



# Inflationsrapport

2005:2



# Innehåll

- FÖRORD 5
  
- SAMMANFATTNING 7
  - Inflationsbedömning 10
  
- INFLATIONENS BESTÄMNINGSFAKTORER 15
  - De finansiella marknaderna 15
  - Den internationella utvecklingen 19
  - Den ekonomiska utvecklingen i Sverige 24
  - Inflationsförväntningar 34
  
- INFLATIONSBEDÖMNING 47
  - Inflationsutsikterna i huvudscenariot 47
  - Riskbilden 52

## *Fördjupningsrutor*

- Arbetsmarknadsutvecklingen framöver – utvecklingen i andra länder och betydelsen av tillväxtens sammansättning 36
- Varför är de svenska importpriserna så låga? 42
- Prognoser på längre sikt under antagande om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna 56



## ■ Förord

Målet för Riksbankens penningpolitik är att begränsa inflationen till 2 procent, med en tolerans för avvikelser från denna nivå på +/- 1 procentenhet. Riksbankens samlade syn på inflationsutsikterna redovisas i inflationsrapporter. Direktionens penningpolitiska beslut och överväganden redovisas i separata pressmeddelanden. Inom direktionen kan det finnas olika åsikter om inflationsutsikterna framöver. Direktionsmedlemmarnas bedömningar och individuella ställningstaganden till det penningpolitiska beslutet redovisas i protokoll från direktionens penningpolitiska möten. Eventuella meningsskilljaktigheter i synen på inflationsutvecklingen redovisas sålunda i det särskilda protokoll från direktionens sammanträde den 20 juni som kommer att publiceras den 5 juli 2005.

Denna inflationsrapport återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 2 juni och 14 juni 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.

Analyserna i rapportens huvudscenariot utgår som vanligt från antagandet att reporäntan hålls oförändrad under två år. Inflationsutsikterna under detta antagande redovisas sålunda t.o.m. andra kvartalet 2007. Prognoserna bygger även på flera andra viktiga antaganden, som redovisas närmare i inflationsrapporten.

I en fördjupningsruta redovisas inflationsprognoser som baseras på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med de finansiella marknadernas förväntningar (mätta med s. k. implicita terminräntor). Dessa prognoser sträcker sig fram t.o.m. andra kvartalet 2008. Prognoserna i fördjupningsrutan bidrar till att bredda det penningpolitiska beslutsunderlaget. En ränteutveckling i linje med terminräntorna ska inte tolkas som det antagande för penningpolitiken som Riksbankens direktion anser vara mest sannolikt.

Inflationsrapporten inleds med en sammanfattning. Därefter diskuteras utvecklingen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer. Avslutningsvis presenteras Riksbankens samlade bedömning av inflationsutsikterna i huvudscenariot (under antagandet om oförändrad reporänta) och de viktigaste riskerna i denna bedömning. Rapporten innehåller som vanligt några fördjupningsrutor vars syfte är att förmedla en djupare kunskap i olika frågor som är viktiga för inflationsbedömningen.

*Stockholm i juni 2005*

Lars Heikensten

RIKSBANKSCHEF



## ■ Sammanfattning

*Tillväxten i världsekonomin är överlag fortsatt god. I euroområdet har tillväxten emellertid dämpats mer än prognostiserat. Även i Sverige har BNP-tillväxten mattats betydligt mer i början av året än beräknat och prognosen för tillväxten för 2005 har reviderats ned kraftigt. Det mesta talar för att det rör sig om en tillfällig inbromsning men resursutnyttjandet förväntas ändå bli lägre under prognosperioden än i bedömningen i mars. Det inhemska kostnadstrycket beräknas bli svagt. Samtidigt är den importerade inflationen låg beroende på hög konkurrens på världsmarknaden. Resursutnyttjandet och inflationen ökar efter hand men inflationen väntas ändå understiga 2 procent under de närmaste två åren. Osäkerheten om konjunkturen internationellt och i Sverige innebär att det är större risk för att inflationen blir lägre än i huvudscenariot än att den blir högre.*

### ■ ■ BNP-tillväxten i omvärlden är god men avtar.

BNP-tillväxten i omvärlden var stark förra året. Riksbankens bedömning i förra inflationsrapporten var att den internationella tillväxten skulle mattas något i år och under de kommande två åren, delvis till följd av en mindre expansiv ekonomisk politik. Tillväxten bedömdes ändå vara så stark att det globala resursutnyttjandet skulle stiga.

Den information om den internationella utvecklingen som har inkommit sedan i mars tyder på att tillväxten i euroområdet har dämpats mer än väntat. I USA däremot verkar de svaghetstecken som noterades i början av året endast ha varit tillfälliga. Tillväxten i Asien har varit hög; Kina utvecklas starkt och Japans tillväxt ser ut att återhämta sig. Samtidigt har importen i de länder som är Sveriges viktigaste handelspartners varit oväntat svag. Sammantaget talar denna utveckling, tillsammans med ett fortsatt högt oljepris, för en nedrevidering av prognosen för svensk exportmarknadstillväxt i år och nästa år.

Riksbankens bedömning i huvudscenariot är fortfarande att tillväxten i omvärlden kommer att vara god men avta något. Den expansiva ekonomiska politik som förs just nu innebär tillsammans med ökad efterfrågan från bland annat Asien att världshandeln stimuleras. Företagens balansräkningar är generellt sett starka, inte minst i USA, samtidigt som vinsterna är goda. Marknadsröntorna har dessutom blivit lägre sedan den förra inflationsrapporten. Detta bör bidra till att motverka de tendenser till avmattning i konjunkturen som har noterats under senare tid. Detta talar för en relativt hög global BNP-tillväxt under de kommande åren, även om den avtar. Det globala resursutnyttjandet ökar därmed om än i ganska måttlig takt. Tillväxten bedöms inte vara så hög att den leder till någon kraftig ökning av det internationella pristrycket. Ökande internationell konkurrens pressar priserna världen över (se fördjupningsrutan "Varför är de svenska importpriserna så låga?"). Att olje- och råvarupriserna bedöms falla framöver motverkar också en snabb uppgång i inflationen.

## ■ ■ Oväntat svag tillväxt i Sverige.

En stark internationell efterfrågan på svenska varor och tjänster gav en hög tillväxt i exporten och BNP förra året. Även investeringarna tilltog efter att ha utvecklats svagt sedan 2001. I den senaste inflationsrapporten i mars förväntades tillväxten i Sverige bli något lägre i år jämfört med i fjol, bland annat till följd av att exporten inte väntades öka lika snabbt som under förra året. I stället bedömdes företagens investeringar och hushållens konsumtion svara för merparten av ökningen i efterfrågan. Trots dämpningen i tillväxten antogs aktiviteten i ekonomin vara så hög att resursutnyttjandet skulle stiga.

Ny statistik tyder på att tillväxten mattas mer än väntat i år. Under det första kvartalet i år blev BNP-tillväxten betydligt lägre än vad Riksbanken prognostiserade i mars. Det var inte enbart exporten som växte långsammare än förväntat. Såväl hushållens konsumtion som den offentliga konsumtionen utvecklades svagare än väntat. Där-  
emot ökade investeringarna starkt, ungefär i linje med prognosen.

Det mesta talar trots detta för att tillväxten i Sverige blir relativt god framöver. Produktiviteten ökar fortfarande starkt, i linje med prognosen. Hushållens och företagens finansiella situation har stärkts vilket talar för en god tillväxt i privat konsumtion och investeringar åren framöver. Det låga ränteläget och den fortsatta uppgången i investeringar och byggande talar också för detta. Hushållens reala inkomster ökar till följd av både en stabil ökning i de nominella lönerna, låg inflation och en expansiv finanspolitik. När arbetsmarknaden så småningom förbättras bör detta leda till ökad framtidsoptimism och snabbare konsumtionstillväxt. Investeringar och export bör samtidigt stimuleras av att världsmarknaden växer i god takt och att företagen gjort goda vinster och kunnat förbättra sina balansräkningar. Kronan har försvagats på senare tid och även om en starkare utveckling förväntas bedöms den ändå vara svagare framöver än i föregående inflationsrapport vilket bör gynna utsikterna för exporten.

Fallet i såväl arbetade timmar som produktion under första kvartalet beror dessutom i hög grad på den överraskande svaga utvecklingen inom den offentliga sektorn. Den offentliga verksamhetens utveckling är inte på samma vis som t.ex. privat konsumtion och investeringar ett uttryck för den underliggande kraften i konjunkturen. Politiska signaler talar också för att såväl konsumtionen som antalet arbetade timmar i den offentliga sektorn inte kommer att fortsätta utvecklas svagt utan snarare stiga.

Det fortsatt svaga läget på arbetsmarknaden inger dock en viss oro. Om inte sysselsättningen börjar öka är det möjligt att hushållen även framöver väljer att spara en stor del av sin inkomst och endast i mindre utsträckning ökar sin konsumtion.

Den sammantagna bedömningen i huvudscenariot är alltså att det första kvartalets låga tillväxt i Sverige framförallt är en tillfällig uppbromsning och inte inledningen på en konjunkturedgång.



Utvecklingen det första kvartalet innebär ändå att resursutnyttjandet i svensk ekonomi inte har ökat på senare tid utan snarare fallit och att BNP-tillväxten i Sverige blir betydligt lägre i år än vad som antogs i den förra inflationsrapporten. Prognosen för tillväxten 2006 revideras också ned men i mindre utsträckning, av skäl som redovisats ovan. Resursutnyttjandet bedöms således stiga framöver men relativt långsamt och från en lägre nivå än i tidigare prognoser.

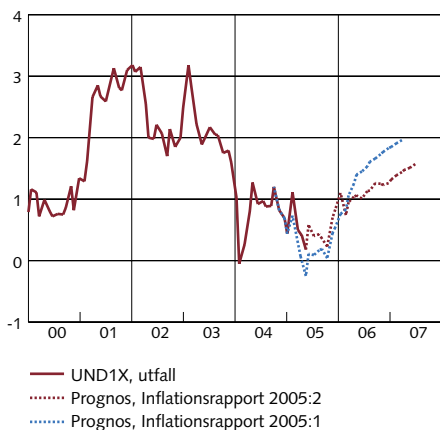
#### ■ ■ Kostnadstrycket är lågt men väntas tillta.

Trots att den svenska tillväxten var hög 2004 utvecklades arbetsmarknaden svagt. Att företagen kunde öka produktionen utan att nyanställa berodde på att produktiviteten var hög och på att medelarbetstiden steg. Hög tillväxt i produktiviteten i kombination med en relativt långsam ökning i de totala lönekostnaderna medförde att företagens produktionskostnader föll med drygt 1 procent förra året.

I år har förväntningarna varit inställda på att sysselsättningen skulle börja stiga en aning. Avmattningen i BNP-tillväxten ökar osäkerheten i den bedömningen. Indikatorer från arbetsmarknaden i form av exempelvis ett ökat antal nyanmälda lediga platser och minskade varsel talar dock för att arbetsmarknaden är på väg att förstärkas. För detta talar också åtgärder som presenterats i regeringens vårproposition. En viss nedrevidering av sysselsättningen har ändå gjorts för i år och den beräknade uppgången i sysselsättningen bedöms nu i större utsträckning komma till stånd genom arbetsmarknadspolitiska åtgärder. Under de kommande två åren bedöms däremot antalet sysselsatta öka mer som en följd av en ökad inhemsk efterfrågan och produktion. Framförallt är det i den privata tjänstesektorn och byggsektorn som nya anställningar väntas uppstå. Den svagare BNP-tillväxten har dock trots de åtgärder som sätts in föranlett en nedrevidering av sysselsättningen under 2006 och 2007 i jämförelse med inflationsrapporten i mars.

I takt med att antalet sysselsatta och arbetade timmar stiger antas tillväxten i produktiviteten av cykliska skäl avta. Under 2007 ökar produktiviteten i näringslivet enligt prognosen med drygt 2 procent, vilket är lägre än genomsnittet för 1990-talet men högre än på 1980-talet. Att produktiviteten ökar långsammare efter en period av hög tillväxt är normalt men exakt hur mycket den kommer att bromsa in är svårt att avgöra. Lönekostnaderna ökar samtidigt något i takt med att läget på arbetsmarknaden förbättras. Sammantaget medför detta att företagens kostnader väntas öka något. Men då resursutnyttjandet även i slutet av prognosperioden bedöms vara relativt måttligt antas uppgången i det inhemska kostnadstrycket bli begränsad. I förhållande till bedömningen i mars väntas kostnadstrycket bli svagare till följd av ett lägre resursutnyttjande och en svagare sysselsättningsutveckling.

Diagram 1. UND1X-inflationen, utfall och prognoser.  
Konstant reporänta.  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

## Inflationsbedömning

Inflationen har sedan slutet av 2003 varit låg (se diagram 1). I maj i år uppgick de årliga prisstegringarna mätt med KPI och UND1X till 0,1 respektive 0,2 procent. Det är ändå något högre än vad som förväntades i mars vilket delvis beror på ett oväntat högt oljepris. Flera faktorer har bidragit till de långsamma prisökningarna. Det inhemska kostnadstrycket är lågt på grund av hög tillväxt i produktiviteten och låga lönekostnadsökningar. Till viss del kan detta kopplas till ett relativt svagt resursutnyttjande. Men även mer strukturella faktorer, som ökad konkurrens i t.ex. livsmedelsbranschen, har bidragit till att produktiviteten ökat snabbt och inflationen varit låg. Priserna på importerade varor i KPI rensat för oljepriser har samtidigt fallit sedan mitten av 2003. Nedgången är bred och beror antagligen delvis på att kronan mellan september 2001 och början av detta år stärkts med drygt 15 procent. Men nedgången beror även på ändrade handelsmönster som innebär ökad import från lågkostnadsländer som Kina (se fördjupningsrutan "Varför är de svenska importpriserna så låga?"). Till detta kommer att EU avskaffade importkvoterna på kläder och textilier i januari 2005, något som troligen bidragit till att prisökningstakten på kläder hittills i år varit måttlig.

Under resten av detta år väntas inflationen förbli låg. Till viss del hålls inflationen tillbaka av strukturella faktorer som inte kan förväntas vara varaktiga, t.ex. fallande livsmedelspriser. Dessutom väntas tillväxten i produktiviteten vara fortsatt hög, vilket dämpar kostnadstrycket och därmed prisökningstakten.

Under de kommande åren bedöms sedan inflationen öka men i ganska måttlig takt beroende bl.a. på att resursutnyttjandet, även om det ökar, är relativt lågt. Uppgången följer av en viss stegring i löneökningstakten och en lägre tillväxt i produktiviteten. Därmed tilltar det inhemska kostnadstrycket. Detta talar för att den inhemska inflationen kommer att bli högre under 2006 och 2007 än under 2005. Den importerade inflationen väntas också börja stiga svagt till följd av ett stigande resursutnyttjande i världsekonomin. Det internationella pristrycket väntas dock vara lågt även under de kommande åren och importpriserna stiger endast svagt i slutet av prognosperioden.

Jämfört med Riksbankens bedömning i mars har inflationsprognosen reviderats upp på kort sikt men ned på längre sikt (se tabell 1). Högre oljepris och svagare växelkurs motiverar en upprevidering av prognosen i år trots en svagare tillväxt. Den svagare tillväxten dominerar dock bilden framöver och har lett till en lägre förväntad inflation under 2006 och 2007.

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

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

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egna hem rensat för effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner. UNDINHX avser priser på i huvudsak inhemska producerade varor och tjänster i UND1X. UNDIMPX avser priser på i huvudsak importerade varor och tjänster i UND1X.

Källor: SCB och Riksbanken.

### ■ ■ Inflationen kan bli lägre än i huvudscenariot.

I inflationsrapporten i mars bedömdes riskbilden för inflationen vara balanserad. I nuvarande läge gör Riksbanken bedömningen att riskerna för en lägre inflation är något större än riskerna för en högre inflation, trots att inflationen revideras ned förhållandevis kraftigt i huvudscenariot. Riskerna sammanhänger framförallt med osäkerheten om konjunkturutvecklingen, internationellt såväl som i Sverige.

Konjunkturen har inte förstärkts som väntat i euroområdet och det finns en risk för att tillväxten i efterfrågan där blir fortsatt svag. En viss osäkerhet finns även när det gäller utvecklingen i USA, där goda och dåliga nyheter om konjunkturen avlöst varandra på senare tid. Hushållens sparande är lågt och en anpassning är inte osannolik i takt med stigande räntor. Underskottet i USA:s bytesbalans skulle kunna leda till en abrupt anpassning av dollarn och till en snabbare uppgång i ränteläget än vad som antas i huvudscenariot, med risk för negativa återverkningar på världsekonomin. Det är också möjligt att den snabba tillväxten i Asien bromsas upp mer än väntat. Till exempel kan det finnas en anledning till att känna en viss oro för utvecklingen av den kinesiska ekonomin. Oljepriset utgör som vanligt en riskfaktor för konjunkturen, även om dess utveckling delvis sammanhänger med de övriga källorna till osäkerhet som just räknats upp. Ett fortsatt högt oljepris kan verka dämpande på den internationella konjunkturutvecklingen och samtidigt leda till högre inflation än i huvudscenariot. Men det är också rimligt att tro att en svagare utveckling i euroområdet, USA eller Asien kan leda till minskad efterfrågan på olja och ett lägre oljepris.

Osäkerheten om konjunkturutvecklingen i Sverige är delvis beroende av riskerna för den internationella utvecklingen och vad de betyder för den svenska exporten. Till detta kommer ett antal inhemska risker, förknippade framförallt med arbetsmarknaden och konsumtionen. Om det inte sker någon förbättring av arbetsmarknadsläget riskerar uppgången i hushållens konsumtionsefterfrågan att bli svagare än beräknat.

Sammantaget innebär utvecklingen av konjunkturen internationellt och i Sverige att det finns en risk för att inflationen blir lägre än i huvudscenariot.

Det finns vidare risker som är relaterade till mer strukturella förhållanden. I huvudscenariot bedöms nu det internationella pristrycket vara något lägre än vad som tidigare antagits. En skärpt inhemsk konkurrens vad gäller livsmedel antas samtidigt hålla ned inflationen framförallt i år. Det är emellertid osäkert hur dessa faktorer påverkar inflationen framöver. Det är möjligt att de får större effekt, eller blir mer ihållande, och därmed kan inflationen bli lägre än i huvudscenariot. Samtidigt kan det inte uteslutas att betydelsen av de prisdämpande faktorerna överskattats.

En annan faktor som bidragit till den låga inflationen under senare tid är den snabba tillväxten i produktiviteten. Det är inte helt klart varför produktiviteten utvecklats så starkt. Osäkerheten om hur produktiviteten kommer att utvecklas framöver är därför stor. I huvudscenariot antas att tillväxten i produktiviteten avtar när konjunkturen stärks, vilket är det normala i ett sådant konjunkturläge. Det finns dock en risk för att den höga tillväxtens varaktighet underskattas. Det är också möjligt att tillväxten i produktiviteten mattas snabbare än vad som antas i huvudscenariot.

Kronan har den senaste tiden inte stärkts i linje med vad som förväntats, vilket troligen sammanhänger med tecknen på en svagare tillväxt i Sverige och effekterna av detta på förväntningarna om penningpolitiken. I huvudscenariot sker en förstärkning av kronan men riskerna för den internationella och inhemska konjunktur-utvecklingen medför en risk för en svagare krona. Om kronan inte stärks på det sätt som antas i huvudscenariot, utan är kvar på en svag nivå, skulle detta kunna medföra högre inflation på ett och två års sikt men också större nettoexport och BNP-tillväxt. Effekterna blir dock olika beroende på vilka orsakerna till kronförsvagningen visar sig vara. Om kronförsvagningen är en följd av vikande efterfrågan i Sverige eller utomlands, blir de sammantagna effekterna på svensk tillväxt och inflation sannolikt inte problematiska. Annorlunda skulle det kunna bli om en svag svensk krona skulle komma att gå hand i hand med en fortsatt konjunkturuppgång.

Sammanfattningsvis gör Riksbanken bedömningen att sannolikheten är något större för att inflationen blir lägre än i huvudscenariot än att den blir högre (se tabell 1 och 2).

**Tabell 2. Inflationsprognos som beaktar riskbilden. Konstant reporänta. Årlig procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal	
	2005	2006	jun-06	jun-07
KPI	0,3 (0,1)	1,1 (1,5)	1,1 (1,6)	1,6
UND1X	0,5 (0,2)	1,0 (1,4)	0,9 (1,4)	1,5

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Siffrorna avser medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 44-45.

Källor: SCB och Riksbanken.

## ■ ■ Terminsräntorna spår högre reporänta framöver.

Riksbanken tar även fram prognoser som utgår ifrån att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna. Reporäntan antas denna gång följa ett 15-dagars genomsnitt av de implicita terminsräntorna per den 1 juni 2005. Dessa prognoser för inflationen görs fram till juni 2008. Den räntebana som används i denna prognos innebär att penningpolitiken lättas på kort sikt. Från och med mitten av 2006 höjs sedan reporäntan långsamt och uppgår till knappt 3,5 procent i slutet av 2008.

Denna räntebana väntas ge ungefär samma tillväxt under 2005 och 2006 som i fallet med en konstant reporänta. Under 2007 väntas exporten, investeringarna och konsumtionen utvecklas något svagare än i huvudscenariot. BNP-tillväxten bedöms då uppgå till 2,4 procent vilket är 0,3 procentenheter lägre än i fallet med konstant reporänta.

Bedömningen av resursutnyttjandet under 2005 och 2006 är därmed ungefär densamma som i fallet med en konstant reporänta. Det gäller även synen på den framtida inflationen. Under 2007 och 2008 bedöms kostnadstrycket och inflationen fortsätta att öka långsamt. I mitten av 2008 väntas UND1X-inflationen hamna strax under målet (se diagram 2 och tabell 3).

**Tabell 3. UND1X-inflationen, prognos till 2008 som bygger på implicita terminsräntor och konstant reporänta. Årlig procentuell förändring**

UND1X	Årsgenomsnitt			Tolvmånaderstal		
	2005	2006	2007	jun-06	jun-07	jun-08
Implicita terminsräntor	0,5	1,2	1,6	1,1	1,6	1,8
Konstant reporänta	0,5	1,1		1,0	1,6	

Källor: SCB och Riksbanken.

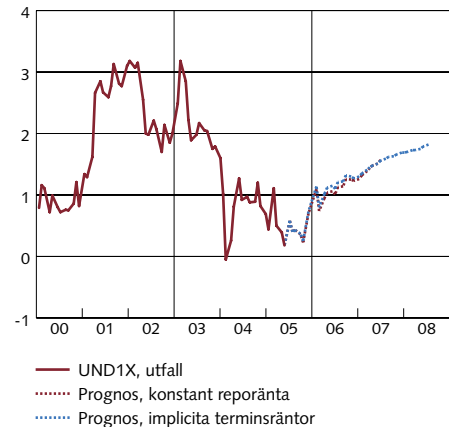
**Tabell 4. Nyckeltal. Konstant reporänta. Procent och årlig procentuell förändring**

Nyckeltal	2005	2006	2007
BNP OECD-19, förändring	2,5 (2,6)	2,6 (2,8)	2,7 (2,7)
Råoljjepris, årsgenomsnitt, USD/fat	48 (43)	46 (40)	44 (38)
Marknadstillväxt för svensk export	6,0 (7,0)	6,7 (6,9)	6,8 (6,8)
SEK/TCW, årsgenomsnitt	125,4 (123,6)	123,7 (122,5)	123,2 (122,5)
BNP till marknadspris, förändring	1,9 (3,2)	2,7 (3,2)	2,7 (2,8)
Timlön, hela ekonomin, förändring	3,5 (3,5)	3,7 (3,9)	4,0 (4,2)
Arbetsproduktivitet i näringslivet, förändring	2,6 (2,8)	2,3 (2,3)	2,1 (2,1)
Enhetsarbetskostnad i näringslivet, förändring	0,6 (0,7)	1,9 (2,1)	1,9 (2,2)
Sysselsatta personer, förändring	0,3 (0,5)	0,7 (1,4)	0,9 (1,2)
Öppen arbetslöshet, procent	5,2 (5,1)	4,9 (4,4)	4,5 (4,0)
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	1,3 (1,5)	1,5 (1,6)	1,8 (1,8)

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källor: AMS, International Petroleum Exchange, OECD, SCB och Riksbanken.

**Diagram 2. UND1X-inflationen, prognoser som bygger på konstant reporänta till juni 2007 respektive på implicita terminsräntor till juni 2008. Årlig procentuell förändring**



Källor: SCB och Riksbanken.



# ■ Inflationens bestämningsfaktorer

## De finansiella marknaderna

*De internationella obligationsräntorna är alltså mycket låga. I USA har centralbanken fortsatt att höja styrräntan i linje med marknadens förväntningar. De tecken som finns på att den internationella konjunkturen dämpats har medfört att aktörerna på penningmarknaden förväntar sig lägre styrräntor framöver än vad de förväntade sig i mars. Detta gäller både i euroområdet och i Sverige. Sedan den föregående inflationsrapporten har kronan försvagats.*

### ■ ■ Fortsatt sjunkande långräntor.

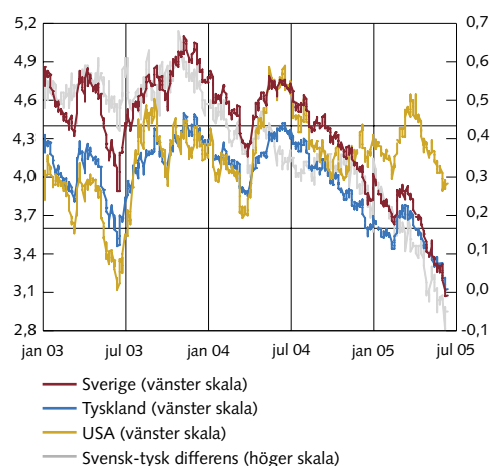
Under större delen av förra året föll de internationella obligationsräntorna trots att den internationella konjunkturen återhämtade sig. Rättnedgången bröts efter årsskiftet då obligationsräntorna började stiga. Uppgången visade sig dock vara tillfällig. De 10-åriga obligationsräntorna är nu mellan 0,5 till 0,9 procentenheter lägre än vid publiceringen av den förra inflationsrapporten i mars (se diagram 3). En bidragande orsak till rättnedgången i Sverige och euroområdet är att penningmarknadsaktörernas förväntningar om när styrräntorna skall börja höjas har förskjutits längre framåt i tiden.

Även om det finns tecken på en viss uppbromsning av den internationella konjunkturen väntas tillväxten bli god även framöver. Detta brukar normalt få till följd att obligationsräntorna successivt stiger. Mot denna bakgrund har obligationsräntorna i flertalet länder varit överraskande låga, både när man ser till konjunkturläget och till hur sambanden sett historiskt.

De låga obligationsräntorna avspeglar att det totala sparandet i världen är relativt högt och att viljan att investera i de industrialiserade länderna är relativt låg. Detta innebär att avkastningskraven pressats tillbaka. Även riskpremierna har varit mycket låga, vilket betyder att placerarna inte har fått mer avkastning trots att de har tagit en högre risk. Detta framgår av att skillnaderna mellan räntor på olika marknader varit ovanligt små. I takt med att den globala investeringskonjunkturen under den senaste tiden har återhämtat sig har ränteskillnaderna dock börjat stiga. Både i USA och i euroområdet har räntedifferenserna mellan företagsobligationer och statspapper ökat. Den stigande räntan på företagsobligationer kan delvis bero på att ett par stora internationella företags riskbetyg nyligen graderats ned. Men räntorna har även stigit på andra företagsobligationer vars utgivare har god kreditvärdighet. Även skillnaderna mellan bankräntor och statspapper har ökat, såväl i omvärlden som i Sverige. Sålunda har riskpremierna ökat något mot en mer normal nivå men de är alltså på låga nivåer i ett historiskt perspektiv.

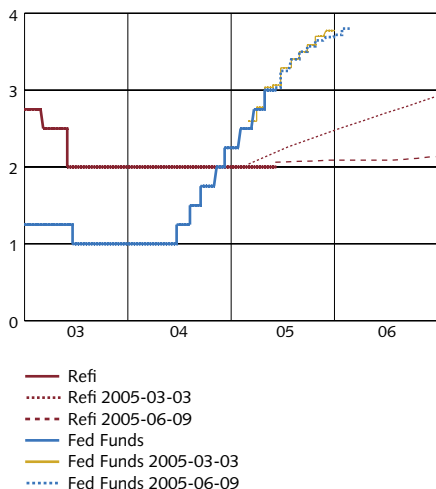
Ytterligare en förklaring till det låga ränteläget är ökade krav på att livförsäkringsbolagen bättre ska balansera sina tillgångar mot sina långsiktiga åtaganden. Denna process pågår såväl inom EU som ut-

Diagram 3. Statsobligationsräntor med 10 års löptid för Sverige, Tyskland och USA samt den svenska räntedifferensen mot Tyskland. Procent



Källa: Riksbanken.

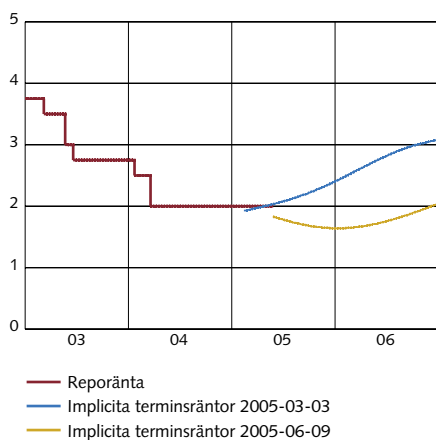
**Diagram 4. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet och USA enligt ränteterminer och Fed Funds-kontrakt. Procent**



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

Källa: Riksbanken.

**Diagram 5. Penningpolitiska förväntningar i Sverige enligt penningmarknadsinstrument. Procent**



Källa: Riksbanken.

anför unionen. Förändringen har medfört och kommer att fortsätta bidra till att den globala efterfrågan på obligationer med lång löptid gradvis ökar, något som i sin tur kan komma att pressa ned de långa obligationsräntorna ytterligare.

I många länder har därför också utbudet på långa obligationer ökat. Franska staten emitterade exempelvis en obligation med 50 års löptid i början av året och USA återupptar sannolikt emissioner av 30-åriga statsobligationer. I Danmark, där de nya reglerna redan genomförts, har bolagen kunnat tillgodose förändringarna, bland annat genom att öka innehavet av utländska obligationer. Även de svenska livförsäkringsbolagen kommer att anpassa sig efter de nya balanskraven. Det kan inte uteslutas att förändringen kan pressa ned de långa obligationsräntorna i Sverige mer.

### ■ ■ Förväntningar om sänkt reporänta.

Sedan den föregående inflationsrapporten i mars har Federal Reserve höjt styrräntan med 0,5 procentenheter från 2,5 till 3 procent. Höjningarna har hittills skett i linje med marknadens förväntningar. Det har funnits tecken på en kortvarig uppbromsning av återhämtningen i konjunkturen i USA men de har inte medfört att de penningpolitiska förväntningarna ändrats nämnvärt. Enligt prissättningen på penningmarknaden väntas Federal Reserve successivt höja styrräntan till 3,75 procent i början av nästa år (se diagram 4). Ränthöjningarna har tillsammans med de fallande obligationsräntorna samtidigt inneburit att skillnaden mellan statsobligationsräntor och styrräntan minskat betydligt, det vill säga avkastningskurvan har blivit flackare.

ECB har hållit sin styrränta, den så kallade referäntan, oförändrad på 2 procent i drygt två års tid. Fallet i de långa obligationsräntorna har inneburit att skillnaden mellan statsobligationer och styrräntan blivit mindre även här. Nyinkommen statistik har tolkats av marknadsaktörerna som signaler om att tillväxten blir något svagare än tidigare väntat. Det har bidragit till att pressa ned de långa räntorna. Samtidigt har förväntningarna om tidpunkten för den första höjningen av referäntan skjutits på framtiden. Tidigare väntades ECB höja referäntan till 2,25 procent (se diagram 4) i mitten av sommaren. Dessa förväntningar har nu senarelagts till efter årsskiftet. Sedan den föregående inflationsrapporten har också euron försvagats mot dollarn med omkring 9 procent. De låga långräntorna och den svagare euron bidrar till att något mildra effekterna av den dämpade konjunkturen inom området.

Även i Sverige har det kommit signaler om att den svenska konjunkturuppgången dämpats. Till skillnad från euroområdet har det lett till att marknaden väntar sig en viss sänkning av reporäntan (se diagram 5). Omsvängningen i marknadens förväntningar har inneburit att ECB:s referänta nu förväntas vara högre än den svenska reporäntan till slutet av nästa år.



## ■ ■ Försvagad krona.

Kronan har försvagats både mot dollarn och mot euron sedan förra inflationsrapporten. Den senaste tidens försvagning mot euron är delvis ett resultat av att förväntningarna om styrräntorna ändrats. I ett längre perspektiv bedömer Riksbanken att kronan ska stärkas, mätt i termer av TCW-index. Precis som tidigare grundar sig den bedömningen på att Sverige i förhållande till omvärlden har relativt sett bättre tillväxtutsikter och en stark finansiell ställning. Kronan väntas dock bli svagare än vad som bedömdes i den föregående inflationsrapporten. Den ändrade prognosen beror delvis på utfall men är även en följd av att långräntorna och BNP-tillväxten revideras ned mer i Sverige än i omvärlden. Prognosen för TCW-index revideras upp till i genomsnitt 125,4 för 2005, till 123,7 för 2006 och till 123,2 för 2007. I förhållande till inflationsrapporten i mars innebär detta en försvagning med cirka 1,8 indexenheter 2005, med 1,2 indexenheter 2006 och med 0,7 indexenheter 2007 (se diagram 6).

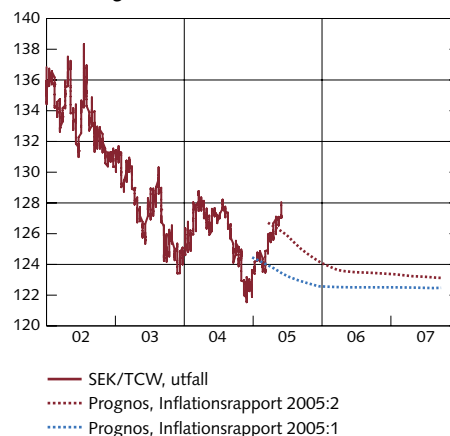
## ■ ■ Stabil börsutveckling.

Det svenska börsindexet OMX samt det amerikanska indexet S&P och det tyska DAX-indexet har inte ändrats nämnvärt sedan i mars (se diagram 7). Fjollårets starka internationella konjunkturutveckling medförde att företagen gjorde högre vinster och stärkte sina balansräkningar. Vinstökningen var fortsatt god under det första kvartalet i år. Samtidigt har osäkerheten om styrkan i den internationella konjunkturs återhämtning tilltagit något. I Sverige var det främst de traditionella verkstadsföretagen och telekombolagen som visade starka resultat för det första kvartalet i år. I flertalet kvartalsrapporter uppger dock de svenska industriföretagen att antalet order från Europa minskar något. Eftersom den internationella konjunkturåterhämtningen väntas fortsätta talar dock det mesta för en fortsatt god vinstutveckling framöver.

## ■ ■ Svagare real växelkurs.

Sammantaget har utvecklingen på de finansiella marknaderna varit mer dämpad till följd av att konjunkturen ser ut att ha utvecklats svagare än tidigare. Penningmarknadsräntorna och de långa obligationsräntorna är mycket låga, både i Sverige och internationellt. Även om de låga räntorna delvis beror på speciella faktorer understödjer räntorna en konjunkturåterhämtning. Att bankräntor och räntor på företagsobligationer stiger i relation till räntor på statspapper är att vänta mot bakgrund av att riskpremierna varit starkt nedpressade. Sedan den förra inflationsrapporten har kronans kurs försvagats jämfört med konkurrentländernas och eftersom Sveriges inflation samtidigt är lägre än andra länders har den relativa prisnivån i Sverige, den reala växelkursen, blivit svagare (se diagram 8). Utvecklingen på de finansiella marknaderna bidrar till att motverka de tendenser till avmattning i konjunkturen som har noterats under senare tid.

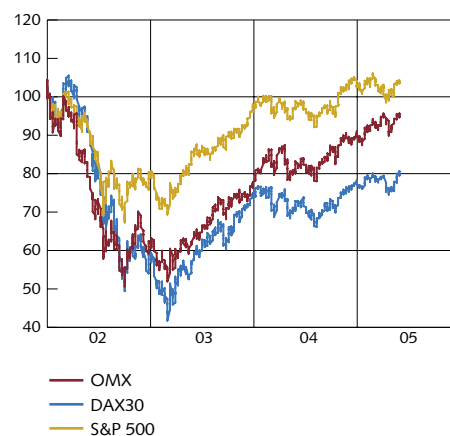
Diagram 6. Handelsvägd växelkursprognos, SEK/TCW. Kvartalsgenomsnitt, index, 1992-11-18 = 100



Anm. Utfallen är dagskurser och prognoserna avser kvartalsgenomsnitt.

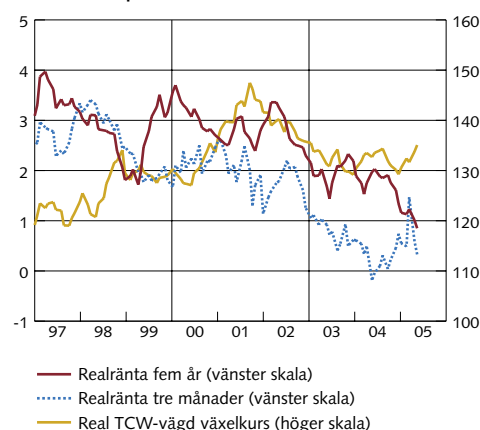
Källa: Riksbanken.

Diagram 7. Aktieindexutveckling i Sverige, USA och Tyskland. Index, 2002-01-02 = 100



Källa: Riksbanken.

Diagram 8. Realränta med fem års respektive tre månaders löptid samt real TCW-vägd växelkurs. Procent respektive index, 1992-11-18 = 100



Anm. Vid beräkning av realräntorna har inflationsförväntningar enligt enkäter från Konjunkturinstitutets HIP använts för tremånadersräntan och enkäter från Prospera för femårsräntan. Räntorna avser statsskuldväxlar med tre månaders löptid och statsobligationer med fem års löptid.

Källor: Konjunkturinstitutet, Prospera och Riksbanken.

#### Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport

- Prognosen för den svenska långräntan revideras ned till i genomsnitt 3,6 procent under 2005, 4,2 procent 2006 och 4,7 procent 2007. Detta innebär en minskning med cirka 0,4 procentenheter för 2005 och 2006 samt 0,3 procentenheter för 2007 jämfört med föregående inflationsrapport.
- Kronan väntas bli svagare mätt som TCW-index jämfört med föregående inflationsrapport. Prognosen för SEK/TCW revideras upp till i genomsnitt 125,4 för 2005, 123,7 för 2006 och 123,2 för 2007. I förhållande till föregående inflationsrapport innebär detta en ökning med cirka 1,8 indexenheter för 2005, 1,2 indexenheter för 2006 och 0,7 indexenheter för 2007.

## Den internationella utvecklingen

Tillväxten i världsekonomin är fortsatt god men expansionen går in i en något lugnare fas. Investeringarna och industriproduktionen ökar mindre än tidigare. Det beror delvis på normala cykliska variationer men också på det högre oljepriset. Den internationella konjunkturen har under våren utvecklats något svagare än i Riksbankens marsprognos. Det gäller framförallt euroområdet, där både den dyrare oljan och eurons förstärkning de senaste åren har spelat roll. Riksbanken reviderar ned prognosen för tillväxten på världsmarknaden jämfört med den förra inflationsrapporten. Samtidigt förväntas inflationstrycket bli något högre i år och nästa år jämfört med bedömningen i mars beroende på ett högre oljepris.

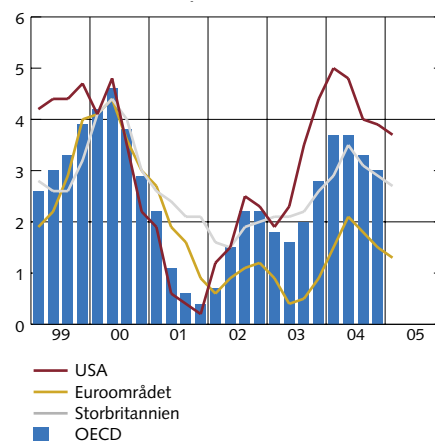
### ■ ■ Den internationella konjunkturen saktar in.

Världsekonomin växte snabbt under förra året och den globala tillväxten var högre än på flera decennier. Takten avtog dock under den andra halvan av 2004 och dämpningen fortsatte under det första kvartalet i år (se diagram 9). Det gäller i såväl euroområdet som i USA. Det är i huvudsak investeringarna som stiger något långsammare, medan konsumtionen ökar relativt stabilt. I inflationsrapporten i mars gjordes bedömningen att den internationella konjunkturen skulle gå in i en lugnare fas. Sedan den rapporten presenterades tyder fler tecken på att avmattningen skett något snabbare än väntat. Produktionens ökningstakt har mattats både om man ser till bruttonationalprodukten, BNP, och till industriproduktionen.

Den amerikanska tillväxten har fortsatt att vara betydligt starkare än euroområdets, en utveckling som är i linje med Riksbankens bedömning i mars. BNP-tillväxten i USA för det första kvartalet var 3,7 procent högre än ett år tidigare. Det tyder på att den amerikanska ekonomin befinner sig i en tydlig tillväxtfas. Däremot har styrkan i tillväxten avtagit något. Utvecklingen av investeringar och industriproduktion stöder den bilden (se diagram 10 och 11). Samtidigt fortsätter sysselsättningen att öka, främst i tjänstesektorn, vilket stöder konsumtionen.

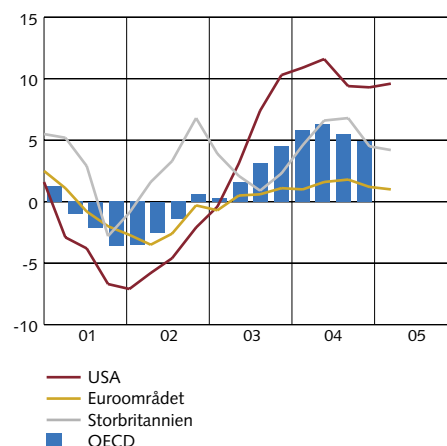
I euroområdet har tecknen på en avmattning under våren varit starkare än väntat. Regionens tillväxt det första kvartalet blev 1,3 procent på årsbasis. Det är främst tillverkningsindustrin som har förlorat kraft. Statistik över industriproduktionen visar att den årliga tillväxten minskat gradvis sedan förra sommaren. Under våren har ökningen avstannat helt. Ett tecken på uppbromsning i produktionen är att inköpschefsindex för tillverkningsindustrin föll till sin lägsta nivå på två år i maj och understiger 50 som brukar betraktas som skiljelinjen mellan expansion och avmattning (se diagram 12).

Diagram 9. BNP i USA, euroområdet, Storbritannien och totalt i OECD.  
Årlig procentuell förändring



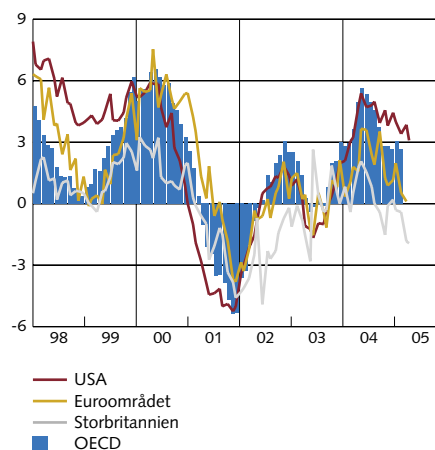
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, OECD och Office For National Statistics.

Diagram 10. Investeringar i USA, euroområdet, Storbritannien och totalt i OECD.  
Årlig procentuell förändring



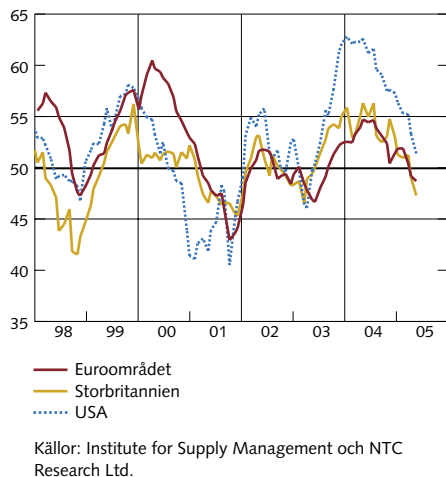
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, OECD och Office for National Statistics.

Diagram 11. Industriproduktion i USA, euroområdet, Storbritannien och totalt i OECD.  
Årlig procentuell förändring

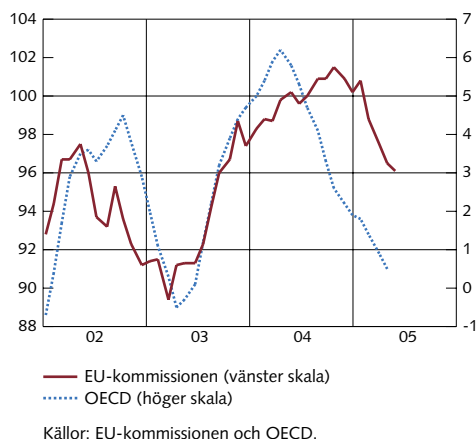


Källor: Eurostat, Federal Reserve, OECD och Office for national statistics.

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



**Diagram 13. Konjunkturindikatorer för euroområdet. Index respektive årlig procentuell förändring**



Många andra indikatorer pekar också på en avmattning i euroområdet (se diagram 13). Även de amerikanska inköpscheferna i tillverkningsindustrin uppger att situationen är mer dämpad men till skillnad från i Europa tror de på en fortsatt uppgång. Det kan man utläsa genom att indexet fortfarande är över 50-strecket (se diagram 12). Indikatorer över utvecklingen i tjänstesektorn i både USA och Europa har mattats betydligt mindre än inom tillverkningsindustrin.

■ ■ **Amerikansk detaljhandel starkare än europeisk.**

Det är fortsatt klara skillnader mellan tillväxten i hushållens konsumtion i USA jämfört med i euroområdet. De europeiska hushållens konsumtion utvecklades svagt, främst i Tyskland och Italien. Skillnaden mellan USA och euroområdet märks bland annat på omsättningen i detaljhandeln. I USA har försäljningen, mätt i löpande priser, ökat med 7 procent i genomsnitt under de senaste tolv månaderna. I euroområdet är motsvarande siffra kring 1 procent. Den svaga privata konsumtionen i euroområdet står i kontrast till utvecklingen i Storbritannien och i Norden. I Danmark, Finland och Norge fortsätter hushållens konsumtion att växa förhållandevis snabbt i ett europeiskt perspektiv.

■ ■ **Den ekonomiska expansionen i Asien fortsätter.**

Det är i allt högre grad länder utanför USA och Europa som svarar för den globala tillväxten. Konjunktoren i övriga länder har inte mattats lika mycket som i USA och Europa. Kinas produktion fortsatte att växa med oförminskad styrka under det första kvartalet. Landets handelsbalans uppvisade ett av de största överskotten hittills. Men även den inhemska efterfrågan ökade påtagligt. Den kraftiga exportökningen beror delvis på att EU slopade textilkvoter nu vid årsskiftet. Det ledde till att Kinas textilexport växte med 30 procent under det första kvartalet.

I Japan visar konjunktursiffrorna för det första kvartalet i år på att BNP-tillväxten ökar igen efter en avmattning under andra halvåret i fjol. De japanska företagen har också förbättrat sina balansräkningar. Till bilden i Japan hör också en ljusning av läget på arbetsmarknaden. Och den inhemska efterfrågan ökar.

■ ■ **Penningpolitiken är fortsatt expansiv.**

Förutsättningarna för en relativt hög tillväxt i omvärlden är goda. Resultaten och vinsttillväxten i företagssektorerna är historiskt sett höga i många länder. Företagens balansräkningar har förbättrats och företagssektorns aggregerade skudsättning är låg i många OECD-länder. Hushållens inkomster ökar ytterligare och det ser ut som om sysselsättningen stiger.

De låga styrräntorna i västvärlden stimulerar fortfarande konjunktoren. De korta realräntorna i USA och Europa ligger exempelvis fortfarande nära noll. I USA har emellertid en gradvis höjning av styrräntan påbörjats. Sedan förra inflationsrapporten har Federal Reserve

höjt sin styrränta med 0,5 procentenheter till 3,0 procent. Anledningen är bland annat att inflationen stiger. ECB:s styrränta har legat på 2 procent i två års tid. Trots detta har den inhemska efterfrågan i euroområdet ännu inte tagit fart.

En ökad efterfrågan från Asien talar också för en relativt hög global BNP-tillväxt under de kommande åren, även om den avtar. Bedömningen är att det globala resursutnyttjandet ökar framöver.

### ■ ■ Högre oljepris under hela prognosperioden.

Oljepriset har sedan i mars legat kvar på omkring 50 US-dollar per fat. Terminspriserna på oljemarknaden är också högre nu än vid förra inflationsrapporten. Mot den bakgrunden tror Riksbanken på ett något högre oljepris framöver jämfört med tidigare prognoser. Genomsnittspriset i år väntas bli cirka 48 US-dollar per fat och drygt 46 dollar per fat nästa år (se diagram 14). Sedan i mars har däremot andra råvarupriser fallit något.

### ■ ■ Pristrycket är svagt trots högre oljepriser.

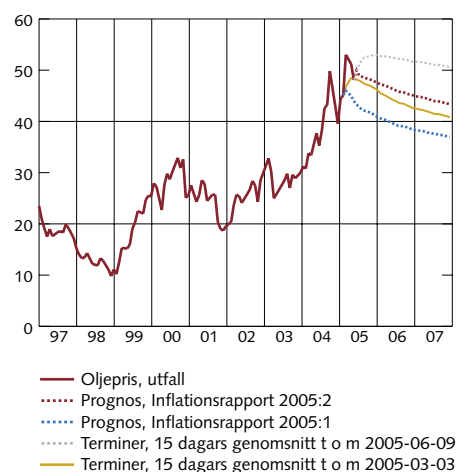
Generellt sett har inflationen stigit något internationellt, bland annat på grund av stigande oljepriser. Men överlag är inflationstrycket fortfarande dämpat. I USA har priserna stigit mer än i Europa. Den amerikanska inflationstakten mätt med konsumentprisindex har sedan i oktober förra året varit 3,0 procent eller högre. Rensat för energi och livsmedel, den så kallade kärninflationen, är den amerikanska inflationstakten lägre och uppgick i april till 2,2 procent (se diagram 15). Sedan slutet av 2003 har inflationstakten ökat. Även i Storbritannien är konsumentprisökningen tilltagande sedan hösten 2004.

I euroområdet är inflationen ungefär 2 procent, vilket den i stort sett varit sedan mitten av 2000. Inflationen rensad för energi och oförädlade livsmedel var i april 1,4 procent och den har fallit det senaste halvåret. En starkare euro och en relativt svag inhemska efterfrågan har sannolikt bidragit till att dämpa inflationen i euroområdet.

Det höga oljepriset har även påverkat många snabbt växande länder. Därför har också dessa länders inflation stigit mer markant. Ett högre prognostiserat oljepris är även en viktig förklaring till att de globala producentpriserna nu förväntas öka något mer både i år och nästa år jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. I och med att oljepriset väntas sjunka tillbaka igen, antas också ökningstakten i producentpriserna avta något. Den fortsatta internationella konjunkturåterhämtningen väntas dock hålla uppe pristrycket i producentledet under prognosperioden (se diagram 16).

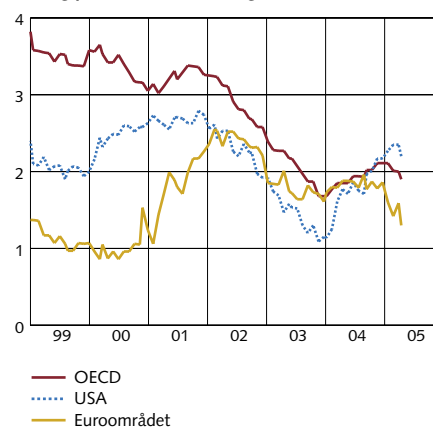
För att mäta prisutvecklingen på bearbetade varor har Riksbanken vägt samman producentpriser från Sveriges viktigaste handelspartners. Det finns dock flera skäl till att detta mått inte till fullo avspeglar priserna på världsmarknaden. Det främsta skälet är att det ökade inslaget av import från lågkostnadsländer inte fångas fullt ut. I fördjupningsrutan "Varför är de svenska importpriserna så låga?" redogörs för beräkningar med alternativa mått på världsmarknads-

Diagram 14. Oljepris: utfall och prognoser. USD



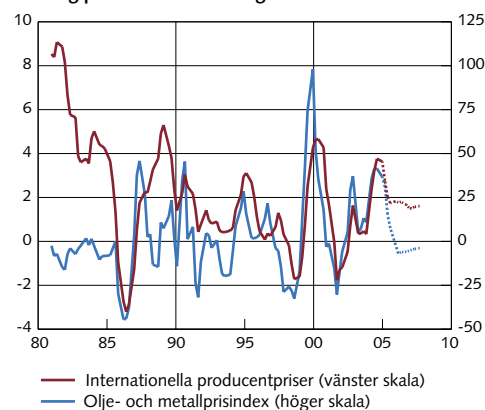
Källor: International Petroleum Exchange och Riksbanken.

Diagram 15. KPI exklusive energi och livsmedel i USA, euroområdet och OECD. Årlig procentuell förändring



Källa: OECD.

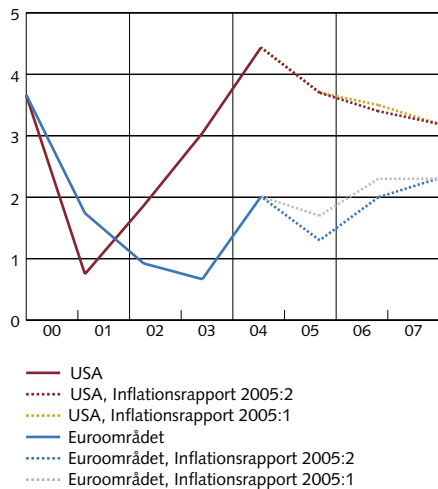
Diagram 16. Internationella producentpriser på bearbetade varor samt olje- och metallprisindex, utfall och prognoser. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: IMF, OECD och Riksbanken.

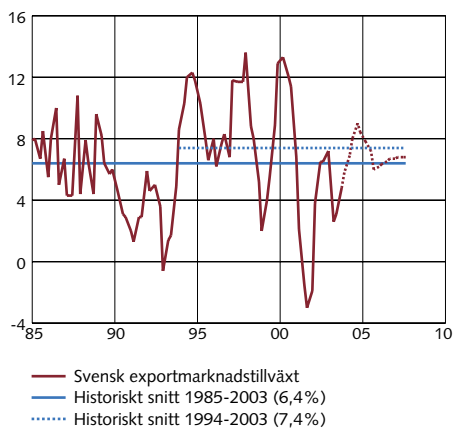
**Diagram 17. BNP för USA och euroområdet.  
Årlig procentuell förändring**



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Eurostat, US department of Commerce och Riksbanken.

**Diagram 18. Svensk exportmarknadstillväxt.  
Årlig procentuell förändring**



Anm. Utfallserien är en sammanvägning av den reala varuimporten för de länder som utgör den svenska exportmarknaden. Streckad röd linje avser Riksbankens prognos.

Källor: NIESR och Riksbanken.

priserna. En slutsats för prognoserna i den här inflationsrapporten är att det pris som svenska importörer möter bedöms vara lägre framöver jämfört med tidigare bedömningar.

■ ■ Svensk exportmarknad växer något långsammare.

Riksbanken reviderar nu ned utsikterna för den internationella tillväxten något jämfört med inflationsrapporten i mars. Det beror dels på att oljepriset förväntas falla något mindre än tidigare prognostiserat, dels på att den ekonomiska aktiviteten i euroområdet väntas bli något svagare (se diagram 17). I USA tyder det mesta på att de svaghets-tecken som noterades i början av året endast var tillfälliga. Synen på den framtida ekonomiska utvecklingen i USA är i stort oförändrad jämfört med i mars.

Importen till Sveriges viktigaste handelspartners utvecklades svagt det första kvartalet i år. Detta tillsammans med den något svagare tillväxten gör att prognosen för exportmarknadstillväxten revideras ned, framförallt i år men även nästa år.

**Tabell 5. Internationella förutsättningar.  
Årlig procentuell förändring**

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

	2004	2005	2006	2007
BNP Världen	5,0	3,9 (4,1)	3,9 (4,0)	3,5 (3,5)
Svensk exportmarknadstillväxt	9,0	6,0 (7,0)	6,7 (6,9)	6,8 (6,8)
Global PPI	2,4	2,5 (2,3)	1,8 (1,7)	1,5 (1,6)
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD/fat Brent Blend)	38	48 (43)	46 (40)	44 (38)

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. 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. Bedömningen 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 2003–2004. 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.

Källor: International Petroleum Exchange, OECD och Riksbanken.

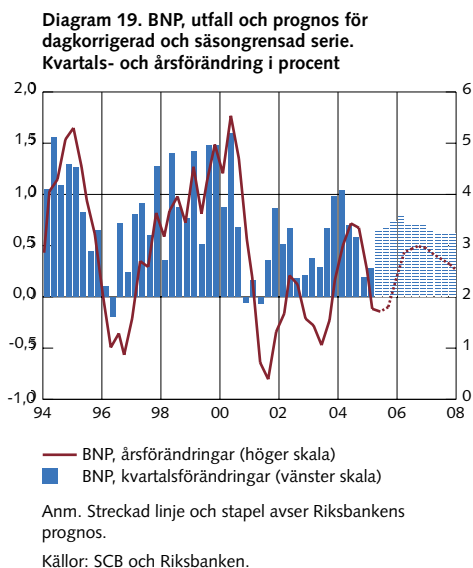
**Revideringar sedan föregående inflationsrapport.**

- Oljeprisprognosen har reviderats upp samtliga prognosår.
- Det högre oljepriset dämpar tillväxtutsikterna i världsekonomin. Samtidigt väntas inflationen bli något högre.
- En svagare ökning än väntat för BNP under det första kvartalet och indikationer på en fortsatt svag tillväxt bidrar också till att tillväxtprognoserna justeras ned för euroområdet.
- Den svenska exportmarknaden väntas växa i långsammare takt 2005 och 2006.



## Den ekonomiska utvecklingen i Sverige

*Den svenska ekonomin växte snabbt under 2004, främst tack vare hög efterfrågan från omvärlden. En långsammare tillväxt i år var förväntad men BNP-tillväxten har mattats betydligt mer än väntat i början av året. Såväl hushållens konsumtion som den offentliga konsumtionen har blivit överraskande låg. Prognosen för BNP-tillväxten för 2005 har reviderats ned kraftigt. Flera faktorer talar för att det handlar om en tillfällig inbromsning och för att tillväxten i konsumtionen och sysselsättningen kommer att stiga framöver. Eftersom det finns gott om lediga resurser i ekonomin, framförallt i fråga om arbetskraft, antas lönerna och företagens kostnader stiga något långsammare under prognosperioden än vad som bedömdes i mars.*



Den konjunkturuppgång som inleddes i Sverige 2003 fortsatte under 2004 (se diagram 19). Framförallt ökade exporten snabbt. Mot slutet av 2004 och i början av 2005 har en tydlig dämpning av konjunkturen ägt rum. En inbromsning var förväntad, främst eftersom tillväxten i omvärlden antogs avta i år. Det finns dock tecken på att konjunkturavmattningen blivit kraftigare än väntat. Bland annat verkar viktiga industribranscher, till exempel motorfordonsindustrin, ha påverkats av lägre efterfrågan. Någon uppgång i sysselsättningen har ännu inte kommit till stånd. Under första kvartalet i år ökade hushållens konsumtion och exporten överraskande lite samtidigt som den offentliga konsumtionen fortsatte att minska. Även arbetade timmar minskade överraskande mycket, främst i den offentliga sektorn. Produktiviteten i näringslivet fortsatte att växa snabbt. Sammantaget ökade BNP betydligt mindre än vad som förväntades i föregående inflationsrapport i mars.

Riksbanken bedömer att inbromsningen av konjunkturen är tillfällig. Flera faktorer talar för detta. Den goda tillväxten i världen och på de svenska exportmarknaderna väntas leda till att exporttillväxten vänder upp igen framöver. Ett högt kapacitetsutnyttjande inom industrin vad gäller maskiner och anläggningar, starka balansräkningar i företagen och låga räntor väntas leda till att den uppgång i investeringarna som inleddes i fjol fortsätter i år. Därtill väntas den offentliga sektorn öka sin konsumtion i spåren av förbättrade finanser.

Till bilden hör också att det finns några speciella omständigheter som gör det svårt att tolka efterfrågans utveckling under första kvartalet 2005, bland annat hur den privata konsumtionen och utrikeshandeln har påverkats av kalendereffekter.

Ett vanligt mönster i en konjunkturcykel är att produktivitetstillväxten så småningom börjar att avta. Därför är det också troligt att produktivitetstillväxten så småningom sjunker och att antalet sysselsatta ökar kommande år. En förbättrad arbetsmarknad, i kombination med det låga ränteläget, skapar i sin tur förutsättningar för hushållen



att öka sin konsumtion i snabbare takt än hittills. Hushållens inkomster och förmögenhet väntas fortsätta att öka och motiven för ett högt försiktighetssparande bör därför också avta.

Riksbanken bedömer att BNP ökar med knappt 2 procent i år och med knappt 3 procent de kommande åren. Jämfört med föregående inflationsrapport har BNP-tillväxten justerats ned med 1,3 procentenheter i år. Det innebär att resursutnyttjandet inte ökar i år utan snarare faller. Därefter stiger resursutnyttjandet relativt långsamt.

Under 2006 och 2007 bedöms takten i löneökningarna stiga på grund av ett bättre arbetsmarknadsläge men i en långsammare takt än i tidigare prognos. I kombination med en svagare produktivitetstillväxt leder det till att företagens arbetskraftskostnader bedöms öka framöver. Arbetskraftskostnaderna per producerad enhet väntas öka med knappt 2 procent nästa år och med lika mycket 2007. Kostnadsökningarna bedöms dock bli lägre än i föregående inflationsrapport.

**Tabell 6. Försörjningsbalans, volymförändringar.  
Årlig procentuell förändring**

Försörjningsbalans	2004	2005	2006	2007
Hushållens konsumtion	1,8	1,6 (2,7)	2,5 (3,0)	3,2 (3,3)
Offentlig konsumtion	0,3	0,7 (1,2)	1,1 (1,4)	0,6 (0,6)
Fasta bruttoinvesteringar	5,5	7,4 (8,0)	5,4 (5,8)	4,8 (4,5)
Lagerförändring	-0,3	-0,1 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	10,5	4,5 (6,6)	6,0 (6,1)	6,3 (6,0)
Varor	9,8	4,3 (6,1)	6,3 (6,2)	6,4 (6,0)
Tjänster	13,0	5,0 (8,0)	5,0 (6,0)	6,0 (6,0)
Import	6,9	5,5 (7,5)	6,3 (6,6)	7,2 (6,7)
Varor	7,7	5,5 (7,6)	6,6 (7,0)	7,8 (7,2)
Tjänster	4,9	5,5 (7,0)	5,5 (5,5)	5,5 (5,5)
<b>BNP till marknadspris</b>	<b>3,6</b>	<b>1,9 (3,2)</b>	<b>2,7 (3,2)</b>	<b>2,7 (2,8)</b>
Slutlig inhemsk efterfrågan	1,9	2,1 (2,9)	2,4 (2,8)	2,5 (2,5)
Nettoexport	2,3	0,0 (0,2)	0,3 (0,3)	0,2 (0,2)

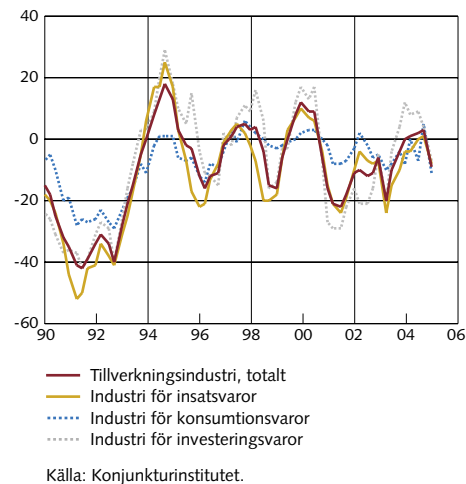
Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Siffrorna avser faktiska, inte kalenderkorrigerade, tillväxttakter.

Källor: SCB och Riksbanken.

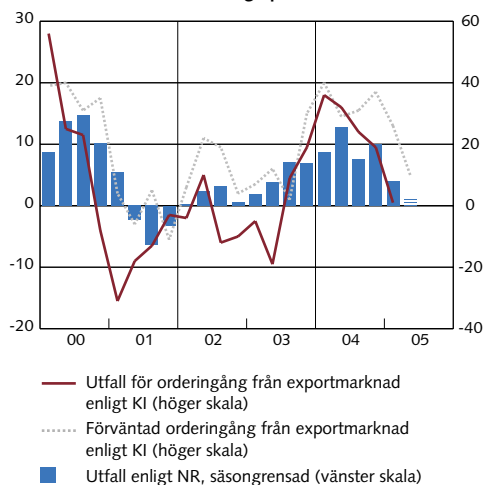
## ■ ■ Svagare industrikonjunktur.

Industrikonjunkturen stärktes successivt under 2004. Sedan den föregående inflationsrapporten har den dock dämpats mer än väntat. Att industriaktiviteten skulle gå ned i år var i och för sig väntat, framförallt mot bakgrund av att den globala tillväxten saktar in. Men Konjunkturinstitutets barometrar och inköpschefsindex har under våren visat en påtaglig försämring av stämningläget inom industrin. Industrikonjunkturen har försvagats inom ett flertal viktiga industribranscher. Inom byggsektorn och huvuddelen av den privata tjänstesektorn fortsatte däremot försäljningen att utvecklas starkt. Där är också optimismen inför den närmaste framtiden stor enligt samma statistik.

**Diagram 20. Konfidensindikatorer för tillverkningsindustrin och dess delområden.  
Nettotal, säsongrensat**



**Diagram 21. Exportordergång samt export av varor, utfall och prognos. Nettototal och årsförändring i procent**



— Utfall för ordergång från exportmarknad enligt KI (höger skala)  
 ..... Förväntad ordergång från exportmarknad enligt KI (höger skala)  
 ■ Utfall enligt NR, säsongrensad (vänster skala)

Anm. Streckad stapel avser Riksbankens prognos för andra kvartalet.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

## ■ ■ Lägre ökningstakt i varuexporten.

I den föregående inflationsrapporten väntade sig Riksbanken att den svenska varuexporten skulle växa långsammare i år jämfört med 2004. Det främsta skälet var en långsammare marknadstillväxt. Sedan dess har det kommit data som visar att inbromsningen av exporten har blivit kraftigare än väntat. Under det första kvartalet ökade varuexporten med ca 4 procent jämfört med samma period året innan (se diagram 21). Enligt utrikeshandelstatistiken gäller inbromsningen framförallt maskin- och motorfordonsindustrin men även kemikalieindustrin. Försvagningen av industrikonjunkturen och fallet i varuexporten i början av året föranleder en nedrevidering av prognosen för exporttillväxten i år. Lägre tillväxttakt i omvärlden och främst i euroområdet leder till att exportmarknadstillväxten bedöms bli lägre i år jämfört med fjolåret. För de kommande åren antas världsmarknadstillväxten fortsätta att utvecklas stabilt samtidigt som växelkursen nu bedöms bli något svagare jämfört med föregående inflationsrapport. Sammantaget revideras exportprognosen därför upp något 2006 och 2007. Prognosen innebär att den svenska varuexporten väntas växa lite långsammare än exportmarknadstillväxten.

Prognosen för tjänsteexporten är nedreviderad sedan föregående inflationsrapport. Riksbanken räknar med att tjänsteexporten växer i något långsammare takt de närmsta åren jämfört med den kraftiga ökningen i fjol. Merchanting svarade för en stor del av tjänsteexportens tillväxt under 2004. Under det första kvartalet i år var ökningstakten i merchanting något lägre än i fjol.<sup>1</sup>

## ■ ■ Investeringarna fortsätter uppåt.

De fasta bruttoinvesteringarna ökade med drygt 5 procent i fjol efter att ha minskat tre år i följd. Ökningen fortsatte under det första kvartalet och utgjorde därmed en fortsättning på den investeringsuppgång som påbörjades 2004. Det är i såväl industrin som övriga näringslivet som investeringsaktiviteten är hög. Bostadsinvesteringarna ökade med hela 16 procent. De offentliga investeringarna minskade emellertid.

Förutsättningarna för att investeringarna ska fortsätta att öka bedöms vara goda: räntenivån är låg, företagens balansräkningar är starka och vinsterna höga. SCB:s investeringsenkät i maj visade också att industriföretagen har expansiva investeringsplaner. Barometerdata tyder dessutom på att en relativt stor andel av industriföretagen anser att tillgången på anläggningskapacitet är en begränsande faktor. Signalerna om en sämre industrikonjunktur bedöms dock dämpa investeringarna något. Även för övriga delar av näringslivet är utsikterna för ökade investeringar ljusa. Men också här kan dämpad efterfrågan leda till att investeringarna utvecklas något svagare än vad som bedömdes i mars.

<sup>1</sup> Merchanting utgörs av svenska företags köp och försäljning av produkter som tillverkats och sedan sålts utomlands utan att ha importerats till Sverige.

## ■ ■ Överraskande låg offentlig konsumtion den senaste tiden.

Riksbankens bedömning av de offentliga finanserna grundas på de förslag som presenterades i vårpropositionen i april. Vårpropositionen innehöll ett antal åtgärder som påverkar den offentliga sektorns inkomster och utgifter under perioden 2005–2007. Till dessa hör skatterabatten till arbetsgivare som anställer långtidsarbetslösa och en skattereduktion för skogsägarna med anledning av stormen i södra Sverige. De nya förslagen gör att utgifterna ökar med cirka 1 miljard kronor 2005–2007 enligt regeringens beräkningar. Förslagen i vårpropositionen finansieras delvis med neddragningar på andra områden.

Enligt Riksbankens prognos blir den offentliga konsumtionen något lägre under 2005 och 2006, än tidigare beräknat. Det beror främst på oväntat svag tillväxt under inledningen av året. Även antalet arbetade timmar minskade mer än väntat. Den offentliga konsumtionen har nu fallit under ett års tid. Det kommunala balanskravet har nödvändiggjort relativt kraftfulla besparingsåtgärder vilket kan vara en förklaring till det relativt låga utfallet för kommunal konsumtion och investeringar. Den offentliga konsumtionen väntas ändå öka mer de närmaste åren än vad den har gjort tidigare. Den främsta anledningen är att budgeten i kommuner och landsting väntas visa överskott efter flera år med budgetunderskott. En del av dessa överskott bedöms leda till ökad produktion av offentliga tjänster. Även regeringens anslagsförändringar i budgetpropositionen för 2005 och vårpropositionen bidrar till att den statliga konsumtionen växer nästa år. Politiska ambitioner talar också för en uppgång i konsumtionen.

**Tabell 7. Prognosrevideringar för offentlig konsumtion och finansiellt sparande.**  
Procentuell volymförändring

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

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källa: Riksbanken.

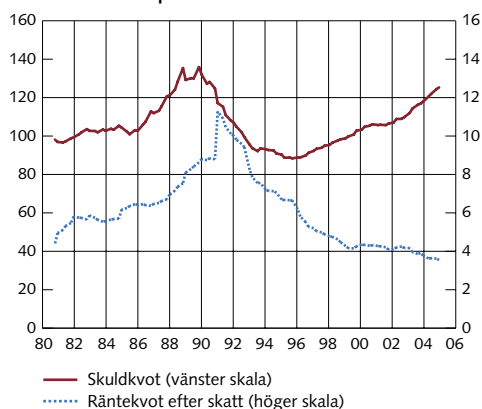
## ■ ■ Hushållens inkomster ökar.

Hushållens reala disponibla inkomster bedöms öka med runt 2,5 procent i år och nästa år. Det är främst löneinkomsterna som ökar snabbare när arbetsmarknaden förbättras. Under 2007 väntas det dock ske en viss inbromsning av inkomstökningarna. Det beror bland annat på att transfereringar från den offentliga sektorn till hushållen inte bedöms öka lika mycket. Jämfört med föregående prognos bedöms inkomsterna öka långsammare i år, främst till följd av en något svagare arbetsmarknad.

## ■ ■ Hushållens konsumtion ökar gradvis.

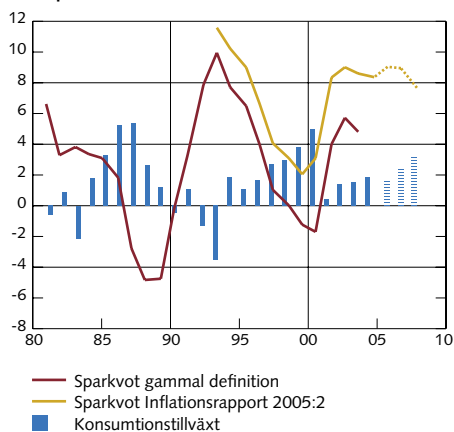
Under flera års tid har hushållen ökat sin upplåning i snabb takt. Det är i synnerhet hushållens bostadslån som växer fort, vilket hänger

**Diagram 22. Hushållens skuldkvot och räntekvot. Procent av disponibel inkomst**



Källor: SCB och Riksbanken.

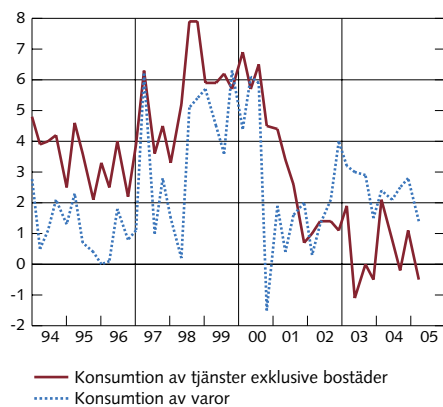
**Diagram 23. Hushållens konsumtionstillväxt och sparkvot, utfall och prognos. Årlig procentuell förändring och andel av disponibel inkomst**



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 24. Hushållens konsumtionsutgifter. Årlig procentuell förändring**



Källor: SCB och Riksbanken.

samman med att hushållen i stor utsträckning lånat för att köpa bostäder. Det kan också ha lett till att bostadspriserna stigit snabbt de senaste åren. De höga skulderna till trots utgör ränteutgifterna idag en historiskt låg andel av hushållens disponibla inkomster (se diagram 22).

Hur hushållens konsumtion påverkas av att skulderna ökar är mer osäkert. Trots att hushållen lånar mer har deras konsumtion inte ökat särskilt mycket de senaste åren. Hushållen har i stället sparat en jämförelsevis hög andel av de disponibla inkomsterna (se diagram 23). Eftersom det har byggts få nya bostäder har det reala sparandet, alltså i huvudsak sparandet i bostäder, varit lågt. Däremot har hushållen haft ett högt finansiellt sparande. En orsak kan vara att den svaga arbetsmarknaden och de stora fluktuationerna i aktiepriser under senare år har ökat hushållens osäkerhet om framtida konsumtionsmöjligheter. Detta kan ha lett till ett högt så kallat försiktighetssparande.

#### ■ ■ Mycket svag konsumtionstillväxt under första kvartalet.

Första kvartalet i år växte konsumtionen med endast 0,5 procent i årstakt. Det överraskande svaga utfallet kan ha att göra med det fortsatt svaga arbetsmarknadsläget. En uppdelning av konsumtion på olika kategorier visar att varukonsumtionen växte betydligt långsammare än tidigare, samtidigt som tjänstekonsumtionen fortsatte att utvecklas svagt. Kalendereffekter under första kvartalet – bland annat påskens infallande – har sannolikt bidragit till de låga ökningstalen för varukonsumtionen. Men även med hänsyn tagen till detta var utvecklingen påtagligt svagare än väntat.

#### ■ ■ Låg konsumtion av tjänster.

Det är i huvudsak hushållens köp av varor som har lett till en ökad konsumtion de senaste åren. Hushållens konsumtion av tjänster har ökat betydligt mindre (se diagram 24). Den svaga efterfrågan på tjänster har varit bred och omfattar ett flertal typer av tjänster (bland annat restaurang- och hotelltjänster, kulturella tjänster och tjänster inom området telekommunikation). Även i andra länder, bland annat Storbritannien, har hushållens konsumtion av tjänster utvecklats svagt under senare år. En förklaring kan vara att det låga ränteläget snarare har stimulerat konsumtionen av varor, främst varaktiga varor, än tjänstekonsumtionen. Tjänstekonsumtionen började dock växa långsammare redan i början av 2000-talet och den har varit svag ända sedan dess (se tabell 8). Det talar för att det även finns andra orsaker. En förklaring kan vara att priserna på tjänster stigit betydligt snabbare än priserna på varor vilket sammanhänger med att varorna i hög grad importeras från lågprisländer medan tjänsterna produceras inom landet och med hög arbetskraftsintensitet. Som framgår av tabellen har det varit en liknande utveckling i Sverige och i Storbritannien sedan 2001. Dessa tendenser kan även bestå kommande år om priset på varor i förhållande till tjänster fortsätter att sjunka.

**Tabell 8. Ökningstakt i sysselsättning, konsumtion av varor och tjänster samt prisförändringar.  
Årlig procentuell förändring**

	1994–2000		2001–2004	
	Sverige	Storbritannien	Sverige	Storbritannien
Varukonsumtion	2,6	4,1	3,7	4,4
Tjänstekonsumtion	2,6	2,4	1,0	1,2
Varupriser	0,8	1,8	0,5	0,1
Tjänstepriser	2,3	3,1	2,8	3,9
Sysselsättning, varuproducenter	0,2	-0,6	-1,0	-1,8
Sysselsättning, tjänsteproducenter	2,3	2,2	0,8	1,4

Anm. Årlig ökningstakt avser genomsnitt under perioden.

Källor: Office for National Statistics och SCB.

Trots den måttliga ökningen av konsumtionen under det första kvartalet väntas konsumtionen tillta under de kommande åren. En orsak är att inkomsterna stiger när antalet sysselsatta ökar. Ett annat skäl är att sparkvoten är hög i ett historiskt perspektiv. Hur stor andel av inkomsterna som hushållen bör spara kan dock variera över tiden. Demografiska faktorer kan exempelvis tala för ett fortsatt högt hushållsparande ännu en tid framöver innan den stora så kallade 40-talistgenerationen går i pension. Även behovet av att säkerställa en hög pension i det nya pensionssystemet kan påverka hushållens sparande. I den mån det höga sparandet åtminstone delvis är uttryck för ett försiktighetssparande hos hushållen bör dock en förbättrad arbetsmarknad på sikt leda till ett minskat sparande. Stigande tillgångspriser och därmed en god utveckling av hushållens förmögenhet verkar i samma riktning. Bedömningen av utvecklingen framöver är dock osäker.

Jämfört med den föregående inflationsrapporten har konsumtionens tillväxt reviderats ned för 2005 och 2006. Det beror huvudsakligen på det låga utfallet för konsumtionen under första kvartalet.

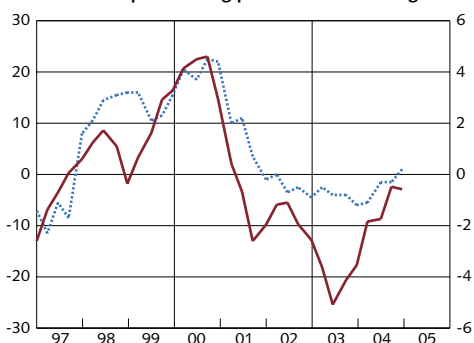
#### ■ ■ Svagare efterfrågan ger lägre import.

Svagare efterfrågan och lägre produktion i år påverkar behovet av att importera varor. Importen antas nu växa långsammare än i föregående inflationsrapport. Nedrevideringen motiveras också av utfallsstatistik för det första kvartalet. För resten av perioden är prognosen i stort sett densamma som tidigare, det vill säga en tillväxt på runt 7 procent per år. Importen av tjänster väntas i likhet med tidigare år växa något mindre, drygt 5 procent per år.

#### ■ ■ Fortsatt svag utveckling på arbetsmarknaden.

Under första kvartalet i år var det ungefär lika många sysselsatta som under motsvarande kvartal i fjol. Samtidigt minskade antalet personer i arbetskraften med 14 000 personer, eller 0,3 procent. Det medför att den öppna arbetslösheten minskade med 0,3 procentenheter till 5,6 procent av arbetskraften. Andelen personer som deltog i arbetsmarknadspolitiska program ökade med 0,7 procentenheter till 3,0 procent av arbetskraften.

**Diagram 25. Sysselsatta i näringslivet.  
Nettotala respektive årlig procentuell förändring**

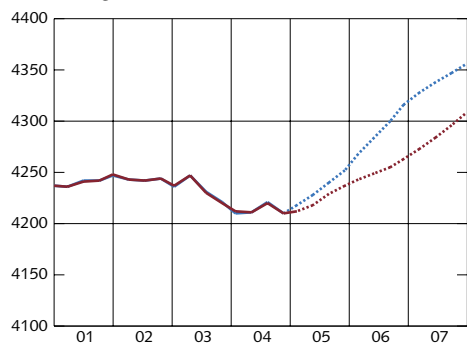


— Anställningsplaner enligt KI:s barometer  
(vänster skala)  
..... Antal sysselsatta enligt NR (höger skala)

Anm. Sammanvägt mått baserat på branscher enligt registerbaserad arbetsmarknadsstatistik (RAMS).

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

**Diagram 26. Antal sysselsatta, 1000-tals personer.  
Säsongrensad kvartalsdata**



— Utfall, Inflationsrapport 2005:2  
..... Prognos, Inflationsrapport 2005:2  
— Utfall, Inflationsrapport 2005:1  
..... Prognos, Inflationsrapport 2005:1

Källor: SCB och Riksbanken.

Det mesta talar fortfarande för att en förbättring av läget på arbetsmarknaden är nära förestående men bilden är inte helt entydig. Antalet nyanmäla lediga platser har fortsatt att öka och antalet varsel att minska, med undantag för mars månad då tillfälliga faktorer påverkade statistiken. Även SCB:s statistik över vakanser visar på att antalet lediga jobb ökade på årsbasis under det första kvartalet. Å andra sidan tyder företagens anställningsplaner på att efterfrågan på arbetskraft i näringslivet har planat ut (se diagram 25). Företagen inom byggindustrin och de privata tjänstenäringarna planerar dock att fortsätta att nyrekrytera.

Samtidigt som många indikatorer ser fortsatt positiva ut var sysselsättningen under det första kvartalet något svagare än väntat. Då BNP-tillväxten i år väntas bli betydligt lägre talar det för att antalet sysselsatta ökar mindre i år än vad Riksbanken räknade med tidigare. Förslagen i regeringens vårproposition väntas dock öka den registrerade sysselsättningen något, vilket innebär att nedrevideringen blir mindre än vad som annars skulle ha varit fallet. Antalet arbetade timmar föll oväntat mycket under det första kvartalet. Tillsammans med den lägre förväntade tillväxten i ekonomin bedöms arbetade timmar vara oförändrade i år jämfört med fjolåret. Även för kommande år har en nedrevidering gjorts.

Mycket talar för att företagen så småningom kommer att möta ökad efterfrågan med att fortsätta att rationalisera produktionen men också genom att anställa mer arbetskraft. Riksbanken bedömer att antalet reguljära arbeten börjar öka, i huvudsak under 2006 och 2007. Sysselsättningen stiger mest inom den privata tjänstesektorn och byggsektorn. Tillväxtens sammansättning de kommande åren stöder också prognosen om en ökad sysselsättning (se vidare fördjupningsrutan "Arbetsmarknadsutvecklingen framöver – utvecklingen i andra länder och betydelsen av tillväxtens sammansättning"). Sammantaget väntas den svagare konjunkturutvecklingen medföra en lägre sysselsättningstillväxt än vad som bedömdes i föregående inflationsrapport (se diagram 26). Arbetslösheten antas inte heller falla lika mycket trots de mer omfattande arbetsmarknadspolitiska åtgärderna (se tabell 9).

**Tabell 9. Arbetsmarknaden. Bedömningen baseras på Arbetskraftsundersökningen innan statistikomläggningen.  
Årlig procentuell förändring**

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

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

Källor: AMS, SCB och Riksbanken.

## ■ ■ Produktivitetstillväxten fortsatt hög.

Produktiviteten har vuxit snabbt under senare år. Till viss del hänger det samman med konjunkturuppgången. Historiskt sett brukar en period av intensivt utnyttjande av befintlig arbetskraft i inledningen av en konjunkturuppgång följas av en mer dämpad produktivitetstillväxt längre fram i konjunkturcykeln när antalet sysselsatta ökar.

Det finns dock tecken på att den höga produktivitetstillväxten har varit ovanligt uthållig. En möjlig orsak är de stora investeringar i informationsteknologi som företagen gjorde under slutet av 1990-talet. I kombination med utflyttning av arbetsmoment till låglöneländer har detta gjort det möjligt att effektivisera produktionen. I synnerhet gäller det tillverkningsindustrin. Även tjänstesektorns produktivitet har ökat successivt under det senaste decenniet men där växer den alltså jämt påtagligt långsammare än i industrin.

De närmaste åren bedöms produktivitetens tillväxt avta i takt med att konjunkturuppgången fortgår (se diagram 27). Det beror bland annat på att Riksbanken bedömer att utrymmet för industriföretagen att fortsätta öka produktionen utan att utöka arbetsstyrkan är begränsat. Ett annat skäl är att tillväxtens sammansättning förändras mot ett mindre bidrag från exportsektorn och ett större bidrag från inhemska orienterade sektorer med lägre produktivitetstillväxt, såsom tjänstesektorn. Prognosen för produktiviteten är i allt väsentligt densamma som i föregående inflationsrapport.

## ■ ■ Normalt resursutnyttjande först i slutet av prognosperioden.

Inom industrin var kapacitetsutnyttjandet historiskt sett högt under fjärde kvartalet i fjol (se diagram 28). SCB:s undersökning visar att kapacitetsutnyttjandet i industrin föll tillbaka något under det första kvartalet i år. Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer i april visar däremot att kapacitetsutnyttjandet fortsatte att öka något under första kvartalet i år. Maskin- och anläggningsskapaciteten är den faktor som begränsar tillverkningsindustrins tillväxt mest. Föga överraskande är det fortfarande få företag som begränsas av tillgången på arbetskraft.

För andra delar av ekonomin finns inte motsvarande undersökningar av hur kapaciteten utnyttjas. Ett sätt att indirekt mäta kapacitetsutnyttjandet i dessa sektorer är att använda uppgifter om hur ansträngd arbetskraftssituationen upplevs vara, eftersom arbetskraften i exempelvis tjänstesektorn är den viktigaste produktionsfaktorn. Men inte heller inom tjänstebanserna tycks brist på arbetskraft vara något stort problem. Inom uppdragsverksamhet och i åkeribranschen har andelen företag som har svårt att hitta arbetskraft stigit med några procentenheter men samtidigt har bristtalen minskat för datakonsulter och dataservice (se diagram 29).

Riksbankens samlade bedömning är att det för närvarande finns lediga resurser i ekonomin, framförallt outnyttjad arbetskraft. Bedömningen stöds av de senaste nationalräkenskaperna och av beräkningar av produktionsgapet. De pekar entydigt på att resursutnyttjandet

Diagram 27. Faktisk och trendmässig produktivitetstillväxt i näringslivet sedan 1980. Årlig procentuell förändring

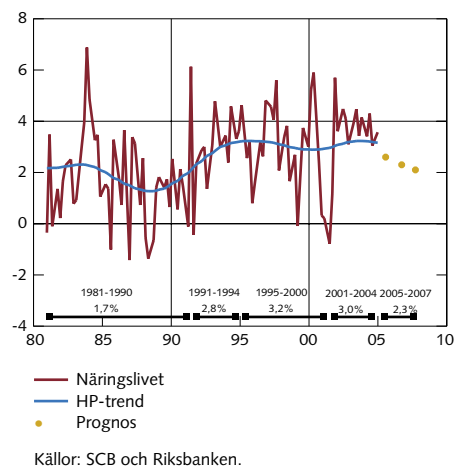


Diagram 28. Industrins kapacitetsutnyttjande enligt SCB och Konjunkturinstitutet. Procent, säsongrensad

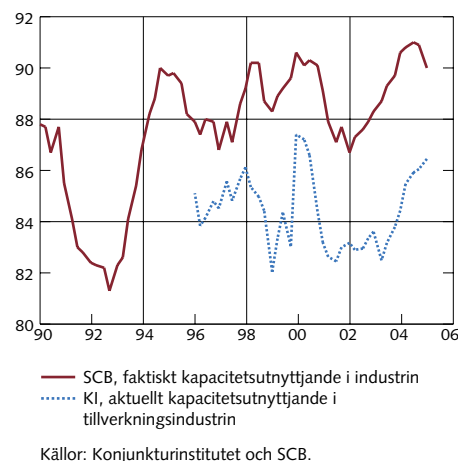
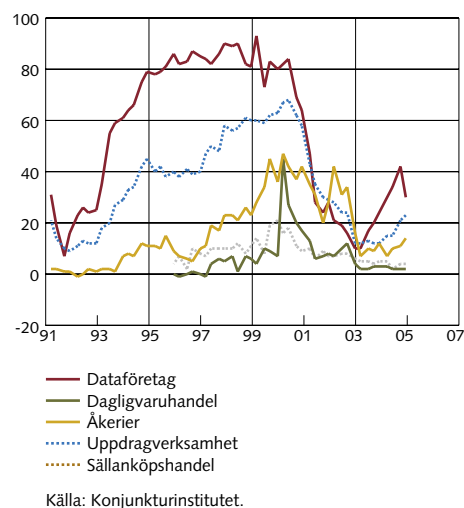
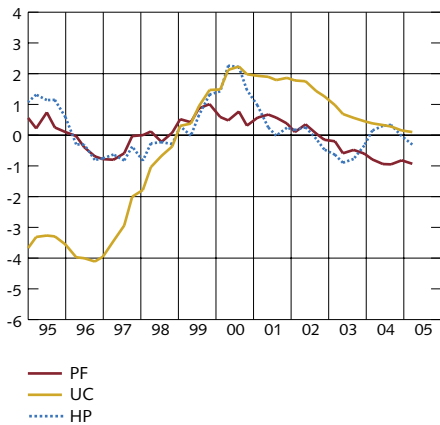


Diagram 29. Brist på personal i olika branscher inom tjänstesektorn. Säsongrensade netttotal





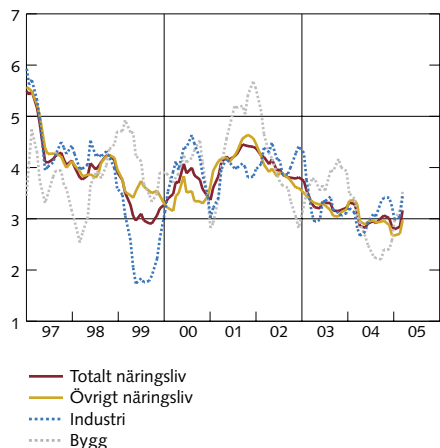
**Diagram 30. Produktionsgap skattat enligt tre alternativa metoder. Procent av potentiell BNP**



Anm. UC är den så kallade Unobserved Components-metoden, HP är den så kallade Hodrick-prescott-filtret och PF är produktions-funktionsansatsen.

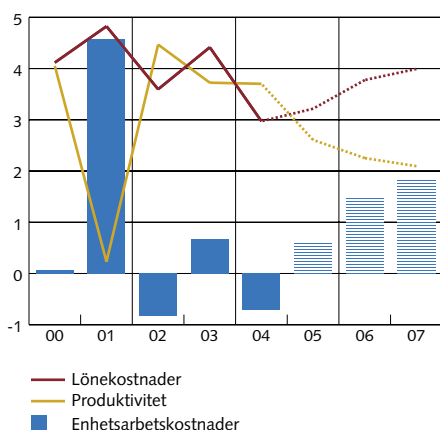
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 31. Nominella timlöner, näringslivet. Årlig procentuell förändring**



Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken.

**Diagram 32. Enhetsarbetskostnader i näringslivet. Årlig procentuell förändring**



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

fortfarande är betydligt lägre än vid den senaste konjunkturtoppen 2000 (se diagram 30). Under 2006 och 2007 väntas dock tillväxten överstiga den takt som är långsiktigt möjlig. Det innebär att de lediga resurserna i ekonomin så småningom tas i anspråk allt mer. Att BNP-tillväxten nu bedöms bli svagare än vad Riksbanken bedömde i mars, betyder att resursutnyttjandet fortsätter att vara lågt under 2005 och 2006. Först mot slutet av prognosperioden bedöms de lediga resurserna i ekonomin ha tagits i anspråk i en högre grad.

### ■■ Löneökningstakten i näringslivet tilltog något under första kvartalet.

Enligt preliminär statistik från Medlingsinstitutet för mars ökade timlönerna i näringslivet med i genomsnitt 3,2 procent under årets första kvartal. Det var något snabbare än väntat. Lönerna steg mest inom industrin och byggsektorn men även inom sektorn övrigt näringsliv (se diagram 31). Löneökningstakten i den offentliga sektorn fortsatte dock att dämpas. I takt med att retroaktiva löneökningar utbetalas kan löneökningstakten inom den offentliga sektorn komma att behöva revideras upp något.

Den svagare arbetsmarknadsprognosen talar för lägre löneökningar under 2006 och 2007 än vad Riksbanken prognostiserade i mars. Löneökningstakten väntas öka något under prognosperioden när sysselsättningen stiger och arbetslösheten faller.

Prognosen bygger på att två förändringar under 1990-talet som ledde till att löneökningstakten minskade är permanenta. Den ena är inriktningen på stabiliseringspolitiken sedan början av 1990-talet mot budgetbalans och prisstabilitet, vilken skapat ett trovärdigt nominellt ankare i löneförhandlingarna. Den andra är ett hänsynstagande hos arbetsmarknadens parter till de makroekonomiska förutsättningar som råder vid förhandlingstidpunkten. Startpunkten för denna inriktning var det så kallade Industriavtalet som introducerades 1998. Ett annat inslag på arbetsmarknaden som kan haft viss betydelse för löneutvecklingen under senare år är ökad konkurrens från utländsk arbetskraft. I vilken utsträckning detta har påverkat och kommer att påverka löneökningstakten går dock ännu inte att avgöra.

### ■■ Inhemska kostnadstrycket blir svagare.

Liksom som i föregående inflationsrapport bedömer Riksbanken att kostnadstrycket i ekonomin tilltar under prognosperioden (se diagram 32). När konjunktoren stärks och produktivitetstillväxten dämpas stiger lönekostnaderna (se tabell 10). Till följd av en svagare arbetsmarknad och därför något lägre timlönekostnader väntas dock enhetsarbetskostnaderna öka i långsammare takt jämfört med den bedömning som gjordes i föregående inflationsrapport.



**Tabell 10. Löner och enhetsarbetskostnader.  
Årlig procentuell förändring**

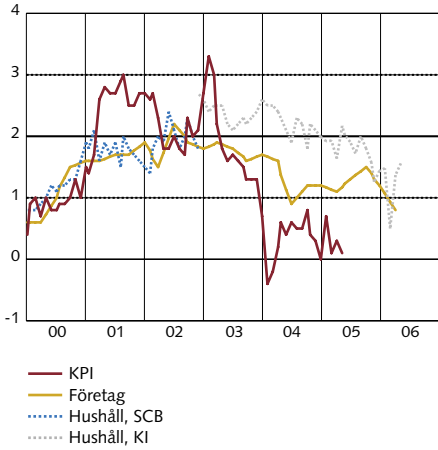
	2004	2005	2006	2007
<b>Kalenderberoende värden*</b>				
Nominallön, näringslivet	3,0 (3,0)	3,3 (3,3)	3,6 (3,9)	3,9 (4,2)
Övriga lönekostnader, näringslivet (bidrag)	0,0 (0,3)	-0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)
Total lönekostnad, näringslivet	3,0 (3,3)	3,2 (3,5)	3,8 (4,0)	4,0 (4,3)
<b>Faktiska värden</b>				
Total lönekostnad, näringslivet (1)	1,9 (2,2)	3,2 (3,5)	4,2 (4,4)	4,0 (4,3)
Produktivitet, näringslivet (2)	3,7 (3,6)	2,6 (2,8)	2,3 (2,3)	2,1 (2,1)
Produktion, näringslivet	4,5 (4,3)	2,8 (3,7)	3,2 (3,6)	3,2 (3,3)
Arbetade timmar, näringslivet	0,7 (0,7)	0,2 (0,8)	0,9 (1,3)	1,1 (1,1)
Enhetsarbetskostnader, näringslivet (=1-2)	-1,8 (-1,4)	0,6 (0,7)	1,9 (2,1)	1,9 (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 (som har cirka 251 arbetsdagar). 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.

Källor: SCB och Riksbanken.

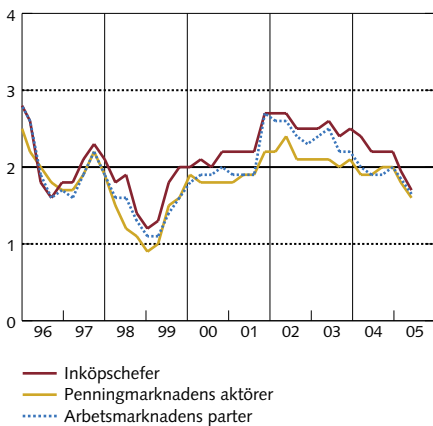
**Diagram 33. Faktisk inflation (KPI) samt hushållens och företagens inflationsförväntningar på ett års sikt. Årlig procentuell förändring**



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

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

**Diagram 34. 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 ökningstakten i KPI.

Källa: Prospera Research AB.

## Inflationsförväntningar

Riksbanken tar i sin ekonomiska analys hänsyn till företagens och hushållens förväntningar på inflationen eftersom de påverkar den faktiska inflationen genom pris- och lönebildningen. Förväntningarna påverkas i sin tur av en mängd olika faktorer, så som nuvarande pristryck, Riksbankens agerande och kommunikation samt den allmänna bilden av ekonomin.

Sedan den föregående inflationsrapporten har hushållens förväntningar om inflationen på ett års sikt, enligt Konjunkturinstitutets senaste mätning, stigit från 1,4 till 1,6 procent. Förväntningarna under mars var dock 0,5 procent på ett års sikt, vilket var ett rekordlåg värde. Hushållen kan möjligtvis blivit påverkade av de omfattande reklamkampanjer från livsmedelshandeln om lägre matpriser. Men fallet i förväntningarna verkar vara tillfälligt, möjligen på grund av att livsmedelspriserna inte gått ned lika mycket som väntat.

Företagens förväntningar på prisökningstakten har till skillnad från hushållens fallit tillbaka. Enligt Konjunkturinstitutets barometer i april väntas inflationen på ett års sikt vara 0,8 procent, vilket är 0,4 procentenheter lägre än vid förra mättillfället.

Enligt Prosperas senaste undersökning är inflationsförväntningarna lägre inom alla tillfrågade grupper jämfört med undersökningen som publicerades i förra inflationsrapporten. På ett års sikt förväntas nu inflationen i genomsnitt bli 1,4 procent (1,6 i mars), 1,7 på två års sikt (1,9 i mars) och 2,0 på fem års sikt (2,1 i mars). Störst justeringar noteras av arbetsgivarorganisationerna som sänkt sina förväntningar med 0,4 procentenheter på 5 års sikt, från 2,3 till 1,9 procent. Gruppen har även justerat ned sina förväntningar på kortare sikt med 0,2 respektive 0,3 procent på ett respektive två års sikt.

Prosperas undersökning som gjordes 25 maj visar även att penningmarknadens aktörer tror att reporäntan kommer att ligga kvar på 2,0 procent under de kommande tre månaderna. Jämfört med förra undersökningstillfället har förväntningarna på reporäntan på ett års sikt reviderats ned med 0,25 procentenheter och på två års sikt med 0,5 procentenheter.

**Tabell 11. Förväntad inflationstakt enligt Prosperas undersökning i maj 2005 där inget annat anges. Procent**

**Förväntad inflationstakt om 1 år**

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

**Förväntad inflationstakt om 2 år**

Penningmarknadens aktörer	1,6 (1,8)
Arbetsgivarorganisationer	1,7 (2,0)
Arbetsstarorganisationer	1,6 (1,7)
Inköpschefer handel	1,6 (1,9)
Inköpschefer industri	1,8 (2,0)

**Förväntad inflationstakt om 5 år**

Penningmarknadens aktörer	1,9 (2,0)
Arbetsgivarorganisationer	1,9 (2,3)
Arbetsstarorganisationer	2,0 (2,0)
Inköpschefer handel	1,9 (2,1)
Inköpschefer industri	2,1 (2,1)

Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera Research AB.

**Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport**

- BNP-prognosen revideras ned, främst för 2005 men även för 2006.
- Tillväxten i hushållens konsumtion revideras ned för 2005 på grund av svagare utfall under första kvartalet samt svagare utveckling av arbetsmarknaden.
- Tillväxten i de offentliga myndigheternas konsumtion revideras ned något, främst på grund av ett svagare utfall än väntat under det första kvartalet i år.
- Signaler om försvagad industrikonjunktur motiverar en nedjustering av investeringsprognosen för industri och övrigt näringsliv i det korta perspektivet.
- Tillväxten i exporten av varor och tjänster revideras ned för 2005 på grund av lägre exportmarknadstillväxt.
- Lägre inhemsk produktion medför att tillväxten i importen revideras ned för i år.
- Ökningstakten för arbetade timmar i näringslivet revideras ned för 2005 och 2006 till följd av svagare produktionstillväxt i år och nästa år.
- En något svagare arbetsmarknad innebär att timlönerna bedöms öka mindre 2006 och 2007.
- Lägre löneökningar leder till att enhetsarbetskostnaderna i näringslivet revideras ned något över hela prognosperioden.

## Arbetsmarknadsutvecklingen framöver – utvecklingen i andra länder och betydelsen av tillväxtens sammansättning

**V**ilken betydelse tillväxtens sammansättning har haft för den förhållandevis svaga svenska arbetsmarknadsutvecklingen är en fråga som för närvarande diskuteras flitigt. En sak som bidragit till intresset för denna fråga är utvecklingen i våra nordiska grannländer där tillväxten inte drivits av exporten i lika stor utsträckning som i Sverige och där indikationerna på en vändning på arbetsmarknaden nu är tydligare. I denna fördjupningsruta sätts den svenska arbetsmarknadsutvecklingen, framförallt under den senaste konjunkturcykeln, i ett internationellt perspektiv och sambandet mellan tillväxtens komponenter och sysselsättningsutvecklingen diskuteras.

### *Inledning*

Huvudscenariot i denna inflationsrapport spår en gradvis förbättring av läget på arbetsmarknaden de kommande åren. Tillväxtprognoserna liksom arbetsmarknadsprognoserna har visserligen reviderats ned sedan föregående inflationsrapport men utgångspunkten är fortfarande att arbetsmarknadsläget gradvis kommer att förbättras. Enligt huvudscenariots prognos bedöms sysselsättningen öka med drygt 2 procent från dagsläget fram till slutet av 2007.

Medan arbetsmarknadsindikatorer som varsel, nyanmälda lediga platser och anställningsplaner, framförallt i bygg- och tjänstesektorerna, pekar på en förbättring av arbetsmarknadsläget framöver kvarstår ändå det faktum att sysselsättningen det första kvartalet i år blev något svagare än väntat. Fjolårets starka tillväxt avspeglades inte heller i några märkbara förbättringar av sysselsättning och arbetslöshet. Detta ökar osäkerheten om arbetsmarknadens återhämtning då konjunkturen väl tar fart framöver.

I denna ruta diskuteras utvecklingen av den svenska arbetsmarknaden i ett internationellt perspektiv. Vad kan vi dra för slutsatser av det som sker i andra länder och finns det skäl att tro att utvecklingen blir likartad eller annorlunda i

Sverige? Mer specifikt, kan en jämförelse mellan Sverige och andra länder när det gäller den senaste tidens sammansättning av tillväxten bidra till en ökad förståelse av den svenska arbetsmarknadsutvecklingen?

### *Den svenska arbetsmarknaden och utvecklingen i andra länder*

Liksom i Sverige var tillväxten i t.ex. Finland och Norge stark under 2004. Men till skillnad från Sverige har arbetsmarknaden i dessa länder vänt uppåt under 2003-2004. Diagram R1–R3 jämför den svenska utvecklingen av arbetslöshet respektive sysselsättning från 2000 och framåt med utvecklingen i ett urval av länder bestående av de övriga nordiska länderna (förutom Island), Tyskland, Storbritannien och USA.

Diagrammen visar att utvecklingen varit förhållandevis heterogen. Vad gäller arbetslösheten har Finland och Storbritannien haft en positiv utveckling med en minskad arbetslöshet under perioden. I övriga länder har arbetslösheten stigit. Den amerikanska utvecklingen är den mest dramatiska i det avseendet men där har det skett en klar förbättring i slutet av perioden. I Sverige minskade arbetslösheten inledningsvis men ökade i slutet. Det är också värt att notera att indikationerna på en förbättring av utvecklingen är mer tydliga i övriga länder än i Sverige, möjligen med undantag av Tyskland.

Vad gäller antal sysselsatta skedde en snabb ökning i början av perioden i Sverige och Finland. Detta följdes av en avmattning för Finlands del, och i Sveriges fall t.o.m. en minskning. Utmärkande för den svenska arbetsmarknaden under denna period har dock varit den höga sjukfrånvaron som minskat den andel av de sysselsatta som bidragit till de arbetade timmarna i ekonomin. För att se i vilken utsträckning detta påverkar jämförelsen med övriga länder inkluderar diagrammet även utvecklingen av antal sysselsatta exklusive sjukfrånvarande i Sverige.

Då hänsyn tas till sjukfrånvaron ser utvecklingen av den svenska sysselsättningen något

svagare ut. Det är dock intressant att notera att även då hänsyn tas till sjukfrånvaron så har antal sysselsatta ändå ökat i Sverige jämfört med konjunkturtoppen 2000. Danmark och Tyskland har haft en något sämre utveckling med ett minskat antal sysselsatta under perioden. Nivån i Norge är ungefär densamma som i början. Liksom i fallet med arbetslösheten är dock indikationerna på en vändning av sysselsättningsutvecklingen mer tydliga i dessa länder än i Sverige.

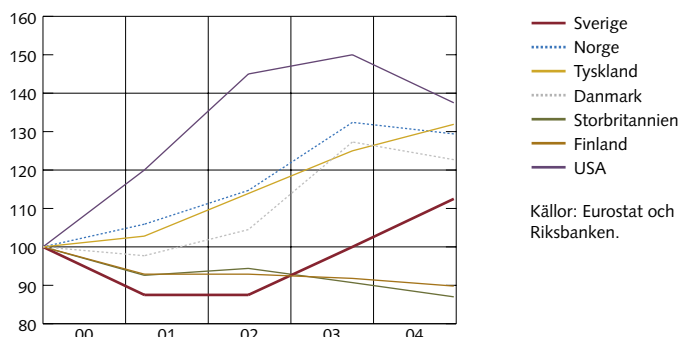
En jämförelse av antal sysselsatta är intressant ur ett konjunkturperspektiv men ger ingen fullständig bild av sysselsättningsutvecklingen eftersom befolkningsstorleken varierar mellan länderna. Av diagram R3 framgår dock att bilden är ungefär densamma vid en jämförelse av sysselsättningsgraden, med skillnaden att utvecklingen generellt ser något sämre ut i de flesta av länderna. I Sverige har det t.ex. skett en klar nedgång under perioden och även i Norge och USA ser utvecklingen betydligt svagare ut än i diagram R2.

Fokus ovan har varit på utvecklingen den senaste femårsperioden. Där beaktas inte att länder kan befinna sig i något olika faser av konjunkturcykeln. En intressant fråga är om det går att utifrån en jämförelse med länder som vanligtvis är före Sverige i konjunkturcykeln dra några slutsatser om hur utvecklingen i Sverige kommer att bli framöver.

En naturlig första fråga är vilka länder som normalt är före Sverige i konjunkturförloppet. En svårighet i det sammanhanget är att det inte finns något entydigt konjunkturmått som kan användas för jämförelser. En enkel och vanlig metod är att använda ett statistiskt filter för att separera den cykliska variationen i BNP från den mer trendmässiga utvecklingen och använda detta som ett mått på konjunkturen. Ett sådant cykliskt BNP-mått har skapats för samma urval av länder som ovan och i tabell R1 redovisas korrelationen mellan detta cykliska BNP-mått för Sverige och övriga länder.

I tabellen beräknas korrelationer för olika förskjutningar av den svenska konjunkturen framåt i tiden. En hög korrelation i kolumnerna

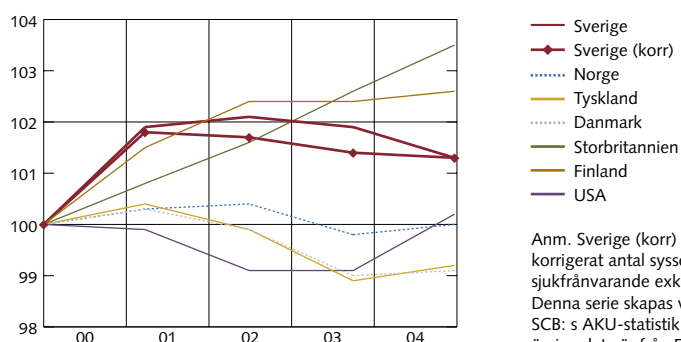
**Diagram R1. Harmoniserad arbetslöshet i ett urval av länder 2000–2004. Index (2000 = 100)**



— Sverige  
 ..... Norge  
 — Tyskland  
 ..... Danmark  
 — Storbritannien  
 — Finland  
 — USA

Källor: Eurostat och Riksbanken.

**Diagram R2. Antal sysselsatta i ett urval av länder 2000–2004. Index (2000 = 100)**

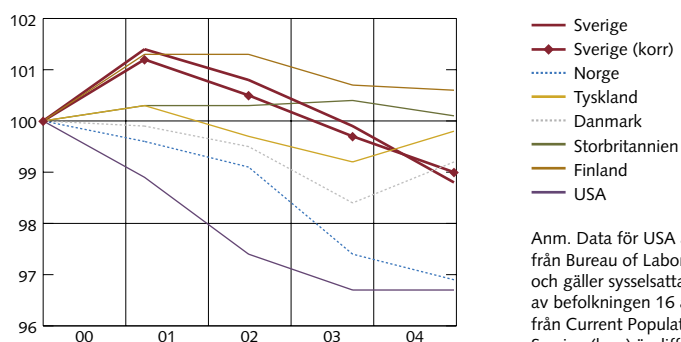


— Sverige  
 —◆ Sverige (korr)  
 ..... Norge  
 — Tyskland  
 ..... Danmark  
 — Storbritannien  
 — Finland  
 — USA

Anm. Sverige (korr) är korrigerat antal sysselsatta där sjukfrånvarande exkluderats. Denna serie skapas via SCB:s AKU-statistik medan övriga data är från Eurostats databas.

Källor: Eurostat, SCB och Riksbanken.

**Diagram R3. Antal sysselsatta i relation till befolkningen 15–64 år 2000–2004. Index (2000 = 100)**



— Sverige  
 —◆ Sverige (korr)  
 ..... Norge  
 — Tyskland  
 ..... Danmark  
 — Storbritannien  
 — Finland  
 — USA

Anm. Data för USA är hämtade från Bureau of Labor Statistics och gäller sysselsatta som andel av befolkningen 16 år och över från Current Population Survey. Sverige (korr) är differensen mellan antal sysselsatta och antal sjukfrånvarande satt i relation till befolkningen 16-64 år. Dessa data är hämtade från SCB:s AKU-statistik. Övriga serier kommer från Eurostats databas.

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

"+1" till "+8" innebär att det andra landet "leder" den svenska konjunkturen. Är korrelationen däremot högst utan tidsförskjutning (i kolumn "0") är ländernas konjunkturer synkroniserade och når toppar och bottnar samtidigt.

Resultaten i tabell R1 indikerar att konjunkturen både i USA och Storbritannien leder den svenska konjunkturen. Den exakta eftersläpningen i konjunkturen mellan länderna har givetvis varierat en del mellan enskilda konjunkturcykler.<sup>2</sup> Resultaten här indikerar att

den svenska konjunkturen släpar 1-1½ år efter den amerikanska och ½-1 år efter den brittiska. Vad gäller de nordiska länderna är Danmark synkroniserad med Sverige och även den finska konjunkturen är väl i fas med den svenska – möjligtvis något kvartal före. Däremot verkar inte den norska och svenska konjunkturen ha någon liknande synkronisering.<sup>3</sup>

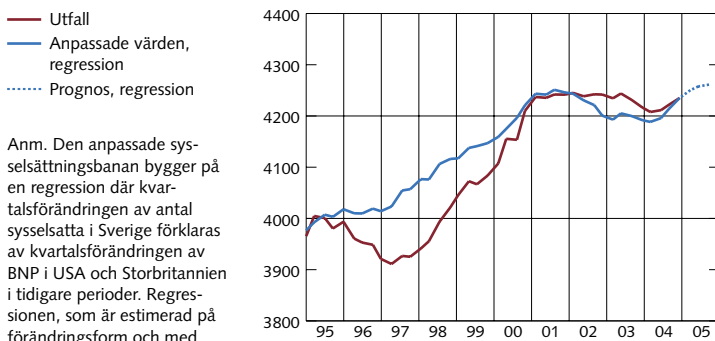
Givet eftersläpningen av den svenska konjunkturen jämfört med den amerikanska och brittiska kan det vara intressant att få en

Tabell R1. Korrelation mellan cyklisk BNP i Sverige och andra länder 1990kv1–2004kv4.

	Cyklisk BNP i Sverige i kvartal:								
	0	+1	+2	+3	+4	+5	+6	+7	+8
Danmark	0,6	0,6	0,4	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
Finland	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4	0,3	0,1	0,0	-0,2
Tyskland	0,7	0,5	0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3
Norge	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2
Storbritannien	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,4	0,2	0,0
USA	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4

Anm. Cyklisk BNP är skapad genom att BNP-serien i respektive land filterats med ett s.k. band-pass filter, se Christiano, L. och T. Fitzgerald, "The Band Pass Filter", *International Economic Review* 44, 2003, 435-465. Filtret skiljer ut den cykliska del av BNP som varierar på 1,5 till 8 års horisont, vilket är det tidsintervall inom vilket konjunkturcykler normalt beräknas hålla sig. Beräkningarna för Tyskland gäller perioden 1991kv1–2004kv4. Den senaste revideringen av svenska nationalräkenskapsdata för 2004 har inte beaktats i dessa beräkningar. Källor: OECD och Riksbanken.

Diagram R4. Antal sysselsatta samt anpassat antal sysselsatta från regressionsmodell 1995kv1–2005kv3. 1000-tals personer



Anm. Den anpassade sysselsättningsbanan bygger på en regression där kvartalsförändringen av antal sysselsatta i Sverige förklaras av kvartalsförändringen av BNP i USA och Storbritannien i tidigare perioder. Regressionen, som är estimerad på förändringsform och med data för perioden 1995kv1-2004kv4, ser ut på följande vis:  $\Delta \ln N(t) = -0,01 * \text{konstant} + 0,56 * \Delta \ln \text{BNP}(t-3)^{\text{UK}} + 0,37 * \Delta \ln \text{BNP}(t-5)^{\text{USA}}$ . Alla koefficienter är statistiskt signifikanta. Justerat  $R^2 = 0,4$  och standardfel för regressionen = 0,0037.

Källor: SCB och Riksbanken.

uppfattning om vad den allra senaste tidens konjunkturinformation i dessa två länder implicerar för utvecklingen av den svenska ekonomin, framförallt den svenska arbetsmarknaden. Diagram R4 visar dels den faktiska utvecklingen

av antal sysselsatta i Sverige, dels den predikterade sysselsättningen från en enkel regressionsmodell där svensk sysselsättning förklaras av BNP-tillväxten i USA och Storbritannien i tidigare perioder. Detta är givetvis en mycket osäker indikator om den framtida svenska utvecklingen och ska inte ses som en alternativ prognos för svensk sysselsättning utan som ett alternativt sätt att illustrera korrelationerna mellan den svenska och de ledande ländernas konjunkturer.

Med tanke på att storleken på korrelationerna i tabell R1 inte är så stora är det inte förvånande att det anpassade sambandet för den svenska sysselsättningen inte är det bästa. Däremot fångas trenderna i sysselsättningsutvecklingen förhållandevis väl – både uppgången från 1997 och avmattningen efter 2001 finns

- Det är också möjligt att strukturella faktorer förändrat mönstret mellan perioder. Valet av tidsperiod kan därmed påverka resultaten i tabell R1. Rekursivt beräknade korrelationer för olika perioder med start 1970 visar dock att resultaten är förhållandevis stabila. För Danmark, Finland och Norge förändras korrelationsmönstren inte mycket över perioderna. Vad gäller Storbritannien blir den svenska eftersläpningen något större om 1970-talet inkluderas i beräkningarna. De mest varierande resultaten gäller USA, framförallt om slutet på 1970-talet och början på 1980-talet inkluderas. Resultaten är dock stabila om beräkningarna begränsas till perioden efter mitten på 1980-talet och korrelationerna blir också större.
- I vilken utsträckning förhållandet är det omvända, dvs. att den svenska konjunkturen leder de övriga länderna, har inte undersökts närmare här men är också (i vissa fall) en möjlighet.

med i den anpassade serien. Diagrammet visar också att prediktionen för de första kvartalen 2005, som således bara bygger på informationen om BNP-utvecklingen i USA och Storbritannien de senaste kvartalen, pekar på en fortsatt uppgång av antal sysselsatta. Givet att uppgången fortsätter är detta en indikation på att även den svenska arbetsmarknaden bör förbättras den närmaste tiden.<sup>4</sup> Detta resultat ska givetvis tolkas med försiktighet. Exempelvis kan aktuella strukturella faktorer förändra de traditionella konjunkturmönster som denna prediktion speglar.

#### *Den svenska arbetsmarknaden och tillväxtens sammansättning*

En av de faktorer som utpekats som en tänkbar förklaring till varför vändningen på arbetsmarknaden dröjer i Sverige medan den påbörjats i andra länder är skillnader i sammansättningen av tillväxten. Tabell R2 visar bidragen från olika försörjningsbalanskomponenter till den svenska BNP-tillväxten under perioden 2000–2004. Av tabellen framgår att exporten svarat för en betydande del av tillväxten medan t.ex. hushållens konsumtion och investeringarna spelat en blygsammare roll. Exportindustrin är mer kapitalintensiv än arbetsintensiv. Därför kan det förmodas att sysselsättningsökningen är större när investeringar och konsumtion tar över exportens roll som den drivande kraften i

konjunkturuppgången. Ett av skälen till detta är att dessa komponenter har en starkare koppling till tjänsteproduktionen.

I tabell R3 redovisas, för samma period, bidraget från den totala konsumtionen och exporten i övriga länder i jämförelsen ovan. Av tabellen framgår att det finns visst stöd för bedömningen att sysselsättningen bör ta fart samtidigt med konsumtionen och investeringarna. I Storbritannien och Finland, där sysselsättningen har hållits uppe under den senaste konjunkturedgången (se diagram R2), har bidraget från konsumtionen i allmänhet varit högre än i Sverige, Danmark och Tyskland. Det är också värt att notera att konsumtionen i Danmark kom igång under 2004 samtidigt som sysselsättningen vände uppåt. Utvecklingen i Norge och USA är dock mer svårtolkad. Bidraget från konsumtionen i båda länderna har varit relativt högt under perioden men av diagram R2 framgår att sysselsättningen ändå fallit, framförallt i USA. Sambandet mellan sysselsättning och relativ betydelse av konsumtion och export den senaste tiden är således inte entydigt.

Detta reser frågor om hur försörjningsbalansens komponenter och sysselsättningen normalt samvarierar över konjunkturcykeln. Tabell R4 redovisar korrelationer mellan bidrag från olika försörjningsbalanskomponenter och förändringen av antal sysselsatta i tillverkningsindustri och tjänstebranscher i Sverige. Korrelationerna är beräknade för olika tidsförskjutningar

**Tabell R2. Bidrag till BNP-tillväxten från olika försörjningsbalanskomponenter samt BNP-tillväxten 2000–2004. Procentenheter samt procentuell förändring**

	2000	2001	2002	2003	2004
Hushållens konsumtion	2,4	0,2	0,7	0,7	0,9
Offentlig konsumtion	-0,3	0,2	0,6	0,2	0,1
Fasta bruttoinvesteringar	1,0	-0,2	-0,5	-0,3	0,9
Lagerinvesteringar	0,5	-0,5	-0,2	0,4	-0,3
Export	4,9	0,2	0,6	2,2	4,6
Import	-4,1	1,0	0,7	-1,8	-2,6
BNP-tillväxt	4,3	1,0	2,0	1,5	3,6

Anm. På grund av avrundningar summerar inte bidragen från komponenterna exakt till BNP-tillväxten varje år.

Källor: SCB och Riksbanken.

<sup>4</sup> En förutsättning för detta är att sysselsättningen i princip följer samma mönster genom en konjunkturcykel i de olika länderna. Beräkningar av korrelationer liknande dem i tabell R1 men mellan cyklisk BNP och cyklisk sysselsättning i respektive land visar att så verkar vara fallet. I de flesta av länderna släpar sysselsättningen 1-2 kvartal efter BNP. I Finland och Norge är eftersläpningen möjligtvis något kvartal längre.

av sysselsättningsförändringen. En hög positiv korrelation mellan sysselsättningsförändringen förskjuten framåt i tiden (+1 kvartal, +2 kvartal, osv.) och bidraget från en viss komponent innebär att de två samvarierar, men med en eftersläpning i sysselsättningen. Är korrelationen hög då sysselsättningsförändringen är förskjuten bakåt i tiden (-1 kvartal, -2 kvartal, osv.) är det i stället utvecklingen av bidraget som släpar efter.

Det är viktigt att observera att korrelationer inte kan tolkas som orsakssamband, t.ex. att

kvartal framåt vad gäller tjänstebranschen. Resultaten indikerar också att samvariationen med hushållskonsumtionen är relativt sett större för sysselsättningen i tjänstebranscher än i tillverkningsindustrin.

En tolkning av resultaten i tabell R4 är således att en svensk konjunkturuppgång normalt inleds med en ökad export i takt med att konjunkturen hos viktiga handelspartners förbättras. Detta får dock inget omedelbart genomslag på sysselsättningen i industrin utan

**Tabell R3. Bidrag från total konsumtion och export till BNP-tillväxten i ett urval av länder 2000–2004. Procentenheter**

Bidrag från		2000	2001	2002	2003	2004
<b>Total konsumtion</b>	Danmark	-0,1	0,6	0,8	0,7	2,2
	Finland	1,5	1,4	1,5	2,4	2,0
	Tyskland	1,4	1,2	0,0	0,0	-0,2
	Norge	2,2	2,1	2,3	1,8	2,6
	Storbritannien	3,4	2,4	2,9	2,2	3,1
	USA	3,4	2,2	2,7	2,7	2,8
<b>Export</b>	Danmark	5,5	2,0	2,2	-0,8	1,9
	Finland	8,2	-0,4	2,4	0,7	1,7
	Tyskland	4,1	1,9	1,4	0,7	3,2
	Norge	1,6	2,0	-0,3	0,6	0,5
	Storbritannien	3,0	1,0	0,0	0,3	1,0
	USA	1,1	-0,7	-0,3	0,2	1,0

Källa: Eurostat.

ökat bidrag från inhemsk konsumtion leder till en förbättring av sysselsättningen. Konsumtion och sysselsättning drivs av det sammantagna efterfråge- och utbudsläget och kopplingar finns i båda riktningar – högre hushållskonsumtion stimulerar sysselsättningen och ett ökat antal sysselsatta ger i sin tur också en högre hushållskonsumtion. Den samvariation detta ger upphov till är det som avspeglas i korrelationsmåten.

Av tabell R4 framgår att utvecklingen av sysselsättningen i både tillverkningsindustri och tjänstebranscher släpar efter exporten upp mot 1 år. Däremot är sysselsättningen mer synkroniserad med hushållskonsumtion och näringslivsinvesteringar. I dessa båda fall är de högsta korrelationerna centrerade kring kvartal "noll", dvs. ingen tidsförskjutning, eller möjligtvis 1-2

produktionen ökar inledningsvis genom ett ökat resursutnyttjande, dvs. arbetade timmar ökar. Efterhand som konjunkturuppgången fortskrider kommer sysselsättningen igång i både industrin och tjänsteproduktionen samtidigt som den inhemska konsumtionen och investeringarna ökar och tar över som drivkrafter i konjunkturuppgången. Den sammantagna bilden är således i linje med det mönster som brukar tillskrivas den svenska konjunkturen. Enligt huvudsce-nariot har visserligen osäkerheten om styrkan i den framtida konjunkturuppgången ökat men mycket talar ändå för att sysselsättningen kommer att öka de kommande två åren i takt med stigande inhemsk efterfrågan och produktion. Detta scenario är således i linje med de traditionella mönster som korrelationerna i tabell R4 redovisar.



**Tabell R4. Korrelation mellan olika försörjningsbalanskomponenters bidrag till BNP-tillväxten och tidsförskjutningar av sysselsättningsförändringen i tillverknings- och tjänstebranscher 1988kv1–2004kv4.**

Sysselsättningsförändring i tillverkningsindustrin									
Tidsförskjutning, antal kvartal	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4
<b>Bidrag från:</b>									
Hushållskonsumtion	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3
Näringslivsinvesteringar	0,5	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,6	0,5
Export	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
Sysselsättningsförändring i tjänstebranscher									
Tidsförskjutning, antal kvartal	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4
<b>Bidrag från:</b>									
Hushållskonsumtion	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6
Näringslivsinvesteringar	0,3	0,4	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,5
Export	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5

Anm: Korrelationerna är beräknade mellan bidrag till BNP-tillväxten, uttryckt i procentenheter, och sysselsättningsförändringar uttryckta som årliga procentuella förändringar. Sysselsättningsförändringarna är beräknade utifrån AKU-statistik. Tillverkningsindustri inkluderar här gruvor och mineralutvinningsindustrier samt el-, gas-, värme- och vattenverk. Tjänstebranschen definieras som summan av branscherna handel, transport, magasinering, kommunikation, personliga och kulturella tjänster, renhållning, kreditinstitut, fastighetsförvaltning och företags tjänster. Den senaste revideringen av svenska nationalräkenskapsdata för 2004 har inte beaktats i dessa beräkningar.

Källor: SCB och Riksbanken.

## Varför är de svenska importpriserna så låga?

Inflationen idag är låg och underskrider inflationsmålet. Det finns flera anledningar till det. En är att importpriserna har fallit under senare år. Det beror delvis på att prisutvecklingen på konsumtionsvaror på den internationella marknaden har varit dämpad. Dessutom stärktes kronan mer eller mindre oavbrutet mellan 2001 och 2004, vilket påverkat priserna med viss fördröjning. Fallet i importpriserna beror också på att det kontinuerligt sker en förskjutning av importen till allt billigare länder. Enligt preliminära uppskattningar kan denna förskjutning ha bidragit till att dra ner de priser som svenska importörer möter med ett par procentenheter 2004.

### Inledning

Det finns flera orsaker till att inflationen i Sverige har varit så låg de senaste åren. Riksbankens räntesänkningar påverkar bl.a kostnaden för egnahem som är en viktig post i konsumentprisindex (KPI). De omfattande penningpolitiska lättnader som inleddes i slutet av 2002 och fortsatte 2003 och 2004 har således bidragit till att hålla nere hushållens räntekostnader och därmed till den låga KPI-inflationen. Till bilden hör också

att elpriserna steg till rekordhöga nivåer vid årsskiftet 2002/2003 och sedan föll tillbaka. Men även rensat för dessa övergående effekter har inflationen sedan början av 2003 varit mycket låg (se diagram R5).

Genom att analysera utvecklingen av olika delindex i KPI kan man närmare se vad som ligger bakom den låga inflationen. KPI kan delas in i priser på varor och tjänster, rensat för olja, el och bostadsräntor. Det blir då tydligt att den främsta förklaringen till den låga KPI-inflationen står att finna i varuprisutvecklingen (se diagram R6).

Konsumtionsvaror är antingen inhemskt producerade eller importerade från andra länder. Prisutvecklingen har varit dämpad för båda dessa grupper. Priserna på inhemskt producerade varor har, med undantag för ett par månader i början av året, fallit sedan mitten av 2004. Importpriserna har utvecklats ännu svagare och fallit sedan mitten av 2003 (se diagram R7).

Konsumentpriserna på importerade varor bestäms dels av importörernas kostnader för varorna, dels av vad som händer i de sektorer som förmedlar varorna från importören till konsumenten. I det följande diskuteras vad som bestämmer utvecklingen av importpriserna i producentledet.

### Flera faktorer påverkar importpriserna

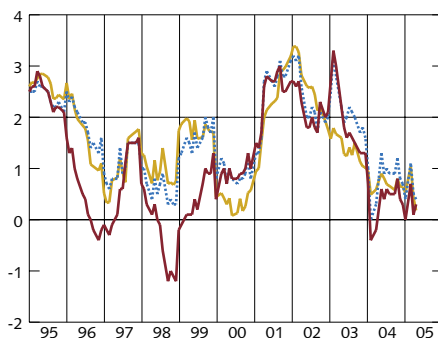
Utvecklingen av de svenska importpriserna i utländsk valuta beror på prisstegringstakten i de länder Sverige importerar ifrån, samt på förändringen i ländernas andel av Sveriges totala import. En ökad andel import från länder med låg inflationstakt eller en lägre prisnivå medför att prisstegringstakten på den svenska importen dämpas. Genomslaget på importpriserna i svenska kronor påverkas dessutom av hur växelkursen utvecklas. Om kronan stärks blir effekterna på importpriserna i svenska kronor mindre av en given ökning av exportpriserna i omvärlden, medan det omvända gäller om kronan försvagas.

Diagram R5. Inflationutvecklingen enligt KPI, UND1X och UND1X exklusive energi. Årlig procentuell förändring

— KPI  
..... UND1X  
— UND1X exklusive energi

Anm. Inflationmått beräknade enligt ny metod.

Källor: SCB och Riksbanken.



Under senare år har prisutvecklingen på konsumtionsvaror på de internationella marknaderna varit dämpad. Samtidigt har kronan stärkts mer eller mindre oavbrutet mellan 2001 och 2004. Detta har bidragit till att importpriserna i svenska kronor har fallit. Under första halvåret 2004 försvagades kronan igen men priserna på importvarorna fortsatte att falla. Till viss del kan det bero på att valutakursförändringar slår igenom med fördröjning. I takt med att världshandeln har ökat och länder som t.ex. Kina och Indien har integrerats i världsekonomin har det dessutom skett en kontinuerlig förskjutning av den svenska importen mot allt billigare länder, vilket också bidragit.

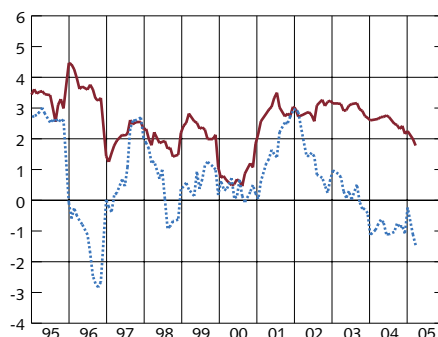
#### Problem med nuvarande mätmetod

För att mäta prisutvecklingen i utländsk valuta på världsmarknaden och göra prognoser för den internationella prisutvecklingen har Riksbanken hittills använt ett handelsvägt<sup>5</sup> index över producentpriserna på bearbetade varor i 11 länder, s.k. internationella producentpriser. Ett problem med detta index är att de producent- och exportprisindex som används för de olika länderna oftast visar prisutvecklingen för landets totala export av tillverkade varor och inte utvecklingen för priset på just de varor som Sverige importerar. Dessutom fastställdes de vikter som ligger till grund för detta index i början av 1990-talet och speglar därmed inte dagens importvikter. Det innebär att detta mått inte fångar effekten av förskjutningen av importen till allt billigare importländer eftersom vikterna är konstanta.

#### En uppskattning av substitutionseffekten

Hur stor effekt har då denna förskjutning till allt billigare länder haft på de svenska importpriserna. Utgångspunkten är att det svenska importpriset i utländsk valuta kan mätas som ett vägt genomsnitt av exportpriserna i de länder

Diagram R6. Inflation i varor och tjänster rensat för olja, energi och bostadsräntor. Årlig procentuell förändring

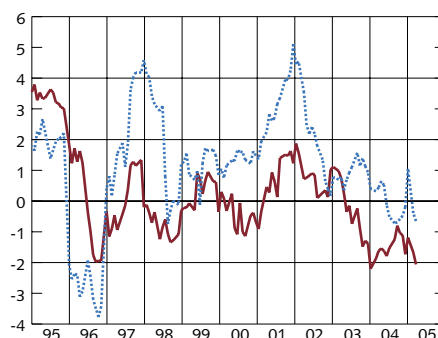


— Tjänster  
- - - Varor

Anm. Inflationmått beräknade enligt ny metod.

Källa: Riksbanken.

Diagram R7. Varuprisutvecklingen i konsumentledet. Årlig procentuell förändring



— Importerade varor  
- - - Inhemska varor

Anm. Inflationmått beräknade enligt ny metod.

Källa: Riksbanken.

Sverige importerar från. Importpriset består då av två delar; en vikt-del och en pris-del:

$$P_t = \sum_i w_{it} P_{it} \quad (1)$$

$P_t$  är den genomsnittliga prisnivån (uttryckt i logaritmer),  $P_{it}$  är respektive lands exportpris och  $w_{it}$  är varje lands andel av den totala importen till Sverige. Det intressanta är förändringen av det genomsnittliga importpriset. Denna förändring kan delas upp i en priseffekt, dvs. bidraget till förändringen i importpriset av en förändring i exportpriset, och en vikteffekt, som visar hur förändringen i importpriset beror på förändrade importvikter:

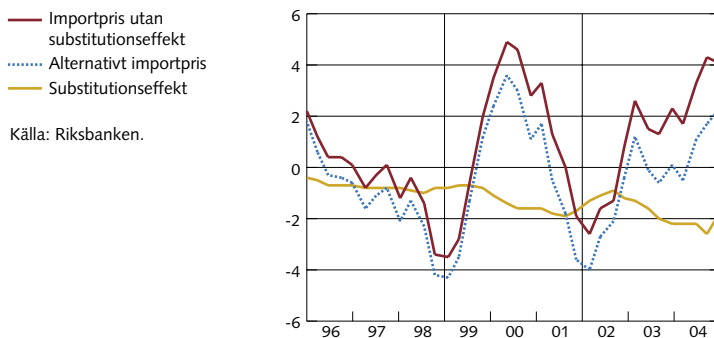
$$\Delta P_t = \sum_i w_{it} \Delta P_{it} + \sum_i \Delta w_{it} P_{it-1} \quad (2)$$

5 Se anmärkning till tabell 5 i kapitel 2.

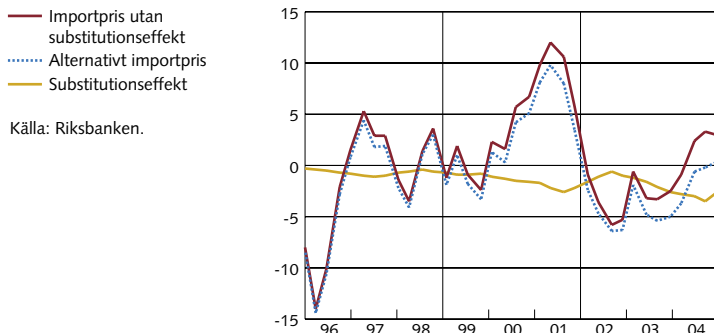
Den första termen på höger sida i samband 2, beräknar bidraget till den totala prisförändringen av förändringen i priserna i respektive land, medan den andra termen beräknar bidraget till prisförändringen som beror på att handelsmönstret har förändrats, dvs. substitutionseffekten.

Beräkningar enligt samband 2, som baseras på importstatistik från SCB för Sveriges 25 största exportländer för konsumentvaror och producent- eller exportpriserier från de respektive länderna, indikerar att förskjutningen av importen till billigare länder kan ha bidragit till att dra ner de priser som svenska importörer möter med ett par procentenheter under 2004.<sup>6</sup> Detta illustreras i diagram R8 som visar ett alternativt importpris i nationell valuta där substitutionseffekten har beaktats.

**Diagram R8. Effekt av substitution till allt billigare länder, i utländsk valuta. Årlig procentuell förändring**



**Diagram R9. Effekt av substitution till allt billigare länder, i svenska kronor. Årlig procentuell förändring**



När motsvarande beräkningar görs för importprisutvecklingen i svenska kronor är substitutionseffekten ungefär lika stor (se diagram R9). Det totala importpriset uttryckt i kronor föll dock mer under 2003 och 2004 än uttryckt i utländsk valuta, vilket bekräftar att växelkursens förstärkning hade stor effekt då.

#### Källor till osäkerhet

Att göra sådana här uppskattningar är dock vanskligt och resultaten är osäkra. Det beror dels på att det är problem att hitta tillförlitlig och användbar statistik på olika länders exportpriser. I de flesta fall finns inte uppgifter om hur olika handelspartners exportpriser utvecklas till enskilda mottagarländer utan bara deras genomsnittliga exportpris. Med andra ord representerar exportpriserna från ett land ett genomsnitt av priserna på alla varor som landet exporterar. Men det betyder inte att Sverige importerar alla varor som landet exporterar och priset kan då bli missvisande. Ytterligare en faktor som gör att exportpriset kan bli missvisande är att exportörer ofta anpassar priset till mottagarlandets konkurrenssituation, dvs. bedriver pricing-to-market.

Därtill finns det betydande problem i importstatistiken som gör att det är svårt att korrekt uppskatta olika länders importvikt. Det finns inte uppgifter om Sveriges totala import från länder utanför EU, eftersom all import från dessa länder som når Sverige via ett annat EU-land i statistiken registreras som import från EU. Om Sverige exempelvis importerar bilar från Japan men de fraktas via Rotterdam i Nederländerna så blir de registrerade som import från Nederländerna. Därmed är EU överrepresenterat i importstatistiken.

Sammantaget medför detta att denna uppskattning troligtvis inte mäter rätt pris och förmodligen underskattar lågprisländernas andel av vår totala import. Därmed är förskjutningseffekten sannolikt något underskattad.

<sup>6</sup> Liknande beräkningar gjorda av Bank of England respektive Norges Bank ger resultat i samma storleksordning.

### *Avslutning*

I denna ruta redovisas att de låga importpriserna delvis beror på att det kontinuerligt sker en förskjutning av importen till allt billigare länder. Enligt preliminära uppskattningar kan denna substitution ha bidragit till att dra ner de priser som svenska importörer möter med ett par procentenheter 2004.

Resultaten av de beräkningar som ligger till grund för analysen i denna fördjupning ska tolkas med försiktighet men medför att det finns anledning att tro att det internationella pristrycket överskattas med den sammanvägning av producentpriser som hittills använts.



# ■ Inflationsbedömning

Inflationen är för närvarande mycket låg. Den väntas fortsätta att vara låg under prognosperioden, även om den ökar något under 2006 och 2007. De låga livsmedels- och importpriserna håller nere inflationen främst under 2005. Inflationen stiger under 2006 och 2007 i takt med att resursutnyttjandet så småningom tilltar, liksom det inhemska och internationella kostnadstrycket. Jämfört med inflationsrapporten i mars bedöms nu UND1X-inflationen bli lägre under större delen av prognosperioden eftersom resursutnyttjandet och kostnadstrycket ser ut att bli lägre. På kort sikt väntas dock inflationen bli något högre till följd av det högre oljepriset. Osäkerheten om styrkan i konjunkturuppgången gör att det är något större risk för att inflationen blir lägre än att den blir högre än i huvudscenariot.

## Inflationsutsikterna i huvudscenariot

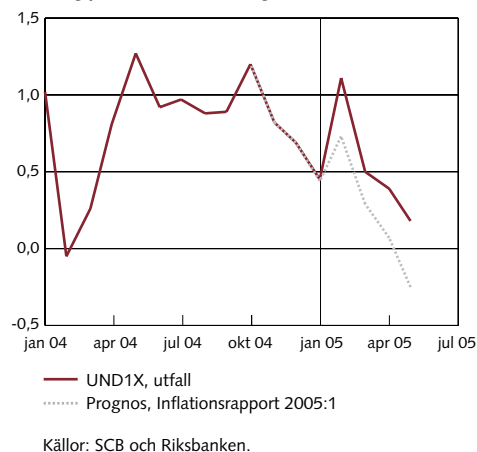
Detta kapitel innehåller en redogörelse för hur inflationen utvecklats sedan den föregående inflationsrapporten samt en bedömning av inflationsutsikterna till och med andra kvartalet 2007. Prognosen visar den utveckling av inflationen som Riksbanken bedömer vara mest sannolik de kommande två åren under förutsättning att reporäntan hålls oförändrad på 2,0 procent. I en fördjupningsruta i denna inflationsrapport presenteras även prognoser till och med andra kvartalet 2008, där antagandet är att reporäntan utvecklas i linje med implicita terminsräntor (se fördjupningsruta "Prognoser på längre sikt under antagande om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna").

### ■ ■ Inflationen låg men något högre än väntat.

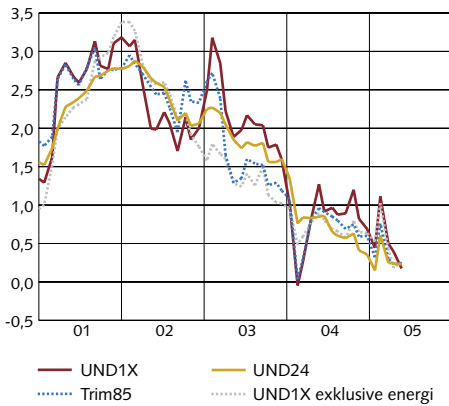
Sedan förra inflationsrapporten har utfall för KPI och mått på den underliggande inflationen för månaderna februari till maj publicerats av SCB. Den årliga ökningstakten av KPI och UND1X uppgick till 0,1 respektive 0,2 procent i maj, vilket var ca 0,4 procentenheter högre än vad som prognostiserades i den senaste inflationsrapporten (se diagram 35). Prognosfelet förklaras delvis av att oväntat höga oljepriser medförde att importpriserna inte föll lika mycket som väntat. Den årliga ökningstakten av priserna på i huvudsak inhemska producerade varor och tjänster, UNDINHX, uppgick till 1,0 procent i maj vilket var 0,3 procentenheter högre än väntat. Prognosfelet för den inhemska inflationen beror främst på att livsmedelpriserna föll mindre än väntat.

För att analysera hur inflationen utvecklas rensad för olika temporära effekter studerar Riksbanken mått på den så kallade underliggande inflationstakten. Syftet är att försöka urskilja den trendmässiga eller mer konjunkturrelaterade komponenten i inflationen. Underliggande inflation är dock inget entydigt definierat begrepp och kan därför mätas på olika sätt. Vanliga metoder är att från KPI exkludera vissa komponenter som anses vara av mer tillfällig karaktär. Det går också att med hjälp av statistiska metoder ta bort eller minska

Diagram 35. UND1X, utfall och prognos i föregående inflationsrapport. Årlig procentuell förändring



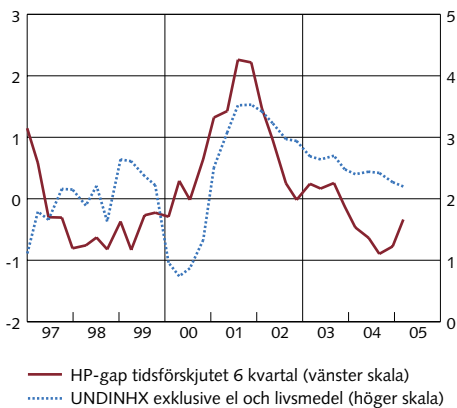
**Diagram 36. Olika mått på underliggande inflation. Årlig procentuell förändring**



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

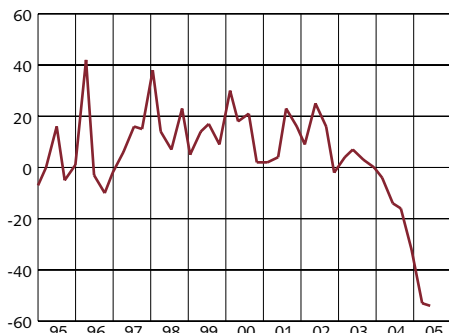
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 37. UNDINHX exklusive el och livsmedel samt skattat produktionsgap. Årlig procentuell förändring respektive procent av BNP**



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 38. Prisförväntningar inom dagligvaruhandeln. Netttotal**



Källa: Konjunkturinstitutet.

betydelsen av de varu- och tjänstegrupper vars priser varierar kraftigt. I diagram 36 visas några olika mått på underliggande inflation. Samtliga mått visar att den underliggande inflationstakten för närvarande är låg och att trenden har varit fallande under en längre tid. Måtten visar också att den underliggande inflationstakten har fallit ytterligare sedan den förra inflationsrapporten publicerades.

### ■ ■ Stigande inhemsk inflation mot slutet av prognosperioden.

Den inhemska inflationstakten har fallit det senaste året. En viktig förklaring till det är troligen den snabba ökningstakten av produktiviteten, vilket i sin tur medfört låga kostnadsökningar för företagen. De låga inhemska prisökningarna beror troligen också på att resursutnyttjandet har varit relativt lågt under senare tid (se diagram 37).

I viss utsträckning förefaller också förändringar av strukturell karaktär ha bidragit till den låga inhemska inflationstakten. Det gäller framförallt livsmedelspriserna som har fallit under det senaste året. En hårdnande konkurrens inom livsmedelsbranschen har bidragit till denna utveckling. I den senaste inflationsrapporten bedömdes fallande livsmedelspriser bidra till en fortsatt låg inflationstakt under 2005. Denna bedömning baserades på uttalade planer hos de stora livsmedelskedjorna på avsevärda sänkningar av livsmedelspriserna under 2005. Dessa uttalanden speglades också i branschens förväntningar om den framtida prisutvecklingen i KI:s konjunkturbarometer (se diagram 38). Det är dock svårt att veta exakt hur mycket av detta som kommer att synas i mätningarna av KPI och hur stor effekten på den uppmätta inflationstakten kommer att bli. Riksbanken gjorde bedömningen att livsmedelspriserna i KPI skulle falla med ca 3 procent under 2005. Med de nya utfallen till hands kan konstateras att livsmedelspriserna förvisso har fallit men inte lika mycket som väntat. Vår nya bedömning är därför att livsmedelspriserna i KPI kommer att falla med ca 2 procent under innevarande år.

Under 2006 och 2007 väntas den inhemska inflationstakten stiga (se diagram 39). Antalet sysselsatta tilltar gradvis när konjunkturen så småningom förbättras. Detta leder till att löneökningstakten blir något högre och att produktiviteten ökar långsammare. Det inhemska kostnadstrycket tilltar därmed. Detta talar för att den inhemska inflationen kommer att bli högre under 2006 och 2007, än under 2005 även om ökningstakten nu väntas bli något lägre än i föregående inflationsrapport. På två års sikt bedöms den inhemska inflationen uppgå till 2,2 procent. Detta är en relativt måttlig inflationstakt och den kan jämföras med att den genomsnittliga inhemska prisökningstakten varit 2,5 procent under de senaste fem åren. Jämfört med inflationsrapporten i mars bedöms nu UNDINHX-inflationen bli lägre under större delen av prognosperioden. Anledningen är att resursutnyttjandet bedöms bli lägre, liksom ökningstakten för enhetsarbetskostnaderna (se kapitel 2).



## ■ ■ Låg importerad inflation under hela prognosperioden.

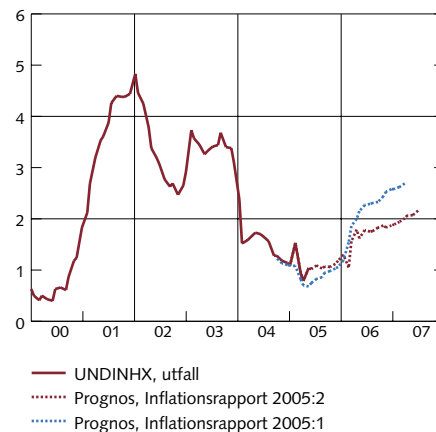
Rensat för oljeprodukterna har priserna på importerade varor fallit sedan början av 2003 (se diagram 40). I maj 2005 uppgick förändringstakten av UNDIMPX exklusive oljeprodukter till -2,6 procent, vilket var något lägre än väntat i föregående inflationsrapport. Nedgången i den importerade inflationen är bred och flera faktorer har bidragit till prisfallen under senare år. Viktiga faktorer är troligen den långsiktiga förstärkningen av kronan som skett under senare år samt låga prisökningstakter på bearbetade varor på den internationella marknaden. Nya studier tyder dessutom på att ändrade handelsmönster på senare tid kan ha medfört att det internationella pristrycket har överskattats (se fördjupningsruta "Varför är de svenska importpriserna så låga?"). Substitution till import från låglöneländer har troligen inte tillräckligt beaktats i bedömningarna av det internationella pristrycket tidigare. Till detta kommer EU:s avskaffande av importkvoter på kläder och textilier i januari 2005 som troligen varit en bidragande orsak till att prisökningstakten på kläder hittills i år varit ovanligt låg. De mycket höga tillväxttal i importen från Kina som noterades under det första kvartalet i år kommer dock inte att bestå i och med att EU och Kina i början av juni träffade ett avtal om begränsningar av den kinesiska exporten.

Under prognosperioden väntas effekterna av de prisdämpande faktorerna delvis avta. Ett stigande globalt resursutnyttjande beräknas leda till stigande internationellt pristryck på bearbetade varor samtidigt som genomslaget från de senaste årens kronförstärkning torde avta. Därtill bedöms ett ökande resursutnyttjande och stigande inhemskt kostnadstryck även påverka priserna på importerade varor, eftersom även dessa bearbetas och distribueras innan de säljs vidare på den svenska marknaden. Sammantaget väntas därför den importerade inflationen exklusive olja stiga gradvis under prognosperioden och uppgå till ca 0,5 procent på två års sikt. Jämfört med förra inflationsrapporten är ökningstakten av UNDIMPX exklusive oljeprodukter något lägre under hela prognosperioden till följd av att det internationella pristrycket bedöms bli lägre (se diagram 40). Detta motverkas bara delvis av att kronan väntas utvecklas något svagare.

## ■ ■ Oljepriset revideras upp.

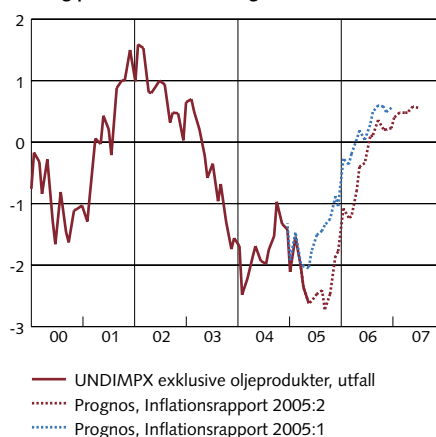
Det höga oljepriset under 2004 har haft relativt stora direkta effekter på KPI genom att prisökningstakten på bensin och villaolja har ökat påtagligt. Det höga oljepriset kan också ha bidragit indirekt till inflationen via stigande priser på insatsvaror. I statistiken över prisökningstakten på konsumtionsvaror i producent- och konsumentledet finns dock fortfarande inga tecken på att så skulle vara fallet. Men den fullständiga effekten har troligen ännu inte märkts. Samtidigt har inflationsförväntningarna och löneökningstakten fallit under det senaste året. Därför finns ännu inga tecken på att det senaste årets höga oljepriser skulle ha lett till stigande inflationsförväntningar och höjda löner, något som i sin tur hade påverkat inflationen.

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



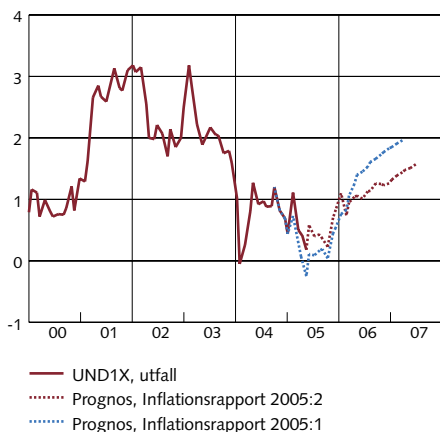
Källor: SCB och Riksbanken.

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



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 41. UND1X, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring**



Källor: SCB och Riksbanken.

Under det närmaste året väntas oljepriset bidra till att öka inflationstakten. Men under 2006 och 2007 väntas oljepriset falla något och därmed bidra till att sänka inflationstakten. Jämfört med inflationsrapporten i mars har prognosen för oljepriset reviderats upp under hela prognosperioden (se kapitel 2). De indirekta effekterna av oljepriset bedöms bli små. Oljepriset bidrar därför bara marginellt mer till inflationen mot slutet av prognosperioden jämfört med bedömningen i förra inflationsrapporten.

#### ■ ■ Inflationen nedreviderad mot slutet av prognosperioden.

Sammanfattningsvis väntas inflationen förbli låg under 2005 till följd av det måttliga resursutnyttjandet och kostnadstrycket samt ett antal strukturella faktorer (se diagram 41). Inflationen väntas dock stiga under 2006 och 2007 i takt med att resursutnyttjandet och det inhemska och internationella kostnadstrycket tilltar samtidigt som prispressen från strukturella faktorer till viss del minskar. Inflationen kommer dock under hela prognosperioden att befinna sig under 2 procent. I huvudscenariot väntas UND1X-inflationen uppgå till 1,0 procent på ett års sikt och till 1,6 procent på två års sikt. Motsvarande prognos för KPI-inflationen är 1,2 respektive 1,8 procent (se tabell 12).

Prognosen för UND1X-inflationen har reviderats ned från början av 2006 i förhållande till inflationsrapporten i mars. Detta sammanhänger främst med att resursutnyttjandet och kostnadstrycket beräknas bli mer dämpat. På kort sikt revideras dock UND1X-inflationen upp till följd av högre olje- och livsmedelspriser samt en något svagare växelkurs.

**Tabell 12. Inflationsprognosen i huvudscenariot. Årlig procentuell förändring**

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

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem och rensat för effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner. UNDINHx avser 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.

#### ■ ■ KPI-inflationen högre än UND1X-inflationen mot slutet av prognosperioden.

Sedan 2003 har KPI-inflationen varit lägre än UND1X-inflationen. Det beror framförallt på att de låga räntorna har betytt låga räntekostnader för egnahemsboende, vilket påverkar KPI-inflationen men inte UND1X-inflationen. Denna skillnad bedöms bestå på kort sikt. Mot slutet av prognosperioden väntas dock bl.a. höjda energiskatter bidra till att KPI-inflationen blir något högre än UND1X-inflationen (se tabell 13).

**Tabell 13. Förändring i KPI jämfört med UND1X.  
Årlig procentuell förändring och procentenheter**

	jun-05	Jun-06	jun-07
UND1X	0,6	1,0	1,6
+Effekter av förändrade räntekostnader	-0,2	-0,1	0,1
+Effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner	0,2	0,3	0,1
=KPI	0,5	1,2	1,8

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Avrundningar kan göra att bidragen inte summerar.

Källor: SCB och Riksbanken.

#### Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport

- KPI- och UND1X-inflationen bedöms bli lägre under 2006 och 2007 men något högre under 2005 jämfört med bedömningen i den förra inflationsrapporten.
- Den inhemska inflationen bedöms bli lägre under 2006 och 2007 till följd av lägre kostnadstryck och resursutnyttjande.
- Den importerade inflationen bedöms bli något högre på kort sikt till följd av ett högre oljepris och en något svagare växelkurs. Mot slutet av prognosperioden är dock den importerade inflationen något nedreviderad till följd av en ny bedömning av det internationella pristrycket.

## Riskbilden

Huvudscenariot beskriver den utveckling av inflationen som Riksbanken bedömer vara den mest troliga under förutsättning att reporäntan hålls oförändrad på nuvarande nivå. Det har i analysen även gjorts prognoser för inflation och BNP-tillväxt under antagandet att reporäntan utvecklas enligt de implicita terminsräntorna (ett genomsnitt av terminsräntorna fram t.o.m. den 1 juni). Prognoserna är dock behäftade med osäkerhet. Vid penningpolitikens utformning tas därför också hänsyn till risken att inflationen kan avvika från huvudscenariot.

Risken för att inflationen blir lägre än väntat bedöms, trots nedrevideringarna av såväl BNP-tillväxt som inflation i huvudscenariot, vara något större än att inflationen blir högre. De riskfaktorer som identifierats som de viktigaste för inflationsbedömningen är till stora delar desamma som i inflationsrapporten i mars. Då bedömdes dock riskerna för en lägre inflation vara lika stora som riskerna för en högre inflation. Det som främst bidrar till den ändrade riskbedömningen är den senaste tidens förändringar av konjunkturbilden, både internationellt och i Sverige.

### ■ ■ Riskerna kopplade till den internationella och inhemska konjunkturen har ökat.

Konjunkturutvecklingen har under det senaste kvartalet återigen blivit svagare än väntat i euroområdet som utgör omkring 40 procent av den svenska exportmarknaden. Visserligen steg BNP-tillväxten tydligt det första kvartalet i år, men detta var i det närmaste helt och hållet effekten av en enskild tillväxtfaktor, nämligen att den tyska nettoexporten var mycket stark. Den inhemska efterfrågan i euroområdet uppvisar i princip ingen tillväxt alls. Med tanke på den tidigare euroförstärkningen 2002-2004 finns det risk för att exportsektorn försvagas mer än vad som förväntas i huvudscenariot. Detta skulle i så fall dämpa arbetsmarknadsutvecklingen och innebära ökad osäkerhet hos hushållen om framtiden, med negativa konsekvenser för konsumtionsefterfrågan. Det finns även tecken på att den svaga efterfrågan i euroområdet har dämpat den svenska industrikonjunkturen. Om tillväxten inte tar fart i euroområdet blir den svenska exportmarknadstillväxten lägre än i huvudscenariot, vilket skulle leda till ett lägre resursutnyttjande och inflationstryck.

Även om produktionen och kapacitetsutnyttjandet inom industrin i Sverige för närvarande är på en relativt hög nivå finns det tecken på en dämpning. Tillväxten i industrins orderingång stagnerade och industriföretagens framtidsförväntningar justerades ned i mars enligt Konjunkturinstitutets månadsbarometer. Om konjunkturen i industrin skulle mattas mer än väntat får det negativa effekter på arbetsmarknaden, allra helst som den inhemska efterfrågan ännu inte visat sig kunna ta över nettoexportens roll som tillväxtmotor.

Den svenska arbetsmarknaden fortsätter att utvecklas svagt trots att konjunkturen varit gynnsam de senaste åren i exportsektorn

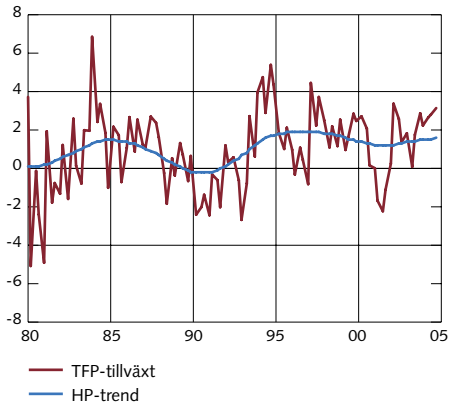
och trots att den inhemska efterfrågan utvecklats relativt starkt fram till slutet av 2004. Den senaste statistiken visar att sysselsättningen i det närmaste var oförändrad det första kvartalet jämfört med det sista kvartalet förra året och antalet arbetade timmar har t.o.m. fallit. Den svaga utvecklingen av arbetsmarknaden i Sverige är inte främst ett konjunkturfenomen. Efter utvidgningen av EU har tillgången på arbetskraft ökat både för produktion i de nya medlemsländerna och även för uppdrag i Sverige. Detta ökade utbud kan komma att dämpa den svenska sysselsättningen och löneökningarna ännu mer än vad som hittills varit fallet. Om det inte sker någon förbättring av arbetsmarknadsläget riskerar tillväxten i hushållens konsumtionsefterfrågan att mattas av ytterligare. Det skulle i så fall kunna leda till en ännu svagare BNP-utveckling än i huvudscenariot, trots att prognoserna justerats ned kraftigt sedan inflationsrapporten i mars. Sammantaget innebär utvecklingen av konjunkturen i euroområdet och Sverige att det finns en risk för att inflationen blir lägre än i huvudscenariot.

#### ■ ■ Oljepriset fortsatt en källa till osäkerhet.

Oljepriset utgör som vanligt en viktig riskfaktor för både tillväxt och inflation såväl internationellt som i Sverige även om oljeprisets utveckling delvis sammanhänger med osäkerheten om konjunktur-utvecklingen. Oljepriset har sjunkit något den senaste månaden men är fortfarande kvar på en nivå som är hög i ett historiskt perspektiv och högre än i den senaste inflationsrapporten. Prognosen för oljepriset har reviderats upp men bedömningen är behäftad med stor osäkerhet. Reservkapaciteten i den globala produktionen är relativt låg och om efterfrågan på olja ökar mer än väntat i de starkast växande delarna av världsekonomin skulle oljepriset än en gång kunna överraska uppåt, vilket skulle kunna verka dämpande på världsekonomin. Effekten skulle dock sannolikt bli relativt liten om prisökningen uppfattas som tillfällig. Det ska också understrykas att oljeberoendet minskat kraftigt i industriländerna jämfört med början av 1980-talet. Det finns likväl en risk att ett högre oljepris pressar upp det allmänna kostnadsläget och inflationsförväntningarna och får mer bestående effekter på inflationen globalt och i Sverige än vad som antas i huvudscenariot.

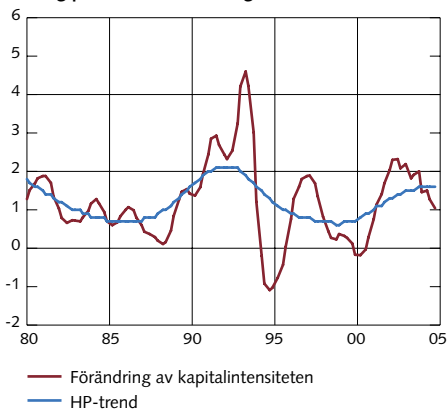
Andra faktorer som skulle kunna dämpa den globala och svenska konjunkturen mer än väntat sammanhänger med de globala obalanserna, i huvudsak det stora amerikanska bytesbalansunderskottet. Det finns en viss osäkerhet på de globala finansiella marknaderna när det gäller hur hållbart bytesbalansunderskottet i USA är i längden och detta har tidvis haft negativa effekter på dollarns utveckling. Om investerare ändrar uppfattning och tror att de får en högre och säkrare avkastning på placeringar i andra ekonomier än i den amerikanska finns risken att det sker ett kraftigt fall av dollarn och att räntorna stiger i USA. Detta kan i sig bidra till minskade obalanser, men en snabb och kraftig dollarförsvagning skulle samtidigt kunna öka osäkerheten bland investerare ytterligare och även kunna dämpa den internationella investeringsutvecklingen, åtminstone tillfälligt.

**Diagram 42. Totalfaktorproduktiviteten i näringslivet. Årlig procentuell förändring**



Källor: OECD och Riksbanken.

**Diagram 43. Kapitalintensiteten i näringslivet. Årlig procentuell förändring**



Källor: OECD och Riksbanken.

Det är också möjligt att den snabba tillväxten i Asien bromsas upp mer än väntat. Det kan t.ex. finnas anledning att känna en viss oro för utvecklingen av den kinesiska ekonomin.

### ■ ■ Den internationella prisutvecklingen präglas av den ökade konkurrensen.

Låga importpriser och en fortsatt stark global konkurrens har de senaste åren bidragit till låg inflation i Sverige. Det kan delvis handla om en anpassning till en lägre prisnivå och de varaktiga effekterna på inflationstakten skulle i så fall kunna visa sig vara tämligen små. Anpassningen sker emellertid gradvis och därför kan den dämpande effekten på inflationen hålla i sig en längre tid. I denna inflationsrapports huvudscenari bedöms den dämpande effekten på den svenska inflationen till följd av det globala konkurrensstrycket hålla i sig längre än vad som tidigare prognostiserats. Det beror främst på att det i prognosen denna gång tagits större hänsyn till den substitutions-effekt som uppstår när importen flyttas till länder med lägre priser. Det är dock mycket osäkert hur varaktiga effekterna på inflationen av det globala inflationstrycket är och risken för att de inflationsdämpande effekterna av den globala prisutvecklingen överskattas kan mycket väl vara lika stor som att de underskattas.

### ■ ■ Produktivitetstillväxten en fortsatt viktig riskfaktor.

En viktig riskfaktor för den inhemska inflationen som delvis är oberoende av den internationella och inhemska konjunkturutvecklingen är produktivitetstillväxten. Tillväxten i produktiviteten i Sverige har varit hög de senaste tio åren. I dagsläget finns det argument både för att den trendmässiga produktivitetstillväxten kommer att vara fortsatt stark och att den kommer att dämpas. De faktorer som synes förklara den ökade produktivitetstillväxten – den makroekonomiska stabiliseringen, teknologiskiftet vad gäller IT, att produktivitetstillväxten blivit mer jämnt fördelad mellan sektorer och även ökar inom tjänstesektorn samt den trendmässiga utvecklingen av totalfaktorproduktiviteten (se diagram 42) – talar för att ett varaktigt skift till en högre tillväxttakt skedde under 1990-talet. Det är emellertid rimligt att tro att produktivitetstillväxten dämpas om arbetsmarknaden återhämtar sig. I USA – där konjunkturen har varit starkare än i Sverige de senaste åren – har produktivitetstillväxten dämpats efter att arbetsmarknaden tagit fart. Det tillhör ett normalt konjunkturförlopp att kapitalintensiteten och därmed produktiviteten sjunker ju mer konjunkturen förstärks och så verkar också ha skett i Sverige under 2004 (se diagram 43). Den sammantagna bedömningen är att risken för en starkare produktivitetstillväxt och lägre inflation än vad som ligger i huvudscenariot är ungefär lika stor som risken för en svagare produktivitetstillväxt och högre inflation. Det ska understrykas att osäkerheten om den kommande produktivitetstillväxten är fortsatt stor, även om den senaste tidens förändrade konjunkturbild inte medfört någon väsentligt annorlunda prognos för produktivitetstillväxten.

## ■ Risk för en svagare krona.

Kronan har den senaste tiden inte stärkts i linje med vad som förväntats. Det sammanhänger med tecknen på en svagare tillväxt i Sverige och effekterna av detta på förväntningarna om penningpolitiken. I huvudscenariot sker en förstärkning av kronan beroende bl.a. på att tillväxten i Sverige väntas stiga igen och på bytesbalansöverskottet. Riskerna för den internationella och inhemska konjunkturutvecklingen medför emellertid också risk för en svagare krona. En lägre värderad krona än väntat skulle kunna ha positiva effekter på den svenska BNP-tillväxten och kan samtidigt medföra högre inflation. Om kronan inte stärks på det sätt som antas i huvudscenariot, utan är kvar på nuvarande nivå, skulle detta kunna medföra några tiondels procentenheter högre inflation på ett och två års sikt. Effekterna på BNP-tillväxt och inflation blir dock olika beroende på vilka orsakerna till kronförsvagningen visar sig vara. Om kronförsvagningen är en följd av vikande efterfrågan i Sverige eller utomlands blir de sammantagna effekterna på svensk tillväxt och inflation sannolikt inte problematiska. Det skulle kunna bli annorlunda om en svag svensk krona gick hand i hand med en fortsatt uppgång i konjunktoren.

Sammanfattningsvis gör Riksbanken bedömningen att sannolikheten att inflationen blir lägre än i huvudscenariot är större än att den blir högre. Med beaktande av riskbilden väntas KPI-inflationen uppgå till 1,1 procent på ett års sikt och till 1,6 procent på två års sikt. Motsvarande bedömning för UND1X-inflationen är 0,9 procent respektive 1,5 procent.

**Tabell 14. Inflationsprognos med beaktande av riskbilden. Årlig procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal	
	2005	2006	jun-06	jun-07
KPI	0,3 (0,1)	1,1 (1,5)	1,1 (1,6)	1,6
UND1X	0,5 (0,2)	1,0 (1,4)	0,9 (1,4)	1,5

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Siffrorna är medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 44-45.

Källa: Riksbanken.

**Tabell 15. UND1X-inflation (tolvmånaderstal). Sannolikhet i procent för olika utfall**

	x<1	1<x<2	2<x<3	x>3	Summa
juni 2006	53 (44)	41 (45)	6 (11)	0 (0)	100
juni 2007	33 (22)	32 (30)	24 (29)	11 (19)	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.

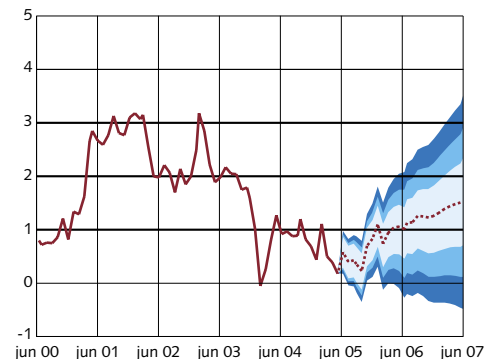
**Tabell 16. KPI-inflation (tolvmånaderstal). Sannolikhet i procent för olika utfall**

	x<1	1<x<2	2<x<3	x>3	Summa
juni 2006	45 (38)	46 (48)	9 (13)	0 (1)	100
juni 2007	28 (18)	31 (29)	27 (30)	14 (23)	100

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

Källa: Riksbanken.

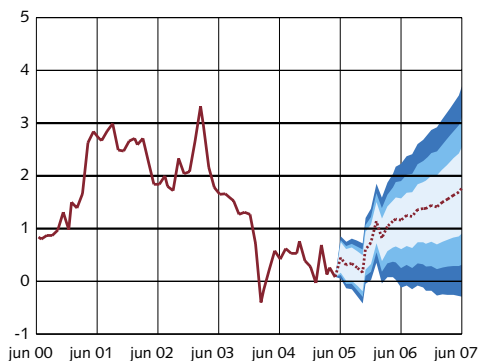
**Diagram 44. UND1X-inflationen med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring**



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket den underliggande inflationen, UND1X, med 50, 75 och 90 procents sannolikhet bedöms hamna. Den streckade linjen visar prognosen i huvudscenariot. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 45. KPI-inflationen med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring**



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom 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.

## Prognoser på längre sikt under antagande om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna

**D**enna fördjupningsruta redogör för prognoser för den svenska inflationen som sträcker sig ett år längre framåt i tiden än i inflationsrapportens huvudscenario. Det ränteantagande som ligger till grund för prognoserna är därtill ett annat än i huvudscenariot. Här baseras prognoserna för inflationen och den realekonomiska utvecklingen på antagandet att reporäntan följer ett 15-dagars genomsnitt av de implicita terminsräntorna per den 1 juni 2005. Detta alternativa scenario innebär en penningpolitisk lättnad på kort sikt åtföljd av en långsamt stigande reporänta från och med mitten av 2006. Inflationen stiger gradvis men långsamt mot målet de kommande tre åren. Efter en inbromsning under 2005 tar tillväxten, liksom i huvudscenariot, åter fart under 2006. Resursutnyttjandet stiger gradvis under prognosperioden.

Sedan Inflationsrapport 2005:1 publicerar Riksbanken kompletterande inflationsprognoser som sträcker sig tre år fram i tiden, dvs. ett år längre än i huvudscenariot. Ytterligare en skillnad är att dessa prognoser baseras på ett annat penningpolitiskt antagande än det som görs i huvudscenariot. Medan prognoserna i huvudscenariot baseras på antagandet om att reporäntan hålls konstant under två år utgår analysen i denna fördjupningsruta från att reporäntan under de närmaste tre åren utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna.

Analysen med en förlängd prognoshorisont och det alternativa ränteantagandet syftar till att ge ett fylligare underlag för den penningpolitiska diskussionen.<sup>7</sup> Genom att förlänga prognoshorisonten framgår tydligare både hur inflationsutvecklingen påverkas av olika tillfälliga effekter och hur Riksbanken uppfattar att sambandet ser

ut mellan realekonomin och penningpolitiken. Den vanliga tvååriga prognoshorisonten kan i vissa lägen vara för kort för att till fullo beskriva de förlopp som Riksbanken förväntar sig och som är av betydelse för penningpolitikens utformning. Detta gäller exempelvis när stora störningar till inflationen inträffar. Vid tidigare tillfällen då sådana har inträffat har Riksbanken beräknat olika sorters mått på underliggande inflation för att illustrera de mer bestående effekterna av störningen till inflationen. En förlängd prognoshorisont kan komplettera en sådan analys. En reporänteutveckling i linje med de implicita terminsräntorna ger dessutom normalt sett en mer realistisk bild av den framtida penningpolitiken än antagandet om en konstant reporänta. Detta underlättar jämförelser av Riksbankens prognoser med dem som andra prognosmakare gör och det underlättar framtida utvärderingar av prognoserna som Riksbankens uppdragsgivare kan vilja göra.<sup>8</sup>

*De implicita terminsräntorna innebär en penningpolitisk lättnad på kort sikt, åtföljd av en gradvis höjning under kommande år*

Det alternativa ränteantagandet innebär att reporäntan följer ett 15-dagars genomsnitt av de implicita terminsräntorna per den 1 juni 2005.<sup>9</sup> För att rensa bort kortsiktiga rörelser i terminskurvan har alltså ett genomsnitt beräknats. Den räntebana som ligger till grund för prognoserna visas i diagram R10 och innebär en penningpolitisk lättnad på kort sikt, åtföljd av en gradvis höjning av reporäntan. Mer konkret sänks reporäntan med ca 25 punkter mot slutet av detta år och ligger kvar på den nivån till ungefär mitten av 2006. Därefter stiger reporäntan långsamt och uppgår till ca 3,5 procent i slutet

7 Se Heikensten, L., "Tankar om hur det penningpolitiska arbetet kan utvecklas", tal i Nationalekonomiska föreningen, 2005-02-22, eller fördjupningsrutan "Metodförändringar i Riksbankens prognosarbete" i Inflationsrapport 2005:1 för mer utförliga motiveringar till den kompletterande analysen.

8 Det bör tilläggas att en reporänteutveckling i linje med implicita terminsräntor inte bör tolkas som det mest sannolika antagandet som kan göras för penningpolitiken. För det första innebär förekomsten av olika premier att de implicita terminsräntorna inte är ett perfekt mått på marknadens reporänteförväntningar. För det andra är det inte självklart att marknadens förväntningar i alla lägen överensstämmer med Riksbankens förväntningar (som speglar det mest sannolika penningpolitiska antagandet). Exempelvis är det tänkbart att marknaden och Riksbanken ibland har olika uppfattningar om hur penningpolitiken bäst hanterar en störning.

9 Varje enskild implicit terminsräntekurva är estimerad utifrån räntenoteringar från statsskuldväxlar och statsobligationer. Räntenoteringarna avser medelvärdet mellan köp och säljkurs och är hämtade från Riksbankens interna databas (VERA). Metoden för att estimeras 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.



av 2008. Jämfört med den konstanta reporäntan som antas i huvudscenariot innebär detta en på kort sikt mer expansiv penningpolitik, följt av en period med mer kontraktiv penningpolitik. Trots att räntan stiger under kommande år befinner den sig under lång tid på en nivå som är relativt låg i ett historiskt perspektiv.

Denna genomsnittliga kurva för de implicita terminsräntorna är ca 50 punkter lägre än motsvarande kurva i föregående inflationsrapport (se diagram R10). Det lägre ränteantagandet för de kommande åren medför att skillnaderna mellan huvudscenariots prognoser och de som baseras på implicita terminsräntor är mindre än i den förra inflationsrapporten. Prognoserna förutsätter att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna under hela prognosperioden (tre år), precis på samma sätt som när prognoser tas fram under antagande om en konstant ränta (i det fallet två år).<sup>10</sup>

*Den väntade utvecklingen i världsekonomin är densamma som i huvudscenariot*

Sverige är en liten ekonomi och utvecklingen i vår omvärld påverkas därför i mycket liten omfattning av olika antaganden om den svenska ränteutvecklingen. Den väntade utvecklingen för världsekonomin för åren 2005-2007 är därför densamma som i huvudscenariot, dvs. BNP-tillväxten ökar försiktigt under kommande år. Resursutnyttjandet stiger som följd av detta. Det internationella prstrycket hålls dock i schack av en ökad internationell konkurrens och prispress samt fallande olje- och råvarupriser.

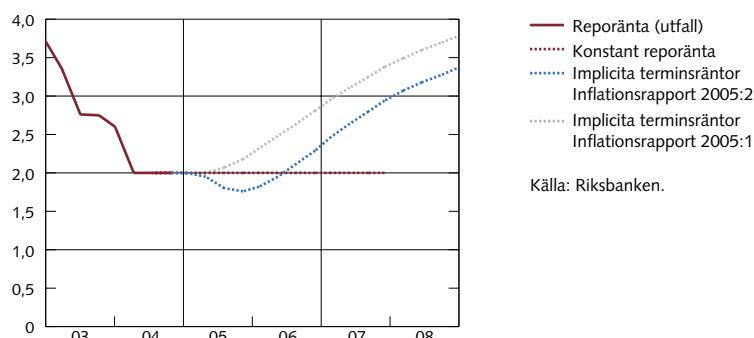
*Små effekter av kortsiktig stimulans*

I huvudscenariot, där konstant reporänta antas, bedöms kronan appreciera svagt under 2006 och 2007. Med det alternativa ränteantagandet försvagas kronan på kort sikt men väntas därefter appreciera i takt med att reporäntan börjar höjas. Under 2006 och 2007 antas den TCW-

vägda växelkursen appreciera i en snabbare takt än i huvudscenariot.

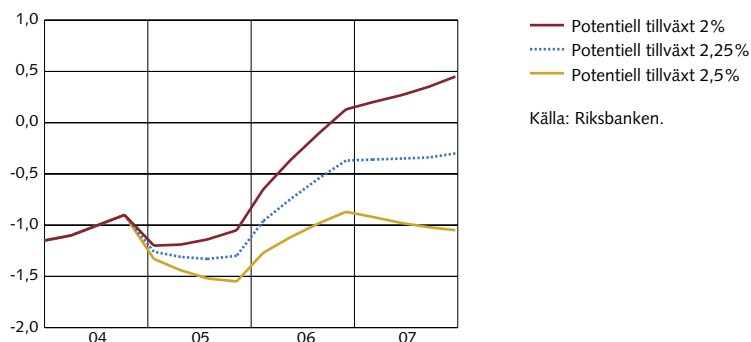
Effekterna av den sänkta reporäntan på den ekonomiska aktiviteten bedöms bli förhållandevis små. De stimulerande effekterna av den lägre korträntan uppvägs av högre långa räntor. På sikt dominerar de kontraktiva effekterna, och export, investeringarna och konsumtionen kommer att utvecklas något svagare än i huvudscenariot. Efter en inbromsning i den ekonomiska tillväxten under innevarande år ökar åter BNP-tillväxten. Den årliga BNP-tillväxten under åren 2005-2007 bedöms uppgå till 1,9, 2,6 respektive 2,4 procent i detta alternativ scenario. Motsvarande siffror i huvudscenariot är 1,9, 2,7 respektive

**Diagram R10. Reporänteantaganden: Implicita terminsräntekurvor, 15 dagars genomsnitt per den 1 juni 2005 och den 23 februari (som i Inflationsrapport 2005:1) samt konstant reporänta**  
Procent



Källa: Riksbanken.

**Diagram R11. Olika mått på produktionsgapet 2004-2007 under antagande om en reporänteutveckling i linje med implicita terminsräntor.**  
Procent av potentiell BNP

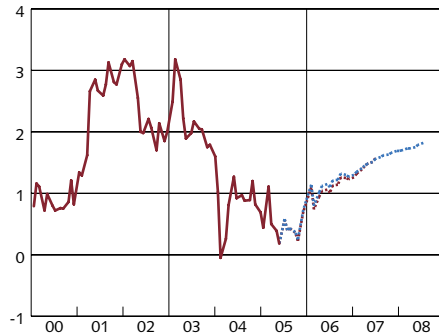


Källa: Riksbanken.

<sup>10</sup> Eventuella premier och tillfälliga faktorer som påverkar beräkningarna av reporäntebanan antas gradvis klinga av bortom prognosperioden. Detta antagande görs så att reporäntan på sikt är i linje med den förväntade nivån.

**Diagram R12. UND1X, utfall och prognos till juni 2008 under antagande om reporänteutveckling i linje med implicita terminräntor respektive konstant reporänta.**  
Årlig procentuell förändring

— UND1X, utfall  
 ..... Konstant reporänta  
 ..... Implicita terminräntor  
 Källa: Riksbanken.

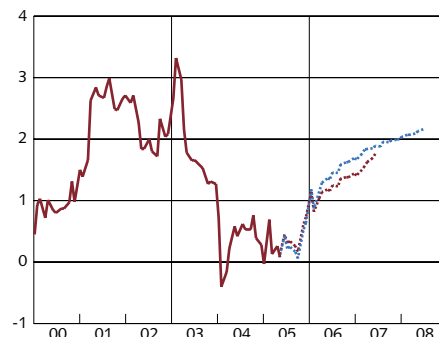


2,7 procent (se även tabell R5). Det bör påminnas om att det är den förra prognosen som är den mest meningsfulla att jämföra med andra prognosmakare, i och med att antagandet om konstant reporänta under de kommande två åren normalt inte görs av någon annan prognosmakare än Riksbanken.

Resursutnyttjandet, som i utgångsläget bedöms vara måttligt, stiger endast långsamt under perioden. Exakta beräkningar av det s.k. produktionsgapet är emellertid mycket osäkra då de fordrar antaganden både om den potentiella tillväxten och den exakta nivån på resursutnyttjandet i utgångsläget. Diagram R11 visar pro-

**Diagram R13. KPI-inflationen, utfall och prognos till juni 2008 under antagande om reporänteutveckling i linje med implicita terminräntor respektive konstant reporänta.**  
Årlig procentuell förändring

— KPI, utfall  
 ..... Konstant reporänta  
 ..... Implicita terminräntor  
 Källa: Riksbanken.



duktionsgapets utveckling till 2007 med tre olika antaganden om den potentiella tillväxten samt givet antagandet att gapet är ca -1 procent av potentiell BNP i utgångsläget. Med en potentiell tillväxt på ca 2,25 procent förblir produktionsgapet negativt under hela prognosperioden. Om istället den potentiella tillväxten under kommande år är högre (lägre) än 2,25 procent blir resursutnyttjandet lägre (högre).

#### *Inflationen stiger långsamt mot målet*

I inflationsrapportens huvudscenariot bedöms det svaga inflationstrycket bestå under ytterligare en tid. Med det alternativa ränteantagande som antas i denna fördjupningsruta blir inflationen något högre på kort sikt på grund av den lägre reporäntan (främst via en svagare växelkurs och en högre importerad inflation) men lägre i det längre tidsperspektivet. Den mer långsiktiga effekten följer av det högre ränteläget som innebär såväl en starkare krona (och därmed en lägre importerad inflation) som en svagare tillväxt (en lägre inhemsk inflation). I juni 2006 är UND1X-inflationen 1,1 procent, jämfört med 1,0 procent i huvudscenariot (se tabell R6). Under 2007 och 2008 fortsätter kostnadstrycket att öka långsamt och UND1X-inflationen fortsätter att stiga och väntas hamna ett par tiondelar under målet i mitten av 2008 (se diagram R12).

Prognosen för KPI-inflationen påverkas av stigande räntekostnader för egna hem som följer av det stigande ränteläget. Därför överstiger KPI-prognosen betingad på implicita terminräntor KPI-prognosen betingad på konstant reporänta även mot slutet av huvudscenariots tvååriga prognoshorisont. I mitten av 2008 beräknas förändringen i KPI uppgå till 2,2 procent (se diagram R13). På längre sikt leder dock det högre ränteläget även till att KPI-inflationen dämpas.

**Tabell R5. BNP tillväxt, prognos betingad på implicita terminräntor.  
Årlig procentuell förändring**

	2005	2006	2007
BNP till marknadspris	1,9 (1,9)	2,6 (2,7)	2,4 (2,7)

Anm. Siffrorna avser faktiska, ej kalenderjusterade, tillväxttakter. Prognos baserad på konstant reporänta anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Tabell R6. Inflationsprognos under antagande om reporänteutveckling i linje med implicita terminräntor.  
Årlig procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt				Tolv månaderstal			
	2004	2005	2006	2007	jun-05	jun-06	jun-07	jun-08
KPI	0,4 (0,4)	0,3 (0,3)	1,4 (1,2)	1,9	0,4 (0,5)	1,4 (1,2)	1,9 (1,8)	2,2
UND1X	0,8 (0,8)	0,5 (0,5)	1,2 (1,1)	1,6	0,6 (0,6)	1,1 (1,0)	1,6 (1,6)	1,8

Anm. Prognos baserad på konstant reporänta anges inom parentes. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem och rensat för effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner.

Källor: SCB och Riksbanken.

