



Inflationsrapport

2005:1

Innehåll

- FÖRORD 5

- SAMMANFATTNING 7
 - Inflationsbedömning 10

- INFLATIONENS BESTÄMNINGSFAKTORER 15
 - De finansiella marknaderna 15
 - Den internationella utvecklingen 18
 - Den ekonomiska utvecklingen i Sverige 23
 - Inflationsförväntningar 32

- INFLATIONSBEDÖMNING 39
 - Inflationsutsikterna i huvudscenariot 39
 - Riskbilden 44

Fördjupningsrutor

- Den senaste tidens inflationsutveckling 34
- Metodförändringar i Riksbankens prognosarbete 48
- Prognoser i ett längre tidsperspektiv och under antagande om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna 52
- Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2002-2004 55

■ Förord

Målet för Riksbankens penningpolitik är ett fast penningvärde. Detta har av Riksbanken operationaliserats till att begränsa inflationen till 2 procent.

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. Det särskilda protokollet från direktionens sammanträde den 14 mars kommer att publiceras den 1 april 2005.

Denna inflationsrapport återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 24 februari och 9 mars 2005. 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.

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

För att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitiken utgår analyserna i rapportens huvudscenario som vanligt från antagandet att reporäntan hålls oförändrad under två år. Inflationsutsikterna under detta antagande redovisas sålunda t.o.m. första kvartalet 2007. Prognoserna bygger även på flera andra viktiga antaganden, som redovisas närmare i inflationsrapporten.

I en fördjupningsruta redovisas inflationsprognoser som sträcker sig fram t.o.m. första kvartalet 2008 och som baseras på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna. De bidrar till att bredda underlaget för diskussioner om penningpolitiken. Prognoser i ett längre tidsperspektiv än två år och med alternativa antaganden om reporäntan har från tid till annan använts i Riksbankens interna analysarbete. Ambitionen att vara så öppen och tydlig som möjligt gör det naturligt att då också publicera detta underlag. Det finns skäl att understryka att en ränteutveckling i linje med terminsräntorna inte ska tolkas som det antagande för penningpolitiken som Riksbankens direktion anser vara mest sannolikt. Det faktum att prognoser för inflationen baseras på ett annat antagande än oförändrad reporänta innebär inte heller en förändring av det sätt på vilket politiken bedrivs. En närmare beskrivning av bakgrunden till metodförändringarna ges i en separat fördjupningsruta.

Inflationsrapporten inleds med en sammanfattning, varpå utvecklingen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer diskuteras. Därefter presenteras Riksbankens samlade bedömning av inflationsutsikterna i huvudscenariot (under antagandet om oförändrad reporänta) och de viktigaste riskerna i denna bedömning. Avslutningsvis presenteras fördjupningsrutor som beskriver metodförändringarna i prognosarbetet, de prognoser som detta resulterat i, samt ett underlag för en utvärdering av penningpolitiken 2002 – 2004.

Stockholm i mars 2005

Lars Heikensten

RIKSBANKSCHEF

■ Sammanfattning

Riksbanken bedömer att uppgången i konjunkturen fortsätter de närmaste åren och att resursutnyttjandet ökar gradvis både i omvärlden och i Sverige. Trots att tillväxten i världsekonomin är hög är det internationella pristrycket lågt. Den låga internationella inflationen och den höga inhemska produktivitetstillväxten är viktiga orsaker till den låga inflationen i Sverige. Till det kommer ett antal specifika faktorer som pressat ned inflationen ytterligare på senare tid, bl.a. sjunkande priser på livsmedel och kläder. Detta hänger i sin tur samman med ökad priskonkurrens inom dagligvaruhandeln och slopade importkvoter för textilvaror. Dessa faktorer innebär också att inflationen, trots den stabila konjunkturuppgången, beräknas bli fortsatt låg under 2005 och stiga endast måttligt under prognosperioden, för att på två års sikt bli cirka 2 procent.

■ ■ Stabil internationell konjunkturuppgång men lågt pristryck.

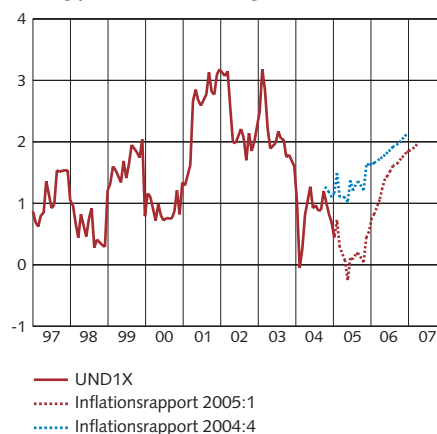
Den ekonomiska tillväxten i omvärlden fortsätter i god takt. Samtidigt är inflationen fortfarande låg. De kraftiga prisstegringarna på olja och andra råvaror har haft begränsade effekter på inflationen i konsumentledet i omvärlden. Det beror bl.a. på att en ökad integrering av lågkostnadsländer som Kina, Indien och länderna i Central- och Östeuropa i världshandeln bidrar till ökad internationell konkurrens och prispress. Samtidigt har en del industriländer haft en relativt låg kostnadsutveckling bl.a. till följd av en hög tillväxt av produktiviteten och ett måttligt resursutnyttjande. Detta har också bidragit till den låga inflationen i världen och till förväntningar om fortsatt låga styrrentor. De nominella och reala räntorna är nu mycket låga med hänsyn till hur länge återhämtningen av konjunkturen har pågått.

I takt med att konjunkturen förbättras väntas produktivitetstillväxten minska och pristrycket öka. Tecken på en mer normal utveckling av produktiviteten syns också i den amerikanska ekonomin som nått längre fram i konjunkturuppgången än euroområdet och Sverige.

Den relativt goda internationella konjunkturutvecklingen beräknas fortsätta och den lediga produktionskapaciteten antas minska successivt de närmaste åren. I ett sådant läge väntas räntorna stiga, särskilt som de för tillfället ligger på ovanligt låga nivåer.

Tillväxten i den amerikanska ekonomin under 2004 blev i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport. Den senaste tiden har det kommit ett flertal positiva konjunktursignaler från USA; sysselsättningen och investeringarna ökar, hushållens förtroende är fortsatt högt och den privata konsumtionen utvecklas starkt. Sammantaget finns skäl att revidera upp tillväxten för USA på kort sikt. Däremot har tillväxten i euroområdet och Asien blivit något svagare än väntat. I både Tyskland och Japan växer den inhemska efterfrågan fortfarande långsamt. Det finns återigen anledning att vara något mer pessimistisk om euroområdets – och framförallt Tysklands – ekonomiska utveckling. Sammantaget revideras tillväxtutsikterna för USA upp något

Diagram 1. UND1X-inflation, utfall och prognoser enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

på kort sikt och för euroområdet ned något både i år och nästa år. Bedömningen av tillväxten på de svenska exportmarknaderna totalt sett är i stort densamma som i föregående inflationsrapport.

Oljepriset har fortsatt att fluktuera kraftigt och för närvarande är det högre än väntat. Prissättningen på terminsmarknaden indikerar nu också ett högre pris än för ett par månader sedan. Den grundläggande bedömningen att oljepriset ska falla tillbaka kvarstår men mot bakgrund av att priset blivit något högre än väntat och med anledning av den senaste tidens terminspriser görs en uppjustering av prognosen.

De internationella producentpriserna på bearbetade varor rör sig ofta i takt med olje- och metallpriserna. Efter en kraftig uppgång 2004 väntas olje- och metallpriserna falla tillbaka. Producentpriserna bedöms inte sjunka lika mycket eftersom den internationella efterfrågan antas vara fortsatt hög. De internationella producentpriserna antas stiga med drygt 2 procent i år, vilket är ungefär lika med genomsnittet för de senaste tio åren men betydligt lägre än prisstegringstakten under t.ex. 1980-talet. Bedömningen om ett fortsatt måttligt internationellt pristryck är oförändrad jämfört med föregående inflationsrapport.

Prisutvecklingen i omvärlden påverkar de svenska priserna även via växelkursutvecklingen. Kronan stärktes tillfälligt relativt mycket mot slutet av 2004 men har därefter blivit något svagare mot dollarn och euron vilket är i linje med föregående prognos. De relativa goda tillväxtutsikterna i Sverige och landets exportöverskott bedöms leda till att kronan stärks något under prognosperioden.

■ ■ Hög tillväxt men låg efterfrågan på arbetskraft i Sverige.

Återhämtningen av konjunkturen i den svenska ekonomin inleddes under 2003 och har sedan fortsatt. Tillväxten under 2004 blev 3,5 procent. Den höga tillväxttakten har understötts av en stark internationell efterfrågan på svensk export. Produktiviteten har också ökat snabbt, framförallt i industrin. Tjänsteexporten har vuxit mer än väntat. Ökningen av överskottet från tjänstehandeln har också varit en viktig orsak till att tillväxten inom näringslivet varit så hög under 2004. Det rör sig delvis om s.k. merchanting, men även tjänsteexporten i övrigt har vuxit starkt.

Under den senaste tiden ser industrikonjunkturen ut att ha gått in i en lugnare tillväxtfas. Konjunkturbarometern och inköpschefsindex liksom statistik över produktion och orderingång visar fortsatt tillväxt men i lägre takt än i början av 2004. Samtidigt är industriföretagens förväntningar anmärkningsvärt optimistiska mot bakgrund av att tillväxten i produktionen under senare delen av förra året inte helt har uppfyllt företagens egna förväntningar.

Konjunkturen väntas gradvis förbättras i allt fler sektorer. Tillväxten av den inhemska efterfrågan antas tillta medan bidraget från nettoexporten avtar. Under 2005 väntas företagens investeringar och hushållens konsumtion svara för merparten av ökningen av efterfrågan. Hushållens ökade konsumtionsvilja understöds bland annat av stigande disponibla inkomster och förbättrade utsikter på arbetsmarknaden.

Jämfört med i december har prognosen för den svenska BNP-tillväxten reviderats upp marginellt för 2005. Det hänger främst samman med högre investeringar och ökad tjänstehandel. Mot slutet av 2004 växte investeringarna i ekonomin snabbare än väntat och mycket talar för att så även blir fallet i början av 2005. Företagen inom industrin och flertalet tjänstenärings är optimistiska inför framtiden. Lönsamheten är generellt sett god och räntorna är låga såväl i nominella som i reala termer. En fortsatt hög efterfrågan betyder även att behovet att bygga ut kapaciteten stiger. I och med att kapitalstocken väntas byggas ut i en snabbare takt i år förväntas emellertid behovet att öka investeringarna bli något mindre under 2006.

Trots fjolårets starka produktionstillväxt utvecklades sysselsättningen svagt och minskade för andra året i rad. Att företagen kunde öka produktionen så kraftigt utan att nyanställa berodde på ökad produktivitet och att medelarbetstiden steg. Nedgången av sysselsättningen skedde, liksom 2003, främst inom näringslivet. Sysselsättningen sjönk något under årets sista kvartal vilket var en svagare utveckling än vad som antogs i den senaste inflationsrapporten. En fortsatt stark BNP-tillväxt talar för att sysselsättningen kommer att stiga i år, vilket allt fler indikatorer från arbetsmarknaden också tyder på. Färre varslades om uppsägning andra halvåret 2004 jämfört med andra halvåret 2003. Antalet nyanmälda lediga platser steg på årsbasis under november till januari efter att ha minskat i nästan två års tid. Antalet tillfälligt anställda har ökat sedan sommaren 2004. Konjunkturinstitutets barometer visar att byggsektorn och delar av de privata tjänstenäringsarna planerar att öka anställningarna. I takt med att konjunkturen stärks väntas sysselsättningen mot denna bakgrund också fortsätta att stiga 2006 och 2007. Därmed väntas också den öppna arbetslösheten falla under prognosperioden.

■ ■ Lågt men stigande resursutnyttjande och kostnadstryck.

I takt med att den inhemska efterfrågan stärks kommer även produktionen och sysselsättningen i den privata tjänstesektorn att öka i snabbare takt. Det finns anledning att vänta sig att ekonomins genomsnittliga produktivitetstillväxt kommer att minska något i takt med att konjunkturuppgången fortskrider. Riksbankens bedömning är dock liksom tidigare att det skett en varaktig höjning av produktivitetens ökningstakt, och prognoserna för de närmaste åren är därför ändå relativt höga i ett längre historiskt perspektiv.

En viss nedjustering av det inhemska kostnadstrycket har gjorts jämfört med bedömningen i december. Nyinkommen statistik tyder på att kostnadstrycket under 2004 blev lägre än väntat på grund av att lönekostnaderna ökade mindre än tidigare bedömt samtidigt som produktiviteten blev aningen högre än prognostiserat. En viss nedrevidering har även gjorts av företagens genomsnittliga enhetsarbetskostnader i år.

Resursutnyttjandet var lågt i svensk ekonomi under 2004. Kapacitetsutnyttjandet i industrin har dock stigit påtagligt sedan en tid

tillbaka. Indikatorer som mäter brist på arbetskraft visar en liknande bild för vissa tjänstebranscher men sammantaget är efterfrågan på arbetskraft fortfarande mycket låg. Det tycks därför också dröja en tid innan någon märkbar brist på arbetskraft visar sig. Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet har stigit, om än från en låg nivå, och kommer att fortsätta stiga. Därav följer också att lönekostnaderna väntas öka i snabbare takt.

Inflationsbedömning

Inflationen har varit låg det senaste året. Detta gäller prisökningstakten för såväl inhemskt producerade varor som för de flesta importerade varor. Någon tendens till allmän deflation rör det sig emellertid inte om. Den låga inhemska inflationen återspeglar visserligen att det under en tid funnits lediga resurser i ekonomin men samtidigt har produktivitetstillväxten varit hög. På senare tid har dessutom några specifika faktorer bidragit till en ytterligare press nedåt på den redan låga inhemska inflationstakten. Framförallt har priserna på livsmedel sjunkit. Flera lågpriskedjor har etablerat sig de senaste åren och detta har bidragit till en hårdnande konkurrens inom livsmedelsbranschen.

Att den inhemska inflationen skulle vara låg för närvarande var väntat. Prisökningstakten på inhemskt producerade varor har de senaste månaderna i huvudsak varit i linje med den förra prognosen. I förhållande till bedömningen i föregående inflationsrapport har prognosen för den inhemska inflationen trots det reviderats ned för 2005 med 0,8 procentenheter och med 0,4 procentenheter för 2006. En anledning är att prispressen inom livsmedelsbranschen väntas vara större än vad som tidigare antagits. Livsmedelspriserna antas nu falla med 3 procent i år jämfört med 2004. Branschens egna förväntningar på prisutvecklingen det närmaste året enligt Konjunkturbarometern talar för att priserna kommer att sjunka och flera av de stora livsmedelskedjorna har också avisat sänkta priser. Hur stora de genomsnittliga prissänkningarna kommer att bli är dock svårt att bedöma, liksom deras betydelse för den allmänna inflationstakten på längre sikt.

Även andra faktorer har haft betydelse för bedömningen av den inhemska inflationen. Förhandlingsläget på hyresmarknaden pekar på att det blir något lägre hyreshöjningar i år än vad som antogs i den förra rapporten. Kostnadstrycket i den svenska ekonomin väntas också vara aningen lägre. Liksom tidigare bedöms emellertid den inhemska inflationen stiga i takt med att resursutnyttjandet stiger och kostnaderna för företagen gradvis ökar. Vid slutet av prognoshorisonten väntas den inhemska inflationen vara 2,7 procent. I ett historiskt perspektiv är detta en låg inflation med tanke på det väntade konjunkturförloppet, vilket har sin förklaring i den låga inflationstakten i utgångsläget och ett antal specifika gynnsamma förhållanden.

Priserna på importerade varor och tjänster exklusive olja har också utvecklats svagt och till och med fallit det senaste året. Nedgången i den importerade inflationen har varit förhållandevis bred. Orsaken till

prisfallet är bland annat låga prisökningar på bearbetade varor på den internationella marknaden. Kronan har dessutom stärkts de senaste åren. Normalt påverkar växelkursförändringar importpriserna med viss eftersläpning. Därför bör kronförstärkningen ha bidragit till de låga prisökningarna på importerade varor den senaste tiden. Jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport blev prisfallen större än väntat. Entydiga orsaker till prognosavvikelsen i den importerade inflationen är svåra att hitta eftersom det är svårt att urskilja betydelsen av förändringar på världsmarknaden respektive på svensk import mer specifikt. Det tycks emellertid ha skett strukturella förändringar som medfört ett ökat konkurrenstryck både på världsmarknaden och i senare distributionsled. Ökad import från låglöneländer kan ha lett till större prispress på importerade konsumtionsvaror än vad som legat i tidigare bedömningar (se fördjupningsrutan "Den senaste tidens inflationsutveckling"). Dessa prisdämpande faktorer bedöms även påverka den importerade inflationen framöver. Prognosen har därför reviderats ned både i år och nästa år.

Den importerade inflationen påverkas också av att EU i januari 2005 slopade importkvoterna för kläder och textilier. Borttagna kvoter bör leda till lägre klädpriser både direkt och indirekt genom att konkurrensen från låglöneländer ökar. Hur stor effekten blir är osäkert, liksom hur utdragna i tiden effekterna på klädpriserna och den totala inflationen kommer att bli. Erfarenheter från andra länder, i synnerhet Norge som tog bort dessa importkvoter redan 1996, talar för att klädpriserna kan falla ännu mer i år och nästa år än vad som tidigare hållits för troligt.

Effekterna av de faktorer som lett till fallande priser på importerade varor under det senaste året väntas dock gradvis avta under prognosperioden. Det är rimligt att tro att ett stigande resursutnyttjande i världen leder till ett högre internationellt pristryck. Den svenska kronan bedöms samtidigt stärkas betydligt mindre under prognosperioden än under senare år. Även framöver bedöms dock den importerade inflationen vara relativt låg i ett historiskt perspektiv.

Sammanfattningsvis bedöms UND1X-inflationen nu bli lägre både i år och nästa år än i inflationsrapporten i december. Både den importerade inflationen och det inhemska pristrycket väntas bli lägre över hela prognosperioden. Detta beror inte på någon förändring i bedömningen av konjunkturutsikterna, utan på ett antal specifika faktorer som lett till högre konkurrens på världsmarknaden såväl som i Sverige. Två viktiga förändringar är slopade importkvoter på kläder och en större prispress på livsmedel. Sådana förändringar väntas dock inte ha några långsiktiga effekter på inflationstakten. UND1X-inflationen antas fortfarande stiga gradvis i takt med att konjunkturuppgången fortskrider och företagens kostnader ökar. På två års sikt väntas UND1X-inflationen bli 2 procent.

■ ■ Riskerna bedöms vara balanserade.

Huvudscenariot beskriver den utveckling av inflationen som Riksbanken bedömer vara mest trolig under förutsättning att reporäntan

hålls oförändrad på nuvarande nivå. Penningpolitiken tar också hänsyn till att prognosen är osäker och risken för att inflationen därför kan avvika från huvudscenariot.

I föregående inflationsrapport bedömdes risken för lägre inflation vara något större än riskerna för högre inflation. I det aktuella huvudscenariot har riskerna för lägre inflation beaktats i huvudscenariot i större utsträckning än tidigare och stora nedrevideringar har gjorts av inflationsprognosen. Fortfarande finns det naturligtvis risker för att inflationen blir ännu lägre men dessa bedöms nu balanseras av riskerna för en högre inflation. En del av riskerna i inflationsbedömningen har varit aktuella en längre tid, exempelvis utvecklingen av de dubbla underskotten i USA, kronan och produktiviteten. Till det har kommit en del nya risker som sammanhänger med vissa specifika faktorer som påverkar priserna på t.ex. livsmedel. Det råder stor osäkerhet kring hur dessa faktorer kommer att påverka inflationen framöver.

I huvudscenariot beräknas nu den internationella konkurrensen få en mer dämpande effekt på inflationen än vad som tidigare antagits. Även en skärpt inhemsk konkurrens på livsmedel antas hålla ned inflationen framförallt i år. Det är dock fortfarande möjligt att dessa strukturella faktorer underskattas och att inflationen kan bli ännu lägre än vad som tidigare antagits.

Samtidigt är det möjligt att en alltför stor del av den nuvarande låga inflationen tillskrivs specifika faktorer. Det är väl känt att förändringar i efterfrågeläget påverkar inflationen med viss fördröjning. Den tidigare avmattningen i konjunkturen dämpar sannolikt fortfarande priserna både i omvärlden och i Sverige och kan ha större effekter på vissa marknader än andra. Om så är fallet är det möjligt att inflationstrycket ökar snabbare när resursutnyttjandet fortsätter att stiga än den bedömning som nu görs i huvudscenariot.

De flesta bedömare – inklusive Riksbanken – har dessutom underskattat både kraften och varaktigheten i oljeprisuppgången det senaste året och det finns därför en risk för att oljepriset inte faller tillbaka som antagits i huvudscenariot. Den relativt låga reservkapaciteten i kombination med att efterfrågan på olja kan öka mer än väntat kan leda till att det höga oljepriset består eller stiger ännu mer. Oljeprisutvecklingen riskerar således medföra högre internationell inflation samtidigt som konjunkturutvecklingen i så fall dämpas mer än i huvudscenariot.

En annan risk i världsekonomin bottnar i att det låga ränteläget i många länder har bidragit till att hålla uppe hushållens konsumtion under den senaste konjunkturavmattningen. Låga räntor har gått hand i hand med ökad skuldsättning bland hushållen och med högre bostadspriser. Till stor del förefaller de stigande bostadspriserna i många länder kunna förklaras av fundamentala faktorer, som t.ex. låga räntor, stigande inkomster. Men det kan inte uteslutas att det också i ett antal länder finns element av överdrivna förväntningar och kortsiktighet i prisutvecklingen på bostadsmarknaden. Därmed finns

en risk att en dämpning av konjunkturen eller en uppgång i räntorna kan leda till oväntat stora prisfall på bostäder. Följden skulle kunna bli en lägre efterfrågan i ekonomin än vad som antagits i huvudscenariot.

Osäkerheten förknippad med USA:s dubbla underskott – i den federala budgeten och i bytesbalansen – kvarstår. Om förtroendet för den amerikanska ekonomin sviktar kan obalanserna påskynda en ränteuppgång som i sin tur riskerar hålla tillbaka både konsumtion och investeringar. En anpassning på de finansiella marknaderna som orsakas av USA:s behov av kapitalinflöde kan också leda till en svagare dollarkurs. Samtidigt som en lägre värderad dollar bidrar till att minska obalansen i USA:s utrikeshandel kan den riskera att bromsa konjunkturuppgången i Europa och därmed tillväxten på Sveriges största exportmarknad. En svagare utveckling av dollarkursen skulle sannolikt också innebära en större förstärkning av kronan och därmed en lägre importerad inflation än i huvudscenariot.

Den viktigaste riskfaktorn för den inhemska inflationen bedöms i likhet med tidigare vara utvecklingen av den genomsnittliga arbetsproduktiviteten. En av orsakerna till den låga inflationen under senare tid har varit den snabba produktivitetstillväxten i ekonomin. Produktivitetstillväxten varierar kraftigt från år till år och påverkas också av konjunktrens svängningar. I huvudscenariot antas det normala konjunkturmönstret gälla, dvs. produktivitetstillväxten bromsas något i takt med att konjunkturuppgången fortsätter. Hur snabb nedväxlingen av produktiviteten kan bli är dock svårbedömt. Det finns risk för att den fortsatta konjunkturuppgången följs av en snabbare nedgång i produktivitetstillväxten än väntat. I USA föll till exempel produktivitetstillväxten förhållandevis mycket under fjolåret. Det skulle kunna indikera att ett omslag kan komma snabbt även här. Samtidigt finns en risk att varaktigheten i den höga produktivitetstillväxten underskattas. Om den snabba omstruktureringen av industrin som observerats under senare år fortsätter med samma intensitet kan detta bidra till en fortsatt hög produktivitetstillväxt de kommande åren. Den samlade bedömningen är liksom tidigare att risken är ungefär lika stor att produktivitetstillväxten överskattas som att den underskattas.

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

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

	Årsgenomsnitt			Tolvmånaderstal		
	2004	2005	2006	mar 05	mar 06	mar 07
KPI	0,4 (0,5)	0,1 (1,2)	1,5 (2,2)	0,0 (0,7)	1,2 (2,0)	2,1
UND1X	0,8 (1,0)	0,2 (1,3)	1,4 (1,9)	0,3 (1,1)	1,1 (1,7)	2,0
UNDINHX	1,5 (1,7)	0,9 (1,7)	2,1 (2,5)	0,8 (1,2)	1,9 (2,4)	2,7
UNDIMPX	-0,6 (-0,5)	-1,3 (0,5)	-0,1 (0,5)	-1,0 (0,9)	-0,6 (0,4)	0,4

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. Nyckeltal.
Procent samt årlig procentuell förändring**

Nyckeltal	2004	2005	2006	2007
BNP OECD-19, förändring	3,2 (3,4)	2,6 (2,6)	2,8 (2,9)	2,7
Råoljepris, årsgenomsnitt, USD/fat	38,2 (38,4)	43,3 (40,3)	39,5 (37,1)	37,6
Marknadstillväxt för svensk export	8,4 (8,6)	7,0 (7,1)	6,9 (6,9)	6,8
SEK/TCW, årsgenomsnitt	126,0 (126,3)	123,6 (123,8)	122,5 (122,5)	122,5
BNP till marknadspris, förändring	3,5 (3,6)	3,2 (3,0)	3,2 (3,2)	2,8
Timlön, hela ekonomin, förändring	3,3 (3,4)	3,5 (3,6)	3,9 (3,8)	4,2
Arbetsproduktivitet i näringslivet, förändring	3,6 (3,4)	2,8 (2,7)	2,3 (2,3)	2,1
Enhetsarbetskostnad i näringslivet, förändring	-1,4 (-0,9)	0,7 (0,9)	2,1 (2,1)	2,2
Sysselsatta personer, förändring	-0,5 (-0,4)	0,5 (0,5)	1,4 (1,2)	1,2
Öppen arbetslöshet, procent	5,5 (5,5)	5,1 (5,2)	4,4 (4,5)	4,0
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	1,2 (0,8)	1,5 (0,6)	1,7 (0,4)	1,9

Källor: SCB och Riksbanken.

■ Inflationens bestämningsfaktorer

De finansiella marknaderna

De långa räntorna har varit lägre än väntat, framförallt i euroområdet och Sverige. I USA har centralbanken fortsatt att höja styrräntan. På grund av den låga inflationen i Sverige har förväntningarna på en höjd reporänta skjutits på framtiden. Den handelsvägda kronkursen har utvecklats i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport och förutses förstärkas något.

■ Historiskt låga räntor.

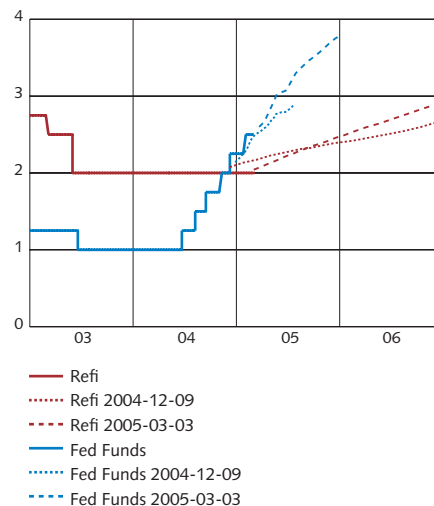
Riksbanken har under det senaste året liksom de flesta andra bedömare räknat med att de långa räntorna ska stiga. Men jämfört med i början av 2004 har de långa räntorna i euroområdet och i Sverige sjunkit medan räntorna i USA i stort sett är oförändrade (se diagram 4). Räntorna är historiskt låga givet konjunkturläget. Inflationen, i synnerhet i Sverige, har varit mer dämpad än väntat och förväntningarna på en mer åtstramande penningpolitik har skjutits på framtiden, vilket delvis förklarar nedgången i de långa räntorna. Men även med hänsyn till inflationsförväntningarna är långräntorna i ett historiskt perspektiv låga. Nedgången i de långa räntorna har lett till att realräntorna fallit. Det tyder på en ökning av det finansiella nettosparandet, vilket också tagit sig uttryck i en allmänt god tillgång på likviditet på de finansiella marknaderna. Många förvaltare har sökt alternativa placeringsmöjligheter, riskpremierna har fallit och ränteskillnaderna har minskat på de flesta marknader.

Med den realekonomiska utveckling som skisseras i huvudscenariot fortsätter konjunkturen att förstärkas internationellt såväl som i Sverige vilket väntas leda till en ränteuppgång. Med tanke på den ovanligt låga räntenivån och de låga riskpremierna i utgångsläget kan det inte uteslutas att uppgången blir snabb åtminstone inledningsvis.

■ Uppgång i de långa räntorna framöver.

Den 10-åriga statsobligationsräntan väntas stiga och i genomsnitt uppgå till 4,0 procent 2005, 4,6 procent 2006 och 5,0 procent 2007, vilket innebär en nedrevidering jämfört med föregående inflationsrapport. Att prognosen revideras ned är delvis en teknisk följd av att marknadens förväntningar på en räntehöjning justerats ned. En viss revidering av synen på relationen mellan korta och långa räntor görs också. Bedömningen av räntorna med lång löptid utgår, som allt annat i inflationsrapportens huvudscenario, från antagandet om en konstant reporänta under prognosperioden. Med ett annat antagande om reporäntan (t.e.x. beräknad från marknadens förväntningar, se fördjupningsrutan "Prognoser i ett längre tidsperspektiv och under antagande om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminräntorna") skulle långräntnivåerna bedömas bli något högre under prognosperioden.

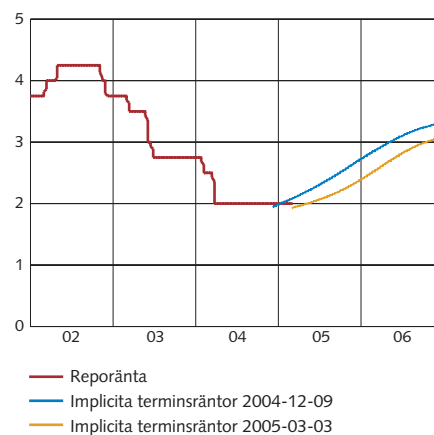
Diagram 2. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet och USA enligt implicita terminräntor och Fed Funds-kontrakt. Procent



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

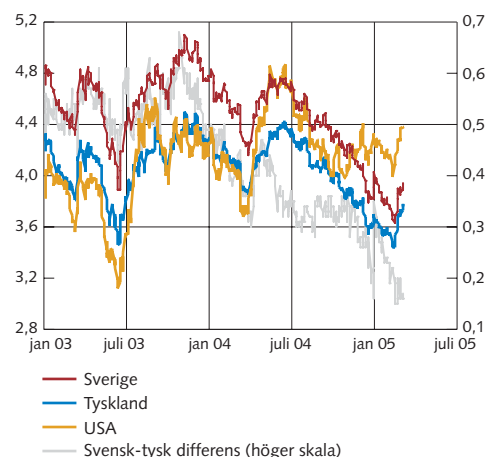
Källa: Riksbanken.

Diagram 3. Penningpolitiska förväntningar i Sverige enligt implicita terminräntor. Procent



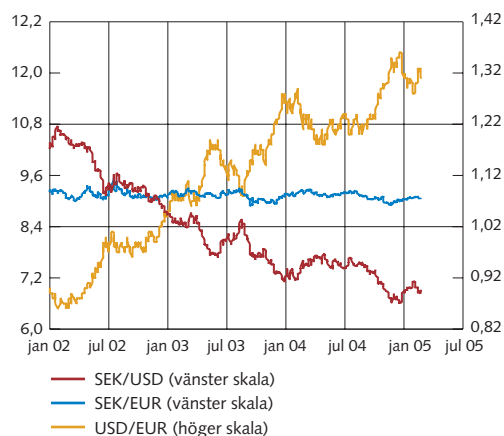
Källa: Riksbanken.

Diagram 4. Statsobligationsräntor med 10 års löptid avseende Sverige, Tyskland och USA. Procent



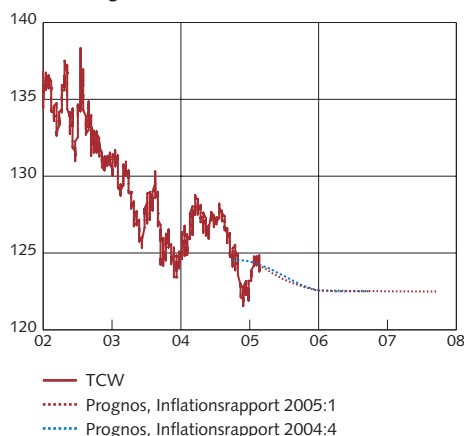
Källa: Riksbanken.

Diagram 5. Växelkursutveckling för SEK/USD, SEK/EUR samt USD/EUR.



Källa: Riksbanken.

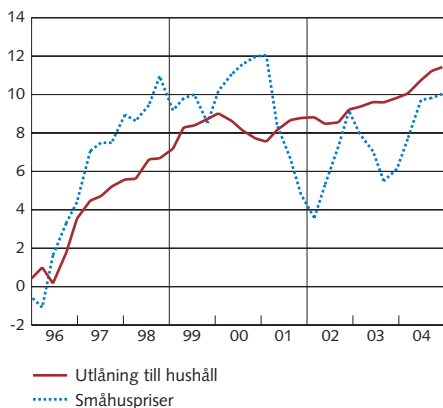
Diagram 6. Handelsvägd växelkursprognos, SEK/TCW. Kvartalsgenomsnitt, index, 1992-11-18 = 100



Anm. Utfallen är dagskurser och prognoserna är ett kvartalsgenomsnitt. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken.

Diagram 7. Småhuspriser samt utlåning till svenska hushåll från samtliga kreditinstitut. Årlig procentuell förändring



Källor: Lantmäteriet, SCB och Riksbanken.

■ ■ Styrräntorna fortsätter upp i USA.

Federal Reserve har som väntat fortsatt att höja styrräntan i takt med att konjunkturen förstärkts. Detta innebär att styrräntan sedan juni förra året har höjts från 1 procent till 2,5 procent. Prissättningen på penningmarknaden visar att höjningarna väntas fortsätta under året (se diagram 2). Eftersom konjunkturen utvecklats något svagare än marknadens förväntningar i euroområdet och inflationen utvecklats måttligt har förväntningarna på att ECB ska höja styrräntan flyttats fram ytterligare ungefär ett halvår jämfört med bilden i föregående inflationsrapport.

Den låga svenska inflationen de senaste månaderna har bidragit till att marknadens förväntningar på att Riksbanken ska höja reporäntan flyttats framåt i tiden. En första höjning väntas först mot slutet av året enligt de implicita terminräntorna (se diagram 3).

■ ■ Kronan i linje med prognosen.

Efter höstens kraftiga fall återhämtade sig dollarn mot både euron och kronan (se diagram 5). Samtidigt har kronan försvagats något mot euron, vilket innebär att den handelsvägda SEK/TCW-kursen har försvagats den senaste tiden. Utvecklingen av SEK/TCW-kursen har dock varit i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport och prognosen för de närmaste åren har inte ändrats (se diagram 6).

En viss fortsatt förstärkning av SEK/TCW-kursen väntas och baseras som tidigare bland annat på jämförelsevis goda tillväxtutsikter samt en förbättrad utlandsställning till följd av de senaste årens bytesbalansöverskott. Prognosen för SEK/TCW-kursen är i genomsnitt 123,6 för 2005 och 122,5 för 2006 och 2007.

■ ■ Återhämtning på börsen.

Under 2004 steg aktieindex i USA, Tyskland och Sverige. Stockholmsbörsens OMX-index steg med cirka 17 procent, jämfört med cirka 9 procent i USA och 5 procent i Tyskland. En fortsatt god global konjunktur talar för stigande börskurser framöver. Återhämtningen i OMX-index de senaste åren har skett parallellt med att marknadens värdering av risk (den implicita valatiliteten) har sjunkit. Priserna på optionsmarknaden tyder alltså på att marknadsaktörerna förväntar sig en stabil utveckling av OMX-index under de närmaste månaderna.

■ ■ Ökade bostadspriser och hushållsupplåning.

Utlåningen till hushållen fortsätter att öka i tilltagande takt. I januari ökade den med cirka 12 procent jämfört med samma månad föregående år. Lånen har använts till att köpa småhus vilket har drivit upp småhuspriserna (se diagram 7). Under fjärde kvartalet 2004 ökade priserna med cirka 10 procent jämfört med motsvarande period ett år tidigare. Preliminära uppgifter från Småhusbarometern i februari tyder på att ökningstakten varit hög även under inledningen av 2005. Den höga upplåningen har ökat hushållens skuldkvot, dvs. skulder som an-

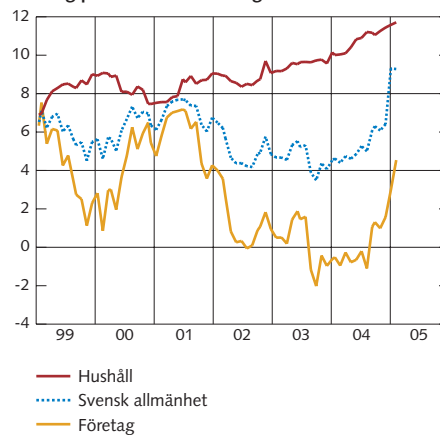
del av disponibla inkomster. Samtidigt har de låga räntorna inneburit att räntornas andel av hushållens disponibla inkomster ligger på en låg nivå. Under senare tid tycks också utlåningen till företag ha ökat efter en lång period av nedgång (se diagram 8).

Den årliga tillväxttakten i penningmängden (M3) har ökat från mitten av 2004. I januari var ökningstakten 4,5 procent. Hushåll och företag tycks ha mer likvida medel, det vill säga tillgångar som lätt kan omvandlas till pengar, nu än tidigare. Det låga ränteläget medför att kostnaden för att ha likvida medel är låg.

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

- Den långa räntans genomsnittliga nivå väntas bli 4,0 procent 2005, 4,6 procent 2006 och 5,0 procent 2007.

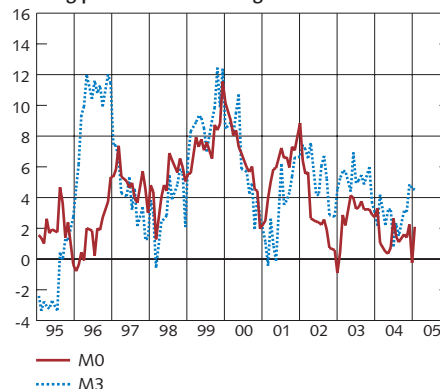
Diagram 8. Samtliga kreditinstituts utlåning till svensk allmänhet, fördelad på sektorer. Årlig procentuell förändring



Anm. På grund av förändrad inrapportering har en viss justering av SCBs statistik gjorts.

Källor: SCB och Riksbanken.

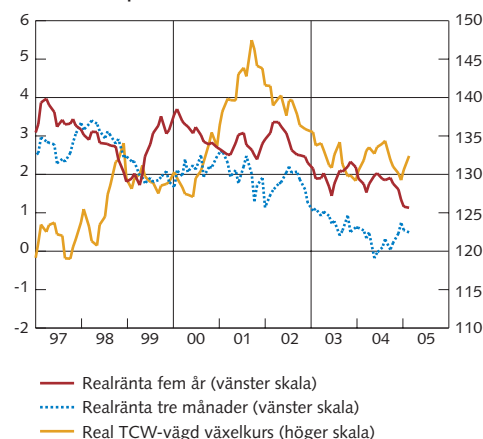
Diagram 9. Penningmängd mätt som M0 och M3. Årlig procentuell förändring



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.

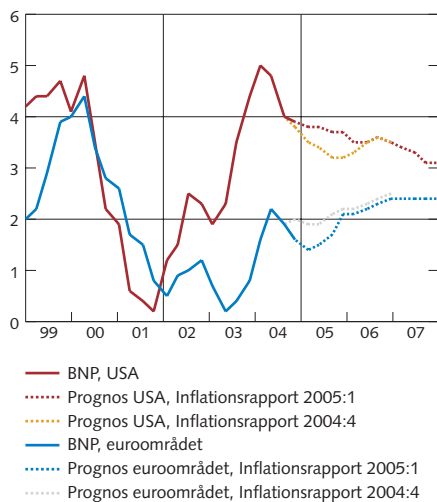
Diagram 10. Realränta med fem års respektive tre månaders löptid samt real TCW-vägd växelkurs, 1992-11-18=100. Procent respektive index, 1992-11-18=100



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.

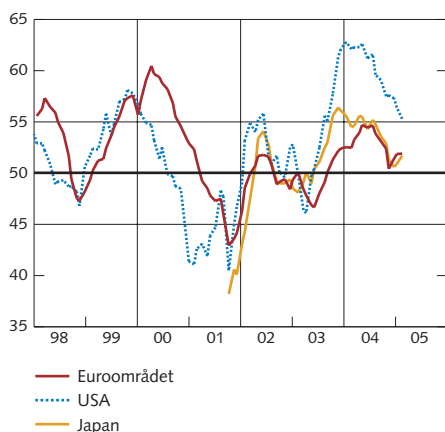
Källor: Konjunkturinstitutet, Prospera och Riksbanken.

**Diagram 11. BNP för USA och euroområdet.
Årlig procentuell förändring**



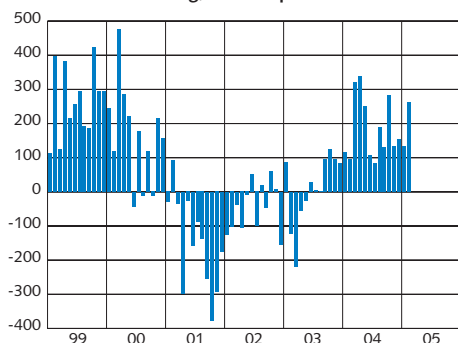
Källor: Eurostat, US Department of Commerce och Riksbanken.

**Diagram 12. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin, USA, euroområdet och Japan.
Index**



Källor: Institute for Supply Management och NTC Research Ltd.

**Diagram 13. Sysselsättning utanför jordbrukssektorn (non-farm payrolls) i USA.
Månadsförändring, tusental personer**



Källa: Bureau of Labor Statistics.

Den internationella utvecklingen

Konjunkturen utvecklades starkt i fjol i de flesta regioner, med undantag för euroområdet. Samtidigt var inflationstrycket lågt. En stark vinstutveckling globalt i kombination med fortsatt låga räntor bidrog till ökade investeringar. Sysselsättningen i USA tog också fart under året. Den internationella tillväxten väntas de kommande två åren gå in i en något lugnare fas delvis till följd av en mindre expansiv ekonomisk politik. Indikatorer i USA både vad gäller arbetsmarknad, hushåll och industrin tyder på en något lägre men ändå god tillväxt framöver. BNP-tillväxten i USA har inte mattats fullt så mycket som förväntat vilket har motiverat en upprevidering av prognosen för 2005. Det motsatta är fallet för euroområdet.

■ ■ Stabil konjunkturutveckling i USA.

BNP-tillväxten var hög i USA 2004 och sysselsättningen tog ordentlig fart (se diagram 13). Antal sysselsatta har fortsatt att öka i år. USA:s BNP ökade enligt preliminära siffror med 4,4 procent 2004. BNP steg med 3,9 procent mellan fjärde kvartalet 2003 och fjärde kvartalet 2004. En fortsatt svag utveckling av nettoexporten uppvägdes mer än väl av att investeringarna och den privata konsumtionen växte mycket kraftigt.

Den ekonomiska utvecklingen i USA ser alltså stark ut i dagsläget. Mycket tyder dessutom på att den nedväxling i tillväxten i förhållande till 2004, som många bedömare räknat med, inte blir så stor som tidigare prognostiserat. Den inhemska efterfrågan fortsätter att utvecklas starkt, trots en mindre expansiv finans- och penningpolitik. Ränteläget är dock fortsatt lågt även efter styrräntehöjningarna från den amerikanska centralbanken Federal Reserve. Den starka ökningen av sysselsättningen under 2004 har heller inte uppvisat några tecken på att mattas av. Liksom tidigare beräknas nettoexporten förbättras till följd av den försvagade dollarkursen.

Ett orosmoment för den amerikanska ekonomin är de fortsatt stora budget- och utrikeshandelsunderskotten. Preliminära siffror för det fjärde kvartalet 2004 visar att underskottet i nettoexporten växte till närmare 6 procent av BNP. Den försvagade handelsvägda dollarkursen bedöms kunna leda till en stabilisering och förbättring av nettoexporten framöver men osäkerheten är stor om hur snabbt detta kan ske (se vidare diskussion i riskavsnittet). Samtidigt har ett nytt budgetförslag presenterats i USA som bl.a. syftar till att vara ett steg mot att halvera budgetunderskottet till 2009. Ett antal besparingar föreslås som ska ge effekt på kort sikt och förslag har lagts fram för att reformera socialförsäkrings- och pensionssystemet. Fortfarande kvarstår dock en del frågetecken som bl.a. gäller försvarskostnaderna.

Den sammantagna bedömningen är dock att det finns anledning att revidera upp prognosen för USA:s BNP-tillväxt i år. Tillväxten i år bedöms nu bli 3,7 procent jämfört med 3,3 procent i den förra

bedömningen (se diagram 11 och tabell 3). Under de kommande två åren väntas tillväxten mattas något men ändå vara fortsatt stark.

■ ■ Stigande inflation i USA.

Den snabba ökningen i antalet sysselsatta speglar att tillväxten i produktiviteten har avtagit (se diagram 14). Under sista kvartalet i fjol ökade produktiviteten med 2,5 procent att jämföra med en uppgång på 5,7 procent i slutet av 2003. Det är i sig inget anmärkningsvärt i detta. När sysselsättningen tar fart brukar normalt produktivitetstillväxten avta. En frågeställning som är svår att besvara är vad som utgör en långsiktigt uthållig produktivitetstillväxt i USA och därmed också hur kostnadstrycket kommer att utvecklas framöver. Den svagare tillväxten i produktiviteten så här långt har också inneburit en snabbare ökning av enhetsarbetskostnaderna vilket bidrar till ett ökat pristryck.

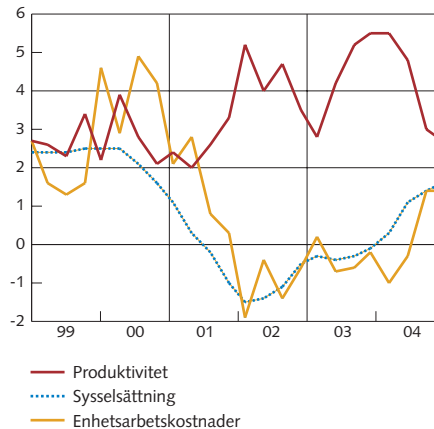
Den relativt svagare dollarkursen och stigande råvarupriser har ytterligare bidragit till en uppgång i konsumentpriserna i USA. Inflationen mätt med KPI rensat för energi och livsmedel fortsätter att stiga men ökningstakten är fortfarande låg. Även andra mått visar på en stigande inflation (se diagram 15). Inflationen väntas dock i genomsnitt bli något lägre i år och under de kommande två åren jämfört med 2004. Nedgången förklaras bl.a. av att oljepriset bedöms sjunka under prognosperioden.

■ ■ Svagare än väntat i euroområdet.

Euroområdet har utvecklats något svagare än väntat. Främst gäller detta Italien och Tyskland medan det däremot har skett en viss förbättring i Frankrike och Spanien. BNP för euroområdet ökade med endast 0,2 procent det fjärde kvartalet jämfört med föregående kvartal. I Tyskland och Italien föll BNP. Den tyska nedgången återspeglar framförallt en avtagande inhemsk efterfrågan som endast delvis balanseras av en stigande nettoexport.

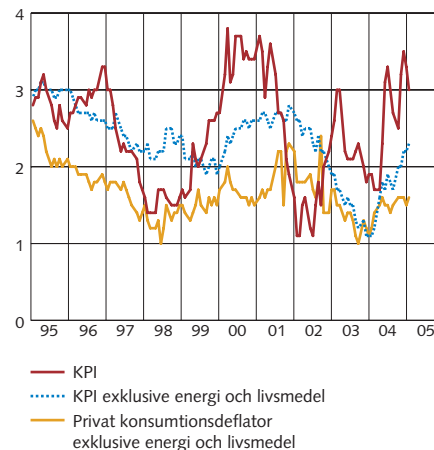
I jämförelse med konjunkturutvecklingen i USA har uppgången i euroområdet alltså inte kommit lika långt. Den inhemska efterfrågan ökade i långsam takt 2004 då både hushållens konsumtion och investeringarna utvecklades svagt (se diagram 17). En bidragande orsak till den svaga konsumtionen är att det inte har skett någon tydlig vändning på arbetsmarknaden. I takt med att konjunkturen stärks väntas arbetsmarknaden gradvis bli bättre och allteftersom kan då hushållens konsumtion bli en allt viktigare drivkraft för tillväxten. Den stärkta euron har antagligen bidragit till att nettoexporten dämpats (se diagram 18). Under prognosperioden väntas utrikeshandeln åter börja bidra positivt till tillväxten. Indikatorer som t.ex. inköpschefsindex har också gett något mer positiva signaler den senaste tiden. Det svaga BNP-utfallet motiverar dock en nedjustering av prognosen för tillväxten i euroområdet, framförallt i Tyskland. Den uppgång som förväntats i den inhemska efterfrågan i Tyskland bedöms nu komma något senare. Tillväxten väntas vara något över den potentiella under prognosperioden som helhet vilket innebär att resursutnyttjandet stiger gradvis.

Diagram 14. USA: Enhetsarbetskostnader, produktivitet och sysselsättning. Årlig procentuell förändring



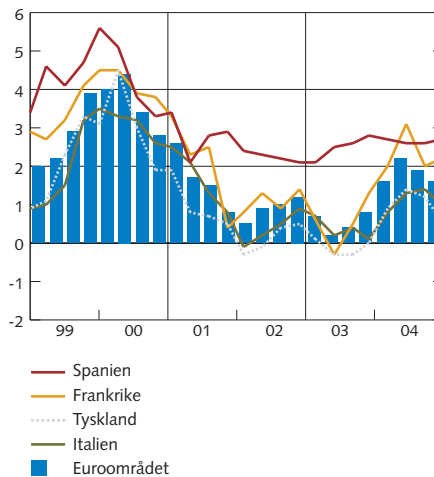
Källa: Bureau of Labor Statistics.

Diagram 15. Olika mått på inflationen i USA. Årlig procentuell förändring



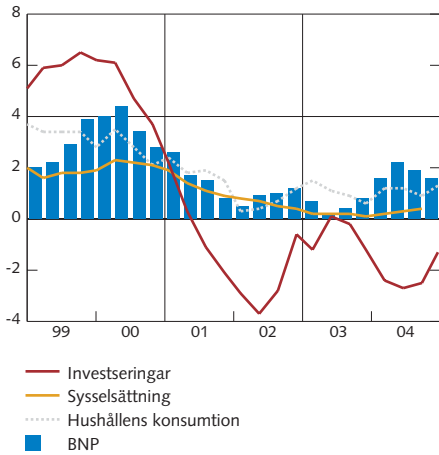
Källor: Bureau of Economic Analysis och Bureau of Labor Statistics.

Diagram 16. BNP-utveckling i euroområdet och de största medlemsländerna. Årlig procentuell förändring



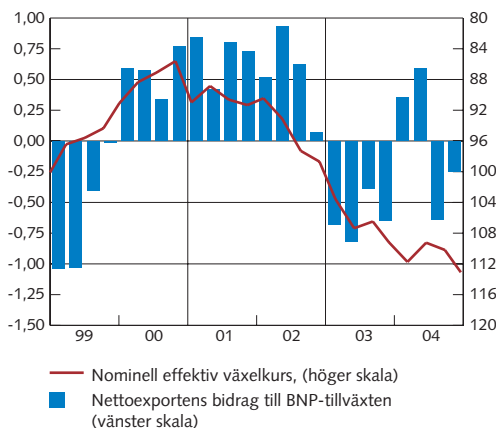
Källor: Eurostat, Federal Statistical Office, INE, INSEE och ISTAT.

Diagram 17. Euroområdet: BNP, konsumtion, investeringar och sysselsättning. Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat.

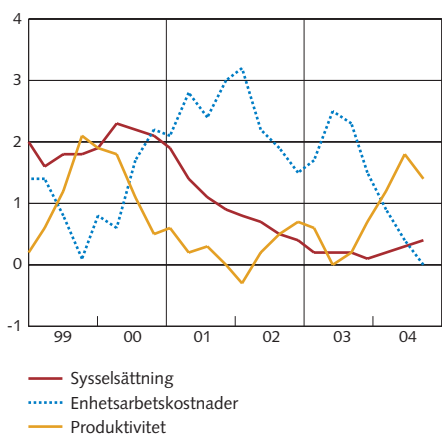
Diagram 18. Euroområdet: växelkursutveckling och nettoexport. Bidrag i procentenheter respektive index, kvartal 1 1999=100



Anm. Växelkursindexet är definierat så att ett högre värde innebär starkare kurs för euron.

Källor: ECB, Eurostat och Riksbanken.

Diagram 19. Euroområdet: Enhetsarbetskostnader, produktivitet och sysselsättning. Årlig procentuell förändring



Källa: ECB.

Konsumentprisinflationen har varit något över 2 procent under större delen av 2004. Även inflationen rensad för energi och livsmedel har legat kring 2 procent. Måttliga löneökningar och stigande produktivitet har gjort att enhetsarbetskostnadernas ökningstakt har minskat påtagligt (se diagram 19). Det dämpade kostnadstrycket väntas bidra till något lägre inflation framöver. I slutet av prognosperioden bedöms inflationen uppgå till knappt 2 procent.

Utvecklingen i Storbritannien har i allt väsentligt varit i linje med prognosen i inflationsrapporten i december. Preliminära nationalräkenskaper för fjärde kvartalet visade på en fortsatt god tillväxt och för helåret 2004 ökade BNP med drygt tre procent i genomsnitt (se diagram 20). Både den privata konsumtionen och investeringarna har ökat i förhållandevis god takt. Bank of Englands räntehöjningar under det senaste året på sammantaget 1,25 procentenheter har bidragit till att dämpa prisuppgången på bostäder. Avmattningen på bostadsmarknaden väntas bidra till en lägre konsumtionstillväxt framöver.

Även de nordiska länderna har sammantaget utvecklats i linje med bedömningen i december. Den inhemska efterfrågan växte i god takt under 2004. Nettoexporten höll dock tillbaka tillväxten något i framförallt Norge och Danmark, vilket delvis bör ha berott på en starkare växelkurs och att tillväxten i euroområdet ännu inte har tagit fart. I Norge bedöms tillväxten bli starkare i år, främst till följd av en oväntat kraftig ökning av oljeinvesteringarna men också beroende på en något expansivare finanspolitik.

■ ■ Något svagare tillväxt i Asien.

Tillväxten i den japanska ekonomin har mattats den senaste tiden efter en förhållandevis stark utveckling i början av 2004. Detta kan kopplas både till en vikande export och en gradvis avmattning i den inhemska efterfrågan. En försiktig åtstramning av finanspolitiken har också bidragit till att dämpa tillväxten i efterfrågan. Det preliminära utfallet för BNP fjärde kvartalet var oväntat svagt. Indikatorer har den senaste tiden gett något blandade signaler.

Tillväxten i Kina uppgick i fjol till cirka 9,5 procent. Tillväxten mattades dock under andra halvåret. Det tycks därmed som om den kinesiska regeringens åtgärder för att strama åt ekonomin har gett viss effekt, åtminstone på den snabba investeringsuppgången. Den registrerade kreditefterfrågan har också mattats betydligt. Även inflationen dämpades under andra halvåret. Enligt de kinesiska myndigheterna är en tillväxttakt på omkring 8 procent en långsiktigt hållbar nivå. Genomförda åtgärder i kombination med ytterligare åtstramningar väntas leda till att BNP-tillväxten faller tillbaka. Men även en tillväxt kring 8 procent väntas ge en hög kinesisk importefterfrågan vilket gynnar övriga länder i Asien men också den globala utvecklingen.

I ljuset av den japanska och kinesiska utvecklingen har utsikterna för Asien reviderats ned något. Även utvecklingen i Östeuropa ser ut att bli något svagare än väntat. Det omvända gäller för Latinamerika (se diagram 21).

■ ■ Fortsatt god svensk exportmarknadstillväxt.

Sammantaget har det inte gjorts några större förändringar av den globala konjunkturbilden. Prognosen pekar mot en fortsatt hög exportmarknadstillväxt, om än något mer dämpad de kommande två åren jämfört med i fjol (se diagram 22).

■ ■ Något högre oljepris.

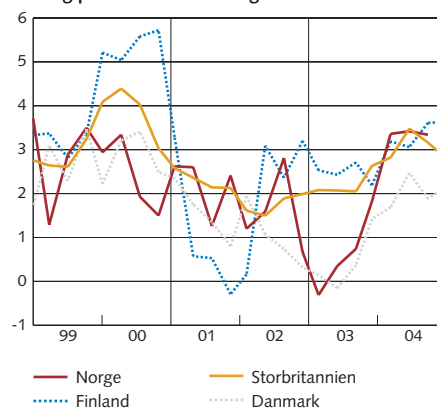
Sedan föregående inflationsrapport har oljepriset fluktuerat kraftigt. I början av december föll oljepriset något under prognosen i den förra inflationsrapporten. Därefter steg priset återigen (se diagram 23). Fortsatta oroligheter i Irak, osäkerhet kring vintervädret och uttalanden från företrädare för OPEC är några faktorer som bidragit till fluktuationerna. Priserna på terminsmarknaden indikerar högre priser framöver än för ett par månader sedan. Stark efterfrågan och knapp reservkapacitet gör att den ansträngda situationen på oljemarknaden kvarstår. Liksom tidigare väntar Riksbanken att ett gradvis ökat utbud av råolja medför att läget successivt förbättras. Detta talar för att oljepriset sjunker de närmaste åren vilket också är linje med terminers prissättning. Den grundläggande bedömningen kvarstår därmed. Men mot bakgrund av högre oljepriser och terminspriser görs ändå en uppjustering av prognosen.

■ ■ Stabila utsikter för det globala pristrycket.

Inflationen i konsumentledet har stigit något under de senaste månaderna i världens stora ekonomier. Detta har varit i linje med bedömningen i inflationsrapporten. Det ökande inflationstrycket beror delvis på det högre oljepriset. Det underliggande inflationstrycket har dock också stigit allteftersom konjunkturer förbättrats. Under de kommande åren bedöms ändå prisökningstakten i konsumentledet sammantaget vara relativt måttlig.

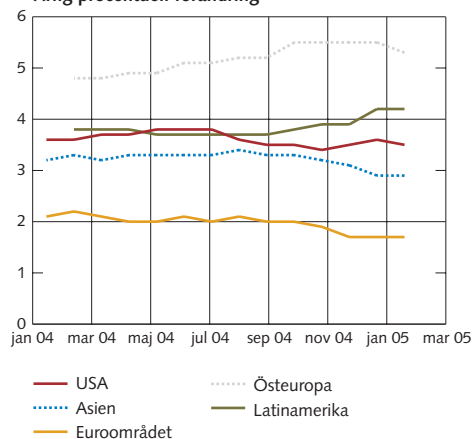
Det mått som Riksbanken vanligtvis använder för att mäta prisutvecklingen på världsmarknaden i utländsk valuta är ett handelsvägt index över producentpriserna på bearbetade varor. Som framgår av diagram 25 visar detta index på låga prisökningar mellan 2001 och 2003. Under 2004 steg ökningstakten delvis till följd av stigande råvarupriser. Ett problem med detta prisindex är att det inte nödvändigtvis fångar upp det pris svenska importörer möter. Det är elva länder som ingår i det globala producentprisindexet och det är endast Sveriges traditionellt sett viktigaste handelspartners som ingår. Lågkostnads-länder som t.ex. Kina och Polen har ökat sin andel av den svenska importen kraftigt de senaste åren. Det är därmed möjligt att de priser som svenska importörer möter har ökat mindre än de globala producentpriserna på bearbetade varor. Framöver är det rimligt att tro att en fortsatt förstärkning av den globala konjunkturer ökar det internationella pristrycket.

Diagram 20. BNP-utveckling i Norden och Storbritannien.
Årlig procentuell förändring



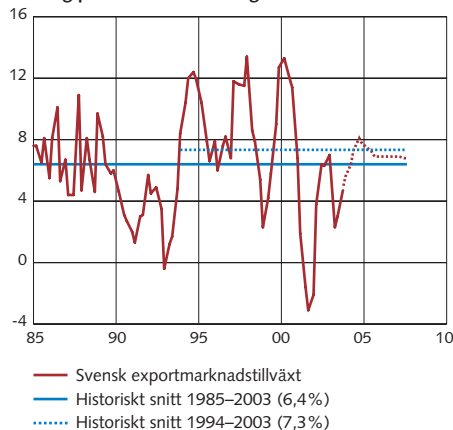
Källor: Danmarks Statistik, Office for National Statistics, SCB och Statistikcentralen.

Diagram 21. Consensusprognoser för olika regioner avseende BNP-tillväxten 2005.
Årlig procentuell förändring



Källa: Consensus Economics Inc.

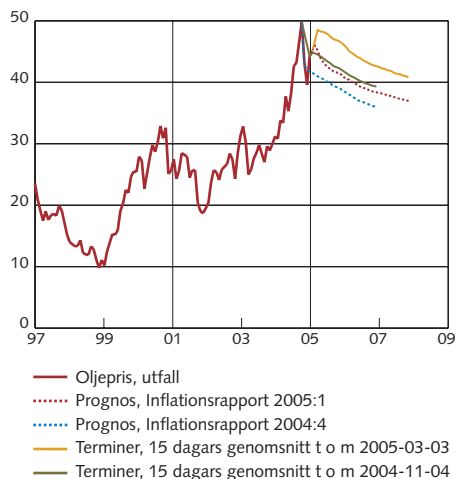
Diagram 22. Svensk exportmarknadstillväxt.
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad röd linje avser Riksbankens prognos. Utfalls-serien är en sammanvägning av den reala varuimporten för de länder som utgör den svenska exportmarknaden. Serien är till viss del approximativ då statistiken för vissa mindre länder/regioner släpar efter. Prognoser från NIESR används i möjligaste mån för att uppskatta varuimporten för de länder/regioner där utfall kommer med lång fördröjning. För ca 3 procent av aggregatet saknas utfall helt.

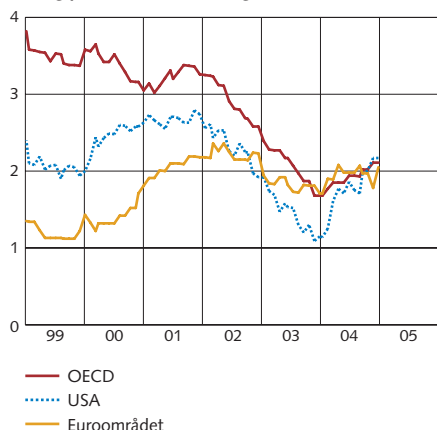
Källor: NIESR och Riksbanken.

Diagram 23. Oljepriset: Utfall, terminspriser och prognoser. USD



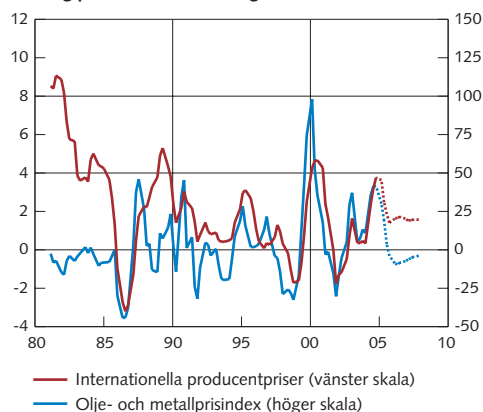
Källor: International Petroleum Exchange och Riksbanken.

Diagram 24. KPI exklusive energi och livsmedel i Euroområdet, USA och OECD. Årlig procentuell förändring



Källa: OECD.

Diagram 25. Internationella producentpriser på bearbetade varor samt olje- och metallprisindex, utfall och prognoser. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser Riksbankens prognoser.

Källor: IMF, OECD och Riksbanken.

Tabell 3. Internationella förutsättningar. Årlig procentuell förändring

	BNP				KPI			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
USA	4,4 (4,4)	3,7 (3,3)	3,5 (3,5)	3,2	2,7 (2,7)	2,5 (2,4)	2,3 (2,3)	2,5
Tyskland	1,6 (1,7)	1,0 (1,6)	1,9 (2,2)	2,0	1,8 (1,7)	1,4 (1,5)	1,4 (1,5)	1,5
Frankrike	2,3 (2,2)	1,9 (2,0)	2,2 (2,3)	2,3	2,3 (2,4)	1,9 (1,9)	1,8 (1,8)	1,5
Storbritannien	3,2 (3,2)	2,8 (2,8)	2,9 (2,9)	2,7	1,3 (1,3)	1,8 (1,8)	2,1 (2,1)	2,2
Danmark	2,0 (2,1)	2,2 (2,2)	2,5 (2,5)	2,0	0,9 (1,1)	1,7 (1,9)	1,9 (2,0)	1,8
Finland	3,7 (3,0)	2,9 (3,0)	2,7 (2,9)	2,3	0,1 (0,1)	1,5 (1,4)	1,7 (1,9)	1,7
Norge	3,2 (3,3)	3,5 (2,9)	2,8 (2,7)	2,5	0,5 (0,7)	1,8 (2,1)	2,5 (2,5)	2,5
Euro12	1,8 (1,8)	1,7 (2,0)	2,3 (2,4)	2,3	2,1 (2,1)	1,9 (1,9)	1,9 (2,0)	1,8
TCW-vägt	2,6 (2,6)	2,2 (2,3)	2,5 (2,6)	2,5	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)	1,8 (1,9)	2,0
OECD 19	3,2 (3,4)	2,6 (2,6)	2,8 (2,9)	2,7	2,0 (1,9)	1,9 (1,8)	1,8 (1,9)	2,1

	2004	2005	2006	2007
BNP Världen	4,8 (4,8)	4,1 (4,1)	4,0 (3,9)	3,5
Svensk exportmarknadstillväxt	8,4 (8,6)	7,0 (7,1)	6,9 (6,9)	6,8
Global PPI	2,4 (2,4)	2,3 (2,3)	1,7 (1,7)	1,6
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD/fat Brent Blend)	38,2 (38,4)	43,3 (40,3)	39,5 (37,1)	37,6

Anm. KPI avser HIKP för Tyskland, Storbritannien, 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 elva 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.

Revideringar sedan föregående inflationsrapport.

- Oljepriset revideras upp något under prognosperioden mot bakgrund av högre utfall och högre terminspriser.
- BNP-tillväxten har reviderats ned något i euroområdet, framförallt i Tyskland, till följd bl.a. av svagare utfall under slutet av 2004.
- I USA har BNP-tillväxten reviderats upp för 2005 då inkommande data inte tyder på att BNP-tillväxten mattas av som förväntat.

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige

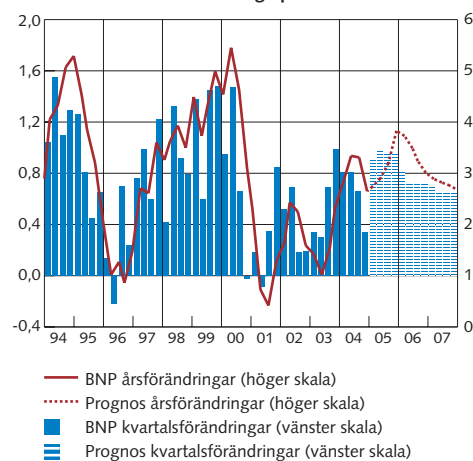
Tillväxten i den svenska ekonomin tog fart under 2003 och väntas fortsätta att vara hög de närmaste åren. Resursutnyttjandet i ekonomin är fortfarande relativt lågt, men bedöms stiga framöver. Situationen på arbetsmarknaden väntas komma att förbättras under prognosperioden i takt med att konjunkturen förstärks. Det inhemska kostnadstrycket väntas successivt tillta under de kommande åren.

Den svenska ekonomin växte med 3,5 procent under 2004 vilket i stort sett var i linje med bedömningen i december. Tillväxten i nettoexporten blev starkare och investeringarna ökade snabbare än väntat. Däremot ökade både den privata och den offentliga konsumtionen mindre än väntat. Under 2005 väntas tillväxten bli något högre jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Det mesta tyder på att investeringsuppgången blir något starkare och att nettoexporten växer mer i år. Förutsättningarna för att svensk ekonomi ska fortsätta att växa starkt bedöms vara goda. Företag och hushåll är optimistiska och ränteläget är lågt. Företagsvinsterna är höga och hushållen bedöms få ökade reala inkomster de närmaste åren. Konsumtion och investeringar väntas därför vara de dominerande drivkrafterna till den aggregerade efterfrågeutvecklingen de närmaste åren men nettoexporten bedöms ändå fortsätta att bidra positivt till efterfrågetillväxten. Under 2007 väntas tillväxten dämpas något men ändå vara hög historiskt sett (se tabell 4 och diagram 26). Avmattningen följer av att tillväxten i investeringarna avtar i takt med att kapitalstocken anpassas till produktionsnivån. Dessutom antas den offentliga konsumtionen växa långsamt då de offentliga finanserna bedöms behöva förstärkas.

Antalet sysselsatta minskade under det fjärde kvartalet förra året. Under hösten och vintern har dock flera indikatorer pekat på att situationen på arbetsmarknaden är på väg att förbättras. Det är bl.a. allt fler lediga platser och färre varsel som indikerar en ljusning. Liksom tidigare bedöms därför företagen börja nyanställa i år. Den starka BNP-tillväxten gör att det finns skäl att tro att arbetsmarknaden utvecklas aningen starkare framöver. Till viss del bedöms dock den ökade produktionen uppnås genom en högre produktivitet.

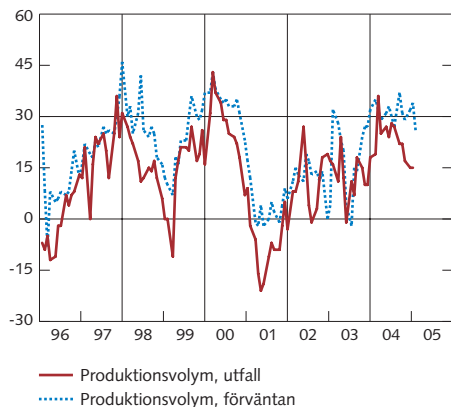
Mycket till följd av den svaga arbetsmarknaden bedöms resursutnyttjandet i hela ekonomin för närvarande vara relativt lågt. Det är dock rimligt att tro att den höga tillväxten under de kommande åren medför att de lediga resurserna i ekonomin gradvis börjar utnyttjas, vilket leder till att kostnadstrycket ökar.

Diagram 26. BNP, utfall och prognos för dagkorrigerad och säsongrensad serie. Kvartals- och årsförändring i procent



Källor: SCB och Risbanken.

Diagram 27. Produktionsvolym i tillverkningsindustrin enligt Konjunkturbarometern. Säsongsrensade netttotal



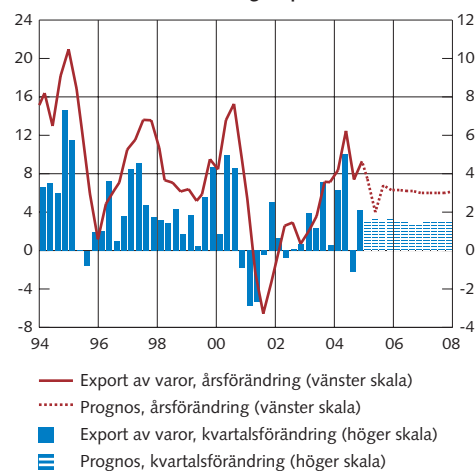
Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 28. Konfidensindikator för tillverkningsindustrin. Säsongsrensade netttotal



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 29. Export av varor, utfall och prognos för säsongsrensad serie. Kvartals- och årsförändringar i procent



Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 4. Försörjningsbalans, volymförändringar. Årlig procentuell förändring

Försörjningsbalans	2003	2004	2005	2006	2007
Hushållens konsumtion	1,5	1,8 (2,4)	2,7 (2,8)	3,0 (3,0)	3,3
Off. konsumtion	0,8	0,3 (1,0)	1,2 (1,3)	1,4 (1,4)	0,6
Fasta bruttoinvesteringar	-1,5	5,1 (4,0)	8,0 (7,5)	5,8 (6,5)	4,5
Lagerförändring	0,2	0,3 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0
Export	5,0	10,2 (9,7)	6,6 (6,0)	6,1 (6,3)	6,0
varor	4,9	9,5 (10,0)	6,1 (6,1)	6,2 (6,5)	6,0
tjänster	5,4	12,6 (8,5)	8,0 (5,6)	6,0 (5,6)	6,0
Import	4,9	6,7 (6,9)	7,5 (6,9)	6,6 (6,9)	6,7
varor	6,1	7,2 (7,5)	7,6 (7,4)	7,0 (7,4)	7,2
tjänster	1,5	5,3 (5,3)	7,0 (5,2)	5,5 (5,2)	5,5
BNP till marknadspris	1,5	3,5 (3,6)	3,2 (3,0)	3,2 (3,2)	2,8

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

Källor: SCB och Riksbanken.

■ ■ Fortsatt uppgång i industrin men takten har dämpats.

I föregående inflationsrapport konstaterades att signalerna från industrin under hösten var blandade. Barometerundersökningarna pekade på en god tillväxt medan faktiska siffror visade en mer dämpad utveckling. Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer i januari och även månadsbarometern i februari visar en fortsatt tillväxt i industrin men i lägre takt än i början av 2004. Detsamma gäller inköpschefsindex för de senaste månaderna. Även utfallsdata för industriproduktionen och industrins ordergång visar en dämpad tillväxt i slutet av förra året. Samtidigt är industriföretagens förväntningar, som de kommer till uttryck i barometerundersökningarna, optimistiska. Detta trots att tillväxten i produktionen under de senaste månaderna inte uppfyllde företagens egna förväntningar (se diagram 27). Konfidensindikatorn för tillverkningsindustrin är fortfarande relativt hög även om den har sjunkit något på senare tid (se diagram 28).

■ ■ Tjänsteexporten ökar snabbare än väntat.

Exporten av varor ökade något svagare under 2004 än vad som förväntades i inflationsrapporten i december men blev ändå hög. Under 2004 gynnades den svenska varuexporten av en hög tillväxt på exportmarknaderna. Under 2005 och några år framåt bedöms tillväxten på de svenska exportmarknaderna sakta in något men förbli relativt hög. Förstärkningen av kronan i TCW-termer, som pågått sedan början av 2002 och som väntas fortgå framförallt i år, verkar samtidigt dämpande på exporten. Därför bedöms den årliga tillväxten i varuexporten stanna vid strax över 6 procent de närmaste åren (se diagram 29).

Exporten av tjänster ökade med knappt 13 procent förra året. Det var betydligt mer än vad som väntades i föregående inflationsrapport. Det är bland annat exporten av transporttjänster och övriga företagstjänster som ökat. Merchanting, som ingår i övriga företags-tjänster, svarade för närmare en fjärdedel av uppgången i tjänste-

exporten under 2004. Merchating bidrog också till ungefär 0,3 procentenheter av tillväxten i BNP. Merchating innebär varuförmedling. En betydande del av uppgången beror på att svenska företag lagt ut tillverkning i andra länder samtidigt som huvudkontoren, liksom forsknings- och utvecklingsverksamheten är kvar i Sverige. De svenska huvudkontoren kan tillgodogöra sig marginalen som uppstår när de köper produkterna från sina fabriker utomlands och säljer dem vidare till högre priser på den internationella marknaden. Såsom merchating behandlas i nationalräkenskaperna bidrar den positivt till den svenska BNP-tillväxten utan att den i någon större utsträckning påverkar antalet arbetade timmar i Sverige. Det innebär att produktiviteten i den svenska ekonomin påverkas positivt utan att någon produktion skett i landet. Marginalen som företagen får kan dock ses som en ersättning för den forskning, utveckling och marknadsföring som utförs i Sverige.

■■ Investeringssuppgången starkare än väntat.

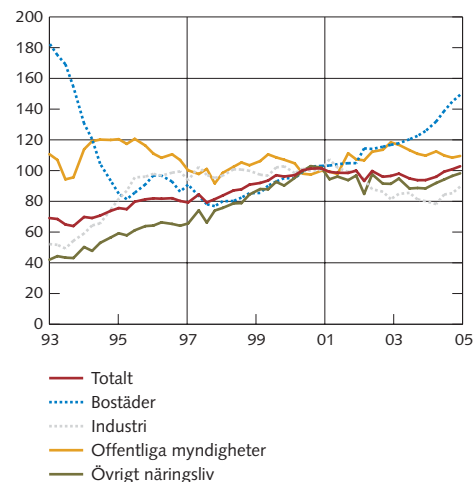
Investeringarna i både industrin och det övriga näringslivet vände uppåt under 2004. Återhämtningen i bostadsinvesteringarna har pågått under en lång tid men under 2004 accelererade utvecklingen. Däremot minskade de offentliga myndigheternas bruttoinvesteringar under 2004 (se diagram 30).

Uppgången förra året verkar ha blivit starkare än väntat och bedömningen är att den relativt höga tillväxten i investeringarna fortsätter även de närmaste kvartalen. Tillväxten i investeringarna 2005 har därför reviderats upp jämfört med prognosen i december. Företagen inom industrin och flertalet servicenäringar är också optimistiska inför framtiden. Lönsamheten är generellt sett god och räntorna är historiskt låga såväl i nominella som i reala termer. Med den goda efterfrågeutveckling som förutses och med det fortsatt låga ränteläget bedöms investeringstillväxten fortsätta 2006 och 2007. Tillväxttakten dämpas efter hand i takt med att de långa räntorna antas stiga och att kapitalstocken anpassas till produktionsnivån. Då kapitalstocken bedöms byggas ut i en snabbare takt i år än i den tidigare bedömningen väntas behovet av att öka investeringarna vara något mindre 2006. Prognosen innebär att investeringstillväxten i fasta priser väntas överstiga BNP-tillväxten samtliga år och att investeringskvoten, som beräknas i löpande priser, stiger under prognosperioden (se diagram 32).

■■ Lägre offentlig konsumtionstillväxt 2007.

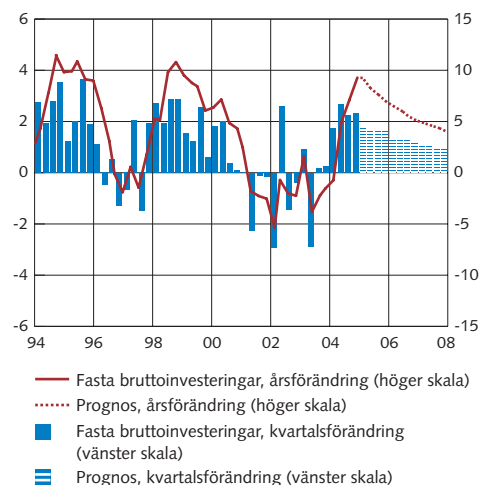
Den offentliga sektorns finansiella sparande uppgick till 1,2 procent av BNP 2004 vilket var högre än vad som prognostiserades i december. Det var främst utgifterna för offentlig konsumtion och investeringar som blev lägre än väntat. I år och nästa år väntas den offentliga sektorns finansiella sparande bli högre än tidigare beräknat (se tabell 5). Bedömningen för 2007 utgår från antagandet att de offentliga finanserna behöver stärkas för att överskotts målet på sikt ska kunna uppnås.

Diagram 30. Fasta bruttoinvesteringar. Säsongsrensats volymindex, 2000 = 100



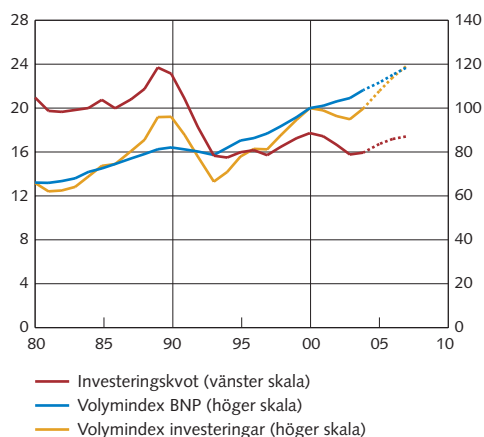
Källa: SCB.

Diagram 31. Fasta bruttoinvesteringar, utfall och prognos, års- och kvartalsförändringar. Procent



Källor: SCB och Riksbanken.

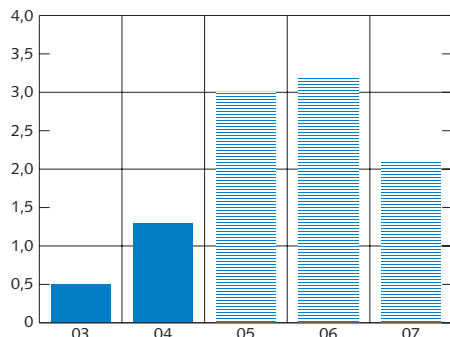
Diagram 32. Investeringskvot och volymindex för investeringar och BNP, utfall samt prognos. Index 2000 = 100



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

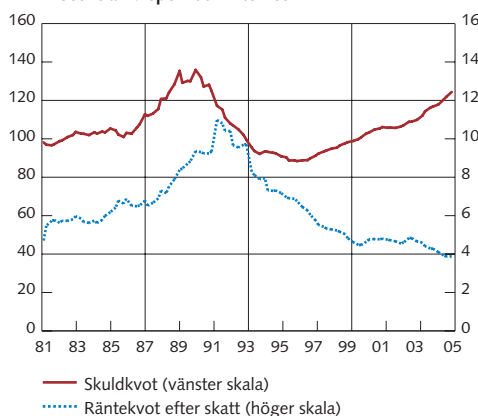
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 33. Hushållens reala disponibla inkomster, procentuell förändring från föregående år. Procent



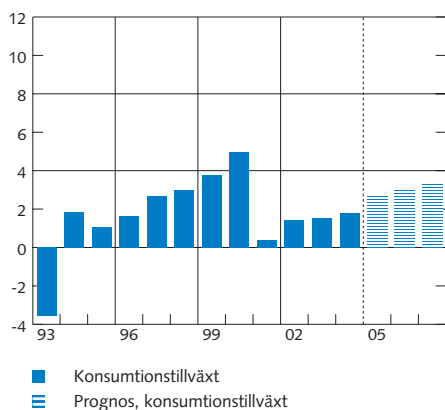
Anm. Streckade staplar avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 34. Hushållens skuldkvot och räntekvot. Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 35. Konsumtionstillväxt, utfall och prognos. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Enligt beslut av Eurostat ska PPM-systemet inte räknas med i det svenska ålderspensionssystemet från och med 2007. Denna förändring medför att det redovisade finansiella sparande i den offentliga sektorn, uttryckt som procent av BNP, bedöms bli omkring 1 procentenhet lägre fr.o.m. 2007. I tabell 5 är dock PPM-systemet inkluderat för 2007.

De offentliga myndigheternas konsumtion bedöms växa med 1,2 respektive 1,4 procent under 2005 och 2006. Den relativt goda tillväxten dessa år beror på den starka konjunkturuppgången, den expansiva finanspolitiken och förbättrade kommunala finanser. För 2007 antas en lägre tillväxt med tanke på att de offentliga finanserna bedöms behöva stärkas för att överskottsmålet skall nås.

Tabell 5. Offentliga finanser. Procent

	2003	2004	2005	2006	2007
Finansiellt sparande som andel av BNP	-0,1 (0,3)	1,2 (0,8)	1,5 (0,6)	1,7 (0,4)	1,9

Anm. Bedömningen i föregående rapport anges inom parentes. För 2007 är PPM-systemet inkluderat.
Källor: SCB och Riksbanken.

■ ■ Goda inkomstökningar för hushållen.

Hushållens reala disponibla inkomster ökade under 2004 med 1,3 procent. Under 2005 och 2006 väntas hushållens reala inkomster växa med omkring 3 procent per år vilket är något starkare än tidigare beräknat. Till en del beror detta på att inflationen nu väntas bli lägre. Anledningen till att löneinkomsterna bedöms växa snabbare framöver än under 2004 är främst att sysselsättningen väntas stiga. De skattesänkningar och bidragshöjningar som regeringen aviserat, framförallt 2006, bidrar också till att inkomsterna stiger. Utvecklingen 2007 hålls tillbaka av den offentliga sektorns behov av att skapa större överskott (se diagram 33).

■ ■ Tillväxten i hushållens konsumtion förstärks gradvis.

Under 2004 ökade hushållens konsumtionsutgifter med 1,8 procent. Det är mindre än bedömningen i den förra inflationsrapporten. Likväl innebär det att konsumtionstillväxten var starkare än 2003. En måttlig ökning av hushållens inkomster bidrog till konsumtionstillväxten i fjol, men hushållen har också minskat på sparandet.

Hushållens skulder fortsatte att öka mer än de disponibla inkomsterna under 2004. Sannolikt är låga räntor och högre bostadspriser viktiga orsaker. De låga räntorna innebär att räntekvoten, det vill säga räntornas andel av hushållens disponibla inkomster, trots allt är låg (se diagram 34). Hushållens sparande är fortfarande högt vilket tyder på att den ökade upplåningen inte i någon större utsträckning spärrar på konsumtionstillväxten.

De närmaste tre åren väntas tillväxten i konsumtionen tillta ytterligare och uppgå till omkring 3 procent per år (se diagram 35). Jämfört med de senaste tjugo åren är detta en hög ökningstakt, som främst drivs av en gynnsam inkomstutveckling. Andra faktorer som

gynnar konsumtionstillväxten är att sysselsättningen väntas börja öka igen och att hushållens förmögenhet antas fortsätta att växa, bland annat väntas huspriserna fortsätta att öka. Högre huspriser innebär bland annat ökat låneutrymme för de hushåll som äger sin bostad men liksom under de senaste åren bedöms detta inte vara någon stark drivkraft för konsumtionstillväxten.

■ ■ Importen av varor utvecklas som väntat, men tillväxten i tjänsteimporten var svag i fjol.

Under 2004 utvecklades importen av varor i stort sett i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport. Under fjärde kvartalet saktade ökningen in något. I år väntas importen av varor öka något mer än i föregående prognos, främst beroende på högre investerings-tillväxt. Under 2006 väntas tillväxten i varuimporten däremot bli något lägre eftersom både investeringarna och varuexporten förväntas öka mindre detta år än vad som antogs i december. Sammantaget väntas importen av varor växa med strax över 7 procent per år de närmaste åren (se diagram 36).

När det gäller importen av tjänster ökade dessa som väntat med ca 5 procent under 2004. I år förväntas tillväxttakten för importen av tjänster bli något högre jämfört med bedömningen i december. Under 2006 och 2007 antas importen av tjänster växa något långsammare än i år vilket följer av att den inhemska efterfrågan och exportefterfrågan väntas öka i lugnare takt.

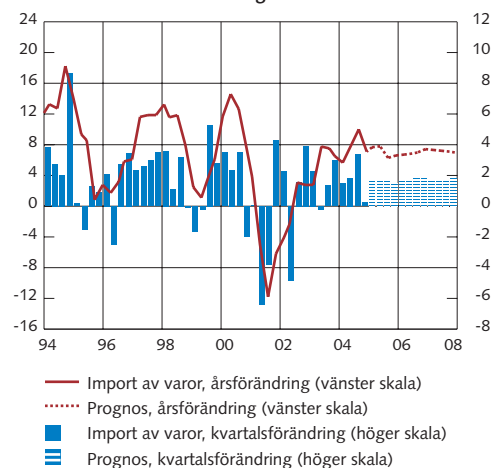
■ ■ Tecken på förbättring på arbetsmarknaden.

Trots den starka tillväxten i produktionen 2004 minskade antalet sysselsatta för andra året i rad, främst i näringslivet men även något i kommunerna. Det berodde på att tillväxten i produktiviteten var hög samtidigt som medelarbetstiden steg och att företagen därför kunde öka produktionen utan att nyanställa. Under fjärde kvartalet var sysselsättningen svagare än vad som antogs i förra inflationsrapporten (se diagram 37).

I år väntas sysselsättningen börja stiga. Indikatorerna för efterfrågan på arbetskraft har i slutet av 2004 och i början av 2005 pekat på ett bättre arbetsmarknadsläge. Antalet varsel om uppsägningar har fortsatt att minska och antalet nyanmälda lediga platser har stigit sedan hösten 2004 (se diagram 38). För ökningen svarar både näringslivet och den offentliga tjänstesektorn. Konjunkturinstitutets barometer visar att fler planerar att anställa inom byggsektorn och delar av de privata tjänstenäringarna. Mest positiva i detta avseende är, liksom tidigare, datakonsulterna och uppdragsföretagen. Industrin och handeln är liksom tidigare försiktiga i sina planer.

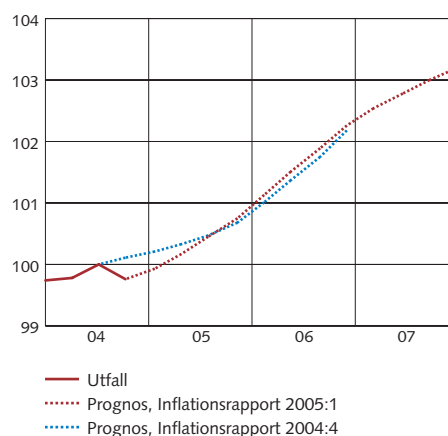
De tillfälliga anställningarna som brukar föregå förändringar i den totala sysselsättningen började öka under första halvåret 2004 (se diagram 39). Friåret bidrar samtidigt positivt till den registrerade sysselsättningen 2005. Både de som tar ett friår och deras vikarier räknas som sysselsatta, precis som vid annan frånvaro. Anställda inom

Diagram 36. Import av varor, utfall och prognos för säsongrensad serie. Kvartals- och årsförändringar



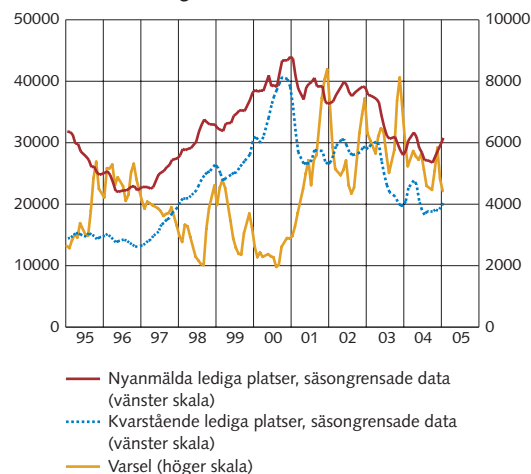
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 37. Sysselsatta, utfall och prognos. Index, tredje kvartalet 2004=100



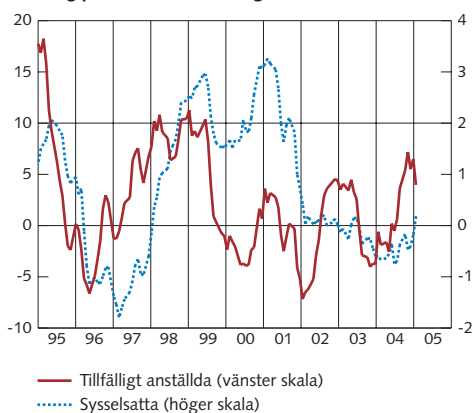
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 38. Nyanmälda och kvarstående lediga platser med en varaktighet på mer än tio dagar samt varsel. Tre månaders glidande medelvärde



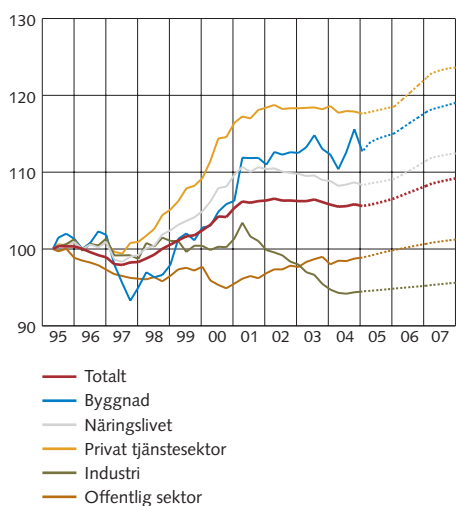
Källa: AMS.

Diagram 39. Tillfälligt anställda och sysselsatta totalt. Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

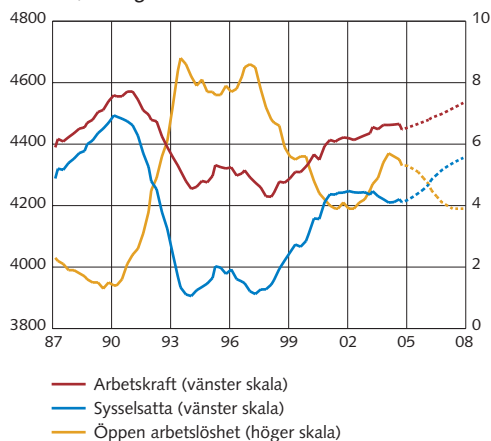
Diagram 40. Sysselsatta i olika sektorer, utfall och prognos. Säsongsindex, första kvartalet 1995 = 100



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 41. Arbetskraft, sysselsättning och öppen arbetslöshet. Tusental personer respektive procent av arbetskraften, säsongsrensad kvartalsdata



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

kommunerna väntas utnyttja friåret mest. Höjda statsbidrag till kommunerna bidrar också till att öka den kommunala sysselsättningen under året.

Den upprevidering som har gjorts av BNP-tillväxten i år bedöms medföra att sysselsättningen ökar något snabbare under året än vad som antogs i december. Men då utfallet i slutet av 2004 blev svagare än väntat bedöms antalet sysselsatta i slutet av året vara ungefär lika många som i förra inflationsrapporten (se diagram 37). Sysselsättningen väntas sedan fortsätta att stiga i god takt under 2006 och 2007. Den snabbaste ökningen av antalet sysselsatta bedöms ske i de privata tjänstenäringarna och i byggsektorn (se diagram 40).

Under 2004 ökade medelarbetstiden för sysselsatta med 1,3 procent. Den snabba ökningen förklaras främst av att 2004 innehöll fyra fler arbetsdagar än 2003 men även bortsett från denna kalendereffekt steg medelarbetstiden något. Det beror bl.a. på minskande frånvaro, främst minskande sjukfrånvaro. Rensat för kalendereffekter väntas medelarbetstiden för sysselsatta fortsätta att stiga 2005 och 2006 för att 2007 minska svagt. Detta följer bl.a. av att frånvaron bedöms öka vilket är vanligt när konjunkturen förstärks.

Antalet arbetade timmar minskade något 2004 jämfört med året innan, rensat för kalendereffekten. Den väntade ökningen av sysselsättningen och medelarbetstiden under 2005 och 2006 innebär att antalet arbetade timmar ökar relativt starkt. Under 2007 väntas BNP-tillväxten dämpas något. Även ökningen av antalet arbetade timmar väntas sakta in.

Antalet personer i arbetskraften steg med 0,2 procent 2004 jämfört med 2003. Det är något mindre än prognosen i föregående inflationsrapport. Utvecklingen var särskilt svag under slutet av året vilket sannolikt beror på att många deltog i arbetsmarknadspolitiska program. De flesta deltagare i konjunkturberoende program räknas som studerande utanför arbetskraften. Andra halvåret 2004 deltog i genomsnitt 117 000 personer i sådana program, vilket är 36 000 fler än motsvarande period 2003. Under prognosåren väntas arbetskraften öka endast måttligt. Befolkningstillväxten är relativt stark, men det är främst i åldersgrupper med lågt deltagandet i arbetskraften som ökningen sker. Antalet sjuka utanför arbetskraften¹ har stigit i flera år och väntas fortsätta att göra så under hela prognosperioden. I regeringens Budgetproposition för 2005 antogs 111 000 personer delta i arbetsmarknadspolitiska program i år, mätt som årsgenomsnitt. Siffran för 2006 väntas bli ungefär lika hög, för att minska något 2007.

Den öppna arbetslösheten uppgick i genomsnitt till 5,5 procent av arbetskraften i fjol. Under loppet av året minskade den från 5,7 procent till 5,3 procent. Samtidigt steg andelen som deltog i arbetsmarknadspolitiska program från 1,8 procent av arbetskraften första kvartalet 2004 till 2,8 procent under årets sista kvartal. Den väntade förstärkningen av konjunkturen och den därmed ökade sysselsätt-

1 Exempelvis personer med sjukersättning (tidigare kallat förtidspension).

ningen innebär att den öppna arbetslösheten bedöms falla kontinuerligt under prognosperioden för att uppgå till 4,0 procent i genomsnitt under 2007 (se diagram 41). Summan av antalet öppet arbetslösa och antalet deltagare i arbetsmarknadspolitiska program väntas också minska men i något mindre utsträckning.

Tabell 6. Arbetsmarknaden.
Årlig procentuell förändring om annat ej anges

	2004	2005	2006	2007
Arbetade timmar	0,9 (0,9)	0,8 (0,7)	1,2 (1,2)	1,0
Medelarbetstid för sysselsatta	1,3 (1,3)	0,3 (0,2)	-0,2 (0,0)	-0,2
Sysselsatta	-0,5 (-0,4)	0,5 (0,5)	1,4 (1,2)	1,2
Arbetskraft	0,2 (0,3)	0,1 (0,1)	0,6 (0,4)	0,7
Öppen arbetslöshet (procent av arbetskraften)	5,5 (5,5)	5,1 (5,2)	4,4 (4,5)	4,0
Arbetsmarknadspolitiska program (procent av arbetskraften)	2,4 (2,4)	2,5 (2,5)	2,5 (2,5)	2,1

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Arbetade timmar och medelarbetstid avser faktiska värden.

Källor: SCB och Riksbanken.

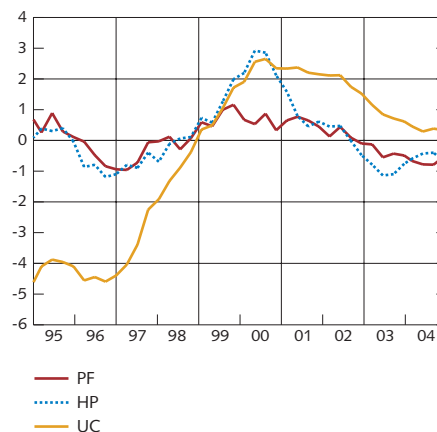
Tillväxten i näringslivets produktivitet uppgick i genomsnitt till 3,6 procent under 2004 vilket var något starkare än förväntat. Det innebär att produktivitetstillväxten fortsatte att vara hög. Med den relativt höga tillväxt i BNP och i näringslivets produktion som väntas under de närmaste åren är det dock troligt att det stigande resursutnyttjandet kommer att medföra att produktivitetstillväxten dämpas efter hand (se diagram 43). Då BNP-tillväxten i år nu bedöms bli något högre jämfört med bedömningen i december har produktiviteten reviderats upp något i år.

■ ■ Resursutnyttjandet stiger de närmaste åren.

Produktionsgapsberäkningar ger en splittrad bild av utvecklingen av resursutnyttjandet. Beräkningar med hjälp av HP-filer och produktionsfunktionsansatsen tyder på att resursutnyttjandet förblev lågt under slutet av 2004. En tredje metod, UC-ansatsen, indikerar visserligen ett högre resursutnyttjande än de andra metoderna men också att resursutnyttjandet i stort sett var oförändrat under 2004. Den relativt svaga utvecklingen på arbetsmarknaden under fjolåret påverkar resultaten endast i en begränsad omfattning (se diagram 42).

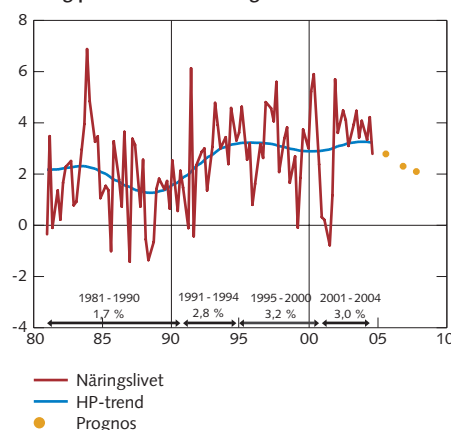
Inom industrin var kapacitetsutnyttjandet högt i slutet av 2004, enligt både SCB:s och Konjunkturinstitutets mätningar. Det tycks dock inte ha stigit mellan tredje och fjärde kvartalet (se diagram 44). Även om kapacitetsutnyttjandet är relativt högt innebär det inte att företagen har problem med tillgång på arbetskraft. Bristtalen för yrkesarbetare och tekniska tjänstemän ligger kring 10 procent i tillverkningsindustrin enligt Konjunkturinstitutets barometer, vilket är lågt i ett historiskt perspektiv. Byggkonjunkturen har svängt om kraftigt i positiv riktning under 2004 men fortfarande är det en relativt liten andel företag som begränsas av tillgången på arbetskraft (se diagram

Diagram 42. Produktionsgap skattat enligt tre alternativa metoder.
Procent av potentiell BNP



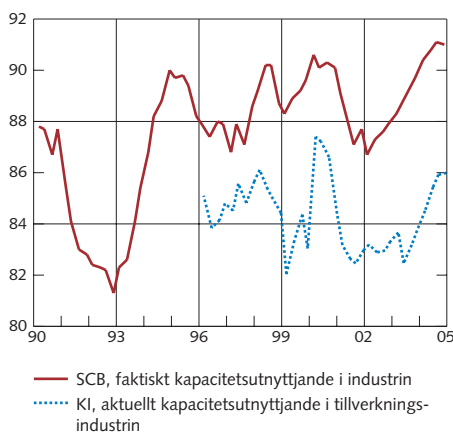
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 43. Produktivitetstillväxt i näringslivet sedan 1980 samt HP-trend.
Årlig procentuell förändring



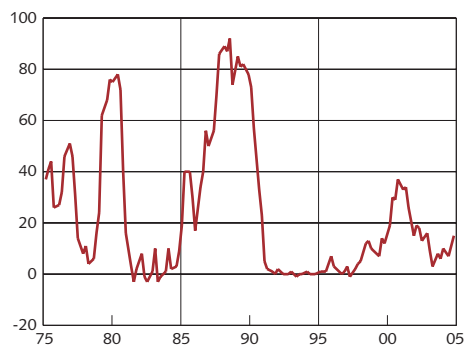
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 44. Industrins kapacitetsutnyttjande enligt SCB och KI, säsongrensat.
Procent



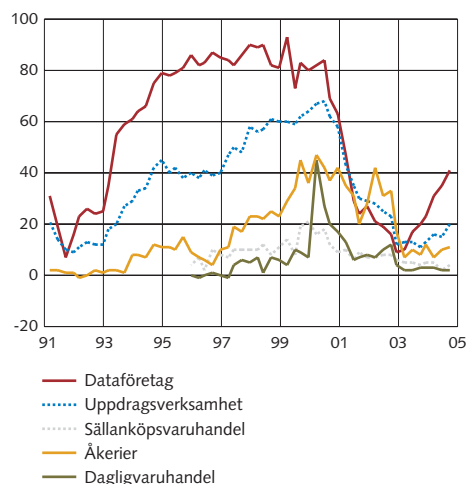
Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Diagram 45. Andel företag i byggnadsindustrin med tillgång på arbetskraft som primär begränsning, säsongrensat. Procent



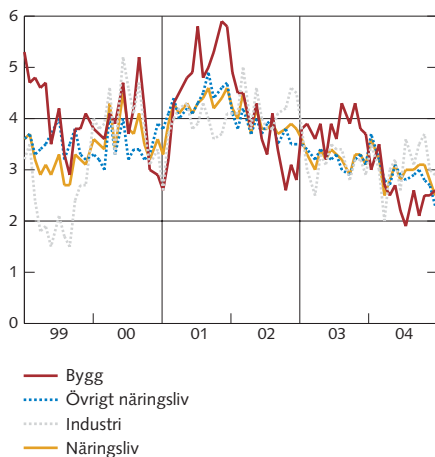
Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 46. Andel företag i vissa tjänstebranscher med brist på arbetskraft, säsongrensat. Procent



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 47. Timplön inom näringslivet. Årlig procentuell förändring



Källa: Medlingsinstitutet.

45). De tydligaste tecknen på att resursutnyttjandet ökar finns bland datakonsulter och dataserviceföretag där andelen som uppger brist på arbetskraft har stigit sedan början av 2003 och nu överstiger 40 procent. Men det är ändå bara hälften så hög andel som före nedgången 2001 (se diagram 46). Det svaga arbetsmarknadsläget är huvudskalet till att resursutnyttjandet bedöms vara relativt måttligt för närvarande.

Det finns nu tecken på att arbetsmarknaden är på väg på att förstärkas och under 2005 väntas sysselsättningen stiga. Den relativt starka tillväxten 2005–2007 väntas medföra att de lediga resurserna i ekonomin tas i anspråk allt mer och att resursutnyttjandet i hela ekonomin 2006 och 2007 är relativt högt.

■ ■ Dämpad löneökningstakt inom näringslivet och offentlig sektor.

Timplönerna i näringslivet fortsatte att öka förhållandevis långsamt under 2004 (se diagram 47). Enligt preliminär konjunkturlönestatistik ökade lönerna i näringslivet med 2,9 procent under 2004. Den successiva kompletteringen av statistik med retroaktiva löner bedöms komma att påverka detta utfall endast i begränsad omfattning och det slutgiltiga utfallet väntas bli 3,0 procent. Utvecklingen var något svagare än bedömningen i föregående inflationsrapport. Kostnaderna för tjänstemännens pensioner blev också något lägre än väntat. De totala lönekostnaderna inom näringslivet bedöms nu ha ökat med 3,0 procent 2004, vilket är 0,3 procentenheter lägre än i föregående inflationsrapport.

Löneökningstakten inom den offentliga sektorn har dämpats något under de senaste månaderna (se diagram 48). Under 2004 har lönerna inom offentlig sektor stigit med 3,8 procent. Under vintern förhandlades en stor del av statens löneavtal. I takt med att retroaktiva löneökningar utbetalas kommer löneökningstakten i den offentliga sektorn troligen att revideras upp något. Under våren tecknar anställda inom kommuner och landsting nya avtal. Förhandlingarna som berör ca 1,1 miljoner anställda väntas ske i ett något mer gynnsamt konjunkturläge än när näringslivet förhandlade om sina avtal. Kommun- och Landstingsförbundet/Pacta träffade ett principavtal med OFR:s förbundsområde Hälso- och Sjukvård redan i slutet av december. Avtalet gäller tillsvidare och betonar vikten av lokal lönebildning. Utfallet hos varje arbetsgivare garanteras dock till lägst 2 procent per år.

Den senaste tidens relativt långsamma ökning av lönerna talar för en mindre revidering i år. Även övriga lönekostnader antas öka något mindre i år och under nästa år. I takt med att sysselsättningen stiger och arbetslösheten sjunker väntas löneökningstakten i näringslivet tillta gradvis (se diagram 49). Den relativt svaga efterfrågan på arbetskraft bedöms ändå resultera i måttliga löneökningar 2005 och 2006. Det strama arbetsmarknadsläget mot slutet av prognosperioden medför timplöneökningar i näringslivet på drygt 4 procent, vilket är något högre än genomsnittet för 1995–2003. Bedömningen är i stort den samma som i december. BNP-tillväxten är förvisso uppreviderad

något i år men detta bedöms endast få ett begränsat genomslag på arbetsmarknaden.

■ ■ Svagt men stigande kostnadstryck.

Lägre lönekostnader och en starkare produktivitetstillväxt 2004 och 2005 resulterar i ett svagare inhemskt kostnadstryck dessa år jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Enhetsarbetskostnaderna bedöms ha minskat med 1,4 procent under 2004 och väntas öka med 0,7 procent under 2005. Kostnadstrycket bedöms dock tillta under prognosperioden i takt med att konjunkturen stärks och lönekostnaderna därmed stiger samtidigt som produktivitetstillväxten mattas av (se tabell 7). Under 2007 bedöms enhetsarbetskostnaderna öka med 2,2 procent vilket trots allt är en relativt måttlig uppgång.

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

	2004	2005	2006	2007
<i>Kalenderberoende värden *</i>				
Nominallön, hela ekonomin	3,3 (3,4)	3,5 (3,6)	3,9 (3,8)	4,2
Nominallön, näringslivet	3,0 (3,1)	3,3 (3,4)	3,9 (3,9)	4,2
Övriga lönekostnader, näringslivet (bidrag)	0,0 (0,3)	0,1 (0,2)	0,1 (0,2)	0,1
Total lönekostnad, näringslivet	3,0 (3,3)	3,5 (3,6)	4,0 (4,0)	4,3
<i>Faktiska värden</i>				
Total lönekostnad, näringslivet (1)	2,2 (2,5)	3,5 (3,6)	4,4 (4,4)	4,3
Produktivitet, näringslivet (2)	3,6 (3,4)	2,8 (2,7)	2,3 (2,3)	2,1
Produktion, näringslivet	4,3 (4,0)	3,7 (3,4)	3,6 (3,6)	3,3
Arbetade timmar, näringslivet	0,7 (0,6)	0,8 (0,7)	1,3 (1,3)	1,1
Enhetsarbetskostnader, näringslivet (=1-2)	-1,4 (-0,9)	0,7 (0,9)	2,1 (2,1)	2,2

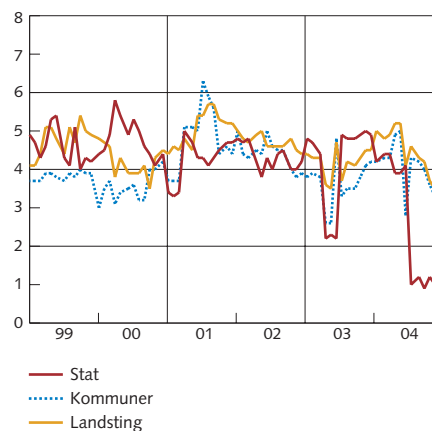
Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Prognoserna är baserade på Konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet. På grund av avrundningar summerar inte posterna.

* Konjunkturlönestatistiken överskattar den faktiska utvecklingen av timlönerna under år med fler arbetsdagar än ett genomsnittligt år (t. ex. 2004). Anställda med månadslön arbetar därför fler timmar utan att kompenseras för det i form av högre lön. Därigenom blir den faktiska kostnadsutvecklingen per timme i näringslivet lägre än de kostnader som anges av Konjunkturlönestatistiken 2004.

Källa: Riksbanken.

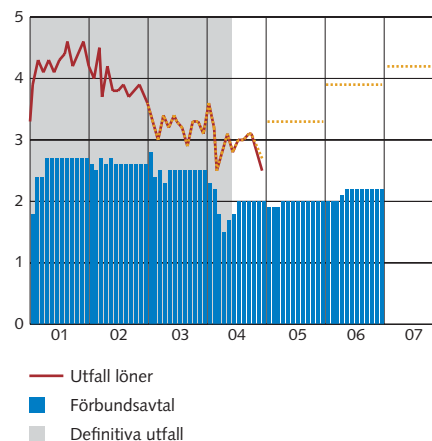
Under perioden 1995–2001 föll vinstandelen i näringslivet men därefter har den åter ökat. Ökningen förklaras främst av måttliga löneökningar och ökad produktivitet, vilket hållit tillbaka enhetsarbetskostnaderna. Under åren 2005-2007 bedöms vinstandelen i det närmaste vara oförändrad jämfört med 2004 (se diagram 50).

**Diagram 48. Timlön inom offentlig sektor.
Årlig procentuell förändring**



Källa: Medlingsinstitutet.

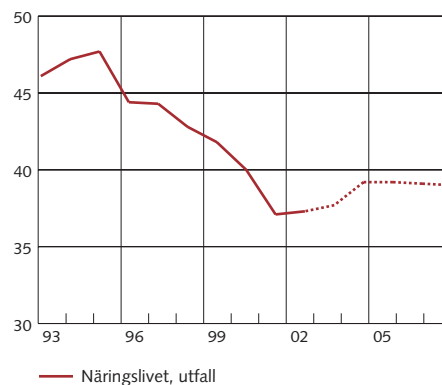
**Diagram 49. Nominella timlöner, näringslivet.
Årlig procentuell förändring**



Anm. Streckade linjer avser Riksbankens prognos.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken.

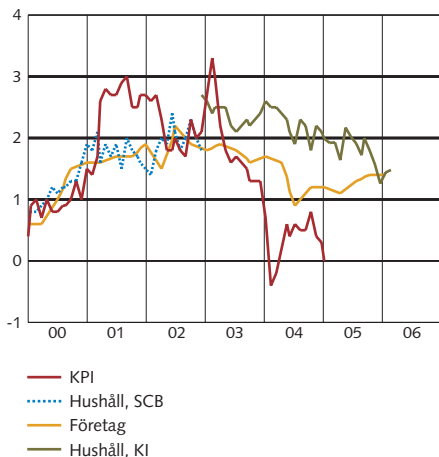
**Diagram 50. Vinstandel i näringslivet enligt
nationalräkenskaperna.
Procent**



Anm: Streckad linje avser Riksbankens prognos. Från och med denna inflationsrapport har definitionen av vinstandelen ändrats något. Till näringslivet inkluderas även de ofördelade posterna. Vidare inkluderas numera löneskatterna såväl i arbetskostnaden (täljaren) som i förädlingsvärdet till faktorpris (nämnaren).

Källor: SCB och Riksbanken.

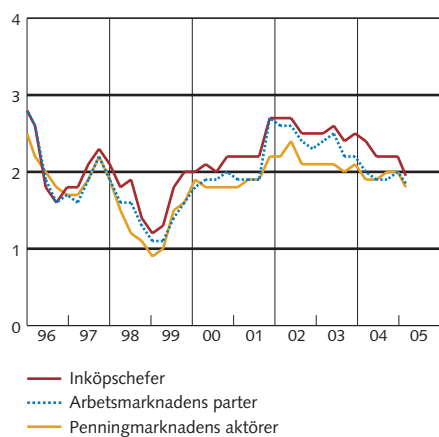
Diagram 51. Faktisk inflation (KPI) samt hushållens och företagens inflationsförväntningar på ett års sikt. Årlig procentuell förändring



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

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 52. 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 Research AB.

Inflationsförväntningar

Hushållens och företagens förväntningar på prisökningstakten spelar stor roll för den penningpolitiska analysen eftersom de via pris- och lönebildningen påverkar den faktiska inflationen.

Endast mindre justeringar har gjorts av de tvååriga och femåriga förväntningarna och dessa är fortfarande i linje med inflationsmålet på två procent (se tabell 8).

Hushållens inflationsförväntningar har reviderats ned något sedan förra inflationsrapporten. Enligt Konjunkturinstitutets mätning förväntas inflationstakten på ett års sikt vara 1,4 procent jämfört med 1,6 procent i november.

Företagens förväntningar på inflationen har däremot varit stabila. Av Konjunkturinstitutets barometer i januari framgår det att den förväntade prisökningstakten under den kommande tolv månadersperioden är 1,4 procent vilken är densamma som vid det senaste undersökningstillfället i oktober 2004 (se diagram 51). Förväntningarna stämmer väl med Riksbankens aktuella bedömning på ett års sikt.

Även Prosperas undersökning av inflationsförväntningarna visar på fallande förväntningar. I deras senaste undersökning i februari har de flesta aktörer justerat ned sina förväntningar framförallt på kort sikt jämfört med undersökningen i november.² På ett års sikt förväntas nu inflationen i genomsnitt bli 1,6 procent (2,0 i november). Den största justeringen har penningmarknadens aktörer gjort. De förväntar sig nu att inflationen blir 1,2 procent på ett års sikt (se tabell 8). Penningmarknadens aktörer räknar med att reporäntan kommer att ligga kvar på 2,0 procent under de kommande tre månaderna. Inom ett år förväntas räntan höjas till 2,25 procent och inom två år till 3,0 procent.³

² Undersökningen av inflations- och löneförväntningarna genomfördes mellan den 14 och 28 februari.
³ Penningmarknadens aktörer tillfrågades om reporäntan den 16 februari 2005.

Tabell 8. Förväntad inflationstakt enligt Prosperas undersökning i februari 2005 där inget annat anges. Procent

Förväntad inflationstakt om 1 år

Penningmarknadens aktörer	1,2 (1,7)
Arbetsgivarorganisationer	1,6 (1,8)
Arbetsstagarorganisationer	1,5 (1,8)
Inköpschefer handel	1,7 (2,0)
Inköpschefer industri	1,8 (2,2)
Hushåll (HIP) i februari (november)	1,5 (1,6)
Företag (Barometern) i januari (oktober)	1,4 (1,4)

Förväntad inflationstakt om 2 år

Penningmarknadens aktörer	1,8 (2,0)
Arbetsgivarorganisationer	2,0(2,0)
Arbetsstagarorganisationer	1,7 (2,0)
Inköpschefer handel	1,9 (2,1)
Inköpschefer industri	2,0 (2,3)

Förväntad inflationstakt om 5 år

Penningmarknadens aktörer	2,0 (2,0)
Arbetsgivarorganisationer	2,3 (2,2)
Arbetsstagarorganisationer	2,0 (2,1)
Inköpschefer handel	2,1 (2,2)
Inköpschefer industri	2,1 (2,4)

Källa: Prospera Research AB.

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

- BNP-tillväxten bedöms bli något högre under 2005.
- Tillväxten i de fasta bruttoinvesteringarna har reviderats upp något 2005 och ned något 2006. Utfallet för 2004 tyder på att investeringsuppgången kommit tidigare än vad som prognostiserades i december.
- Exporten av tjänster växte oväntat starkt under fjolåret. Exporttillväxten revideras därför upp 2005.
- Importtillväxten revideras upp något 2005 och ned marginellt 2006. Det är reviderade bedömningar för efterfrågeutvecklingen som är orsaken.
- Den något högre BNP-tillväxten bedöms resultera i en aningen starkare utveckling på arbetsmarknaden. Tillväxten för arbetade timmar bedöms bli marginellt högre 2005 än vad som tidigare antagits. Det är medelarbetstiden som väntas öka mer än vad som antogs i december. Året efter har sysselsättningen revideras upp något. Bedömningen av den öppna arbetslösheten revideras ned marginellt både 2005 och 2006.
- Lägre lönekostnader och en något starkare produktivitet medför ett lägre inhemskt kostnadstryck 2004 och 2005.

Den senaste tidens inflationsutveckling

Sedan föregående inflationsrapport har inflationen blivit lägre än väntat. Det är framförallt den importerade inflationen som fallit överraskande mycket, medan den inhemska inflationen utvecklats i linje med prognosen. Entydiga orsaker till prognosavvikelsen i den importerade inflationen är svåra att hitta. En orsak skulle kunna vara att det skett strukturella förändringar som medfört ett ökat konkurrenstryck både på världsmarknaden och i senare distributionsled. Ökad import från låglöneländer kan ha lett till större prispress på importerade konsumtionsvaror än vad som legat i tidigare bedömningar.

Inflationen har varit låg det senaste året. De senaste månaderna har den fallit ytterligare. Nedgången i inflationstakten har varit bred; priserna på de flesta importerade varor har fallit

det senaste året och den årliga prisökningstakten på inhemska varor har avtagit. I förhållande till bedömningen i föregående inflationsrapport har inflationen blivit lägre än förväntat. Det är framförallt importen som blivit billigare än väntat. Den inhemska inflationen har däremot utvecklats i stort sett enligt prognosen i december. I det följande diskuteras olika tänkbara orsaker till prognosavvikelsen. Inledningsvis berörs kortfattat den nya metod för att beräkna inflationstakten som SCB nyligen infört.

Ny metod för beräkning av inflationstakten gör liten skillnad i genomsnitt

Från och med januari i år beräknar SCB inflationstakten med en ny metod. Tidigare har beräkningarna av inflationstakten bland annat syftat till att neutralisera effekterna på konsumentprisutvecklingen av ändrade konsumtionsmönster. Denna bortrensning av substitutionseffekter har upphört från och med januari i år. Exakt hur stort bidrag den ändrade beräkningsmetoden gav till förändringen i inflationstakten mellan december och januari finns det ingen uppskattning av, eftersom det gamla beräkningssättet inte utförs längre. En historisk jämförelse av de två olika metoderna att mäta KPI:s förändringstakt visar dock att dessa i huvudsak ger samma prisutveckling; sedan 1981 har det tidigare måttet på inflationstakten i genomsnitt visat knappt 0,2 procentenheter högre prisökningstakt per år. Hänsyn till denna genomsnittliga skillnad mellan de båda måtten har redan tidigare, sedan maj 2004, tagits i prognoserna för UND1X- och KPI-inflationen från 2005 och framåt.⁴

Lägre prisökningar än väntat på de flesta varugrupper i importen

Det är inte bara de senaste månaderna som den importerade inflationen i konsumentledet (exklusive oljeprodukter) blivit lägre än förväntat. Ända sedan våren 2003 har inflationen på import varit

Diagram R1. UND1X och KPI.
Årlig procentuell förändring

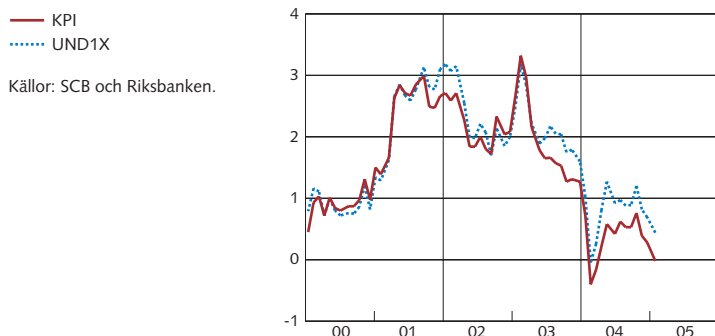
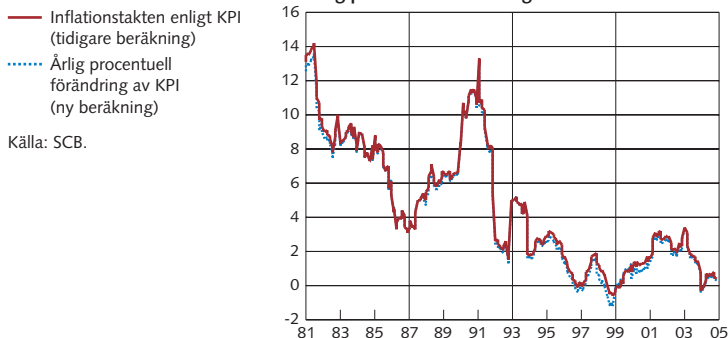


Diagram R2. KPI-inflationen med nuvarande och tidigare metod.
Årlig procentuell förändring.



4 För en utförligare beskrivning av SCB:s metodförändringar, se fördjupningsrutan "Ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten" i Inflationsrapport 2004:2.

lägre än prognostiserat (se diagram R3). Trots att prognosen för den importerade inflationen reviderats ned gradvis sedan 2002 har den faktiska inflationen upprepade gånger understigit prognoserna.

Den oväntat låga importerade inflationen de senaste månaderna härrör från ett större prisfall än väntat på de flesta varugrupper i importen. Exempelvis föll priserna på kläder och skor med 1,8 procent och priserna på utrikes resor med 1,3 procent i årstakt i januari. Priserna på oljeprodukter i KPI har emellertid ökat ungefär som väntat.

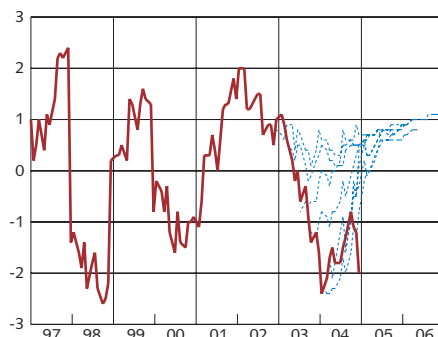
Prissänkningarna på importerade produkter kan i princip härstamma från tre olika källor: fallande priser i utländsk valuta på världsmarknaden på det Sverige importerar, en förstärkning av kronan, eller sänkta priser på importprodukter i konsumentledet på den svenska marknaden. Kronan har inte förstärkts mer än väntat, vilket talar för att orsakerna till prognosfelen bör sökas i de andra två faktorerna.

De globala producentpriserna ökade som väntat

Det mått som Riksbanken vanligtvis använder för att mäta prisutvecklingen på världsmarknaden i utländsk valuta är ett handelsvägt index över producentpriserna på bearbetade varor i elva länder. Som framgår av diagram 28 i kapitel 1 visar detta index på låga prisökningar mellan 2001 och 2003. Under 2004 steg ökningstakten delvis till följd av stigande råvarupriser. I förhållande till bedömningen i den senaste inflationsrapporten har prisökningstakten i de globala producentpriserna under senare tid inte varit överraskande låg.

Ett problem i detta sammanhang är att detta prisindex troligtvis inte exakt mäter den prisutveckling på konsumentprodukterna som varit i tidigare distributionsled. Det är elva länder som ingår i det globala producentprisindexet och det är endast Sveriges traditionellt sett viktigaste handelspartners som ingår. Lågkostnadsländer som t.ex. Kina och Polen har ökat sin andel

Diagram R3. UNDIMPX exklusive oljeprodukter, utfall samt prognoser.
Årlig procentuell förändring



— Utfall
••••• Prognoser

Källor: SCB och Riksbanken.

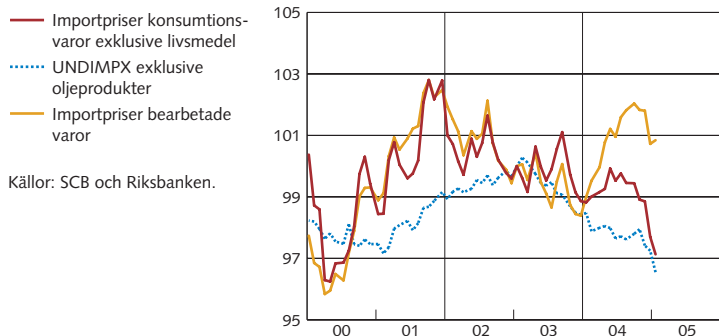
av den svenska importen kraftigt de senaste åren. Detta torde ha haft större inverkan på prisutvecklingen på den svenska varuimporten än vad som fångats av indexet för de globala producentpriserna.

Ett annat mått som Riksbanken använder för att mäta det internationella pristrycket är importpriset på bearbetade varor i producentledet uttryckt i kronor. Dessa priser ökade de senaste månaderna något mindre än beräknat i den senaste inflationsrapporten. Den låga inflationen på bearbetade importvaror bidrog därmed sannolikt till att prisökningarna även i konsumentledet blev svagare än förväntat. Prognosavvikelsen på importpriserna i producentledet var dock avsevärt mindre än i konsumentledet och kan därför som mest utgöra en delförklaring till den låga inflationen på importvaror i konsumentledet. Det bör dessutom framhållas att prisförändringar i olika producentled brukar få sitt fulla genomslag i de svenska konsumentpriserna med viss fördröjning. Det är därför osäkert i vilken utsträckning utvecklingen av importpriserna i producentledet de senaste månaderna kan förklara de låga prisökningarna på import i konsumentledet.

Lågre prisökningar på importerade konsumtionsvaror än på importen totalt

De importerade produkter som ingår i KPI-korgen är dock inte exakt de varor som ingår i

Diagram R4. UNDIMPX exklusive oljeprodukter samt importpriser i producentledet, bearbetade varor samt konsumtionsvaror exklusive livsmedel. Index, januari 2003=100



Källor: SCB och Riksbanken.

importen av bearbetade varor i producentledet. Det kan därför vara intressant att titta även på prisutvecklingen på olika typer av importerade varor i producentledet.⁵ Av diagram R4 framgår att prisökningarna för den totala varuimporten och för importerade konsumtionsvaror har varit ungefär lika stora i ett längre perspektiv. Historiskt sett har det också funnits en ganska god samvariation mellan dessa prismått och utvecklingen av priserna på importerade produkter i KPI-korgen, UNDIMPX (exklusive livsmedel), även om de senare föga förvånande fluktuerat mindre än producentpriserna. Sedan början av 2004 har dock importpriserna på konsumtionsvaror i producent- och konsumentledet fallit medan priserna på hela aggregatet av bearbetade varor stigit. Prisökningstakten för den totala varuimporten i producentledet har dragits upp av stora prisökningar på insatsvaror, vilket troligen delvis beror på att stigande råvarupriser har haft ett snabbare genomslag i dessa priser än i konsumtionsvarupriserna. Samtidigt är det möjligt att den ökande globaliseringen och hårdnande konkurrensen från låglöneländer medfört att vinstmarginalerna på internationellt handlade konsumtionsvaror överlag pressats mer än väntat, både på världsmarknaden (i högre grad än när det gäller insatsvaror) och i konsumentledet, t.ex. genom effektivare distributionskanaler i importländerna. Det senare kan handla om flera

olika typer av förändringar, t.ex. IT-teknologi och nyetableringar av lågprisbutiker.

På sikt är det rimligt, bl.a. mot bakgrund av de historiska mönstren, att räkna med att de högre prisökningarna på importerade insatsvaror också kommer till uttryck i konsumentpriserna. Även om prisutvecklingen för insats- och konsumtionsvaror bör följas åt på sikt är dock sambandet tillräckligt instabilt för att försvåra prognoserna på kort sikt.

Slutsatsen är alltså att det antagligen finns flera skäl till att den importerade inflationen i konsumentledet överskattats. En möjlig förklaring skulle kunna vara att det skett strukturella förändringar som medfört ett ökat konkurrenstryck både på världsmarknaden och i senare distributionsled. En ökad import från låglöneländer kan ha lett till större prispress på importerade konsumtionsvaror än vad som legat i tidigare bedömningar.

Låg prisökningstakt även på inhemska produkter

Den inhemska inflationen har i allt väsentligt utvecklats som väntat den senaste tiden. Den inhemska underliggande inflationstakten, UNDINH, uppgick i januari till 1,1 procent i årstakt, vilket var i linje med prognosen i föregående inflationsrapport. I konsumentledet är det framförallt låga prisökningar på varor, i synnerhet livsmedel, som förklarar den låga inhemska inflationen (se diagram R5). Prisökningstakten på tjänster har i likhet med tidigare varit högre än den totala inhemska inflationen. Även hyrorna har fortsatt ökat i en högre takt än inhemska varor och tjänster i genomsnitt.

Det bör understrykas att någon exakt uppdelning av förändringarna i konsumentpriserna på importerad och inhemska inflation inte går att göra. Även om mycket tyder på att det är den importerade inflationen som varit oväntat låg medan den inhemska blivit ungefär som väntat, kan prisfallet på importerade produkter i konsumentledet till viss del bero på inhemska faktorer.

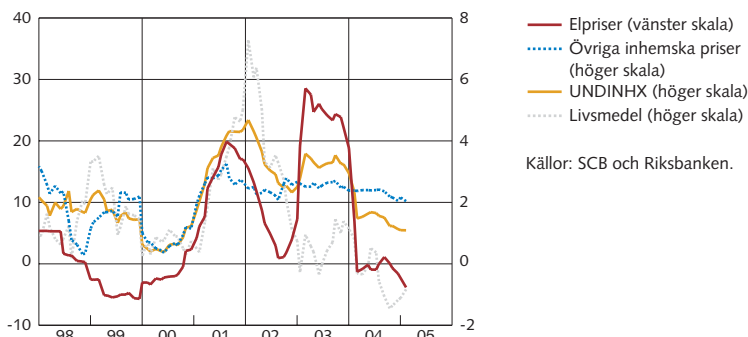
⁵ Importpriserna för konsumtionsvaror exkluderar priser på livsmedel och oljeprodukter eftersom dessa varugrupper inte ingår i prisindexet UNDIMPX exklusive oljeprodukter.

I producentledet har priserna för hemmamarknaden, i likhet med de totala importpriserna i producentledet, stigit i ökande takt sedan drygt ett år tillbaka. Även på hemmamarknaden är det priserna på insatsvaror som ökat mest, medan konsumtionsvarorna har haft en betydligt mer dämpad prisutveckling (se diagram R6). Under 2004 steg prisökningstakten på konsumtionsvaror i det svenska producentledet gradvis. I januari avtog dock ökningstakten.

I kapitlet "Inflationsbedömning" diskuteras de aktuella förändringar inom livsmedelshandeln som troligen är en förklaring till fallande livsmedelspriser. Utvecklingen av producentpriserna på livsmedel tyder på att den hårdnande konkurrensen inom denna bransch även har lett till ökad prispress i producentledet. I januari hade producentpriserna på livsmedel ökat med 0,4 procent i årstakt. Men även exklusive denna varukategori har producentpriserna på konsumtionsvaror stigit mycket måttligt, drygt 1,5 procent i årstakt i januari vilket var en kraftig nedgång jämfört med slutet av 2004. Det är svårt att veta exakt vad som ligger bakom nedväxlingen i inflationstakten (några officiella viktfrån januari finns ännu inte), men det verkar ha varit små prisökningar och t.o.m. prisfall på kategorierna förlagsprodukter och grafiska produkter (som inkluderar bl.a. cd- och dvd-skivor) och baskemikalier (som inkluderar läkemedel).

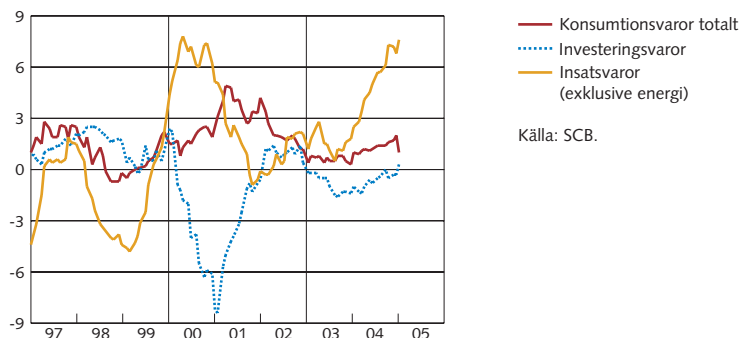
Det finns ingen anledning att förvänta sig att ökningstakten i producentpriserna för hemmamarknaden och den inhemska inflationen på konsumentprodukter (UNDINHX) ens på lång sikt ska vara densamma. På samma sätt som när det gäller importerade produkter skiljer sig varusammansättningen åt mellan producentprisindex och konsumentprisindex. På sikt är ändå prisutvecklingen på konsumtionsvaror i producentledet en signal om hur konsumentpriserna på inhemskt producerade varor kan komma att förändras. Därför kan dämpningen i prisökningstakten på konsumtionsvaror i producentledet i januari, om den visar sig

Diagram R5. UNDINHX, totalt och för olika undergrupper.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

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



Källa: SCB.

varaktigt, ses som ytterligare en indikation på att pristrycket i konsumentledet från prisökningar i tidigare led av distributionskedjan dämpats. Den låga inhemska inflationen handlar således inte bara om t.ex. sänkta priser och ökad konkurrens i livsmedelsförsäljningen.

■ Inflationsbedömning

Inflationen är för närvarande mycket låg. Under 2005 väntas den vara fortsatt låg. Jämfört med inflationsrapporten i december bedöms UND1X-inflationen nu bli något lägre både 2005 och 2006. Detta följer bl.a. av att prognosen nu i större utsträckning påverkas av strukturella faktorer som sänkta livsmedelspriser och slopade importkvoter på kläder och textilier. Under 2006 bedöms inflationen öka. Det är främst den inhemska inflationen som väntas öka till följd av ett växande resursutnyttjande och stigande kostnadstryck i den svenska ekonomin. Även den importerade inflationen väntas öka något men bedöms ändå bli fortsatt låg. På två års sikt väntas UND1X-inflationen bli cirka 2 procent, i likhet med bedömningen i december.

Inflationsutsikterna i huvudscenariot

I det följande redogörs för bedömningen av inflationsutsikterna till och med första kvartalet 2007. Prognosen visar den utveckling av inflationen som Riksbanken bedömer vara mest sannolik de kommande två åren under förutsättningen att reporäntan är oförändrad på 2,0 procent.

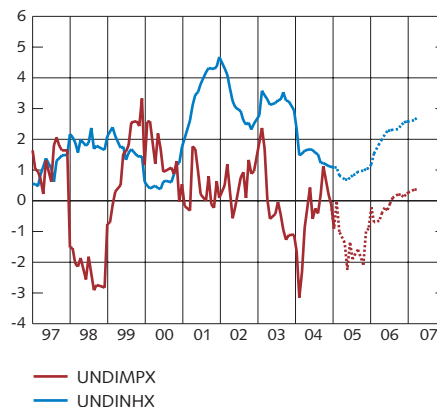
■ ■ Fallande livsmedelspriser väntas ge en låg inhemska inflation i år.

Den inhemska inflationen var låg under hela 2004 och under hösten gick inflationstakten dessutom ned. Utvecklingen den senaste tiden har dock i huvudsak varit i linje med prognosen i föregående inflationsrapport. De låga inhemska prisökningarna beror delvis på att det under en tid funnits lediga resurser i ekonomin (se diagram 55).

Den höga tillväxten i produktiviteten under senare år har också inneburit låga kostnadsökningar för företagen och därmed ett svagt pristryck från kostnadssidan. Det är framförallt prisökningstakten på varor som varit låg. Varupriserna har dessutom fallit i årstakt under det senaste året. Prisökningstakten på tjänster i KPI har också fallit men ändå legat kvar på en högre nivå, strax under 2 procent. Det följer det normala mönstret och avspeglar sannolikt delvis att produktiviteten i tjänstesektorn ökat mindre än i den varuproducerande sektorn.

I viss utsträckning verkar också förändringar av strukturell karaktär ha bidragit till den låga inhemska inflationen. Det gäller framförallt priserna på livsmedel som under senare tid har sjunkit. En hårdnande konkurrens inom livsmedelsbranschen har bidragit till att dämpa prisutvecklingen på livsmedel. Fler lågpriskdjur i landet har medfört lägre livsmedelspriser och sannolikt även pressade vinstmarginaler inom branschen. Det senaste året har priserna på livsmedel fallit med 0,8 procent. Livsmedel utgör en femtedel av konsumtionskorgen i UNDINHX-inflationen, varför detta gav ett negativt bidrag på ungefär 0,2 procentenheter till den inhemska inflationen i januari.

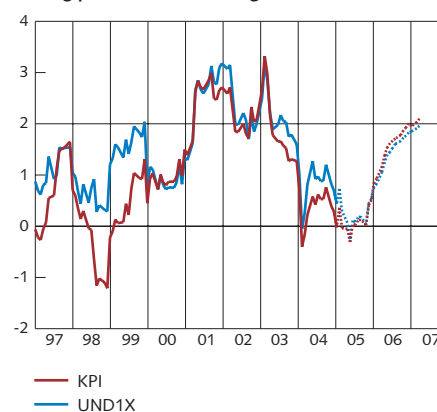
Diagram 53. UNDINHX och UNDIMPX, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

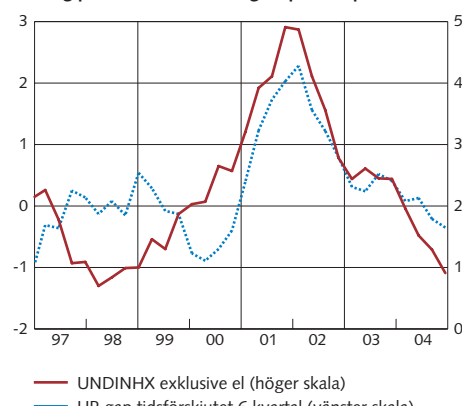
Diagram 54. UND1X och KPI, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

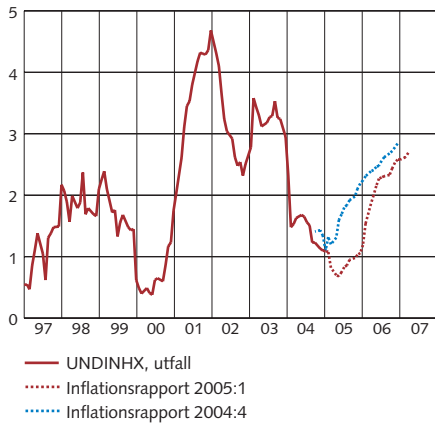
Diagram 55. UNDINHX exklusive el och skattat produktionsgap. Årlig procentuell förändring respektive procent av BNP



Anm. Beräkningen av UNDINHX exkl. el är baserad på SCB:s definition av inflationstakten som gällde t.o.m. 2004.

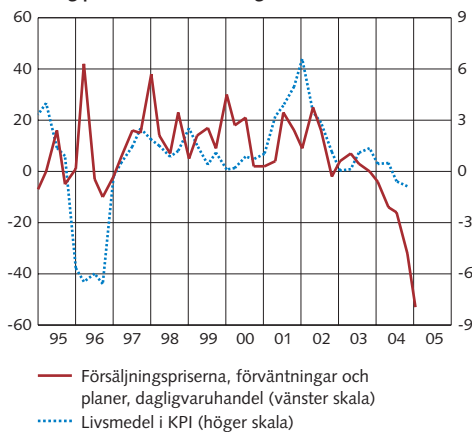
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 56. UNDINHX, utfall och prognos enligt huvudscenariot.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 57. Livsmedelspriser och prisförväntningar inom livsmedelshandeln.
Årlig procentuell förändring och netttotal



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Jämfört med prognosen i föregående inflationsrapport har den inhemska inflationen reviderats ned med 0,8 procentenheter under 2005. Det beror främst på att livsmedelspriserna bedöms sjunka med ca 3 procent i år jämfört med förra året. Även nästa år väntas livsmedelspriserna falla något vilket ger en något lägre inhemsk inflation också det året. Som diskuterades ovan finns det tecken på att livsmedelsbranschen just nu är utsatt för ett stort omvandlingstryck. Branschens egna förväntningar på prisutvecklingen det närmaste året talar också för att prispressen på livsmedel har tilltagit (se diagram 57). Sammantaget revideras prisökningstakten på KPI ned med ca 0,3 procentenheter i år och med 0,1 procentenheter nästa år med hänsyn till lägre förväntade livsmedelspriser.

Även andra förändringar har bidragit till nedrevideringen av den inhemska inflationen. Förhandlingsläget på hyresmarknaden pekar på något lägre hyreshöjningar i år än vad som förutsattes i den förra rapporten. Även enhetsarbetskostnaderna ser ut att bli något lägre 2004 och 2005 än tidigare väntat (se kapitel 2).

Det inhemska inflationstrycket bedöms dock tillta successivt under 2006 i takt med att konjunkturuppgången fortskrider och de lediga resurserna i ekonomin minskar. Något högre löneökningstakt när sysselsättningen tilltar, i kombination med en avtagande produktivitetstillväxt, medför också att enhetsarbetskostnaderna väntas öka något mer de kommande åren. Därmed väntas också inflationstrycket från kostnadssidan öka. På två års sikt bedöms den inhemska inflationen vara 2,7 procent. Detta är dock fortfarande en måttlig inflationstakt med tanke på konjunkturläget och kan jämföras med genomsnittet för de inhemska prisökningarna de senaste fem åren som är 2,4 procent.

■ ■ Låg importerad inflation exklusive olja hela prognosperioden.

Priserna på importerade varor och tjänster exklusive olja har fallit det senaste året. Nedgången i den importerade inflationen är bred och det är flera faktorer som har bidragit till detta. Under en längre tidsperiod har prisökningarna på bearbetade varor på den internationella marknaden varit låga. Kronan är dessutom högre värderad idag jämfört med för några år sedan. Växelkursförändringar påverkar normalt importpriserna med viss eftersläpning, varför växelkursförstärkningen under senare år bör ha bidragit till de låga prisökningarna på importerade varor.

Jämfört med föregående inflationsrapport blev prisfallen betydligt större än väntat (se fördjupningsrutan "Den senaste tidens inflationsutveckling"). Mycket talar för att det finns prisdämpande faktorer i Sveriges import av konsumtionsvaror från omvärlden som inte tidigare tillräckligt har tagits med i bedömningen. Internationaliseringen kan exempelvis ha medfört substitution till import från låglöneländer i större utsträckning än beräknat. Dessa tendenser kan vara tydligare för konsumtionsvaror än för andra varor och de kan dessutom vara svåra att fånga i prisstatistiken.

Dessa prisdämpande faktorer bedöms även påverka prisutvecklingen framöver. Detta är en förklaring till att prognosen för importerade varor exklusive olja reviderats ned under prognosperioden jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. En annan viktig faktor som påverkat importprisprognosen för 2005 och 2006 är sloandet av EU:s importkvoter för kläder och textilier, som trädde i kraft i januari i år. Bedömningen är att detta kommer att leda till lägre priser dels genom en direkt prisseffekt och dels via en indirekt effekt genom att konkurrensen från låglöneländer ökar. Erfarenheter från andra länder, i synnerhet Norge som tog bort dessa importkvoter redan 1996, antyder att klädpriserna kan komma att falla med mer än vad som antogs i föregående inflationsrapport. I nuvarande prognos beräknas de slojade importkvoterna bidra till en sänkning av KPI-inflationen med 0,1 procentenheter i år och 0,2 procentenheter nästa år. Detta är något mer än i den tidigare bedömningen i december.

Under prognoshorisonten väntas delar av de krafter som lett till fallande priser på importerade varor under det senaste året gradvis att avta. Det är rimligt att tro att ett stigande globalt resursutnyttjande leder till högre prisökningar på varor på den internationella marknaden än i genomsnitt under senare år.

Den svenska kronan bedöms samtidigt stärkas betydligt mindre under prognosperioden än vad som varit fallet under senare år. Växelkursen bör därför inte verka återhållande på prisökningarna i svenska kronor i samma utsträckning som under senare år. Därtill bedöms ett successivt ökat resursutnyttjande och stigande kostnadstryck i den svenska ekonomin kommande år bidra till större prisökningar även på importerade varor och tjänster. Sammantaget väntas därför den importerade inflationen exklusive olja stiga gradvis under prognosperioden. Det tar dock tid innan effekterna fått sitt fulla genomslag på priserna i detaljhandeln. Uppgången i den importerade inflationen blir därför måttlig; mot slutet av prognosperioden bedöms den importerade inflationen exklusive olja vara cirka 0,5 procent.

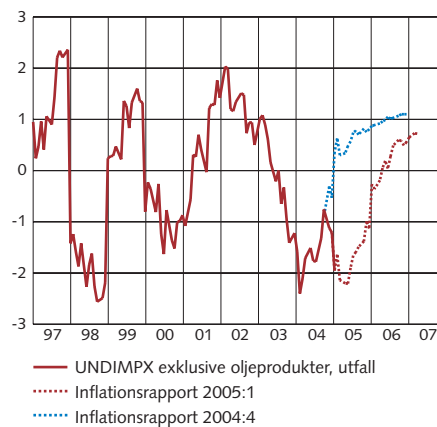
■ ■ Oljepriset uppreviderat på kort sikt.

Den kraftiga uppgången i oljepriset under 2004 har haft stora direkta effekter på prisökningstakten på bensin och eldningsolja. Oljepriset har troligen också indirekt bidragit till högre priser på bearbetade varor hos producenter. Den fullständiga effekten av dessa prisökningarna har sannolikt ännu inte märkts i konsumentpriserna. De direkta effekterna på den uppmätta inflationen av det höga oljepriset väntas däremot bli negativa framåt sommaren då förra årets ovanligt höga oljepriser faller ur tolv månadersjämförelserna.

Jämfört med inflationsrapporten i december har prognosen för oljepriset reviderats upp något (se kapitel 1). Prisökningstakten för oljeprodukter i KPI är därför marginellt högre på något års sikt jämfört med föregående inflationsrapport.

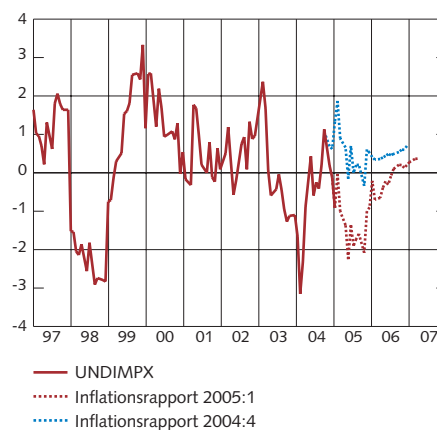
Samtantaget leder detta till att den totala importerade inflationen inklusive oljeprodukter bedöms vara negativ under det närmaste

Diagram 58. UNDIMPX exklusive olja, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



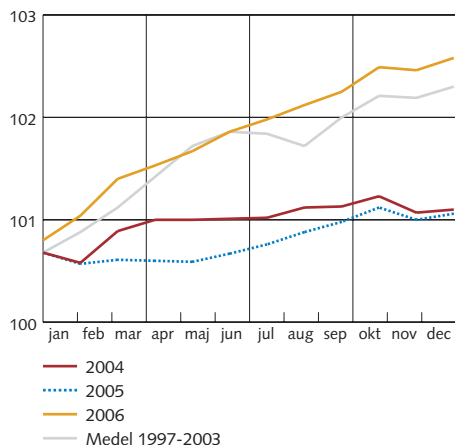
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 59. UNDIMPX, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



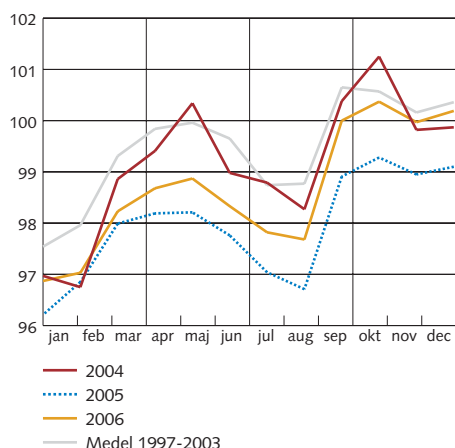
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 60. Månadsvis utveckling av UNDINHx, utfall och prognos. Index med december föregående år =100



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

Diagram 61. Månadsvis utveckling av UNDIMPX, utfall och prognos. Index med december föregående år =100



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

året men väntas stiga svagt på sikt. Den importerade inflationen prognostiseras uppgå till 0,4 procent i slutet av prognosperioden.

■ ■ Månadsförloppet i inflationen.

Inflationen uttryckt i årstakt tyder ibland på relativt snabba förändringar i inflationstrycket. Av diagram 56 framgår till exempel att den inhemska inflationen bedöms stiga förhållandevis snabbt under 2006. Den importerade inflationen väntas fluktuera relativt kraftigt under 2005, men har en stabilare utveckling 2006. Av diagram 60 och 61 framgår det att de månatliga prisförändringarna 2005 och 2006 i såväl den inhemska som den importerade inflation dock väntas utvecklas på ett sätt som inte markant avviker från det tidigare säsongsmonstret.

■ ■ Inflationen väntas uppgå till 2 procent på två års sikt.

Sammanfattningsvis har prognosen för UND1X-inflationen det närmaste året reviderats ned i förhållande till inflationsrapporten i december. Det sammanhänger dels med en annan bedömning av livsmedelspriser och effekten av slojade importkvoter. Dessutom tyder den senaste tidens oväntat låga inflation på en allmänt högre konkurrens på världsmarknaden och även i Sverige. I huvudscenariot väntas UND1X-inflationen uppgå till 1,1 procent på ett års sikt och till 2,0 procent på två års sikt. Motsvarande prognos för KPI-inflationen är 1,2 respektive 2,1 procent. Prognosen baserar sig på SCB:s nya beräkningsmetoder för KPI som gäller från januari 2005.

Tabell 9. Inflationsprognosen i huvudscenariot. Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt			Tolv månaderstal		
	2004	2005	2006	mar 05	mar 06	mar 07
KPI	0,4 (0,5)	0,1 (1,2)	1,5 (2,2)	0,0 (0,7)	1,2 (2,0)	2,1
UND1X	0,8 (1,0)	0,2 (1,3)	1,4 (1,9)	0,3 (1,1)	1,1 (1,7)	2,0
UNDINHx	1,5 (1,7)	0,9 (1,7)	2,1 (2,5)	0,8 (1,2)	1,9 (2,4)	2,7
UNDIMPX	-0,6 (-0,5)	-1,3 (0,5)	-0,1 (0,5)	-1,0 (0,9)	-0,6 (0,4)	0,4

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 beror framförallt på att det låga ränteläget har sänkt räntekostnaderna i KPI, vilket i sin tur har sänkt KPI-inflationen jämfört med UND1X-inflationen. Skillnaden bedöms bestå på kort sikt. Effekten ebbar dock successivt ut. Mot slutet av prognosperioden bedöms KPI-inflationen och UND1X-inflationen vara i stort sett lika höga.

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

	mar 05	mar 06	mar 07
UND1X	0,3 (1,1)	1,1 (1,7)	2,0
+ Effekter av förändrade räntekostnader	-0,4 (-0,5)	-0,1 (0,0)	0,1
+ Effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner	0,2 (0,2)	0,2 (0,3)	0,1
=KPI	0,0 (0,7)	1,2 (2,0)	2,1

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källa: Riksbanken.

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

- KPI- och UND1X-inflationen bedöms bli lägre.
- Den importerade inflationen bedöms bli lägre under hela prognosperioden. Dels tyder den senaste tidens oväntat låga inflationen på en allmänt högre konkurrens på världsmarknaden såväl som i Sverige. Dels bedöms de slojade importkvoterna få större effekt.
- Även den inhemska inflationen bedöms bli lägre under hela prognosperioden. Framförallt bedöms livsmedelspriserna bli lägre. Dessutom väntas hyrorna få en mer dämpad utveckling. Slutligen bedöms kostnadstrycket vara aningen lägre.

Riskbilden

Inflationsrapportens huvudscenariot beskriver den utveckling av inflationen som Riksbanken bedömer vara den mest troliga under förutsättning att reporäntan är oförändrad på nuvarande nivå. Det finns dock osäkerheter i prognosen. Vid penningpolitikens utformning tas därför också hänsyn till risken att inflationen kan avvika från huvudscenariot.

I föregående inflationsrapport bedömdes riskerna för lägre inflation än i huvudscenariot vara något större än riskerna för högre inflation. I det aktuella huvudscenariot har riskerna för lägre inflation beaktats i huvudscenariot i större utsträckning än tidigare och stora nedrevideringar har gjorts av inflationsprognosen. Fortfarande finns det naturligtvis risker för att inflationen blir ännu lägre men dessa bedöms nu balanseras av riskerna för en högre inflation. En del av riskerna i inflationsbedömningen har varit aktuella en längre tid, exempelvis utvecklingen av de dubbla underskotten i USA, kronan och produktiviteten. Till det har det kommit en del nya risker som sammanhänger med vissa specifika faktorer som påverkar priserna på t.ex. livsmedel. Det råder stor osäkerhet kring hur dessa faktorer kommer att påverka inflationen framöver.

■ ■ Osäkerhet om prisdämpande effekter av ökad konkurrens.

De effekter som den allt hårdare konkurrensen i världen får på inflationen både i omvärlden och i Sverige är genuint svårbedömda. Dels finns det en direkt effekt på importpriser när importen styrs om till lågkostnadsländer med lägre prisnivå, dels finns det en indirekt effekt när företag i industriländerna tvingas priskonkurrera. Kunskapen om konkurrensförhållandena på olika marknader i utgångsläget och om vinstmarginaler i olika produktionsled är ofullständig. En annan fråga är hur lång tid det tar för denna typ av förändringar att få fullt genomslag på priserna. På sikt bör effekterna på inflationen vara övergående eftersom ändrade konkurrensförhållanden i första hand kan antas påverka vilka prisnivåer som etableras. Det är dock svårt att veta exakt hur lång tid anpassningen tar och under tiden kommer inflationstakten att bli lägre än den annars skulle ha blivit. Om det sker en snabb anpassning till nya prisnivåer blir effekten på inflations- takten större än om processen är utdragen.

I huvudscenariot beräknas den hårdnande internationella konkurrensen få en något större effekt på de svenska priserna än vad som tidigare antagits. Det är dock fortfarande möjligt att effekterna underskattas och att den importerade inflationen blir ytterligare något lägre. Bland de strukturella förändringar, vars effekter är svåra att uppskatta, är de nyligen avskaffade importkvoterna på kläder samt den skärpta konkurrensen på den svenska livsmedelsmarknaden. Även här gäller att den mest sannolika effekten av dessa förändringar har beaktats i huvudscenariot. Men osäkerheten är stor och de prisdämpande effekterna kan ha underskattats.

Det finns också en risk för att den nuvarande låga inflationen tillskrivs strukturella faktorer i alltför stor grad och att varaktigheten i dessa effekter överskattas. Förändringar av efterfrågan påverkar inflationen med viss fördröjning. Den tidigare avmattningen i konjunkturen dämpar med all sannolikhet fortfarande prisutvecklingen både i omvärlden och i Sverige och kan ha större effekter på vissa marknader än andra. Om så är fallet är det också möjligt att inflationstrycket tilltar snabbare när resursutnyttjandet stiger än vad som ligger i bedömningen i huvudscenariot.

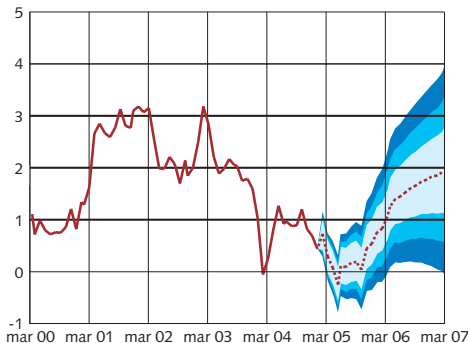
■ Risker från den internationella utvecklingen.

Oljepriset har sjunkit något från de högsta noteringarna, men befinner sig fortfarande på en hög nivå. Bedömningen av oljepriset och hur det påverkar den internationella konjunkturen och prisutvecklingen är fortfarande mycket osäker. Det kan inte uteslutas att oljeprisuppgången kommer att få större effekter än beräknat, såväl realekonomiskt som på inflationen. Det finns också en risk att oljepriset ligger kvar på höga nivåer längre än väntat eller stiger ytterligare. Den relativt låga reservkapaciteten i den globala produktionen i kombination med att efterfrågan på oljan kan öka mer än väntat i de starkast växande delarna av världen kan leda till att det höga oljepriset blir mer varaktigt än väntat. Det säkerhetspolitiska läget i Mellanöstern utgör också en osäkerhetsfaktor för oljepriset. Sammantaget finns det alltså fortfarande en risk för att oljepriset ger högre global inflation samtidigt som den internationella konjunkturutvecklingen i så fall riskerar att bli mer dämpad än i huvudscenariot.

Det finns även andra risker i världsekonomin som skulle kunna leda till en svagare konjunktur och en lägre inflation än bedömningen i huvudscenariot. Det låga ränteläget under senare år har bidragit till att den privata konsumtionen hållits uppe under konjunkturavmattningen. De låga räntorna i många länder har gått hand i hand med en ökad skuldsättning bland hushållen och med snabbt stigande bostadspriser. I många länder kan de stigande bostadspriserna liksom i Sverige förklaras av fundamentala faktorer som låga räntor. Men det kan inte uteslutas att det också finns inslag av överdrivna förväntningar och kortsiktighet i prisutvecklingen på bostadsmarknaden. Därmed finns det också en risk att en framtida dämpning av den ekonomiska aktiviteten eller en uppgång i räntorna leder till oväntat stora anpassningar i fastighetspriserna i vissa länder. Följden skulle kunna bli en mer dämpad utveckling av den privata konsumtionen än vad som antagits i huvudscenariot.

Sedan en tid tillbaka har det funnits osäkerhet förknippad med vilka anpassningar som USA:s dubbla underskott – i den federala budgeten och i bytesbalansen – kan leda till. Denna osäkerhet kvarstår. I samband med presentationen av den federala budgeten nyligen fanns visserligen en långsiktig minskning av budgetunderskottet på agendan, men under alla omständigheter kommer budgetunderskottet att bestå under lång tid framöver. Det är därmed också sannolikt

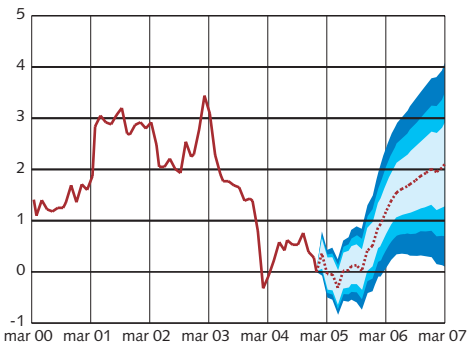
Diagram 62. UND1X-inflationen med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring



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 63. 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.

att ett lågt nationellt sparande även fortsättningsvis kommer att ge stora underskott i USA:s handel med omvärlden. Underskotten riskerar att driva fram en ränteuppgång som håller tillbaka konsumtion och investeringar. Det finns därför en risk för att tillväxten i den amerikanska ekonomin blir lägre än bedömningen i huvudscenariot. Förändringar på de finansiella marknaderna som leder till minskade kapitalinflöden till USA skulle också kunna innebära en mer drastisk dollarförsvagning. De stora asiatiska dollartillgångarna framstår i detta perspektiv som problematiska.

Även om en fortsatt dollarförsvagning medverkar till att minska obalanserna i världshandeln skulle en snabb och kraftig förändring av valutakurserna också riskera att bromsa konjunkturuppgången i Europa och tillväxten på Sveriges exportmarknader. En större förstärkning av den handelsvägda kronkursen skulle kunna leda till ännu lägre importerad inflation än i huvudscenariot. De stora överskotten i den svenska bytesbalansen är ett ytterligare argument för att kronan skulle kunna stärkas mer än i huvudscenariot.

■ ■ De inhemska riskerna är balanserade.

Den viktigaste riskfaktorn för den inhemska inflationen bedöms precis som tidigare vara utvecklingen av produktiviteten. Produktivitetstillväxten har under senare tid varit hög vilket avspeglats i låg inflation. Tillväxten i produktiviteten varierar kraftigt från år till år och påverkas också av konjunkturella svängningar i ekonomin. I huvudscenariot förutsätts att produktivitetstillväxten följer det normala konjunkturella mönstret och avtar kommande år i takt med att sysselsättningen tilltar. Hur snabb nedväxlingen i produktivitetstillväxten kan komma att bli är dock svårbedömt. Det finns en risk för att den fortsatta konjunkturuppgången följs av en snabbare nedgång i produktivitetstillväxten än väntat. I USA föll till exempel produktivitetstillväxten förhållandevis mycket under 2004, vilket visar att omslag kan komma snabbt. Samtidigt finns en risk att det varaktiga inslaget i den höga produktivitetstillväxten underskattas och att produktivitetstillväxten därmed blir högre kommande år än väntat. I t.ex. industrin har produktivitetstillväxten varit hög samtidigt som sysselsättningen under en lång period fallit trendmässigt. Den fortsatt snabba omstruktureringen av den svenska industrin kan fortgå ytterligare en tid och bidra till en högre tillväxt i produktiviteten. Den samlade bedömningen av produktivitetstillväxten är liksom tidigare att risken är ungefär lika stor att den överskattas som att den underskattas.

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

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

	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal	
	2005	2006	mar-06	mar-07
KPI	0,1 (1,2)	1,5 (2,2)	1,2 (2,0)	2,1
UND1X	0,2 (1,3)	1,4 (1,9)	1,1 (1,8)	2,0

Anm. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 62-63. 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
mar 2006	44 (22)	45 (51)	11 (25)	0 (2)	100
mar 2007	22 (20)	30 (29)	29 (30)	19 (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
mar 2006	38 (21)	48 (51)	13 (26)	1 (2)	100
mar 2007	18 (12)	29 (24)	30 (32)	23 (32)	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.

En fördjupningsruta i denna inflationsrapport presenteras inflationsprognoser i ett något längre tidsperspektiv än i huvudscenariot och under antagandet att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna. Genom att förlänga prognoshorisonten kan det tydligare illustreras hur inflationsutvecklingen påverkas av olika tillfälliga effekter och hur penningpolitiken tar hänsyn till realekonomins utveckling. Dessutom finns det skäl att tro att de implicita terminsräntorna normalt beskriver en mer realistisk utveckling av reporäntan än antagandet att reporäntan inte ändras. Det underlättar en utvärdering av prognoserna och därmed även av den penningpolitik som utföras mot bakgrund av dessa prognoser.⁶

Penningpolitiken beskrivs ofta med en enkel handlingsregel

Huvudscenariot i Riksbankens inflationsrapporter sätter fokus på inflationens utveckling ett till två år framåt i tiden. Bakgrunden är att penningpolitiken bedöms påverka inflationsutvecklingen huvudsakligen i detta tidsperspektiv. För att tydliggöra hur inflationsprognosen påverkar reporäntan beskrivs penningpolitiken ofta med hjälp av en enkel handlingsregel: om prognosen för inflationen på ett till två års sikt, under antagandet att reporäntan inte ändras, överstiger 2 procent ska reporäntan normalt höjas och om prognosen understiger 2 procent ska den normalt sänkas. Ambitionen med den enkla handlingsregeln har varit att göra det lätt att förstå hur Riksbankens beslut om reporäntan hänger samman med dess bedömningar av den ekonomiska utvecklingen. Olika utvärderingar som gjorts av Riksbankens agerande visar också att den enkla handlingsregeln ger en god beskrivning av reporäntans utveckling.⁷

Det kan uppstå situationer när det finns skäl att avvika från den enkla handlingsregeln

Men en enkel handlingsregel kan inte förklara alla ändringar av reporäntan som en centralbank behöver göra. Det kan uppstå omständigheter som gör att det kan finnas skäl att ändra räntan även om inflationsprognosen ett par år framåt i tiden är i linje med den målsatta nivån. Omvänt kan det ibland vara motiverat att inte ändra räntan trots att prognosen är över eller under målet. Detta föranledde Riksbankens direktion att 1999 publicera ett förtydligande om sättet på vilket penningpolitiken i praktiken bedrivs.⁸ I förtydligandet diskuterades två principiella fall när det kan finnas skäl att avvika från handlingsregeln.

Vissa störningar hinner inte klinga av i ett tvåårigt tidsperspektiv

Det första fallet är att inflationen påverkas av en viss typ av störning, som inte fullt ut hinner klinga av i det tvååriga tidsperspektivet men som ändå inte har någon varaktig inverkan på inflationsutvecklingen. Ett färskt exempel kan hämtas från årsskiftet 2002-2003 då snabbt stigande energipriser pressade upp inflationen. Energiprisfluktuationerna bedömdes vid detta tillfälle inte helt och hållet klinga av inom den tvååriga horisonten men ändå vara av tillfällig karaktär och så småningom falla ur inflationen. Riksbanken valde därför att inte ändra reporäntan.⁹

Att snabbt motverka störningar kan ibland leda till stora realekonomiska kostnader

Det andra fallet är när inflationen av någon anledning kommit att avvika alltför mycket från inflationsmålet. I det läget kan centralbanken vilja avstå från att snabbt återföra inflationen till målet och föredra att försiktigt anpassa penning-

6 Metodförändringarna diskuteras också i Heikensten, L., "Tankar om hur det penningpolitiska arbetet kan utvecklas", tal i Nationalekonomiska föreningen, 2005-02-22.

7 Se t.ex. Penningpolitiken 1999-2001, Specialstudier Nr 1, mars 2002, Konjunkturinstitutet, fördjupningsruta "Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2001-2003" i Inflationsrapport 2004:1, motsvarande fördjupningsruta i denna inflationsrapport och Jansson, P. och A. Vredin, "Forecast-Based Monetary Policy: The Case of Sweden", *International Finance* 6:3, 2003, 349-380.

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

9 Se fördjupningsruta "Riksbankens penningpolitik – mål och indikatorer" i Inflationsrapport 2003:3 för ytterligare exempel på tillfälliga störningar.

politiken så att de negativa konsekvenserna för produktionen och sysselsättningen begränsas.

En typ av störning som kan vara speciellt problematisk är den som leder till att priser och produktion påverkas i olika riktning. Detta kan ske vid störningar som träffar ekonomins utbudssida, t.ex. plötsliga förändringar i produktionskostnader, teknologi och produktivitet. Exempelvis kan en kraftig kostnadsökning medföra att företagen både tvingas höja sina priser och dra ned på produktionen. Om styrräntan höjs i syfte att bromsa prisuppgången kan detta bidra till att försvaga realekonomin ytterligare. Vid denna typ av störning får alltså centralbanken svårt att både stabilisera inflationen och realekonomin.¹⁰ Den kan då vilja bedriva politiken flexibelt med hänsyn till såväl pris- som produktionsutvecklingen.

Det förtjänar att betonas att utrymmet för den här typen av flexibel inflationsmålspolitik är beroende av tilltron till inriktningen mot prisstabilitet på längre sikt. Med en hög tilltro ökar utrymmet för flexibilitet i den kortsiktiga politiken. Om däremot tilltron är låg och hushållens och företagens inflationsförväntningar påverkas mer påtagligt kan penningpolitiken inte i samma utsträckning ta hänsyn till de negativa effekterna på realekonomin.

Tillfälliga effekter och utbudsstörningar kan illustreras med olika rensade inflationsindex

Ett sätt att illustrera att man inte i alla lägen avser att fullt ut stabilisera inflationen inom den normala tvåårshorisonten är att visa utvecklingen av mått på inflationen som försöker rensa för de effekter man inte avser att motverka. Olika s.k. underliggande inflationsmått kan konstrueras genom att utesluta indexkomponenter som påverkas av tillfälliga störningar och utbudsrelaterade förändringar. Riksbanken har vid flera tillfällen lyft fram andra index än KPI och UND1X i sin penningpolitiska kommuni-

tion.¹¹ När inflationen hade stigit mycket snabbt runt årsskiftet 2002-2003 innehöll inflationsrapporten exempelvis ett index som var rensat för energiprisförändringar.

Det finns inte något för alla skeenden perfekt mått på inflationen

Det är viktigt att betona att det inte finns något enskilt inflationsindex som fungerar i alla sammanhang och som en gång för alla rensar bort samtliga effekter som penningpolitiken inte bör motverka. Detta är också skälet till att Riksbanken valt att hålla fast vid en målformulering i termer av KPI, det bredaste och mest kända måttet på inflationsutvecklingen.

Att det för penningpolitiken mest relevanta inflationsindexet varierar över tiden och inte alltid är detsamma kan utgöra en komplicerande omständighet i kommunikationen av penningpolitiken. Bland externa bedömare har det ibland också uppstått en osäkerhet om vilket mått på inflationen som för tillfället vägleder penningpolitiken. Att beräkningen av indexet måste göras av Riksbanken och inte utan vidare finns att få tag på utanför banken är ett annat problem som det finns anledning att uppmärksamma.

Prognoser i ett längre tidsperspektiv kan förbättra pedagogiken

Ett förfarande, som kan minska behovet av att använda sig av flera olika inflationsmått, är att när det är möjligt illustrera den väntade inflationsutvecklingen i ett något längre tidsperspektiv. Genom att även illustrera den väntade utvecklingen av BNP och resursutnyttjandet kan Riksbanken också göra det lättare att förstå politikens väntade konsekvenser för den reala ekonomin. I den här meningen kan prognoser i ett längre tidsperspektiv tydliggöra de avvägningar penningpolitiken ställs inför och därmed förbättra pedagogiken.

¹⁰ För en utförligare diskussion se fördjupningsruta "Oljepriset och penningpolitiken" i Inflationsrapport 2004:3.

¹¹ Riksbankens inflationsmål är formulerat i termer av KPI: KPI-ökningen ska begränsas till 2 procent med en tolerans om 1 procentenhet uppåt och nedåt. UND1X-inflationen är ett rensat inflationsindex (KPI rensat för effekterna av förändringar i indirekta skatter och subventioner och hushållens räntekostnader för egna hem) men har givits en speciellt framskjuten roll då skillnaden mellan KPI- och UND1X-inflationen påverkas av Riksbankens eget agerande. Skälet är att hushållens räntekostnader för egna hem direkt påverkas av förändringar i styrräntan: om styrräntan höjs stiger räntekostnaderna och de faller om styrräntan sänks. Denna typ av effekt på KPI har Riksbanken valt att inte motverka.

I fördjupningsrutan "Prognoser i ett längre tidsperspektiv och under antagande om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna" i denna inflationsrapport presenteras inflationsprognoser som sträcker sig ett år längre framåt i tiden än i huvudscenariot. En annan nyhet är att prognoserna inte är betingade på att reporäntan hålls oförändrad under prognosperioden utan istället på antagandet att Riksbanken anpassar penningpolitiken i enlighet med de implicita terminsräntorna.¹²

Implicita terminsräntor underlättar en utvärdering av prognoserna

De implicita terminsräntorna ger normalt ett mer realistiskt antagande för penningpolitiken än den konstanta reporäntan.¹³ Detta innebär i sin tur att det är lättare att göra jämförelser med utfall (och med prognoser gjorda av andra prognosmakare). I denna mening är en prognos som baseras på antagandet att penningpolitiken utformas i linje med de implicita terminsräntorna lättare att utvärdera än en prognos som bygger på att reporäntan är oförändrad.

Det förtjänar att påpekas att en reporänteutveckling i linje med implicita terminsräntor inte är liktydigt med det mest sannolika antagandet som kan göras för penningpolitiken. Det beror på att terminsräntorna avspeglar *marknadens* förväntningar om penningpolitiken. Det är inte självklart att dessa i alla lägen överensstämmer med Riksbankens förväntningar. Exempelvis är det tänkbart att marknaden och Riksbanken ibland har olika uppfattningar om hur penningpolitiken bäst hanterar en störning. Till detta kommer att förekomsten av risk-, löptids- och kreditpremier gör att kopplingen mellan de implicita terminsräntorna och reporäntan blir indirekt.

De nya prognoserna används redan sedan en tid tillbaka i Riksbankens interna analysarbete. Ambitionen att vara så öppen och tydlig som möjligt i kommunikationen av penningpolitiken gör det naturligt att då också publicera

detta underlag i inflationsrapporten. Därigenom förbättras förhoppningsvis ytterligare möjligheterna för Riksbankens uppdragsgivare och olika externa bedömare att värdera och förutsäga penningpolitiken.

1999 års förtydligande fortsätter att vara vägledande för utformningen av penningpolitiken

Fördelarna med de nya prognoserna ligger alltså främst på det pedagogiska planet. Inflationsprognoser i ett längre tidsperspektiv och med alternativa antaganden om reporäntans utveckling ger ett fylligare underlag att diskutera penningpolitiken. Det handlar inte om att ändra det sätt på vilket politiken bedrivs. Ambitionen att föra inflationen tillbaka till målet inom två år kommer även fortsättningsvis att normalt vara vägledande för Riksbankens agerande. Om omständigheterna skulle vara sådana att Riksbanken finner det nödvändigt att i räntebesluten också ta hänsyn till någon annan information än den som ryms i inflationsutvecklingen i det tvååriga tidsperspektivet är förhoppningen att de nya prognoserna kan bidra till att göra det lättare att förstå hur detta går till. Detta är helt i enlighet med det förtydligande som Riksbankens direktion ställde sig bakom 1999.

Ett tänkbart problem med att förlänga prognoshorisonten är att precisionen i prognoserna kan väntas bli lägre ju längre tidshorisonten är. I sammanhanget bör det dock noteras att det inte finns någon grundläggande skillnad mellan att prognostisera inflationsutvecklingen på lite längre sikt och bedöma vilka faktorer som inte fullt ut hinner klinga av i det tvååriga tidsperspektivet. Bägge förfarandena kräver i grunden samma analyser av hur den framtida inflationsutvecklingen kan komma att se ut.

En annan möjlig nackdel är att det kan uppstå missförstånd kring hur antagandet för reporäntan ska tolkas. Även om Riksbankens prognos skulle tyda på att en reporänteutveckling i linje med implicita terminsräntor är att be-

¹² Räntebanan har beräknats med den s.k. utvidgade Nelson-Siegel-metoden, se Svensson, L.E.O., "Estimating Forward Rates with the Extended Nelson & Siegel Method", *Penning- och Valutapolitik* Nr 3, 1995, Sveriges riksbank.

¹³ Under vissa omständigheter kan förstås även den konstanta reporäntan vara ett realistiskt penningpolitiskt antagande. Den är dock inte realistisk när räntan är ovanligt hög eller låg och prognoshorisonten är förhållandevis lång.

trakta som en på det hela taget rimlig förväntan om den framtida penningpolitiken är det givetvis inte så att Riksbanken förbinder sig att genomföra räntesättningen på detta sätt. Eftersom ekonomin ständigt drabbas av olika störningar kommer Riksbankens bedömning också att ändras över tiden.

Tankegångarna som här presenteras är i och för sig inte nya. Den nya zeeländska centralbanken har länge använt sig av liknande metoder. På senare tid har också Norge och Storbritannien funnit det lämpligt att göra motsvarande förändringar i sina inflationsrapporter. Inflationsrapporten i Sverige har också tidigare presenterat

mer skissartade bedömningar av ekonomins trender på lite längre sikt och räkneexempel som illustrerar effekterna på inflationen och realekonomin av att penningpolitiken anpassas enligt (enkätbaserade) marknadsförväntningar. De förändringar som nu görs – i form av fylligare och mer detaljerade prognoser i ett något längre tidsperspektiv och med ett alternativt penningpolitiskt antagande – är därför ett naturligt led i en process som syftar till att öka förståelsen för hur Riksbanken resonerar och ge olika aktörer utanför banken ökade möjligheter att på ett konstruktivt sätt delta i den penningpolitiska debatten.

Prognoser i ett längre tidsperspektiv och under antagande om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna

I denna fördjupningsruta presenteras prognoser för inflationen som sträcker sig ett år längre framåt i tiden än i huvudscenariot.

Dessutom utgår prognoserna för realekonomin och inflationsutvecklingen från ett annat räntantagande som innebär att reporäntan följer ett 15-dagars genomsnitt av de implicita terminsräntorna per den 23 februari 2005. I detta alternativa scenario, som innebär en stigande reporänta och därmed mindre expansiv penningpolitik än i huvudscenariot, stiger inflationen långsamt de kommande tre åren. Tillväxten blir god, resursutnyttjandet stiger gradvis och det s.k. produktionsgapet är positivt 2007.

De implicita terminsräntorna innebär att reporäntan börjar höjas i slutet av 2005

Det alternativa räntantagande som använts är att reporäntan följer ett 15-dagars genomsnitt av de implicita terminsräntorna per den 23 februari 2005.¹⁴ För att rensa bort eventuella tillfälliga rörelser i terminkurvan har ett genomsnitt valts. Den räntebana som ligger till grund för prognoserna visas i diagram R7. Som framgår av diagrammet innebär terminsräntorna att penningpolitiken utformas på ett sådant sätt att reporäntan ligger kvar på nuvarande nivå fram till slutet av 2005, för att därefter höjas med ca 25 räntepunkter ungefär vartannat kvartal. I slutet av 2008 uppgår reporäntan till ca 3,75

procent. Jämfört med den konstanta reporäntan innebär alltså detta en mindre expansiv penningpolitik, men likväl en reporänta som under en lång tid befinner sig på en nivå som är låg i ett historiskt perspektiv.

Utvecklingen i världsekonomin väntas bli densamma som i huvudscenariot

Den internationella ekonomin påverkas inte av olika antaganden om den svenska ränteutvecklingen. Den väntade utvecklingen för åren 2004–2007 är därför densamma som i huvudscenariot. Alltså antas att den globala konjunkturen fortsätter att stärkas och att det globala resursutnyttjandet gradvis stiger. Tillväxttakterna avtar dock successivt i takt med att resursutnyttjandet blir alltmer ansträngt. Uppbromsningen av konjunkturen gör också att tillväxten på de svenska exportmarknaderna faller långsamt under perioden. Den internationella inflationen (i producentledet) är relativt hög i år, men faller gradvis tillbaka till drygt 1,5 procent under 2007. Oljepriset antas dock förbli relativt högt, även om det faller tillbaka något för att uppgå till knappt 38 dollar per fat det sista prognosåret.

Högre ränta innebär starkare växelkurs och lägre inhemsk efterfrågan

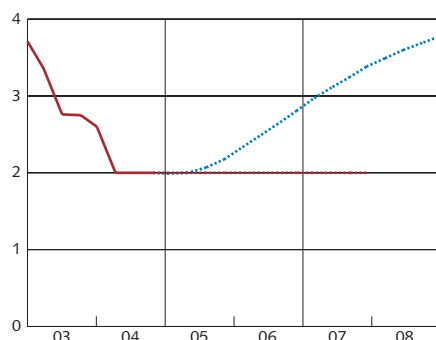
Den svenska kronan påverkas däremot av räntans utveckling. Med en stigande reporänta antas en något starkare krona än i huvudscenariot: den TCW-vägda växelkursen antas nu appreciera i en snabbare takt under 2005 och 2006. Åren därefter förväntas kronan stärkas ytterligare något.

Effekterna av den stigande reporäntan på den svenska tillväxten verkar via flera kanaler. Dels påverkar den starkare kronan export- och importföretagens handel med omvärlden, dels anpassar såväl företag som hushåll sina investerings- och konsumtionsbeslut till det stigande ränteläget. Priset på svensk export (import) blir högre (lägre) när kronan stärks, och ett högre ränteläge sänker nuvärdet på alla investe-

Diagram R7. Reporäntantaganden: Implicit terminsräntekurva (15 dagars genomsnitt per den 23 februari 2005) samt konstant reporänta. Procent

— Reporänta (utfall)
 Konstant reporänta
 Implicita terminsräntor

Källa: Riksbanken.



14 Varje enskild implicit terminsräntekurva är beräknad utifrån räntenoteringar från statsskuldväxlar och statsobligationer. Räntenoteringarna avser medelvärden mellan köp- och säljkurs och är hämtade från Riksbankens interna databas (VERA). Metoden för att skatta de implicita terminsräntorna bygger på den s.k. utvidgade Nelson-Siegel-metoden som beskrivs i Svensson, L.E.O. "Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson & Siegel Method", *Penning- och Valutapolitik* Nr 3, 1995, Sveriges riksbank.

ringar samt ökar hushållens ränteutgifter. Följden blir att exporten, investeringarna och konsumtionen utvecklas svagare än i huvudscenariot. Den inhemska efterfrågan är dock alltjämt hög, och den årliga BNP-tillväxten 2005–2007 bedöms uppgå till 3,0, 2,7 resp. 2,3 procent. Motsvarande prognoser i huvudscenariot är 3,2, 3,2 och 2,8 procent (se tabell R1).

Tabell R1. BNP-tillväxt, prognos under antagande om reporänteutveckling i linje med implicita terminsräntor. Årlig procentuell förändring

	2005	2006	2007
BNP till marknadspris	3,0 (3,2)	2,7 (3,2)	2,3 (2,8)

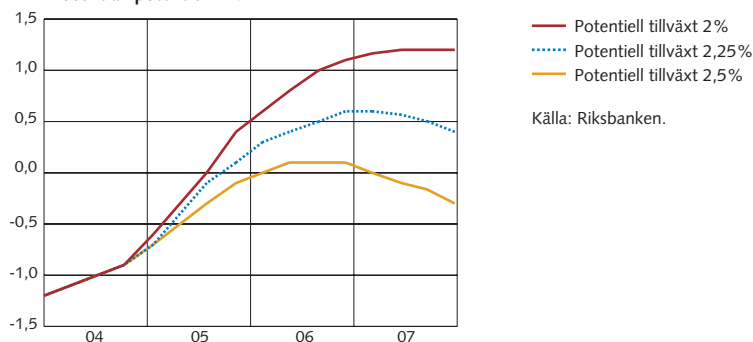
Anm. Siffrorna avser faktiska, ej kalenderjusterade, tillväxttakter. Prognos under antagande om konstant reporänta anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

Att BNP-tillväxten dämpas förhållandevis snabbt hänger bl.a. samman med att förväntningar om en stramare penningpolitik avspeglas i högre långräntor redan på kort sikt.

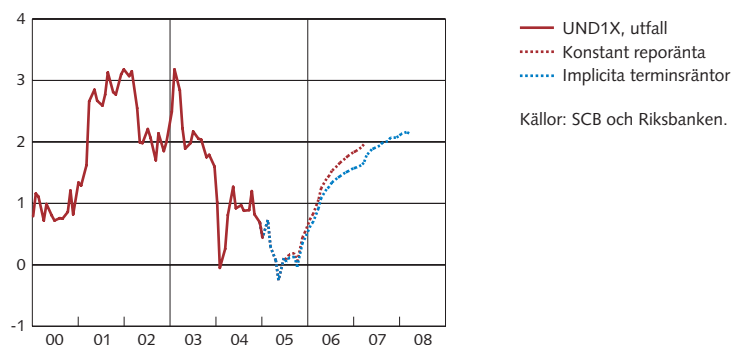
Resursutnyttjandet, som i utgångsläget bedöms vara måttligt, stiger gradvis under perioden. Exakta beräkningar av det s.k. produktionsgapet är emellertid behäftade med stor osäkerhet då de fordrar antaganden både om den potentiella tillväxten och nivån på resursutnyttjandet i utgångsläget. Diagram R8 visar produktionsgapets utveckling till 2007 med tre olika antaganden om den potentiella tillväxten och förutsatt att gapet är ca –1 procent av potentiell BNP i utgångsläget 2004. Med en potentiell tillväxt på ca 2,25 procent blir produktionsgapet positivt under 2006 och sjunker därefter tillbaka endast långsamt. Om istället den potentiella tillväxten under kommande år är högre än 2,25 procent blir resursutnyttjandet lägre. Omvänt, om den potentiella tillväxten är lägre än 2,25 procent hotar produktionsgapet att hamna på nivåer som leder till högre löne- och prisökningar.

Diagram R8. Olika mått på produktionsgapet 2004-2007 under antagande om reporänteutveckling i linje med implicita terminsräntor. Procent av potentiell BNP



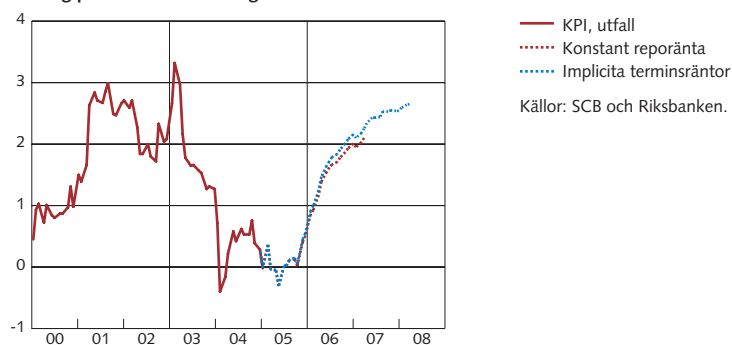
Källa: Riksbanken.

Diagram R9. UND1X-inflation, utfall och prognos under antagande om reporänteutveckling i linje med implicita terminsräntor samt konstant reporänta. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R10. KPI-inflation, utfall och prognos under antagande om reporänteutveckling i linje med implicita terminsräntor samt konstant reporänta. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell R2. Inflationsprognos under antagande om reporänteutveckling i linje med implicita terminsräntor. Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt				Tolvmånaderstal			
	2004	2005	2006	2007	mar 05	mar 06	mar 07	mar 08
KPI	0,4 (0,4)	0,1 (0,1)	1,7 (1,5)	2,4	0,0 (0,0)	1,2 (1,2)	2,2 (2,1)	2,7
UND1X	0,8 (0,8)	0,2 (0,2)	1,2 (1,4)	1,9	0,3 (0,3)	0,9 (1,1)	1,7 (2,0)	2,1

Anm. Prognos under antagande om konstant reporänta anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

Inflationen väntas stiga gradvis mot målet

I huvudscenariot med konstant reporänta bedöms det svaga inflationstrycket bestå under ytterligare en tid. En stigande reporänta förstärker denna tendens eftersom en högre ränta innebär såväl en starkare krona (dvs. en lägre importerad inflation) som en långsammare tillväxt (en lägre inhemsk inflation). På ett till två års sikt väntas UND1X-inflationen med en stigande reporänta hamna 0,2-0,3 procentenheter lägre än motsvarande prognos med konstant reporänta (se tabell R2). Det högre ränteläget till trots stiger dock inflationen under hela prognosperioden och närmar sig inflationsmålet gradvis (se diagram R9). Prognosen för KPI-inflationen påverkas förhållandevis mycket av stigande räntekostnader för egna hem som följer av det högre ränteläget. Därför överstiger KPI-prognosen betingad på implicita terminsräntor KPI-prognosen i huvudscenariot (se diagram R10).

Sammanfattningsvis innebär prognoserna betingande på implicita terminsräntor att

UND1X-inflationen och den ekonomiska tillväxten under 2005 och 2006 blir lägre än i huvudscenariot. Under 2007 tilltar inflationstakten, vilket bl.a. sammanhänger med ett alltmer ansträngt resursutnyttjande. Den exakta nivån på det s.k. produktionsgapet är emellertid osäker. Ju lägre den potentiella tillväxten blir desto mer ansträngt blir resursutnyttjandet.

Det finns skäl att understryka att en ränteutveckling i linje med terminsräntorna, liksom antagandet om konstant reporänta i huvudscenariot, inte ska tolkas som det antagande för penningpolitiken som Riksbankens direktion anser vara mest sannolikt. Syftet med att göra analyser av inflationens förväntade utveckling med mer än ett ränteantagande är att bredda underlaget för diskussioner om penningpolitiken. Direktionens analys och slutsatser av detta underlag för penningpolitikens utformning redovisas som vanligt i pressmeddelanden och i protokollen från de penningpolitiska sammanträdena.

Denna fördjupningsruta analyseras inflationen 2004 och den penningpolitik som fördes 2002-2003. Syftet är att ge ett underlag till den årliga utvärdering av penningpolitiken som görs av riksdagens finansutskott. Inflationen uppgick 2004 till 0,5 procent mätt som ökningen i konsumentprisindex. Den underliggande inflationen mätt som UND1X var i genomsnitt 0,9 procent. Den låga prisökningstakten berodde bl.a. på att priserna på importerade produkter utvecklades svagt och att produktivitetstillväxten blev överraskande hög under året vilket pressade ner kostnadstrycket.

Inledning

Det lagstadgade målet för Riksbankens verksamhet är att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat denna uppgift till att hålla inflationen på 2 procent per år, där inflationen mäts som förändringen i konsumentprisindex (KPI). Kring målet finns ett toleransintervall på ± 1 procentenhet. Syftet med toleransintervallet är att tydliggöra att avvikelser från målet är sannolika men att Riksbankens ambition är att försöka begränsa dessa avvikelser.

Eftersom penningpolitiken verkar med viss fördröjning är det främst den penningpolitik som bedrevs under 2002 och 2003 som är relevant för inflationsutfallet 2004. Diskussionen om penningpolitiken inriktas därför i första hand på de bedömningar som gjordes och de reporäntebeslut som fattades under dessa båda år.

Utfall och målavvikelse 2004

Trots att den konjunkturuppgång som inledes under andra halvåret 2003 befästes alltmer under 2004 blev inflationen betydligt lägre än målet. Under 2002 och 2003 vägledades politiken inledningsvis av det mått på det underliggande inflationstrycket som Riksbanken använt mest under senare år, UND1X. Under 2003 skiftade dock fokus till måttet UND1X exklusive energipriser. Inflationen mätt med dessa mått uppgick till i genomsnitt 0,9 procent respektive

0,8 procent 2004. Mätt med KPI blev inflationen 0,5 procent. En viktig förklaring till att inflationen mätt i termer av KPI blev väsentligt lägre än inflationen mätt som UND1X är att de ganska omfattande penningpolitiska lättnader som inleddes i slutet av 2002 och fortsatte under 2003 och in på 2004 har hållit nere hushållens räntekostnader för egnahem.¹⁵

Tabell R3. Jämförelse mellan olika inflationsmått. Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt		Standardavvikelse	
	2004	1995-2003	2004	1995-2003
KPI	0,5	1,5	0,4	1,1
UND1X	0,9	2,0	0,4	0,7
UNDIMPX	-0,6	0,7	1,2	1,3
UNDINHX	1,7	2,5	0,3	1,0
UND1X exkl. energi	0,8	1,9	0,1	0,8

Anm. Årsgenomsnitt och standardavvikelse beräknas på tolv månaders-talen under 2004 resp. perioden 1995-2003. Från och med januari 2005 beräknar SCB inflationstakten med en ny metod som även har använts för att räkna om inflationen bakåt i tiden. Inflationen enligt detta nya beräknings sätt skiljer sig något från de siffror som presenteras här. I tabellen redovisas de ursprungliga inflations siffrorna eftersom dessa är jämförbara med de prognoser som gjordes för inflationsutfallen till och med 2004.

Källor: SCB och Riksbanken.

Under året var också skillnaden mellan den importerade och den inhemskt genererade inflationen betydande. Att den importerade inflationen i genomsnitt är lägre än den inhemska är visserligen normalt eftersom importpriser huvudsakligen avser varor medan inhemska priser även avser tjänster, men under 2004 var skillnaden ovanligt stor. Den importerade delen av UND1X, UNDIMPX, uppgick till -0,6 procent medan den inhemskt genererade delen, UNDINHX, blev 1,7 procent.

Förloppet under året kännetecknades av att inflationen inledningsvis föll kraftigt (se diagram R11 och R12). Från att ha varit 1,7 procent i december 2003 sjönk tolv månadersförändringen i UND1X (förändringen i förhållande till motsvarande månad året innan) till 0,1 procent i februari 2004. Fallet i inflationen mellan februari 2003, då tolv månadersförändringen i UND1X uppgick till 3,3 procent, och februari 2004 är det största som noterats under ett år sedan infla-

15 UND1X definieras som förändringen i KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem och direkta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner.

tionsmålet infördes. Detta gäller även inflationen mätt med KPI. Inflationen steg sedan under våren, men låg därefter kvar på en nivå klart under målet året ut.

Hur ter sig den svenska utvecklingen jämfört med den i andra inflationsmålsländer? En sådan jämförelse försvåras av att målet i vissa länder är formulerat som ett intervall snarare än som ett punktmål. Det står dock klart att den svenska målavvikelsen under fjolåret var förhållandevis stor även i ett internationellt perspektiv. Av de länder som redovisas i tabell R4 var det endast Norge som hade en större avvikelse.

Diagram R11. KPI, UND1X och UND1X exklusive energi 1993-2004. Årlig procentuell förändring

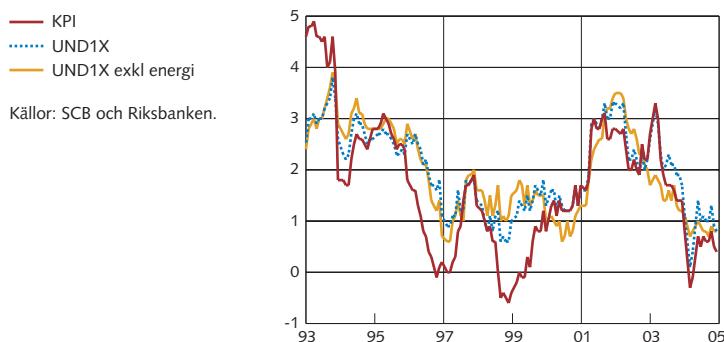
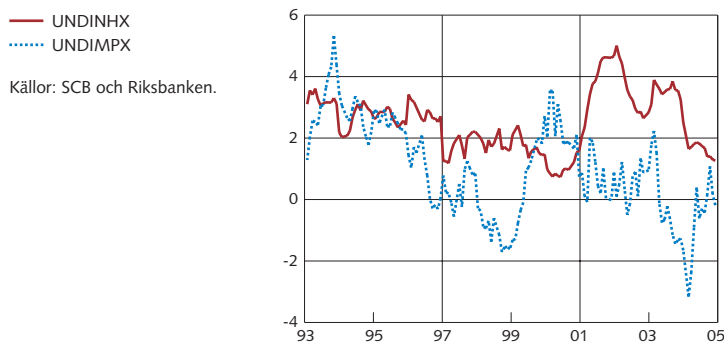


Diagram R12. UNDINHX och UNDIMPX 1993-2004. Årlig procentuell förändring



Varför blev inflationen 2004 så låg?

Det snabba fallet i inflationen i början av 2004 hängde delvis samman med att prisnivån i början av 2003 hade pressats upp onormalt mycket till följd av framförallt en kraftig tillfällig uppgång i energipriserna. Den onormalt stora prisuppgången i början av 2003 gjorde att Riksbanken redan i den första inflationsrapporten 2003 räknade med att tolv månadersförändringen ett år senare skulle bli osedvanligt liten, dvs. att inflationen skulle falla under inledningen av 2004 (se diagram R13). Eftersom svängningarna i energipriserna bedömdes påverka inflationen endast tillfälligt ansågs dock varken uppgången i inflationen i början av 2003 eller den prognostiserade nedgången i början av 2004 utgöra skäl för att vidta penningpolitiska åtgärder, i linje med det förtydligande om penningpolitiken som Riksbanken publicerade 1999.¹⁶ En viktig anledning är att effekten på inflationen väntades klinga av av sig själv och att åtgärder för att snabbt motverka sådana tillfälliga svängningar i inflationen snarast skulle kunna resultera i en mer instabil realekonomisk utveckling. I syfte att tydliggöra att den faktiska och prognostiserade

Tabell R4. Inflationen i Sverige och andra länder med inflationsmål. Procent

	Årsgenomsnitt		Inflationsmål
	2004	1999-2003	
Australien	2,4	3,2	2-3
Euroområdet	2,2	2,0	nära men under 2
Kanada	1,8	2,4	1-3, med sikte på 2
Norge	0,5	2,2	2,5
Nya Zeeland	2,3	1,9	1-3
Storbritannien	1,4	2,3	2
Sverige	0,5	1,7	2 med toleransintervall på ± 1 procentenhet

Anm. Beräkningen för Norge avser perioden från mars 2001 då inflationsmålspolitiken infördes. Nya Zeeland hade ett målintervall på 0-3 procent mellan 1997 och september 2002. I Storbritannien var målet tidigare 2,5 procent vilket ändrades till 2 procent i december 2003 i samband med att inflationsmättet ändrades. I tabellen redovisas det tidigare inflationsmättet för perioden 1999-2003.

Källor: Eurostat, OECD, Office of National Statistics, SCB och Statistisk centralbyrå.

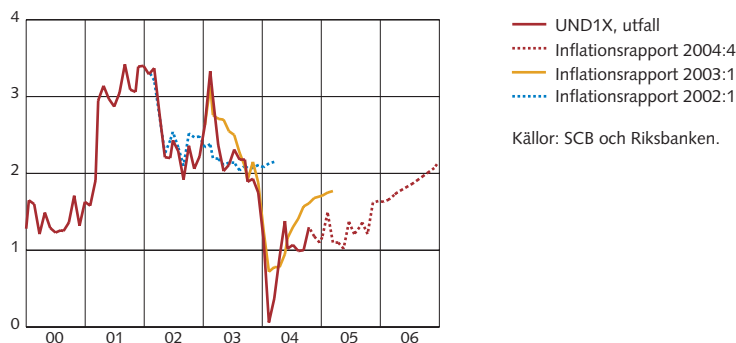
¹⁶ Se Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och Valutapolitik* Nr 1, 1999, Sveriges Riksbank. Artikeln baseras på en promemoria med samma titel som Riksbankens direktion ställt sig bakom (PM 1999-02-04, ärendebetäckning 1999-00351 DIR).

inflationen i hög grad påverkades av tillfälliga störningar i energipriserna och därför kunde förväntas avvika från målet valde Riksbanken att under större delen av 2003 och början av 2004 låta bedömningar av inflationen rensad för energiprisutvecklingen, det vill säga inflationsmåttet UND1X exklusive energi, vara avgörande för penningpolitikens uppläggning. Det faktum att penningpolitiken utgått från andra mått än KPI innebär att Riksbanken på förhand kalkylerat med att KPI-inflationen inte kommer att hamna på målet. Detta är något som man bör ha i åtanke vid en utvärdering av penningpolitiken.

Trots den alltmer tydliga konjunkturuppgången förblev, som tidigare nämnts, det inhemska kostnadstrycket lägre än väntat. Ett viktigt skäl till detta var att produktiviteten utvecklades starkare än i motsvarande konjunkturfaser under tidigare år, vilket överraskade Riksbanken och många andra konjunkturbedömare. Orsakerna till den höga produktivitetstillväxten är inte fullt klarlagda men vissa tecken tyder på att den åtminstone till en del är ett mer varaktigt fenomen. En hypotes om varför så skulle vara fallet är att de omfattande investeringar i IT-teknologi som gjordes inom många sektorer under slutet av 1990-talet nu börjar ge resultat. En annan hypotes tar fasta på att Sverige är en mycket öppen ekonomi och därmed starkt exponerad för det globala omvandlingstrycket. Spegelbilden av den höga produktivitetstillväxten var att utvecklingen på arbetsmarknaden blev oväntat svag och det inhemska kostnadstrycket dämpat.

Även den importerade inflationen blev betydligt lägre än väntat under 2004. Hur den importerade inflationen utvecklas beror på flera faktorer som ofta är svåra att förutse, såsom hur växelkursen varierar och hur det internationella pristrycket utvecklas. Även förhållandena i Sverige spelar roll för den importerade inflationen, exempelvis därför att utländska exportörers priser till svenska importörer kan styras av det svenska efterfrågeläget och att importörernas prissättning kan påverkas av t.ex. den inhemska

Diagram R13. Prognoser för UND1X vid olika tidpunkter samt faktisk utveckling. Årlig procentuell förändring



— UND1X, utfall
 Inflationrapport 2004:4
 — Inflationrapport 2003:1
 Inflationrapport 2002:1

Källor: SCB och Riksbanken.

kostnadsutvecklingen. Det faktum att priserna på importerade konsumtionsvaror (exklusive olja) har fallit sedan våren 2003 är sannolikt till stor del en följd av ett lågt internationellt pristryck och av att växelkursen stärkts under senare år.¹⁷ Under hösten steg den importerade inflationen, i huvudsak som ett resultat av oljeprisuppgången. En förstärkning av kronan mot dollarn bidrog dock till att dämpa prisökningen på olja i kronor räknat.

Förändrade konkurrensförhållanden i den svenska ekonomin kan också ha bidragit till den låga inflationen under året. Det gäller inte minst den svenska livsmedelshandeln där flera lågpris kedjor har vuxit fram under senare år. Detta har bidragit till en ökad konkurrens som sannolikt haft en dämpande inverkan på prisökningarna på såväl inhemska producerade som importerade produkter.¹⁸

Prognoserna 2002-2003

Hur väl lyckades då Riksbanken med att förutsäga utvecklingen av inflationen? I tabell R5 presenteras inflationsprognoserna för 2004 samt prognoserna för några variabler som är särskilt viktiga för inflationsprognosen.

En svårighet vid analysen av Riksbankens prognoser är att de görs under antagande om att reporäntan hålls oförändrad. Eftersom reporäntan vanligen ändras under prognosperioden och därmed påverkar utfallet för inflationen och andra ekonomiska storheter går det inte att uti-

¹⁷ Se t.ex. fördjupningsrutan "Växelkursen och den importerade inflationen", Inflationsrapport 2004:2.

¹⁸ Se fördjupningsrutan "Den senaste tidens inflationsutveckling" i denna rapport.

från de publicerade prognoserna få någon exakt uppfattning av träffsäkerheten.

BNP-tillväxten 2003, som kan antas ha påverkat inflationsutfallet främst 2004, över-skattades förhållandevis kraftigt i de prognoser som gjordes i början av 2002. Tillväxtprognosen justerades emellertid ned gradvis under året i takt med att det började stå alltmer klart att den svenska och internationella konjunkturen inte skulle komma att utvecklas så gynnsamt som tidigare prognostiserats. Vid inledningen av 2003 var prognosen för tillväxten 2003 i linje med vad som visade sig bli det slutliga utfallet. Eftersom penningpolitiken verkar med viss fördröjning hade de räntesänkningar som genomfördes under 2003 sannolikt en förhållandevis begränsad påverkan på BNP-utfallet detta år. BNP-tillväxten 2004 underskattades istället i de prognoser som gjordes 2002 och 2003. Under 2004 justerades prognosen upp men var först i årets tredje inflationsrapport i linje med utfallet.

I de prognoser som gjordes under 2002 överskattades inflationen 2004 kraftigt. Omvärderingen i början av 2003 av konjunkturutsikterna på kortare sikt medförde dock att även

inflationprognosen för 2004 justerades ned förhållandevis mycket. De prognoser som gjordes 2003 för den underliggande inflationen 2004 låg därefter någorlunda väl i linje med det slutliga utfallet. Det faktum att prognoserna baseras på antagandet att reporäntan hålls oförändrad medan den i praktiken sänktes förhållandevis mycket under 2003 och början av 2004 indikerar ändå att de prognoser som gjordes 2003 överskattade inflationsutvecklingen.

I början av 2004 justerades inflationsprognosen för 2004 tillfälligt ned ytterligare något. Inflationsutfallen hade då visat sig bli anmärkningsvärt låga trots att konjunkturuppgången hade befasts alltmer. Detta ledde till en omvärdering av det inhemska och internationella kostnadstrycket som bland annat sammanhängde med en mer positiv syn på produktivtetsutvecklingen. Prognosen för såväl den inhemska genererade som den importerade inflationen justerades ned förhållandevis kraftigt. Penningpolitiken lättades mot denna bakgrund ytterligare under det första kvartalet 2004. Prognosen för den importerade inflationen 2004 justerades därefter åter upp, bland annat till följd

Tabell R5. Riksbankens prognoser samt utfall 2004 för några viktiga variabler för inflationsprognosen. Årsgenomsnitt

	IR02:1	IR02:2	IR02:3	IR02:4	IR03:1	IR03:2	IR03:3	IR03:4	IR04:1	IR04:2	IR04:3	IR04:4	Utfall
BNP-tillväxt 2003	3	2,7	2,3	2,1	1,7	1,2	1,5	1,5					1,5
BNP-tillväxt 2004	2,6	2,5	2,1	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,8	2,9	3,6	3,6	3,5
BNP-tillväxt 2005					2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,8	3,2	3,0	
BNP OECD19 2003	2,7	2,6	2,4	2,2	2,0	1,7	1,9	2,0					2
BNP OECD19 2004	2,8	2,7	2,8	2,7	2,7	2,5	2,8	2,9	3,2	3,3	3,5	3,4	
TCW123,7		123,8	125	125	124,5	124	124	124	124,5	126,5	126,7	126,2	125,9
Oljepris USD	22	22	22,5	22,2	22,4	22,3	25,2	25,6	31,5	32,9	37,3	38,4	38,2
Hushållens konsumtion	2,5	2,4	2	2,1	1,8	2,1	2,3	2,3	2,6	2,6	2,5	2,4	1,8
Lön i näringslivet	4,3*	4,3*	4,2*	4	3,7	3,5	3,6	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1	
Arbetsproduktivitet i näringslivet	1,9*	1,8*	1,8*	2,3	2,3	2,3	2,1	2,2	2,7	3,2	3,5	3,4	3,6
Enhetsarbetskostnad i näringslivet	2,4*	2,4*	2,4*	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	0,2	-0,4	-0,8	-0,9	
Internationella exportpriser**	1,4	1,4	1,3	1,2	1,4	1,3	1,7	1,7	1,4	1,4	2,3	2,4	2,4
UNDINHX				2,7	2	1,8	2	2,2	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
UNDIMPX				0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-1,1	-1,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6
UND1X				1,9	1,2	1,1	1,2	1,1	0,6	0,9	1,0	1,0	0,9
UND1X exkl. energi						1,8	1,7	1,6	0,9				0,8
KPI				2,2	1,5	1,3	1,1	1,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5

Anm. * hela ekonomin, ** internationella producentpriser från Inflationsrapport 2004:1.

Källor: SCB och Riksbanken.

av att oljepriserna började stiga kraftigt. Redan i inflationsrapporten i maj var prognosen för inflationen 2004, mätt med UND1X, därmed tillbaka på en nivå som var väl i linje med det slutliga utfallet. Det var således främst under 2002 som prognoserna för UND1X-inflationen 2004 låg alltför högt. Under 2003 och 2004 var prognosfelen för 2004 relativt små.

Jämförelse med andra prognosmakare

Såväl dämpningen av konjunkturen under andra halvåret 2002 som det låga internationella och inhemska kostnadstrycket tycks ha överraskat de flesta bedömare. Om man studerar ett genomsnitt av prognoserna hos drygt ett tjugotal bedömare finner man ett liknande mönster som i Riksbankens prognoser. Prognoserna för BNP-tillväxten 2003 justerades gradvis ner under andra halvan av 2002 och början av 2003 (diagram R14). Detta medförde också en nedjustering av inflationsprognoserna för 2004 (diagram R15). Riksbanken hörde till de bedömare som tidigast började justera ner sina inflationsprognoser. Ännu i slutet av 2003 överskattades dock det faktiska KPI-utfallet 2004 förhållandevis mycket av såväl Riksbanken som andra bedömare.

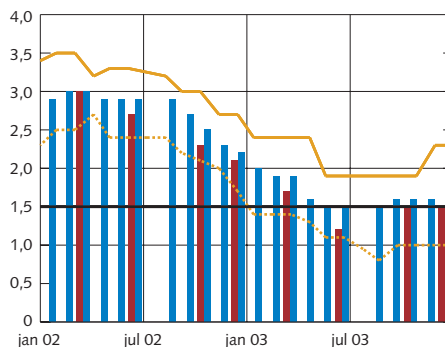
Det faktum att alla bedömare hamnade så fel i sina prognoser tyder på att inflationen har pressats ner av faktorer som varit ovanligt svåra att förutse. Kunskaperna om t.ex. vad som driver ökningarna i produktivitetstillväxten och i vilken mån det skett strukturella förändringar som medfört ett ökat konkurrenstryck både på världsmarknaden och i senare distributionsled behöver därför fördjupas.

De penningpolitiska besluten 2002-2003

Vid ingången av 2002 var reporäntan 3,75 procent. Den höjdes sedan under våren i två steg till 4,25 procent. Med början i november samma år inleddes en period med gradvisa lättnader i penningpolitiken. Reporäntan sänktes i fem steg till 2,75 procent i juli 2003. Under resten av 2003 hölls reporäntan oförändrad.

Höjningarna under våren 2002 gjordes mot bakgrund av att den expansiva politiken

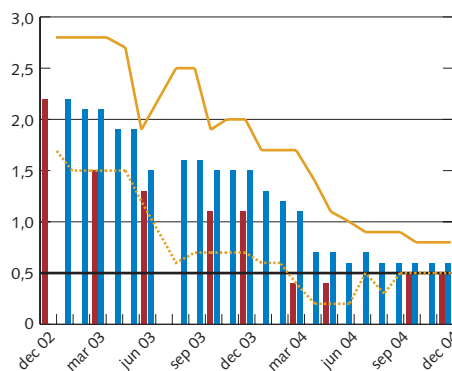
Diagram R14. Prognoser för BNP-tillväxten 2003 vid olika tidpunkter, Riksbanken samt ett genomsnitt av andra prognosmakare. Årsgenomsnitt



— Högsta prognos
 Lägsta prognos
 — Utfall (1,5)
 ■ Riksbanken
 ■ Medelvärde övriga prognosmakare

Källor: Consensus Inc., SCB och Riksbanken.

Diagram R15. Prognoser för KPI-inflationen 2004 vid olika tidpunkter, Riksbanken samt ett genomsnitt av andra prognosmakare. Årsgenomsnitt



— Högsta prognos
 Lägsta prognos
 — Utfall (0,5)
 ■ Riksbanken
 ■ Medelvärde övriga prognosmakare

Källor: Consensus Inc., SCB och Riksbanken.

efter bl.a. terrordåden i USA i september 2001 bedömdes ha lagt grunden för en förhållandevis stabil internationell konjunkturuppgång. Det fanns tecken på att en återhämtning både i Sverige och i omvärlden var på väg. Den gradvisa uppgången i den underliggande inflationen i kombination med oväntat höga löneökningar i framförallt tjänstenäringarna föreföll tyda på ett högre resursutnyttjande i den svenska ekonomin än vad Riksbanken antagit i tidigare bedömningar. Utvecklingen av löner och inhemska priser ansågs också indikera en relativt hög inflationsbenägenhet i den svenska ekonomin.

I slutet av 2002 inleddes den period med sänkningar av reporäntan som fortsatte in på 2004. Skälet till den mer expansiva penningpolitiken var att den internationella konjunkturuppgången hade börjat tappa fart. Industrikonjunkturen hade åter försämrats både i

omvärlden och i Sverige och fortsatt oro på de finansiella marknaderna med bland annat kraftiga börsfall hade bidragit till vikande optimism bland hushåll och företag i många länder. Den svagare efterfrågeutvecklingen i Sverige och utomlands och en väntad förstärkning av kronan bedömdes innebära en mer dämpad inflationsutveckling än vad som tidigare prognostiserats.

Under 2003 fortsatte Riksbanken som nämnts att lätta på penningpolitiken och reporäntan sänktes i mars, juni och juli med sammanlagt 1 procentenhet. Räntesänkningarna genomfördes mot bakgrund av att den internationella och svenska konjunkturbilden gradvis fortsatte att försämrats och den alljämt förväntade återhämtningen fick skjutas framåt i tiden. Utvecklingen föreföll bland annat bekräfta farhågor om att anpassningen av hushållens och företagens balansräkningar efter den dramatiska börsnedgången sedan 2000 skulle bli utdragen och

under förhållandevis lång tid dämpa konsumtion och investeringar. I början av året bidrog även säkerhetspolitisk oro i samband med kriget i Irak till förväntningar om en svagare utveckling.

Efter sänkningen i juli 2003 gjordes inga fler reporänteförändringar detta år. Inom Riksbankens direktion rådde uppfattningen att den återhämtning som en tid hållits tillbaka nu hade inletts, bland annat understödd av de reporäntesänkningar som redan genomförts. Inflationen utvecklades i linje med prognoserna och förväntningarna var att den framöver skulle komma att utvecklas enligt banor som, rensat för de tillfälliga elpriseffekterna, normalt kunde förväntas under en konjunkturuppgång. De oväntat låga inflationsutfallen i början av 2004 gjorde dock att Riksbanken omvärderade sin syn på det underliggande inflationstrycket. Detta föreföll bli lägre än väntat trots en något starkare konjunktur, bl.a. till följd av lägre importpriser,

RÄNTEBESLUT 2002

7 februari: Reporäntan hölls oförändrad på 3,75 procent. Eva Srejber reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,25 procentenheter med skälet att den osäkerhet kring utvecklingen i omvärlden som motiverade sänkningen i september inte längre kvarstod och det därför fanns anledning att föra penningpolitiken i en mindre expansiv riktning för att säkerställa att inflationsförväntningarna också framgent skulle ligga i linje med inflationsmålet.

18 mars: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 4,0 procent. Villy Bergström reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,5 procentenheter bland annat mot bakgrund av höga löneutfall och risk för kompensationskrav i lönerörelsen.

25 april: Reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter till 4,25 procent.

5 juni: Reporäntan hölls oförändrad på 4,25 procent. Eva Srejber reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,25 procentenheter bland annat mot bakgrund av att den ekonomiska politiken i de flesta länder fortfarande var mycket expansiv och att återhämtningen i den svenska ekonomin skedde från ett läge med redan högt resursutnyttjande och där inflation och inflationsförväntningar låg över målet.

4 juli: Reporäntan hölls oförändrad på 4,25 procent.

15 augusti: Reporäntan hölls oförändrad på 4,25 procent.

16 oktober: Reporäntan hölls oförändrad på 4,25 procent. Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter mot bakgrunden att den bild som presenterades i inflationsrapporten i praktiken gav en god grund för en räntesänkning samt att riskerna var stora för en ännu sämre utveckling i såväl Sverige som i omvärlden till följd av den säkerhetspolitiska situationen i Mellanöstern, fortsatt oro på de finansiella marknaderna, svagare inhemsk efterfrågan och minskad finanspolitisk stimulans.

14 november: Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 4,0 procent.

4 december: Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 3,75 procent. Eva Srejber reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde hållas oförändrad bland annat med motiveringen att inflationsrisken från arbetsmarknaden och lönebildningen sannolikt underskattats.

RÄNTEBESLUT 2003

6 februari: Reporäntan hölls oförändrad på 3,75 procent.

17 mars: Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 3,5 procent.

24 april: Reporäntan hölls oförändrad på 3,5 procent. Lars Nyberg och Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter och anförde som skäl bland annat att Riksbankens normala handlingsregel talade för detta och att de internationella nedåtriskerna för inflationen kunde antas vara något större än de inhemska uppåtriskerna.

4 juni: Reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter till 3,0 procent.

3 juli: Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 2,75 procent.

14 augusti: Reporäntan hölls oförändrad på 2,75 procent.

15 oktober: Reporäntan hölls oförändrad på 2,75 procent. Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter bland annat med hänvisning till att arbetsmarknaden var fortsatt svag och att det skulle komma att dröja ytterligare en tid innan företagen börjar nyanställa och konjunkturuppgången stabiliserar sig.

4 december: Reporäntan hölls oförändrad på 2,75 procent. Villy Bergström och Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter bland annat mot bakgrund av att den svenska konjunktoren riskerade att utvecklas svagare än i bedömningen i inflationsrapporten.

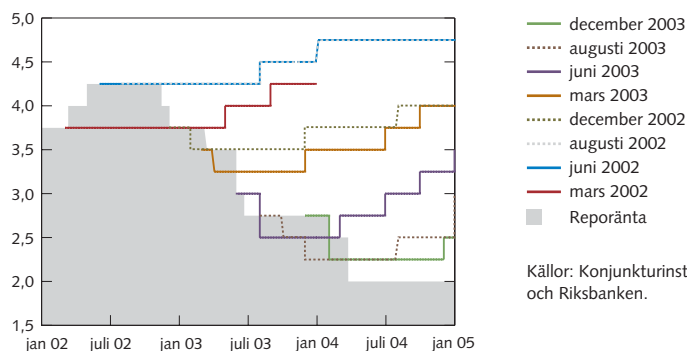
svagare arbetsmarknad och högre produktivitet än tidigare prognostiserat. Reporäntan sänktes därför i februari och mars 2004 med ytterligare sammanlagt 0,75 procentenheter.

Hade en annan utformning av penningpolitiken varit realistisk?

Som konstaterats ovan var den politik som fördes 2002-2003 baserad på en bild av konjunktur- och inflationsutsikterna som inte i några avgörande avseenden skilde sig från den som andra bedömare hade. Det fanns visserligen bedömare som menade att inflationen 2004 skulle komma att utvecklas något mer dämpat än vad Riksbanken räknade med, men skillnaderna jämfört med Riksbankens prognoser var förhållandevis små. De hade därför inte fått någon större betydelse för den förda politiken och därmed inte heller för hur mycket inflationen hade avvikit från målet.

En jämförelse med Konjunkturinstitutet, som var en av de prognosmakare som tidigare justerade ned sina inflationsprognoser, kan i detta sammanhang vara illustrativ. I diagram R16 visas de reporäntebanor som Konjunkturinstitutet förordade vid de 8 prognostillfällena under 2002 och 2003, liksom den faktiska utvecklingen av reporäntan. Det framgår att Konjunkturinstitut-

Diagram R16. Reporäntan enligt Konjunkturinstitutets prognoser 2002-2003 samt faktisk reporänta. Procent



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

et under 2003 förordade att reporäntan skulle sänkas i något snabbare takt än vad Riksbanken valde att göra, men också att det delade den uppfattning som de flesta bedömare hade, nämligen att en uppåtgående konjunktur och ett stigande inflationstryck skulle motivera höjningar av reporäntan redan under 2004.

Skillnaden mellan den faktiska reporäntan och den av Konjunkturinstitutet förordade räntan var i genomsnitt ganska liten under perioden, knappt 0,2 procentenheter. Med de effekter av penningpolitiken man i allmänhet räknar med, skulle inflationen 2004 bara ha hamnat marginellt närmare målet om Riksbanken följt Konjunkturinstitutets rekommendationer.

Det hade således ställts avsevärda krav på penningpolitiken för att inflationen 2004

skulle ha hamnat väsentligt närmare målet än vad som blev fallet. För det första skulle det ha krävts att Riksbanken hade kunnat förutse en utveckling som ingen annan prognosmakare lyckades förutsäga och som skulle visa sig bli drastiskt annorlunda än den rådande allmänna bilden av konjunktur- och inflationsutsikterna. Det hade således inte räckt med att Riksbanken gjort marginellt mer träffsäkra bedömningar än andra prognosmakare, de skulle ha behövt vara väsentligt mycket bättre.

För det andra skulle det ha krävts en politik som inte bara inneburit gradskillnader i förhållande till den som faktiskt fördes, utan en politik som varit dramatiskt annorlunda. Exempelvis skulle Riksbanken sannolikt ha behövt sänka reporäntan snabbt och kraftigt i början av 2002 istället för att höja den från 3,75 procent till 4,25 procent, såsom gjordes under våren. Konjunktur- och inflationsutsikterna vid den tidpunkten talade knappast för att drastiska lättnader i politiken var motiverade. Inflationen låg klart över målet och den etablerade uppfattningen var snarast att reporäntan så småningom behövde höjas. Som framgår av diagram R16 var t.ex. Konjunkturinstitutets syn i augusti 2002 att reporäntan borde hållas oförändrad på 4,25 procent för att därefter börja höjas under andra halvåret 2003. En rimlig slutsats är mot denna bakgrund att en politik som hade gjort att inflationen 2004 hade hamnat i linje med målet hade varit mycket svår att motivera givet den information som fanns tillgänglig under 2002.

Det är i sammanhanget också värt att notera att Riksbanken, efter den ökning i inflationen som orsakades av uppgången i energipriserna kring årsskiftet 2002–2003, gjorde bedömningen att det inte heller var önskvärt att föra en politik som syftade till att inflationen mätt i termer av KPI skulle hamna på målet 2004. Fallet i inflationen i början av 2004 var, som konstaterats ovan, till stor del en rekyl på uppgången ett år tidigare. Eftersom effekterna av energiprissvängningarna på inflationen väntades bli tillfälliga bedömdes det inte vara motiverat att försöka motverka dem med penningpolitiska åtgärder. Det fanns

således skäl att tolerera en viss målavvikelse nedåt under 2004, även om den faktiska målavvikelsen sedermera visade sig bli något större än väntat.

Det kan slutligen också vara värt att reflektera över vad konsekvenserna skulle ha kunnat bli av en betydligt mer expansiv penningpolitik under en period då den låga inflationen inte primärt berott på att efterfrågan utvecklats svagt utan istället till stor del varit ett resultat av en hög produktivitetstillväxt och en dämpad prisutveckling på importerade produkter. Det är t.ex. troligt att ökningen av hushållens upplåning och priserna på bostadsmarknaden, som redan idag är föremål för en del uppmärksamhet, hade blivit ännu starkare med en än mer expansiv penningpolitik som ytterligare hade spätt på viljan att låna.

Relationen mellan räntebeslut och prognoser

Även om det inte är rimligt att kräva att Riksbanken ska vara perfekt förutseende bör man kunna förvänta sig att penningpolitiken ska framstå som rimlig och konsekvent i ljuset av de förutsättningar som rådde vid beslutstillfällena. Ett sätt att undersöka de penningpolitiska beslutens rimlighet är att försöka besvara frågan om Riksbankens ränteförändringar varit lättförståeliga, givet de prognoser som gjordes. I de fall inflationsprognosen överstigit målet bör Riksbanken normalt ha höjt reporäntan medan inflationsprognoser under målet normalt bör ha resulterat i en räntesänkning.

En komplicerande omständighet i sammanhanget är att ränteändringar inte i alla lägen kan relateras till ett visst mått på inflationen enligt någon mekanisk handlingsregel, såsom att reporäntan alltid ändras när prognosen för UND1X avviker tillräckligt mycket från inflationsmålet på två års sikt. Det kan t.ex. uppstå lägen då inflationen påverkas av en störning, som inte fullt ut hinner klinga av i det tvååriga tidsperspektivet men som ändå inte har någon varaktig inverkan på inflationsutvecklingen. Det kan även vara så att en större störning till inflationen gör att en återgång till målet på två års sikt är förenad

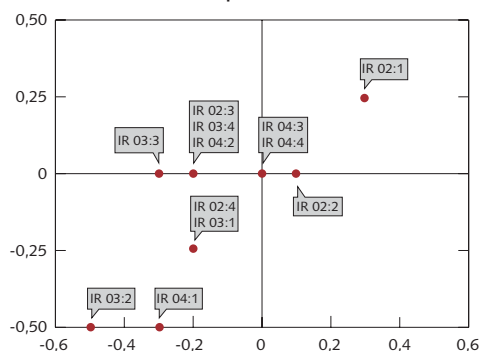
med alltför stora oönskade effekter på den reala ekonomin.¹⁹ Detta lägger vissa begränsningar på hur starkt samband man kan förvänta sig mellan reporänteförändringar och UND1X-prognoser på två års sikt, som är den relation som analyseras nedan.

Sambandet mellan reporäntebeslut och prognosavvikelser för UND1X på två års sikt illustreras i diagram R17, där också besluten under 2004 inkluderats. I samband med penningpolitiska sammanträden som inte sammanfaller med en inflationsrapport publiceras ingen sifferfatt inflationsprognos. I stället offentliggörs en mer kvalitativ inflationsbedömning i ett pressmeddelande. Tabell R6 sammanfattar de kvalitativa bedömningarna och räntebesluten vid sådana "melanliggande" sammanträden. Av diagrammet och tabellen framgår att det finns ett tydligt positivt samband mellan den prognostiserade målavvikelsen och räntebeslutet. Diagrammet illustrerar också att små prognostiserade målavvikelser inte alltid lett till en förändring av reporäntan och att målavvikelserna måste vara ganska stora för att räntan ska förändras med mer än de 0,25 procentenheter som under senare år varit den vanligaste storleken på en ränteförändring.

Som framgår av diagrammet och tabellen lämnades räntan oförändrad vid ett antal tillfällen trots att prognosen för UND1X-inflationen på ett par års sikt underskred inflationsmålet. Detta hänger samman med den utveckling av energipriserna som berörts ovan. Energipriserna svängde under 2003 på ett sätt som antogs påverka inflationen endast tillfälligt men som ändå inte bedömdes helt ha klingat av på två års sikt. Riksbanken valde därför att under en period fokusera på ett inflationsmått som rensats från energipriser, UND1X exklusive energi, som bättre ansågs avspegla den underliggande konjunkturrelaterade inflationen. Prognosen för detta inflationsmått var i linje med inflationsmålet

på två års sikt vid de tillfällen under 2003 då räntan lämnades oförändrad trots att prognosen för UND1X underskred målet. I samband med det penningpolitiska mötet i mars 2004 gjordes bedömningen att de tillfälliga effekterna från energiprissvängningarna skulle komma att klinga av från mitten av 2005 och att det därför inte längre fanns någon anledning att rensa för just energipriserna vid utformningen av penningpolitiken.

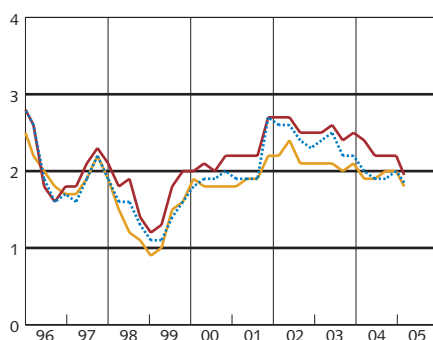
Diagram R17. Relationen mellan räntebeslut och prognoser.
Reporänteförändring på vertikal axel och prognostiserad målavvikelse på horisontell axel



Anm. Prognoserna avser riskjusterad UND1X på två års sikt.

Källa: Riksbanken.

Diagram R18. Olika aktörers inflationsförväntningar på två års sikt 1995-2005.
Procent



— Inköpschefer
... Arbetsmarknadens parter
— Penningmarknadens aktörer

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

Källa: Prospera.

¹⁹ Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och Valutapolitik* Nr 1, 1999, Sveriges Riksbank samt PM 1999-02-04, ärendebeteckning 1999-00351 DIR.

Tabell R6. Inflationsbedömning och räntebeslut vid penningpolitiska möten som inte sammanfaller med publiceringen av en inflationsrapport.

Datum	Kvalitativ bedömning	Räntebeslut
2002-02-07	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad
2002-04-25	inflationsprognosen över målet	höjning 0,25 procentenheter
2002-07-04	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad
2002-08-15	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad
2002-11-14	inflationsprognosen under målet	sänkning 0,25 procentenheter
2003-02-06	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad
2003-04-24	inflationsprognosen under målet	oförändrad
2003-07-03	inflationsprognosen under målet	sänkning 0,25 procentenheter
2003-08-14	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad
2004-02-05	inflationsprognosen under målet	sänkning 0,25 procentenheter
2004-04-28	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad
2004-05-27	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad
2004-08-19	inflationsprognosen i linje med målet	oförändrad

Källa: Riksbanken.

Inflationsförväntningarna

Inflationsförväntningarna kan ses som ett mått på allmänhetens förtroende för att Riksbanken kommer att uppnå sitt mål. När inflationen understiger målet så pass mycket som blev fallet 2004 är en rimlig fråga om ekonomins aktörer räknar med att Riksbanken kommer att lyckas föra tillbaka inflationen till målet på ett par års sikt. I diagram R18 visas hur förväntningarna om inflationen två år fram i tiden utvecklats bland olika ekonomiska aktörer sedan 1995. Som framgår av diagrammet har förväntningarna sedan 1996 varit rätt väl förankrade i Riksbankens mål då de i stort sett hållit sig inom toleransintervallet på 1-3 procent. Den för tillfället rådande låga inflationen förefaller inte heller ha påverkat de ekonomiska aktörernas förtroende för att inflationen kommer att kunna föras tillbaka till målet över en tvåårshorisont. Enligt diagrammet förväntar sig samtliga aktörer att inflationen på två års sikt kommer att ligga nära 2 procent.

Sammanfattning

Inflationen blev betydligt lägre än målet 2004. Att inflationen skulle falla kraftigt i inledningen av året var något som Riksbanken räknade med redan i början av 2003, eftersom prisnivån då hade pressats upp onormalt mycket av en tillfällig uppgång i energipriserna. Viktiga skäl till att inflationen sedan blev lägre än väntat var att en överraskande hög produktivitetstillväxt bidrog till ett dämpad inhemskt kostnadstryck och att den importerade inflationen blev oväntat låg. Även om detta var faktorer som Riksbanken inte lyckades förutsäga stod sig Riksbankens prognoser väl jämfört med ett genomsnitt av andra bedömare. Den något lättare penningpolitik som förespråkades av vissa bedömare hade sannolikt inte medfört att inflationen hamnat mer än marginellt närmare målet. Den rådande låga inflationen förefaller inte ha påverkat förtroendet för att inflationen på ett par års sikt åter kommer att vara i linje med målet.