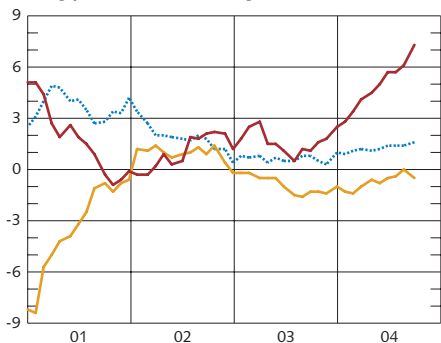


Diagram R6. Producentpriser för den svenska hemmamarknaden, olika varugrupper.
 Årlig procentuell förändring

— Insatsvaror (exklusive energi)
 Konsumtionsvaror
 — Investeringsvaror

Källa: SCB.



höga BNP-tillväxten har därmed inte inneburit att inflationstrycket ökat i samma utsträckning. Den importerade inflationen har däremot tilltagit snabbare än vad som väntades i början av 2004. Även i detta längre perspektiv har den oväntade och kraftiga oljeprisuppgången varit den viktigaste orsaken.

Stigande ökningstakt i svenska producentpriser

De svenska producentpriserna – både på importerade varor och på varor producerade för den svenska marknaden – har, i likhet med de globala priserna, stigit allt snabbare det senaste året. Den stigande ökningstakten i importpriserna är till stor del en direkt följd av den stigande prisökningstakten på världsmarknaden.

Prisökningstakten på inhemskt producerade varor till den svenska marknaden (hemmamarknaden) har stigit sedan drygt ett år tillbaka (se diagram R5). Det är framförallt priserna på insatsvaror som stigit jämförelsevis mycket (se diagram R6). Priserna på investeringsvaror har varit oförändrade det senaste året, vilket sannolikt bland annat återspeglar den svaga investeringsefterfrågan.

Ökningstakten i producentpriserna på konsumtionsvaror har också varit dämpad. Prisutvecklingen på livsmedel har varit särskilt svag. Om dessa exkluderas har konsumtionsvarupriserna stigit ungefär i takt med insatsvarorna (se diagram R7), dvs. med över 5 procent det senaste året. Stärkt konkurrens på den svenska livsmedelsmarknaden under senare år har sannolikt bidragit till de låga prisökningarna på livsmedel i producentledet, men även i konsumentledet.

Den höga ökningstakten i producentpriserna i kategorin övriga konsumtionsvaror har däremot i ringa grad slagit igenom i konsumentledet (se diagram R7). Det kan finnas flera skäl att prisutvecklingen i producentledet på konsumtionsvaror för hemmamarknaden avviker från prisutvecklingen på varor i konsumentledet. Ett skäl är att varusammansättningen och varornas respektive vikter skiljer sig åt mellan producentprisindex och konsumentprisindex. Ett annat

skäl är att vinstmarginalerna hos företagen inom detaljhandeln varierar över tiden. Att prisökningstakten på varor i konsumentledet inte ökat i samma utsträckning som producentpriserna på konsumtionsvaror det senaste året kan tyda på att företagen inom detaljhandeln valt att krympa vinstmarginalerna. Det kan också vara ett uttryck för högre produktivitet i detaljhandeln.

Av diagram R8 framgår att det bland annat är låga prisökningar på varor som ligger bakom den låga inhemska inflationen det senaste året. Prisökningstakten på tjänster har fortsatt att vara högre än den totala inhemska inflationen.

Viss uppgång i den underliggande inflationen

För att analysera hur inflationen utvecklas rensat för olika temporära effekter studerar Riksbanken olika mått på den så kallade underliggande inflationstakten. Underliggande inflation är dock inget entydigt definierat begrepp och kan därför beräknas på olika sätt. En vanlig metod för att urskilja den trendmässiga eller mer konjunkturrelaterade komponenten i inflationen är att från KPI exkludera vissa komponenter som anses vara av mer tillfällig karaktär eller som är en direkt effekt av ekonomiskpolitiska beslut. 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. En viss uppgång i den underliggande inflationstakten har skett under hösten. Nivån på den underliggande inflationen är dock fortfarande låg enligt alla mätmetoderna.

Diagram R7. Producentpriser på konsumtionsvaror för hemmamarknaden.
Årlig procentuell förändring

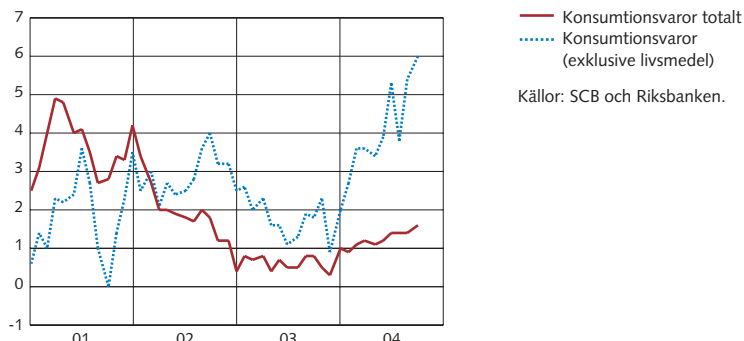


Diagram R8. UNDINHX, totalt samt olika undergrupper.
Årlig procentuell förändring

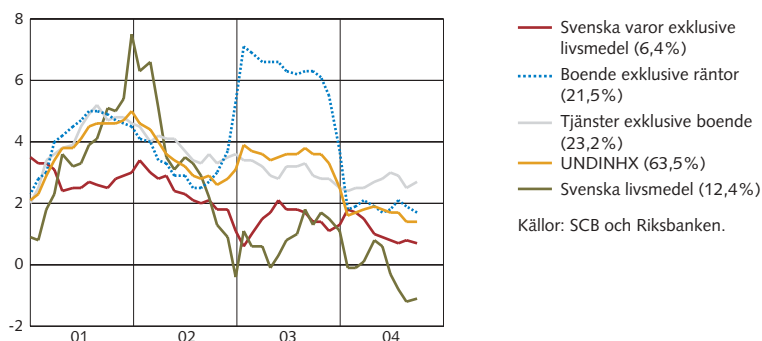
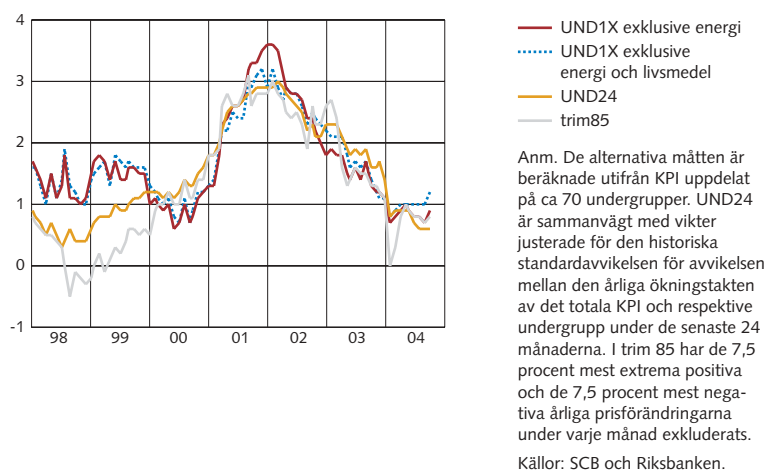


Diagram R9. Olika mått på underliggande inflation.
Årlig procentuell förändring



■ Inflationsbedömning

Inflationen har varit fortsatt låg under hösten. De kommande två åren väntas inflationen tillta gradvis. En långsammare produktivitetstillväxt och högre efterfrågan bedöms leda till att den inhemska inflationen stiger. Den importerade inflationen väntas öka på ett års sikt till följd av det höga oljepriset men de direkta effekterna antas motverkas av en starkare växelkurs. I stora drag är inflationsprognosen densamma som i föregående inflationsrapport. I bedömningen av den inhemska inflationsutvecklingen balanserar två förändringar varandra: å ena sidan en något svagare real tillväxt 2005 som med viss eftersläpning dämpar det inhemska inflationstrycket jämfört med föregående prognos, å andra sidan att prognoshorisonten flyttats fram ett kvartal och bedömningen därför sträcker sig längre fram i konjunkturcykeln. På två års sikt väntas UND1X-inflationen bli ca 2 procent.

Inflationsutsikterna i huvudscenariot

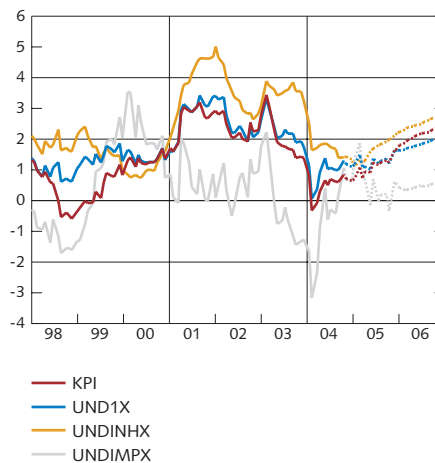
■ ■ Ökat resursutnyttjande och fallande produktivitetstillväxt leder till stigande inhemsk inflation.

Priserna på inhemska producerade konsumtionsvaror har fortsatt att öka i långsam takt. I oktober uppgick den underliggande inhemska inflationstakten, mätt som förändringen i prisindexet UNDINHX, till 1,4 procent. Hög produktivitetstillväxt och relativt återhållsamma löneökningar har resulterat i ett lågt inhemskt kostnadstryck. Fortsatt ledig produktionskapacitet på många håll i ekonomin bör också ha spelat en roll för den låga inhemska inflationen (se diagram 61).

På kort sikt kan efterfrågeläget betydelse för inflationsutvecklingen ibland delvis skymmas av prisförändringar som sker av andra skäl, exempelvis till följd av utbudschocker på enskilda marknader eller som ett resultat av administrativa beslut. I diagram 62 visas även den inhemska inflationen rensad för vissa prisgrupper som, i alla fall delvis, kan antas påverkas av andra faktorer än efterfrågeläget, såsom elpriser, hyror och administrativt prissatta tjänster. Det framgår då att prisökningstakten på dessa rensade mått har varit något lägre den senaste tiden.

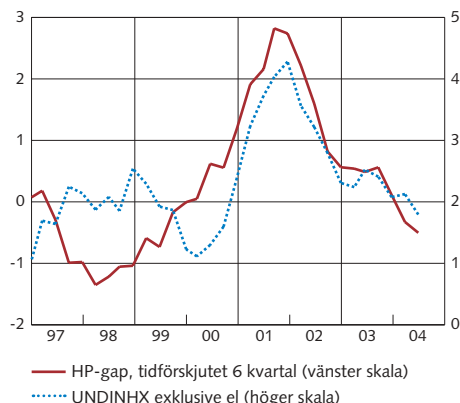
De närmaste månaderna väntas den inhemska inflationen falla ytterligare något. Det följer dels av det rådande låga kostnadstrycket och dels av att elpriserna under de kommande månaderna spås vara något lägre än de var under motsvarande månader förra året. Under början av 2005 bedöms den inhemska inflationen stiga successivt i takt med ett växande resursutnyttjande och ett stigande kostnadstryck. Ökningstakten i enhetsarbetskostnaderna väntas tillta framförallt som ett resultat av att produktivitetstillväxten dämpas. Kostnadsökningarna i företagen ökar också till följd av att löneökningstakten bedöms stiga något de kommande två åren.

Diagram 60. Olika inflationsmått, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



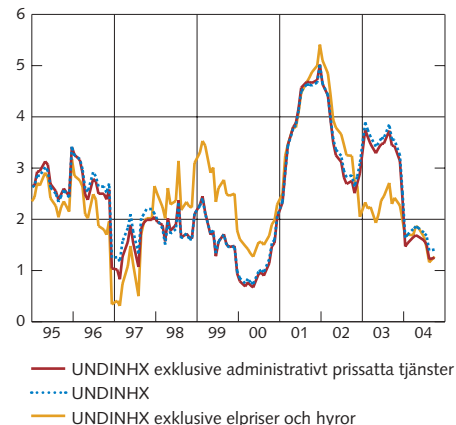
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 61. UNDINHX exklusive el och skattat produktionsgap (HP-metoden). Årlig procentuell förändring respektive procent av potentiell BNP



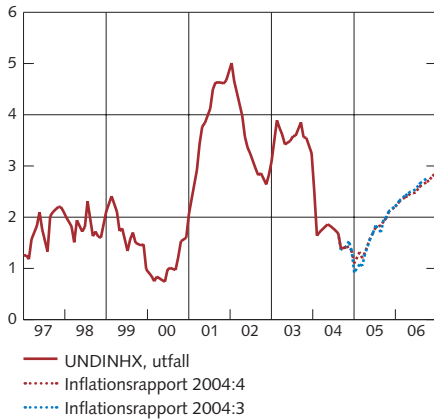
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 62. UNDINHX, UNDINHX exklusive administrativt prissatta tjänster samt UNDINHX exklusive elpriser och hyror. Årlig procentuell förändring



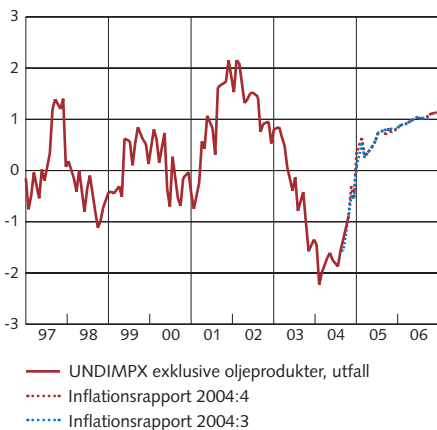
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 63. UNDINHX, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



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

Diagram 64. UNDIMPX exklusive oljeprodukter, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



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

I förhållande till bedömningen i inflationsrapporten i oktober väntas de lediga resurserna i ekonomin tas i anspråk i något långsammare takt och enhetsarbetskostnaderna bli marginellt lägre. Det påverkar inflationstrycket med viss eftersläpning och väntas leda till att den inhemska inflationstakten ökar lite långsammare under 2006. Samtidigt sträcker sig prognosen nu något längre in i konjunkturuppgången, vilket drar upp inflationen på två års sikt (se diagram 63).

■ ■ Låg men stigande prisökningstakt på importerade konsumtionsvaror exklusive olja.

Under hösten har fallande priser på importerade konsumtionsvaror exklusive olja fortsatt att bidra till att dämpa inflationstakten. Priserna på importerade varor och tjänster exklusive olja hade i oktober fallit med nära 1 procent jämfört med ett år tidigare. Prisfallet beror bland annat på låga prisökningar på bearbetade varor på den internationella marknaden under senare år. Ett ökat globalt konkurrenstryck, till exempel ökad konkurrens från låglöneländer, är sannolikt en viktig förklaring till den utvecklingen. Kronan är dessutom högre värderad idag än för några år sedan, vilket också bör ha möjliggjort för svenska importörer att hålla nere prisökningstakten.

Ökningstakten i de internationella producentpriserna har dock stigit relativt snabbt det senaste året från 0,1 procent i september 2003 till 3,5 procent i september i år. Ett högre resursutnyttjande i stora delar av världen och högre produktionskostnader genom kraftiga prisökningar på olja, metaller och andra råvaror har bidragit till den stigande prisökningstakten. Det närmaste året väntas ökningstakten i de internationella priserna på bearbetade varor stiga ytterligare, även om den hårdnande globala konkurrensen beräknas fortsätta att verka återhållande på prisökningstakten.

Hur stort genomslaget av internationella prisförändringar blir i svenska importpriser beror bland annat på växelkursens utveckling. Förstärkningen av den TCW-vägda växelkursen dämpar i någon mån genomslaget av högre internationell inflation på de svenska priserna. Samtidigt leder stigande enhetsarbetskostnader för importföretagen till ett ökat pristryck från kostnadssidan. En ytterligare faktor att beakta i prognosen över den importerade inflationen är att EU:s importkvoter för kläder upphör i januari 2005. Detta antas leda till en ökad prispress på kläder eftersom konkurrensen från bland annat Kina och andra länder med låga produktionskostnader ökar. Den sammanvägda bedömningen är dock att prisökningstakten på importerade konsumtionsvaror exklusive olja kommer att stiga gradvis från en låg nivå de kommande två åren (se diagram 64).

■ ■ Fortsatt höga prisökningstakter för olja och bensin.

Jämfört med ett år tillbaka i tiden har oljepriset i dollar stigit med runt 50 procent. Under samma period har dollarn försvagats mot den

svenska kronan. Försvagningen har dock varit betydligt mindre (10 procent i november) varför detta endast i liten utsträckning har motverkat genomslaget i oljepriset i kronor. Den närmaste tiden väntas det höga oljepriset leda till fortsatt höga ökningstakter i konsumentpriserna för eldningsolja och bensin (se diagram 65). Effekten av det högre oljepriset motverkas dock huvudsakligen av bedömningen om en svagare dollar under prognosperioden. Sammantaget bedöms den totala importerade inflationen – dvs. inklusive oljeprodukter – stiga till nära 2 procent under inledningen av 2005 för att därefter falla tillbaka något (se diagram 66).

■ ■ Inflationsprognosen på längre sikt oförändrad jämfört med föregående inflationsrapport.

Sammanfattningsvis är synen på den inhemska och importerade inflationen i huvudsak densamma som i föregående inflationsrapport. I huvudscenariot väntas UND1X-inflationen uppgå till 1,6 procent på ett års sikt och 2,1 procent på två års sikt (se tabell 9). Motsvarande siffror för KPI-inflationen är 1,7 respektive 2,5 procent.

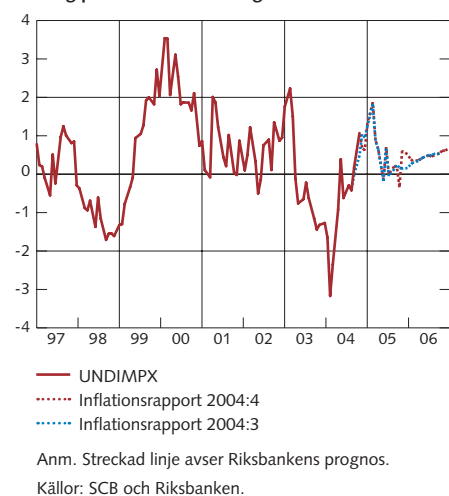
Från januari 2005 kommer SCB:s nya beräkningsmetoder för KPI att tillämpas. Metodförändringarna avser både hur själva indexet ska konstrueras och hur inflationstakten ska beräknas utifrån indexet.²¹ Enligt SCB:s egna kalkyler kommer metodändringarna att medföra att inflationstakten i genomsnitt kommer att bli ca 0,2 procentenheter lägre än med nuvarande beräkningsmetod. Som en direkt följd av metodändringarna justerade Riksbanken i maj därför ned inflationsprognosen med 0,2 procentenheter från och med januari 2005. Denna bedömning kvarstår, dvs. inflationsprognosen i denna rapport huvudscenariot är 0,2 procentenheter lägre än vad den skulle ha varit om SCB inte hade ändrat beräkningsmetoderna.

Avseende fördelningen mellan den importerade och den inhemska inflationen valde Riksbanken att justera ned prognoserna för även dessa två mått med 0,2 procentenheter. Samtidigt visade andra kalkyler att effekterna kunde bli något större på den importerade inflationen än på den inhemska. Fördelningen mellan den inhemska och importerade inflationen har inga penningpolitiska konsekvenser, men det kan finnas anledning att återkomma till denna fråga i kommande rapporter i takt med att nya utfall publiceras.

Diagram 65. Oljeprodukter i KPI, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



Diagram 66. UNDIMPX, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



21 Se fördjupningsrutan "Ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten" i Inflationsrapport 2004:2.

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

	Årsgenomsnitt			Tolvmånaderstal		
	2004	2005	2006	dec 04	dec 05	dec 06
KPI	0,5 (0,5)	1,2 (1,3)	2,2	0,7 (0,9)	1,7 (1,8)	2,5
UND1X	1,0 (1,0)	1,3 (1,2)	1,9	1,1 (1,2)	1,6 (1,5)	2,1
UNDINHX	1,7 (1,7)	1,7 (1,6)	2,5	1,3 (1,4)	2,2 (2,2)	2,8
UNDIMPX	-0,5 (-0,5)	0,5 (0,5)	0,5	0,6 (1,0)	0,5 (0,2)	0,7

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem 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.

■ ■ Hushållens räntekostnader påverkar KPI-inflationen.

Sedan 2003 har KPI-inflationen varit lägre än UND1X-inflationen. Det har framförallt berott på att det låga ränteläget medfört att räntekostnaderna i KPI sänkt inflationen i termer av detta mått i förhållande till UND1X-inflationen. Detta förhållande bedöms fortsätta att råda på kort sikt. Effekten ebbar dock ut successivt. 2005 sker ett omslag till stigande räntekostnader för hushållen enligt prognosen om stigande långa räntor. Mot slutet av prognosperioden bedöms därför istället KPI-inflationen överstiga UND1X-inflationen med knappt 0,5 procentenheter. KPI-inflationen väntas därtill, i likhet med tidigare, öka något i förhållande till UND1X-inflationen de kommande åren som ett resultat av höjda indirekta skatter, främst höjda energiskatter inom ramen för den gröna skatteväxlingen. I genomsnitt över prognosperioden är dock skillnaden mellan de två inflationsmåten liten. Lägre långa räntor under prognosperioden ger något lägre KPI-inflation jämfört med bedömningen i oktober.

**Tabell 10. Förändring i KPI jämfört med UND1X.
Årlig procentuell förändring och procentenheter**

	dec 04	dec 05	dec 06
UND1X	1,1 (1,2)	1,6 (1,5)	2,1
+Effekter av förändrade räntekostnader	-0,6 (-0,6)	0,0 (0,1)	0,2
+Effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner	0,1 (0,2)	0,1 (0,2)	0,2
=KPI	0,7 (0,9)	1,7 (1,8)	2,5

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källa: Riksbanken.

Riskbilden

Huvudscenariot beskriver den utveckling av inflationen som Riksbanken bedömer vara den mest troliga under förutsättning att reporäntan hålls oförändrad på nuvarande nivå. Prognosen är dock behäftad med osäkerhet. Vid penningpolitikens utformning tas därför hänsyn till risken att inflationen kan avvika från huvudscenariot.

Den riskbild som tecknades i den föregående inflationsrapporten har ändrats något. De viktigaste riskfaktorerna är fortfarande oljepriset, olika finansiella obalanser och strukturella förändringar såväl internationellt som i Sverige, men balansen mellan delarna har ändrats. I den förra rapporten bedömdes riskerna för en högre inflation än i huvudscenariot balanseras av riskerna för en lägre inflation. Risken för en lägre inflation till följd av en mer dämpad global konjunkturutveckling bedöms dock nu vara något större än risken för en högre inflation till följd av ett högre oljepris. Detta innebär att risken för en lägre inflation än i rapportens huvudscenario inte fullt ut balanseras av risken för att inflationen blir högre. Den riskkorrigerade inflationsbedömningen är därför något lägre än i huvudscenariot. Den samlade riskbilden framgår av diagram 67 och 68 som visar att sannolikheten för ett inflationsutfall som ligger under huvudscenariots prognos är större än sannolikheten för ett utfall över prognosen (se också tabell 11).

■ ■ Risk för något lägre inflation från den internationella utvecklingen.

I föregående inflationsrapport gjordes bedömningen att det fanns en risk för fortsatt höga oljepriser och därmed ett högre internationellt pristryck och större realekonomiska effekter än vad som då antogs i huvudscenariot. Till viss del har dessa risker nu beaktats i huvudscenariot. Oljepriset bedöms bli högre under de två nästkommande åren och konjunkturförbättringen såväl internationellt som i Sverige ser ut att bli något mer dämpad. Trots dessa revideringar av huvudscenariot finns det fortfarande en osäkerhet kring oljeprisutvecklingen och dess effekter. Den relativt låga reservkapaciteten på oljemarknaden i kombination med det instabila säkerhetspolitiska läget och inslag av spekulation gör att det finns en risk för fortsatt höga oljepriser. En mer utdragen period med högre oljepriser än vad som antagits i huvudscenariot riskerar att få större realekonomiska följdverkningar. Vidare råder osäkerhet om spridningseffekterna av den oljeprisuppgång som hittills har inträffat. Risken för högre inflation till följd av oljeprisutvecklingen kvarstår således samtidigt som konjunkturutvecklingen riskerar att bli mer dämpad.

På senare tid har tillväxten i vår omvärld försvagats något mer än väntat. Exempelvis blev tillväxten i euroområdet och i USA något lägre än väntat under det tredje kvartalet i år. För euroområdet kan en starkare euro i förhållande till dollarn vara en riskfaktor för den pågående konjunkturåterhämtningen. Tillväxten i euroområdet,

och framför allt i Tyskland, har den senaste tiden utmärkts av en uppgång i nettoexporten. En starkare växelkurs riskerar att fördröja återhämtningen där om inte den inhemska efterfrågan och sysselsättningen tar fart igen. Detta stärker också behovet av strukturreformer för att få igång tillväxten. Det är svårt att peka ut någon enskild faktor bakom den senaste tidens dollarförsvagning, även om de stora underskotten i USA:s bytesbalans och federala budget har hamnat än mer i fokus de senaste månaderna. Underskotten riskerar både att försvaga dollarn och att driva fram en ränteuppgång. Dollarn kan också försvagas till följd av de behov som finns att dämpa bytesbalansöverskotten i vissa asiatiska länder. Det finns en uppenbar risk att dollarns försvagning accelererar och att det i så fall leder till att den internationella konjunkturuppgången bryts. En sådan utveckling skulle verka dämpande på såväl euroområdet som Sveriges ekonomi och leda till lägre inflation i Sverige.

Det finns även andra faktorer i världsekonomin som skulle kunna bidra till en svagare konjunkturutveckling och därmed ett lägre inflationstryck än den bedömning som gjorts i huvudscenariot. Det finns bl.a. en viss osäkerhet om hur fastighetspriserna i en del länder kommer att utvecklas framöver. Det kan inte uteslutas att en gradvis dämpning av den ekonomiska tillväxten skulle kunna leda till en större justering av fastighetspriserna i vissa länder och således en mer dämpad privat konsumtion än vad som antagits i huvudscenariot.

Liksom i föregående inflationsrapport är det osäkert vilket genomslag avlägsnandet av EU:s importkvoter på kläder i januari 2005 kommer att få på konsumentpriserna. I praktiken innebär detta att klädimporten från bl.a. Kina och andra länder med låga produktionskostnader kommer att öka. Till viss del beaktas detta i huvudscenariot, men det är svårt att bedöma hur stort genomslaget på konsumentpriserna kommer att bli och hur snabbt priserna kommer att anpassas. Det finns en möjlighet att effekterna från de förändrade konkurrensförhållandena blir större och därmed den importerade inflationen lägre än vad som antagits i huvudscenariot.

Sammantaget bedöms riskerna för en lägre inflation med anledning av en mer dämpad internationell konjunkturutveckling och en ökad internationell konkurrens inte fullt ut uppvägas av riskerna för en högre inflation till följd av ett högre oljepris.

■ ■ Risker från det inhemska kostnadstrycket är balanserade.

De inhemska riskerna för en högre respektive lägre inflation än i huvudscenariot bedöms dock fortfarande balansera varandra. Den viktigaste riskfaktorn anses liksom i föregående inflationsrapport vara produktivitetstillväxten. Produktivitetstillväxten har under senare tid varit överraskande hög vilket avspeglats i oväntat låg inflation. Produktivitetstillväxten varierar mycket från år till år. Det råder stor osäkerhet om hur stor del av produktivitetstillväxten som beror på konjunkturläget respektive mer varaktiga faktorer. Bedömningen av produktivitetstillväxten är alltså att risken är ungefär lika stor att produktivitetstillväxten överskattas som att den underskattas.

Sammanfattningsvis gör Riksbanken nu bedömningen att de risker som är förknippade med det inhemska kostnadstrycket alltså medför lika stora risker att inflationen blir högre än i huvudscenariot som att den blir lägre. Däremot är konjunkturutvecklingen, framför allt i vår omvärld, förknippad främst med en risk för något lägre inflation. Detta innebär att den riskkorrigerade inflationsprognosen i tabell 11 är något lägre än prognosen i huvudscenariot.

Tabell 11. Inflationsprognos med beaktande av riskbilden. Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt			Tolv månaderstal	
	2004	2005	2006	dec 05	dec 06
KPI	0,5 (0,5)	1,1 (1,3)	2,1	1,6 (1,8)	2,4
UND1X	1,0 (1,0)	1,2 (1,2)	1,8	1,5 (1,5)	2,0

Anm. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 67-68. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

Tabell 12. UND1X-inflation (tolvmånaderstal). Sannolikhet i procent för olika utfall

	UND1X<1	1<UND1X<2	2<UND1X<3	UND1X>3	Summa
dec 2005	22 (29)	51 (51)	25 (18)	2 (1)	100
dec 2006	20 (20)	29 (29)	30 (30)	21 (21)	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.

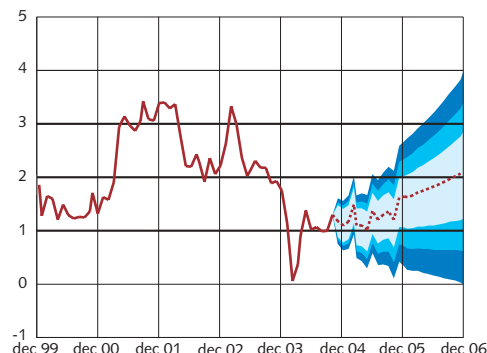
Tabell 13. KPI-inflation (tolvmånaderstal). Sannolikhet i procent för olika utfall

	KPI<1	1<KPI<2	2<KPI<3	KPI>3	Summa
dec 2005	21 (21)	51 (51)	26 (25)	2 (2)	100
dec 2006	12 (11)	24 (24)	32 (32)	32 (33)	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.

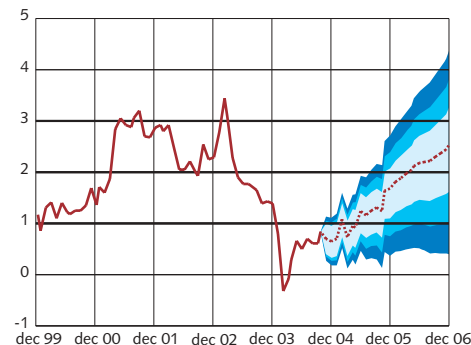
Diagram 67. UND1X-inflationen med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring



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 68. 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.

■ Fördjupningsrutor i tidigare inflationsrapporter

■ 2004:3

Oljepriset och penningpolitiken

Den senaste tidens inflationsutveckling

Utvecklingen på längre sikt

■ 2004:2

Indikatorer på resursutnyttjandet

Den senaste tidens inflationsutveckling

Växelkursen och den importerade inflationen

Ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten

■ 2004:1

Kalendereffekter på produktion, timmar och kostnader

Konjunkturen och arbetsmarknaden

Hur uthållig är den senaste tidens produktivitetsuppgång?

Den senaste tidens inflationsutveckling

Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2001–2003

■ 2003:4

Den senaste tidens inflationsutveckling

Avtalsrörelsen 2004

Finanspolitik 1990-talet, nu och framöver

■ 2003:3

Riksbankens penningpolitik – mål och indikatorer

Oljepriset

Den senaste tidens inflationsutveckling

Deflation – en problemöversikt

■ 2003:2

Den senaste tidens inflationsutveckling

■ 2003:1

Den senaste tidens inflationsutveckling

Elpriset och inflationen

Ekonomiska konsekvenser av en militär konflikt i Irak

Inflationsprognos med stigande reporänta

Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2000-2002

■ 2002:4

Den senaste tidens inflationsutveckling

Kronans utveckling mot euron

En indikatormodell för produktionsutvecklingen på kvartalsbasis

Kommunals avtalsuppsägning och utvecklingen av relativlönerna

Inflationsprognos med stigande reporänta - ett räkneexempel

■ 2002:3

Den senaste tidens inflationsutveckling

Ekonomiska effekter av det osäkra säkerhetspolitiska läget

Livförsäkringsbolagen

Den amerikanska aktiemarknaden

Utvecklingen på den svenska småhusmarknaden

Brist- och matchningsproblem på arbetsmarknaden?

Inflationsprognos med stigande reporänta – ett räkneexempel

■ 2002:2

Den senaste tidens inflationsutveckling

Har produktionsförmågan dämpats?

Arbetade timmar – en dekomponering

Effekterna av en tillfällig produktivitetsnedgång

Lönestatistik och uppdatering av avtalsläget våren 2002

Inflationsprognos med stigande reporänta – ett räkneexempel

■ 2002:1

Den senaste tidens inflationsutveckling

Ledande indikatorer tyder på återhämtning

Perspektiv på återhämtningen

Inflationsprognos med stigande reporänta – ett räkneexempel

Penningpolitik och enkla regler

■ 2001:4

Den senaste tidens inflationsutveckling

Den ekonomiska politiken och inflationen

Införandet av sedlar och mynt i euroområdet

Utväxlingen mellan tillväxt och inflation

Inflationsprognos med av marknaden väntad reporänta – ett räkneexempel

■ 2001:3

Växelkursens genomslag i priserna

Enkätstudie över svenska företags prissättningsbeteende

Har graden av prisflexibilitet förändrats?

Inflationsprognos med stigande reporänta – ett räkneexempel

Terrordåden i USA

Kronans utveckling

■ 2001:2

Inflationsutvecklingen under den senaste tiden

■ 2001:1

Alternativa scenarier för den amerikanska utvecklingen

Kronans och eurons volatilitet

Implicita sannolikhetsfördelningar och förväntad börsutveckling

Inflationsprognoserna och penningpolitiken

■ 2000:4

Strukturomvandlingen och prisbildningen

Mätproblem kring IT:s effekt på tillväxten i USA, Sverige och Europa

Indikatorstatistik och makroekonomiska vändpunkter

– en alternativ ansats

Avtalen och löneutvecklingen

Inflation och kostnadsutveckling

Inflationsprognos med stigande reporänta – ett räkneexempel

■ 2000:3

KPI sammanvägt med vikter i förhållande till standardavvikelser

Råoljeprisets effekt på bensin- och eldningsoljepriset

Arbetsmarknaden och resursutnyttjandet

Demografi, kapitalintensitet och arbetsproduktivitet

Inflationen i Sverige och euroområdet

Begreppet real långsiktig jämviktsränta

Inflationsprognos med stigande reporänta – ett räkneexempel

■ 2000:2

Marknadsaktörernas förväntningar om det framtida oljepriset
Potentiell tillväxt och inflation, ett räkneexempel
Konjunkturläget och tillgången på produktionsfaktorer
Inflationsprognos med stigande reporänta – ett räkneexempel
Riksbankens prognoser 1993 - 1998

■ 2000:1

Marknadsaktörernas reporänteförväntningar
Realräntan och penningpolitiken
Hushållens förmögenhetsutveckling och privat konsumtion
Effekten på inflationen av en arbetstidsförkortning
Inflationsprognos med stigande reporänta – ett räkneexempel

■ 1999:4

Oljeprisets betydelse för den svenska inflationen och ett urval av oljeprisprognoser
Tillgångspriser
Tudelning och regionala obalanser på dagens arbetsmarknad
Ekonomisk tillväxt och dess bestämningsfaktorer
Lönebildningen och inflationsmålet
Prisutveckling och konkurrenssituation i den svenska livsmedelssektorn
Inflationsprognos med stigande reporänta – ett räkneexempel

■ 1999:3

Prisutvecklingen under det senaste året och Riksbankens prognoser
Effekter av ett globalt börsfall
Produktionsgapet, kapacitetsutnyttjandet och inflationsutvecklingen
Inflationsprognos med stigande reporänta – ett räkneexempel
Hur sambandet mellan produktionsgap och inflation förändrats

■ 1999:2

Konsumentprisutvecklingen underskrider toleransintervallets nedre gräns på grund av tillfälliga effekter
Penningpolitikens genomslag på ekonomin
Implicita sannolikhetsfördelningar för den framtida växelkursen
Faktorer som avgör inflationens utveckling
En ny ekonomisk era i USA? – några reflektioner

Kronans kurs mot euron

Råvaruprisernas inflationspåverkan

Effekter av millennieskiftet på konjunktur- och inflationsutvecklingen

Inflationsbedömningens betydelse för penningpolitiken

Inflationsförloppet under 1990-talet

■ 1999:1

Penningpolitikens genomslag på ekonomin

Faktorer som avgör inflationens utveckling

Europeiska centralbankens penningpolitiska strategi – en översikt

Valutaoptionspriser som indikatorer på markandens förväntningar

Finanspolitikens inriktning

Tillfälliga faktorer och andra utbudschocker – en modellbaserad ansats

Inflationsbedömningens betydelse för penningpolitiken

■ 1998:4

Penningpolitikens genomslag på ekonomin

Faktorer som avgör inflationens utveckling

Kronans historiska volatilitet och framtida utveckling

Internationella prisers och växelkursens genomslag i KPI

Byggsektorn

Avtalsrörelsen 1998

Inflationen under toleransintervallets nedre gräns

Inflationsbedömningens betydelse för penningpolitiken

■ 1998:3

Underliggande inflation

Synen på den framtida penningpolitiken

Råvarupriser och växelkurs

Hur påverkas den svenska ekonomin av ökad internationell konkurrens?

Kronkursens långsiktiga utveckling

Implicita fördelningar för OMX-index

Inflationen nära toleransintervallets nedre gräns

Inflationsbedömningens betydelse för penningpolitiken

■ 1998:2

Faktorer som avgör inflationens utveckling

Euroområdet ekonomiska betydelse för Sverige

Trovärdighetseffekter i mitten av 1990-talet

Den underliggande tillväxten

Inflationsprognos med osäkerhetsintervall

Inflationstakten nära toleransintervallets nedre gräns

Inflationsbedömningens betydelse för penningpolitiken

■ 1998:1

Räntekostnader för egnahem

Asienkrisens effekter på Sverige

Inflationen något under målet

■ 1997:4

Hyresmarknaden

Har aktiemarknaden betydelse för penningpolitiken

Produktivitet, reallöner och arbetslöshet

Hushållens inflationsförväntningar

■ 1997:3

Marknadsbestämda och administrativt bestämda priser i konsumentprisindex

Produktionsgapets effekter på inflationsutvecklingen

Penningpolitik och inflationsmål

■ 1997:2

Har inflationsprocessen förändrats?

Ny version av unobserved component (UC)-metoden

Växelkursens bestämningsfaktorer

■ 1997:1

Nytt harmoniserat inflationsmått

Stelheter på den svenska arbetsmarknaden

■ 1996:4

M0 som inflationsindikator

Effekter på inflationen av en snabb konsumtionsuppgång

EMU-förväntningarnas betydelse för svenska obligationsräntor

■ 1996:3

Externa bedömares inflationsprognoser

Vad bestämmer den privata konsumtionen

Produktionsgapet än en gång

■ 1996:2

En uppdelning av KPI

Beräkningar av potentiell BNP och produktionsgapet

Penningpolitikens transmissionsmekanism

■ 1996:1

(inga fakta- eller fördjupningsrutor)

■ 1995:3

EU-harmoniseringen av KPI

Nytt index för nominell effektiv växelkurs

■ 1995:2

Samband mellan producent- och konsumentpriser

Penningmängd och inflation

Samband mellan produktionsgap och inflation

■ 1995:1

Samband mellan producent- och konsumentpriser

Lönebildning och prisutveckling

Aspekter på produktionsgapet

Ett internationellt perspektiv på budgetsaneringsprocessen

■ 1994:3

Växelkursen och prisutvecklingen

Statsskuldens utveckling och skuldekvationen

■ 1994:2

Kapitalutnyttjandet i näringslivet och industrin

■ 1994:1

Tillgångspriser som inflationsindikatorer

Indikatorer på vinstmarginalutvecklingen

Skuldsaneringsprocessen i hushåll och företag

■ 1993:3

Underliggande inflation