



Inflationsrapport

2005:3

Innehåll

■ FÖRORD 5

■ SAMMANFATTNING 7

Inflationsbedömning 10

■ INFLATIONENS BESTÄMNINGSFAKTORER 13

De finansiella marknaderna 13

Den internationella utvecklingen 18

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige 24

Inflationsförväntningar 34

■ INFLATIONSBEDÖMNING 47

Den senaste tidens inflationsutveckling och inflationsutsikterna i huvudscenariot 47

Riskbilden 54

Fördjupningsrutor

BNP-indikatorer 35

Hushållens konsumtion, lån och sparande 40

Prognoser till 2007 under antagande om att reporäntan hålls konstant under två år 57

■ Förord

Målet för Riksbankens penningpolitik är att begränsa inflationen till 2 procent, med en tolerans för avvikelser från denna nivå på +/- 1 procentenhet. Riksbankens samlade syn på inflationsutsikterna redovisas i inflationsrapporter. Direktionens penningpolitiska beslut och överväganden redovisas i separata pressmeddelanden. Inom direktionen kan det finnas olika åsikter om inflationsutsikterna framöver. Direktionsmedlemmarnas bedömningar och individuella ställningstaganden till det penningpolitiska beslutet redovisas i protokoll från direktionens penningpolitiska möten. Eventuella meningsskiljaktigheter i synen på inflationsutvecklingen redovisas sålunda i det särskilda protokoll från direktionens sammanträde den 19 oktober som kommer att publiceras den 31 oktober 2005.

Denna inflationsrapport återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 4 och 12 oktober. Syftet med inflationsrapporten är inte bara att ta fram underlag för de penningpolitiska besluten, utan även att sprida kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör. Riksbanken vill underlätta för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken.

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

Analyserna i rapportens huvudscenariot har hittills utgått från antagandet att reporäntan hålls oförändrad under de närmaste två åren. I denna inflationsrapport är prognosen i huvudscenariot i stället baserad på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med de finansiella marknadernas förväntningar, så som de avspeglas i de s.k. implicita terminräntorna. Dessa prognoser sträcker sig tre år fram i tiden. En fördel med ett sådant antagande för reporäntan är att det normalt sett ger en mer realistisk bild av den framtida penningpolitiken. En annan fördel är att det blir lättare att jämföra Riksbankens prognoser med prognoser som andra prognosmakare gör. Dessutom underlättas utvärderingar av prognoserna. En fördel med att förlänga prognoshorisonten är att det tydligare framgår hur inflationen påverkas av olika tillfälliga störningar.¹

Motiven till de ändrade antagandena i huvudscenariot är alltså att ge ett fylligare penningpolitiskt underlag och att förbättra pedagogiken i det penningpolitiska budskapet. Det är viktigt att betona att antagandet att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminräntorna inte ska tolkas som ett ställningstagande till vilken räntebana Riksbankens direktion anser vara mest önskvärd. Metodförändringarna innebär inte heller någon grundläggande förändring av den penningpolitiska strategin. Räntebesluten kommer även fortsättningsvis att styras av ambitionen att inflationen normalt ska föras tillbaka till målet inom två år. Tidigare har det varit vanligt att

¹ För en mer utförlig motivering till de nya förutsättningarna för prognosen se fördjupningsrutan "Metodförändringar i Riksbankens prognosarbete" i Inflationsrapport 2005:1.

formulera detta i termer av en enkel handlingsregel som inneburit att reporäntan normalt skall sänkas(höjas) om inflationen förväntas understiga (överstiga) målet på ett till två års sikt. Denna formulering av handlingsregeln har direkt utgått från att prognoserna baseras på antagandet om konstant reporänta och kommer självfallet inte att vara tillämplig när prognoserna baseras på marknadens förväntningar.

I samband med det penningpolitiska mötet kommer Riksbanken liksom tidigare att motivera de penningpolitiska slutsatserna med hänvisning till inflationsbedömningen. Om det finns skäl att avvika från ambitionen att uppnå inflationsmålet inom två år kommer dessa också liksom tidigare att redovisas.

En konsekvens av det ändrade antagandet för reporäntan i huvudscenariot är att en mer detaljerad jämförelse av prognoserna i denna respektive föregående inflationsrapport är svår att göra. De två fördjupningsrutorna "Prognoser på längre sikt under antagande om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna" i förra inflationsrapporten och "Prognoser till 2007 under antagande om att reporäntan hålls konstant under två år" i denna rapport innebär dock att direkta jämförelser av inflations- och BNP-prognoserna är möjliga. För de övriga variablerna går det endast att göra mer kvalitativa jämförelser. Prognosrevideringarna som sammanfattas i slutet av varje kapitel avser prognoser baserade på implicita terminsräntor. Revideringarna hade dock i de flesta fall gått i samma riktning även om prognoserna hade varit baserade på antagandet om en konstant reporänta.

Inflationsrapporten inleds med en sammanfattning. Därefter diskuteras utvecklingen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer. Avslutningsvis presenteras Riksbankens samlade bedömning av inflationsutsikterna i huvudscenariot 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 oktober 2005

Lars Heikensten

RIKSBANKSCHEF

■ Sammanfattning

Det mesta tyder nu på att avmattningen i tillväxten i början av året var tillfällig både i omvärlden och i Sverige. För en förstärkning av konjunkturen framöver talar bl.a. den expansiva ekonomiska politiken. Faktorer som i viss mån oroar är det höga oljepriset och de globala obalanserna. Inflationen i Sverige är låg vilket förklaras av gynnsamma utbudsförhållanden och ett lågt resursutnyttjande. Under prognosperioden väntas effekterna av dessa prisdämpande faktorer avta något vilket gör att inflationen stiger. Prognoserna i denna rapport bygger på att reporäntan under de närmaste tre åren utvecklas i linje med de implicita terminräntorna.

En viss upprevidering har gjorts av prognosen för inflationen sedan i juni. Bedömningen har bl.a. påverkats av att oljepriset väntas bli högre. Den ekonomiska politiken antas dessutom bli mer expansiv jämfört med vad som låg i bedömningen i juni. Det är därför rimligt att tro på ett högre resursutnyttjande och därmed en högre inflation framöver.

■ ■ Stigande resursutnyttjande i omvärlden.

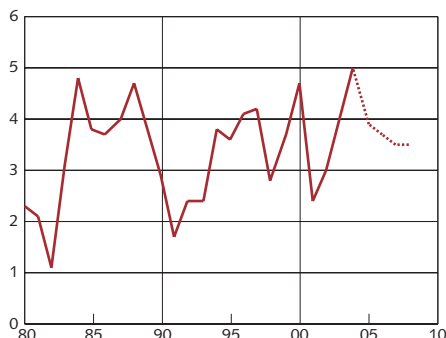
BNP-tillväxten i omvärlden var hög förra året. Riksbankens bedömning i inflationsrapporten i juni var att tillväxten även i år och under de kommande åren skulle bli god men avta något. Det globala resursutnyttjandet bedömdes stiga till följd av bl.a. en fortsatt expansiv ekonomisk politik tillsammans med ökad produktion och efterfrågan i Asien. Samtidigt bedömdes det finnas en risk för en svagare internationell utveckling både på kort och lite längre sikt. På kort sikt var oron kopplad till de tendenser till avmattning i den internationella konjunkturen som noterades under våren.

Det mesta tyder på att svackan i tillväxten i början av året var tillfällig. I linje med den tidigare bedömningen var tillväxten i USA fortsatt hög under det andra kvartalet 2005. Även i Asien har den ekonomiska utvecklingen varit stark. I euroområdet är dock konjunkturen fortfarande relativt svag, framförallt i de stora länderna.

En fortsatt anledning till oro vad gäller utvecklingen av världsekonomin är oljepriset som har blivit betydligt högre än vad som förväntades i juni. Även de förväntade framtida oljepriserna, terminspriserna, har stigit. Bedömningen är fortfarande att oljepriset kommer att falla tillbaka något under de kommande åren i takt med att utbudet ökar och tillväxten i efterfrågan bromsar in. Jämfört med i juni har dock prognosen för oljepriset reviderats upp med drygt 25 procent mätt som genomsnitt över prognosperioden.

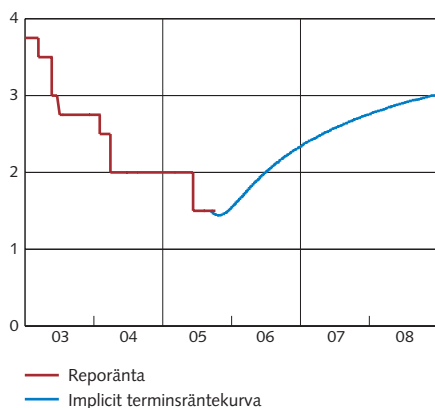
Det är osäkert hur mycket oljepriset påverkar tillväxten och inflationen i världsekonomin. Det förefaller som om den uppgång som har skett i oljepriset sedan början av 2002, med ca 40 dollar per fat, inte har dämpat den globala tillväxten nämnvärt. Till viss del kan detta förklaras av att den ekonomiska politiken blivit mer expansiv, att uppgången i oljepriserna till stor del varit efterfrågedriven samt

Diagram 1. BNP-världen, utfall och prognos. Årlig procentuell förändring



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

Diagram 2. Implicit terminsräntekurva, 15 dagars genomsnitt per den 3 oktober. Procent



Källa: Riksbanken.

att oljeberoendet i framförallt de industrialiserade länderna inte är lika stort som tidigare.

Dessa faktorer bedöms även påverka utvecklingen framöver. Det högre oljepriset bedöms därför endast dämpa den internationella tillväxten marginellt i år och under det kommande året. Samtidigt bedöms inflationen i omvärlden bli något högre än vad som antogs i juni. Liksom då bedöms det dock finnas en risk att effekterna av det höga oljepriset blir större än vad som nu förutses. Samtidigt är det möjligt att oljepriset sjunker mer än vad som antagits.

När det gäller tillväxten i USA finns det anledning att göra en viss nedrevidering på kort sikt till följd av effekterna av orkanerna i Mexikanska golfen. Framförallt bedöms de komma att dämpa tillväxten något under resten av året. Den påföljande återuppbyggnaden väntas sedan bidra till en något högre tillväxt. Några varaktiga effekter antas inte uppkomma. Att beräkna effekterna av en katastrof som denna är dock självklart behäftat med stor osäkerhet.

Sammantaget bedöms BNP-tillväxten i världen bli ca 4 procent i år. Under 2008 bedöms tillväxttakten ha sjunkit till ca 3,5 procent.

Fortfarande bedöms det finnas en osäkerhet om den internationella konjunkturutvecklingen på framförallt lite längre sikt kopplad dels till oljepriset, dels till de globala obalanserna. När det gäller de senare är det i huvudsak upplösningen av det stora underskottet i den amerikanska bytesbalansen och motsvarande överskott i bl. a. vissa länder i Asien som oroar.

■ ■ Lägre räntor.

Prognosen i huvudscenariot för Sverige är denna gång baserad på antagandet att reporäntan under de närmaste tre åren utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna (se diagram 1). Enligt detta antagande är reporäntan kvar på 1,5 procent fram till ungefär andra kvartalet 2006. Därefter sker en gradvis höjning av reporäntan. En prognos betingad på ett motsvarande räntebestämmande presenterades i föregående inflationsrapport i en fördjupningsruta. Den nuvarande räntebanan är i genomsnitt ca 0,2 procentenheter lägre under prognosperioden än den som marknaden räknade med i våras och som användes i bedömningen i juni.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna har sedan i juni präglats av fortsatt låga långräntor och en svag krona.

■ ■ Tillväxten i Sverige väntas öka.

Liksom i omvärlden var BNP-tillväxten i Sverige hög förra året. En avmattning skedde sedan kring årsskiftet. Bedömningen i juni var att det handlade om en tillfällig inbromsning och att tillväxten framöver återigen skulle bli relativt god. Reviderad statistik visade sedan att utvecklingen i början av året inte var fullt så svag som först indikerades. Under andra kvartalet tilltog BNP-tillväxten och framförallt hushållens konsumtion ökade i snabbare takt.

De senaste årens höga produktivitetstillväxt har delvis lagt grunden för en fortsatt god tillväxt i svensk ekonomi. Den har gjort att företagen har kunnat öka sin produktion med befintlig arbetsstyrka. Detta har förbättrat kostnadsläget i företagen och hållit tillbaka prisökningarna i ekonomin. Den låga inflationen har gjort att penningpolitiken kunnat vara expansiv under en förhållandevis lång tidsperiod. Samtidigt förväntas den höga produktiviteten och en relativt god lönsamhet i företagen leda till en förhållandevis förmånlig löneutveckling framöver. Tillsammans gör detta att förutsättningarna är gynnsamma för en god tillväxt i den inhemska efterfrågan och sysselsättningen de närmaste åren. En expansiv finanspolitik bidrar också till att öka den inhemska efterfrågan under kommande år.

En starkare tillväxt på svenska exportmarknader framöver jämfört med i år väntas dessutom bidra till att exporten återigen växer snabbare. Sammantaget bedöms BNP-tillväxten i Sverige bli 2,3 procent i år, 3,0 procent 2006, 2,5 procent 2007 och 2,2 procent 2008. Resursutnyttjandet i ekonomin väntas därmed öka framförallt under det närmaste året. Efterhand bedöms tillväxten mattas något vilket är i linje med ett normalt konjunkturmönster då investerings- och produktivitetstillväxten normaliseras och då den ekonomiska politiken blir mindre expansiv.

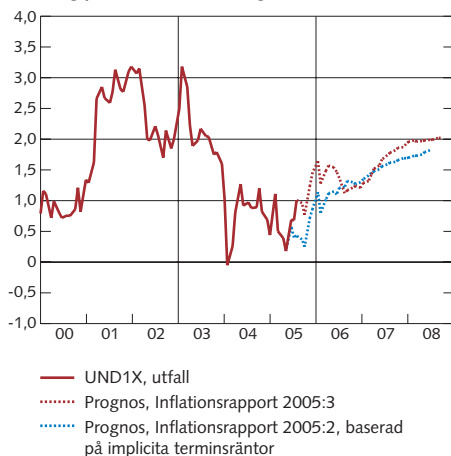
Jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport väntas BNP-tillväxten bli något högre framförallt i år och nästa år. I år påverkas prognosen av att utfallet under första kvartalet var något starkare än vad som först indikerades. Därefter antas den något mer expansiva penningpolitiken, jämfört med vad prognosen i juni baserades på, stimulera efterfrågan. Budgetpropositionen som presenterades i september talar dessutom för att finanspolitiken under framförallt 2006 kommer att få något större effekter på efterfrågan och produktion än vad Riksbanken antog i föregående inflationsrapport.

■ ■ Svagt stigande kostnadstryck.

En stark produktivitetstillväxt i kombination med en relativt långsam ökning i de totala arbetskraftskostnaderna medförde att företagens produktionskostnader föll förra året. I takt med att arbetsmarknaden förbättras bedöms lönerna stiga snabbare. Under senare delen av prognosperioden väntas tillväxten i produktiviteten avta. Sammantaget väntas företagens kostnader åter börjar öka snabbare. Uppgången är dock förhållandevis långsam och kostnadstrycket förblir måttligt under hela prognosperioden.

Det är rimligt att tro att produktiviteten växer långsammare framöver då tillväxten i större utsträckning bedöms vara förknippad med en starkt inhemsk efterfrågan och en ökad produktion i den privata tjänstesektorn. Det är dock svårt att avgöra exakt hur mycket den kommer att bromsa in. Det är möjligt att produktivitetens ökningstakt har höjts mer varaktigt till följd bl.a. av de stora investeringar i informationsteknologi som företagen gjorde under slutet av 1990-talet eller av de snabba förändringar som nu sker i

Diagram 3. UND1X-inflationen, utfall och prognoser.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

den internationella arbetsfördelningen. Men det är också möjligt att den fortsatta konjunkturuppgången följs av en snabb nedgång i produktivitetstillväxten. Bedömningen i denna inflationsrapport är att den höga tillväxten i produktiviteten är något mer varaktig än vad som antogs i den föregående inflationsrapporten. Produktivitetstillväxten har i genomsnitt under prognosperioden reviderats upp med ett par tiondelar.

Inflationsbedömning

Inflationen har sedan slutet av 2003 varit låg vilket kan förklaras både av gynnsamma utbudsförhållanden och ett lågt resursutnyttjande. I augusti uppgick de årliga prisstegringarna mätt med KPI och UND1X till 0,6 respektive 1,0 procent. Jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport har inflationen blivit något högre än prognostiserat främst till följd av det oväntat höga oljepriset.

Liksom i juni bedöms inflationen stiga framöver. När det gäller den inhemska inflationen väntas ett ökat kostnadstryck och ett stigande resursutnyttjande bidra till uppgången. De faktorer som har verkat dämpande under det senaste året – snabb ökning av produktiviteten, ökad konkurrens och lågt resursutnyttjande – väntas dock även fortsättningsvis ha vissa dämpande effekter på inflationstakten. Den inhemska inflationen väntas därför stiga endast långsamt under prognosperioden.

Den importerade inflationen har under senare år hållits nere av att kronan har stärkts och av att det har skett en substitution mot billigare importerade varor. Under prognosperioden väntas effekterna av dessa prisdämpande faktorer avta något. Även om substitutionen i importen mot billigare varor kan antas fortsätta, beräknas det stigande globala resursutnyttjandet leda till ett högre internationellt pristryck. Kronan väntas samtidigt bara förstärkas något framöver. Det faktum att kostnadstrycket och resursutnyttjandet stiger i Sverige bedöms även påverka konsumentpriserna på de importerade produkterna eftersom dessa bearbetas och distribueras innan de säljs vidare på den svenska marknaden. Sammantaget väntas därför den importerade inflationen exklusive olja stiga gradvis under prognosperioden, men förbli relativt låg även framöver.

Inflationen bedöms alltså stiga under de kommande åren men i ganska måttlig takt. Under större delen av prognosperioden väntas inflationen vara under 2 procent (se diagram 3).

Jämfört med i juni har prognosen för inflationen reviderats upp (se tabell 1). På kort sikt beror detta framförallt på det högre oljepriset. Mot slutet av prognosperioden påverkas inflationsprognosen framförallt av att resursutnyttjandet bedöms bli högre jämfört med bedömningen i juni. Till viss del motverkas inflationsuppgången av att produktivitetstillväxten reviderats upp något.

■ ■ Riskerna för inflationen är balanserade.

I inflationsrapporten i juni bedömdes riskerna för en lägre inflation

vara något större än riskerna för en högre inflation. Riskerna sammanhänger framförallt med osäkerheten om utvecklingen av konjunkturen, internationellt och i Sverige. Det mesta tyder nu på att avmattningen i tillväxten i början av året var ett tillfälligt fenomen.

Fortfarande bedöms det finnas en osäkerhet om den internationella konjunkturutvecklingen på lite längre sikt kopplat till oljepriset, de globala obalanserna och de nedpressade långräntorna, vilket kan leda till en lägre inflation. Samtidigt riskerar det höga oljepriset att leda till ett högre inflationstryck.

Det finns även en stor osäkerhet kring hur de faktorer som dämpat inflationen i Sverige under senare tid kommer att utvecklas framöver. Det handlar bl.a. om det internationella pristrycket och tillväxten i produktiviteten.

Sammanfattningsvis gör Riksbanken bedömningen att riskbilden för inflationen är balanserad.

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

	Årsgenomsnitt			Tolvmånaderstal			
	2005	2006	2007	sep-05	sep-06	sep-07	sep-08
KPI	0,5 (0,3)	1,5 (1,4)	2,1 (1,9)	0,6 (0,2)	1,5 (1,6)	2,2 (2,0)	2,4
UND1X	0,8 (0,5)	1,4 (1,2)	1,6 (1,6)	1,0 (0,4)	1,2 (1,3)	1,8 (1,6)	2,0
UNDINHX	1,0	1,5	2,3	1,0	1,6	2,5	2,8
UNDIMPX	0,2	0,9	0,2	0,8	0,0	0,2	0,2

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport, under antagande att reporäntan följer de implicita terminsräntorna, anges inom parentes. För UNDIRHX och UNDIRPX publicerades dock inga prognoser i föregående inflationsrapport under antagandet att reporäntan följer de implicita terminsräntorna. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem och rensat för effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner. UNDIRHX avser priser på i huvudsak inhemskt producerade varor och tjänster i UND1X. UNDIRPX avser priser på i huvudsak importerade varor och tjänster i UND1X.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Tabell 2. Nyckeltal.
Årlig procentuell förändring**

Nyckeltal	2004	2005	2006	2007	2008
BNP OECD 19	3,1	2,4 (2,5)	2,4 (2,6)	2,6 (2,7)	2,6
KPI OECD 19	2,0	2,3 (1,9)	2,1 (1,9)	2,1 (2,1)	2,1
Råoljepris, USD/fat, årsgenomsnitt	38	55 (48)	58 (46)	57 (44)	55
Marknadstillväxt för svensk varuexport	8,2	4,6	5,5	5,7	5,7
SEK/TCW, index 1992-11-18=100, årsgenomsnitt	126,0	127,6	127,1	124,4	122,7
BNP till marknadspris	3,6	2,3 (1,9)	3,0 (2,6)	2,5 (2,4)	2,2
Arbetade timmar, hela ekonomin*	-0,3	0,6	1,4	0,7	0,2
Timlön, näringslivet NR*	3,0	3,7	3,8	4,2	4,4
Produktivitet i näringslivet*	4,6	2,3	2,7	2,5	2,3
Enhetsarbetskostnad i näringslivet*	-1,5	1,1	1,1	1,8	2,1
Sysselsatta personer**	-0,5	0,4	1,1	0,6	0,2
Öppen arbetslöshet, procent**	5,9	5,9	5,0	4,6	4,6
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	1,4	1,6	1,1	0,7	1,2

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. För vissa variabler publicerades dock inga prognoser i föregående inflationsrapport under antagandet att reporäntan följer de implicita terminsräntorna. NR avser nationalräkenskaperna.

*Kalenderkorrigerade värden. **Historiska värden är länkade bakåt av Riksbanken.

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

Inflationens bestämningsfaktorer

De finansiella marknaderna

Sedan föregående inflationsrapport har utvecklingen på de finansiella marknaderna präglats av fortsatt låga långräntor och en svag krona. I Sverige sänktes reporäntan med 0,5 procentenheter i slutet av juni. Samtidigt har penningpolitiken i USA fortsatt att stramas åt medan styrräntan i euroområdet varit oförändrad. Både i Sverige, euroområdet och USA har börsuppgången fortsatt under sommaren. Jämfört med föregående inflationsrapport väntas nu långräntorna stiga i en långsammare takt och prognosen för den konkurrensvägda kronkursen revideras i svagare riktning framförallt på kort sikt.

Antagande om reporänteutvecklingen i prognosen.

I denna inflationsrapport baseras prognoserna i huvudscenariot på att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna.

För att minska inverkan på de implicita terminsräntorna av tillfälliga rörelser i prissättningen på de finansiella marknaderna beräknas ett 15-dagars genomsnitt av implicita terminsräntor per den 3 oktober. I diagram 4 visas den reporäntebana som ligger till grund för prognoserna i huvudscenariot i denna rapport. Enligt de implicita terminsräntorna väntas reporäntan börja höjas ungefär under det andra kvartalet nästa år. Därefter väntas reporäntan höjas successivt till ca 3 procent i slutet av prognosperioden. Denna bana är i linje med de förväntningar som penningmarknadens aktörer har på reporäntan enligt Prosperas senaste enkät (se diagram 5).

Jämfört med motsvarande beräkning i föregående inflationsrapport är terminsräntorna i genomsnitt ca 0,2 procentenheter lägre under prognosperioden.

Fortsatta räntehöjningar i USA.

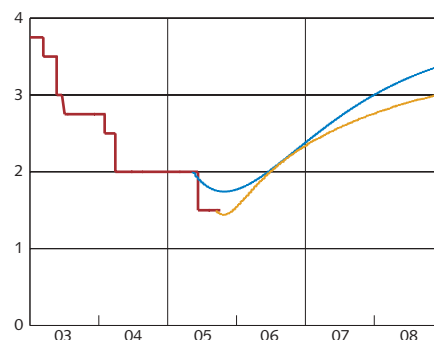
I USA har den penningpolitiska åtstramningen fortsatt. Sammanlagt har den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, nu höjt styrräntan med 2,75 procentenheter från juni 2004. Under sommaren har styrräntan höjts från 3 till 3,75 procent och prissättningen på de finansiella marknaderna indikerar förväntningar om fortsatta räntehöjningar. I början av nästa år väntas den amerikanska styrräntan uppgå till omkring 4,25 procent (se diagram 6).

Till skillnad från den amerikanska centralbanken har den europeiska centralbanken ECB hållit styrräntan konstant sedan sommaren 2003. Under sommaren har dock förväntningar om kommande räntehöjningar av ECB flyttats något närmare i tiden.

Fortsatt låga långräntor.

Under året har gapet mellan långräntorna i USA och euroområdet vidgats betydligt. Från att ha varit på ungefär samma nivå som i euroområdet under förra hösten är nu den amerikanska 10-årsräntan cirka

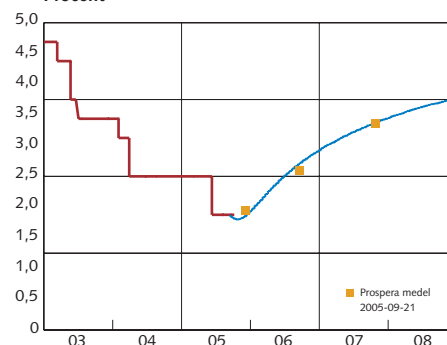
Diagram 4. Implicita terminsräntor, 15 dagars genomsnitt. Procent



— Reporänta
— Genomsnitt t.o.m 2005-06-01
— Genomsnitt t.o.m 2005-10-03

Källa: Riksbanken.

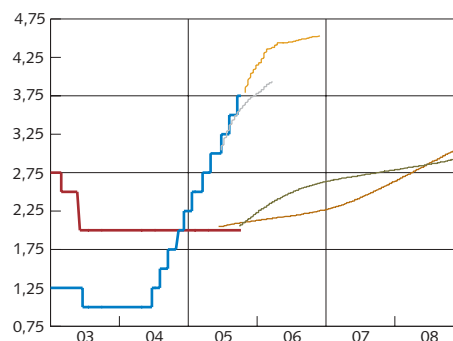
Diagram 5. Implicita terminsräntor samt reporänteförväntningar enligt Prosperas senaste enkät. Procent



— Reporänta
— Genomsnitt t.o.m 2005-10-03

Källor: Prospera Research AB och Riksbanken.

Diagram 6. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet och USA enligt implicita terminsräntor och Fed Funds-kontrakt. Procent

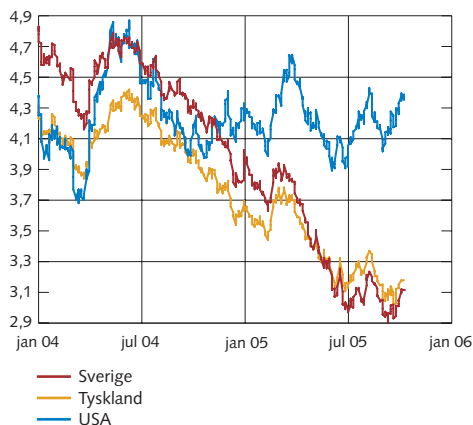


— Refi
— Refi, 2005-10-07
— Refi, 2005-06-20
— Fed Funds
— Fed Funds futures, 2005-10-07
— Fed Funds futures, 2005-06-20

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

Källa: Riksbanken.

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



Källa: Riksbanken.

en procentenhet högre (se diagram 7). Vad som har överraskat många bedömare är att långräntorna i stort varit oförändrade i USA medan de sjunkit betydligt i euroområdet. Givet det historiska mönstret hade det varit mer naturligt att långräntorna hade stigit i USA men legat relativt stilla i euroområdet. Med tanke på den fortsatta penningpolitiska åtstramningen under sommaren har den amerikanska 10-årsräntan stigit ytterst blygsamt; från nivåer strax över 4 procent i slutet juni till ca 4,35 procent i början av oktober. Motsvarande ränta i euroområdet har varit i stort sett oförändrad.

De låga räntorna på obligationer beror både på att realräntorna har fallit och på att inflationen är låg och därmed nominalräntorna. Därtill har riskpremierna sjunkit. Nedgången i räntorna är delvis av övergående natur och delvis troligen också mer bestående.

Realräntorna har pressats ner av att sparandet i världen totalt sett varit relativt högt och av att företagen efter börsfallen i början av 2000-talet drog ner investeringarna kraftigt. Företagens investeringar har visserligen börjat öka på flera håll men nivån är fortfarande låg. Förr eller senare kommer dock investeringarna att stiga till mer normala nivåer och därmed kommer realräntorna sannolikt att stiga. Till de faktorer som bidrar till att pressa ned de långa nominella räntorna mer varaktigt hör att penningpolitiken under senare år på allt fler håll i världen har fått en tydlig inriktning på prisstabilitet. I takt med att denna politik vunnit allt större trovärdighet har inflationsförväntningarna och den ersättning kapitalplacering vill ha för osäkerheten om inflationen, minskat.

Det finns också andra faktorer som bidragit till att pressa ned obligationsräntorna de senaste åren och som troligen är av mer övergående natur. Dit hör att efterfrågan på statspapper varit stark från centralbanker i en del asiatiska länder och i de oljeexporterande länderna, vilka har stora bytesbalansöverskott och därmed stora och ökande valutareserver. Efterfrågan på statsobligationer har också ökat från pensionsfonder och livförsäkringsbolag som, när de långa räntorna faller, måste öka sina innehav av längre statspapper. Även räntorna på mer riskfylld utlåning är nu historiskt låga. Riskpremien varierar normalt med konjunkturcykeln och är lägre i goda tider och högre i dåliga tider eftersom risken att företag går i konkurs och inte kan betala tillbaka sina obligationslån varierar med konjunkturen på motsvarande sätt. Samtidigt är låntagarna mer försiktiga under dåliga tider när utsikterna för god avkastning på investeringar ter sig mindre gynnsamma. Att riskpremierna trots detta nu är låga skulle kunna förklaras av att de pressats ner av att de låga räntorna på statsobligationer med god kreditvärdighet har föranlett många placeringar att jaga högre avkastning genom att placera i mer riskfyllda tillgångar utan att kräva full kompensation för de ökade riskerna.

■ ■ Lägre prognos för svenska långräntor.

I Sverige har den 10-åriga obligationsräntan legat kring 3 procent efter sänkningen av reporäntan i juni. Den negativa räntemarginal

på ca 10 punkter mot den 10-åriga tyska obligationsräntan som etablerades i slutet av juni kvarstår.

Samma faktorer som bidragit till att hålla ned de internationella räntorna kan förmodas ha påverkat även de svenska. I Sverige har räntorna därutöver påverkats av sänkningen av reporäntan.

Som diskuterades i förra inflationsrapporten kan en faktor bakom de låga obligationsräntorna sannolikt vara processen med förändringen av pensionssystemen. Denna process är som ovan konstaterats internationell och har i flertalet länder inneburit en ökad efterfrågan på instrument med längre löptid vilket bidragit till att pressa ned obligationsräntorna. Samtidigt har många länder anpassat utbudet och förlängt löptiden för den offentliga upplåningen. Även i Sverige har efterfrågan på obligationer med lång löptid ökat. Det finns för närvarande inga planer på att förlänga löptiden i den offentliga upplåningen.

I Sverige har Finansinspektionen arbetat fram det s.k. trafikljus-systemet som är tänkt att implementeras i samband med att tjänstepensionsdirektivet träder i kraft den 1 januari nästa år. Det förefaller som om dessa planer har haft en viss inverkan på ränteutvecklingen. Hur det nya regelverket framöver kommer att påverka räntorna är dock svårt att överblicka.

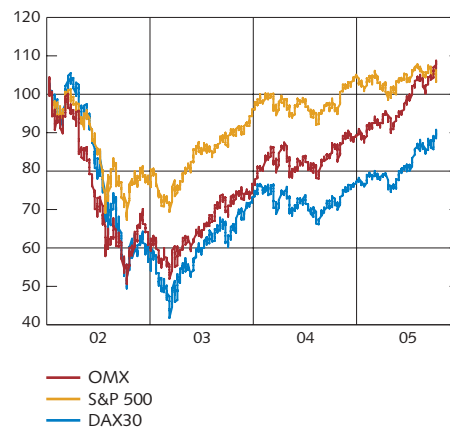
Huvudscenariot i inflationsrapporten bygger på att reporäntan utvecklas enligt de implicita terminräntorna. En stigande reporänta tillsammans med en fortsatt successiv återhämtning av konjunkturen bedöms leda till en uppgång även i de långa obligationsräntorna framöver. I genomsnitt beräknas den 10-åriga statsobligationsräntan uppgå till 3,4 procent 2005 och till 3,6 procent under 2006. Under 2008 väntas den 10-åriga obligationsräntan uppgå till 4,5 procent. Detta är lägre än bedömningen i föregående inflationsrapport. En anledning till nedrevideringen är att reporäntan sänkts med 0,5 procentenheter och förväntas vara lägre jämfört med förväntningarna i början av juni under större delen av prognosperioden. Utfallet för obligationsräntorna har också varit överraskande lågt, även med hänsyn tagen till reporäntesänkningen.

■ ■ Stark börsutveckling.

Sedan bottenivåerna i början av 2003 har börserna i såväl USA och Tyskland som Sverige utvecklats starkt (se diagram 8). Det svenska OMX-indexet har stigit mest under denna period. Uppgången har fortsatt under sommaren och i slutet av september hade OMX-index stigit drygt 5 procent sedan slutet av juni.

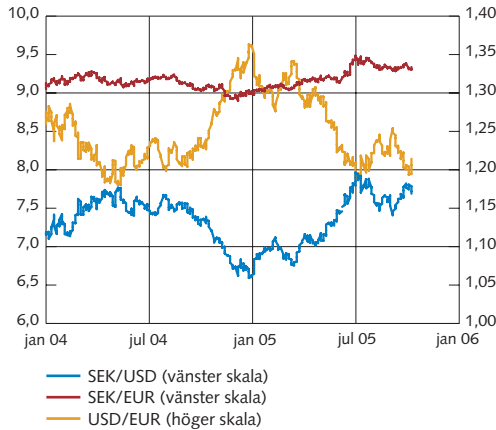
Uppgången på börserna har fortsatt i takt med att de sammantagna vinsterna under det andra kvartalet i år överträffat förväntningarna för börsbolagen i Sverige, USA och Europa. Ökade kostnader i form av högre oljepriser och en fortsatt global prispress från lågkostnadsländer har hittills inte synts i resultaträkningarna. Den förväntade vinstutvecklingen har successivt reviderats upp under året, både i USA och i Europa.

Diagram 8. Aktieindexutveckling i Sverige, USA och Tyskland.
Index, 2002-01-01=100



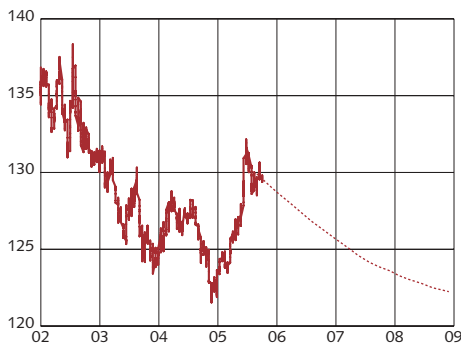
Källa: Riksbanken.

Diagram 9. Växelkursutveckling för SEK/USD, SEK/EUR och USD/EUR.



Källa: Riksbanken.

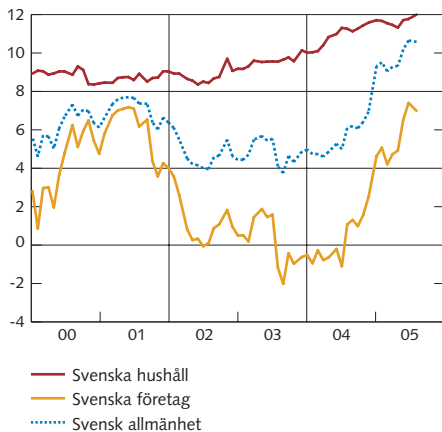
Diagram 10. Konkurrensvägd växelkursprognos, SEK/TCW. Index, 1992-11-18 = 100



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

Källa: Riksbanken.

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



Anm. På grund av förändrad inrapportering har en viss justering av SCB:s statistik gjorts.

Källor: SCB och Riksbanken.

I Sverige har vinstutvecklingen för de 30 största bolagen på Stockholmsbörsen varit stark med en uppgång under det första halvåret på nästan 20 procent jämfört med motsvarande period förra året. Vinstutvecklingen för de svenska börsbolagen har också varit tämligen jämnt fördelad mellan olika branscher. Börsuppgången har i stort motsvarats av vinstutvecklingen vilket innebär att de s.k. P/E-talen har varit relativt stabila under det första halvåret i år. I termer av P/E-tal är börserna i USA och Sverige för närvarande värderade kring nivåer motsvarande det historiska genomsnittet, dvs. ca 15.

■ ■ Kronan väntas stärkas något framöver.

Den kraftiga apprecieringen av dollarn mot euron, som har ägt rum sedan början av året, avstannade i juli. Sedan föregående inflationsrapport har USD/EUR-kursen fluktuerat mellan 1,2 och 1,25. I samband med den svenska reporäntesänkningen i juni försvagades kronan mot både euron och dollarn. Under sommaren stärktes kronan åter och är nu i konkurrensvägda termer (TCW) i stort sett oförändrad jämfört med i slutet av juni (se diagram 10).

I termer av TCW har den svenska kronan utvecklats svagare än vad som bedömdes i förra inflationsrapporten. Detta har dock inte i någon större grad påverkat Riksbankens syn på vad som är en rimlig värdering av kronan på lång sikt. Däremot bedöms kronan under de närmaste åren bli svagare än vad som antogs i juni då förstärkningen nu bedöms ta något längre tid. I genomsnitt väntas TCW-index 2008 uppgå till 122,7 (se tabell 2).

■ ■ Utlåningen växer kraftigt till såväl hushåll som företag.

Utlåningen till hushållen har ökat kraftigt under flera år, medan företagsutlåningen i stort varit oförändrad. I år har dock utlåningen till företagen ökat markant. Jämfört med samma månad förra året växte utlåningen till företagen i augusti med 7 procent. Detta bidrog till att den totala utlåningen till svensk allmänhet växte med nästan 11 procent under samma period (se diagram 11).

Det mycket låga ränteläget har tillsammans med stigande priser på småhus och bostadsrätter under året bidragit till den höga utlåningstillväxten. Huspriserna har den senaste treårsperioden ökat med mellan 5 och 10 procent i årstakt (se diagram 26). Under det andra kvartalet i år ökade fastighetsprisindex med mer än 7 procent jämfört med samma period förra året. Fastighetspriserna fortsätter alltså att öka i en snabb takt även om takten har dämpats något under året.

De senaste månaderna har även ökningstakten i det breda penningmängdsaggregatet M3 gått upp (se diagram 12). Tillväxten i penningmängden förstärker bilden av en fortsatt likviditets- och kreditexpansion i ekonomin.

■ ■ Expansiva finansiella förhållanden.

För närvarande är de finansiella förhållandena relativt expansiva i den bemärkelsen att såväl den korta som långa realräntan är mycket låga

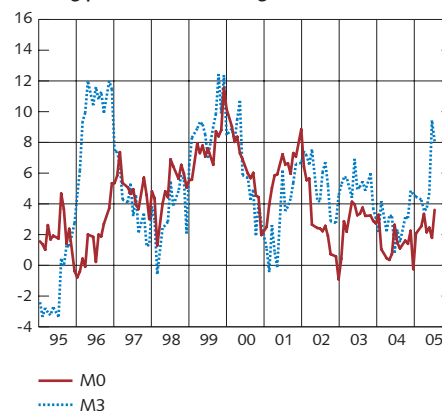
i förhållande till den senaste femårsperioden (se diagram 13). Tillsammans med den hittills mycket starka börsutvecklingen torde detta ha en stimulerande effekt på konsumtion och investeringar under den närmaste perioden.

Den reala växelkursen har under den senaste tiden försvagats (se diagram 13) vilket även det har en expansiv effekt på ekonomin.

**Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport
(prognoser baserade på den implicita terminsräntan)**

- Prognosen för den svenska långräntan har reviderats ned.
- Kronan väntas bli svagare under hela prognosperioden i förhållande till TCW-index.

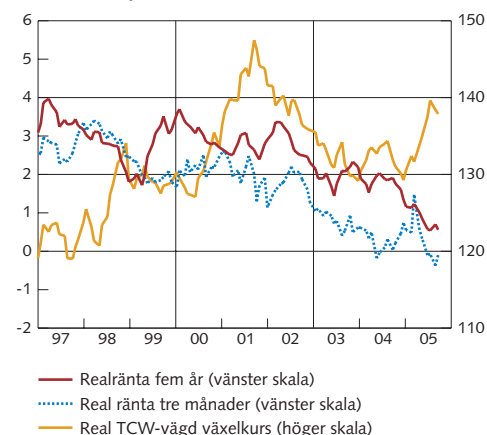
**Diagram 12. Penningmängd mätt som M0 och M3.
Årlig procentuell förändring**



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

Källa: SCB.

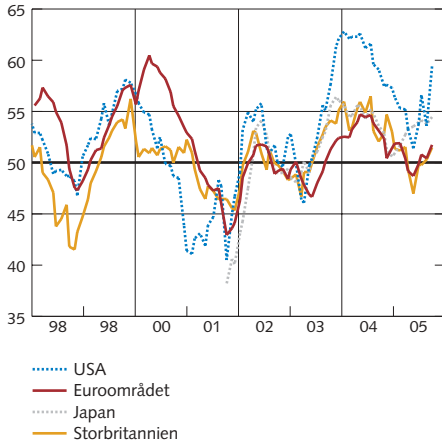
**Diagram 13. Realränta med fem års respektive tre månaders löptid samt real TCW-vägd växelkurs.
Procent respektive index, 1992-11-18=100**



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

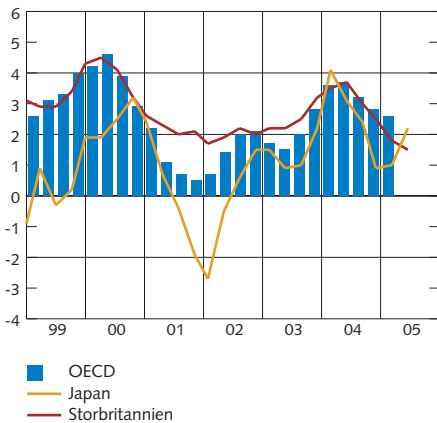
Källor: Konjunkturinstitutet, Prospera Research AB och Riksbanken.

Diagram 14. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin i USA, euroområdet, Japan och Storbritannien.
Index



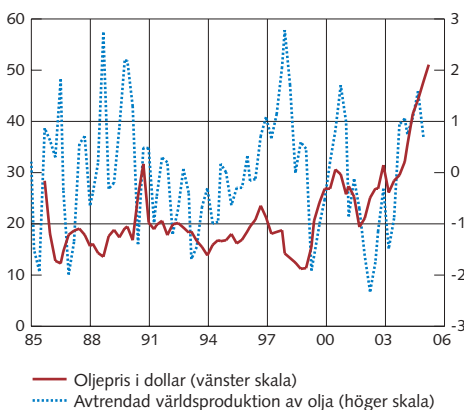
Källor: Institute for Supply Management och NTC Research Ltd.

Diagram 15. BNP i OECD, Japan och Storbritannien. Årlig procentuell förändring



Källor: OECD och Office for National Statistics.

Diagram 16. Oljepris och oljeproduktion. USD per fat respektive miljoner fat per dag



Anm. Den avtrendade världspröduktionen av olja är beräknat som skillnaden mellan världspröduktionen av olja och ett HP-filtrerat värde av densamma.

Källor: International Petroleum Exchange och OECD.

Den internationella utvecklingen

Svackan i den internationella konjunkturen tidigare i år tycks ha varit tillfällig. Den internationella konjunkturen har under senare tid framförallt präglats av en snabb ekonomisk expansion i Kina och i övriga Asien, men även i USA. Nästa år väntas världskonjunkturen gå in i en lugnare fas med något lägre tillväxttakt. Tillväxten i euroområdet har varit svagare än väntat i år men konjunkturen väntas ta fart under nästa år. Den svenska exportmarknaden antas växa med god fart under de kommande tre åren. Det betydligt högre råoljepriset antas ha en marginellt dämpande effekt på tillväxten i världen. Ett högre oljepris medför att det globala pristrycket väntas bli något högre i år och under 2006 jämfört med den bedömning som gjordes i föregående inflationsrapport. Även konsumentprisinflationen i omvärlden väntas nu bli något högre.

■ ■ Den internationella konjunkturen stärks.

Avmattningen i den internationella konjunkturen tycks ha varit tillfällig. Både makrostatistik och företagsförtroende har vänt upp den senaste tiden (se diagram 14). En fortsatt stark konjunkturutveckling i USA och en fortsatt kraftig ekonomisk expansion i Kina och övriga Asien har utgjort motorn i den globala konjunkturutvecklingen. I Japan ser tillväxtmöjligheterna bättre ut än på mycket länge. Tillväxten inom euroområdet har emellertid hittills utvecklats svagt, men den senaste tiden har det framkommit vissa tecken på en vändning i industrikonjunkturen även där.

Oljeprisuppgången har fortsatt och priset bedöms nu bli drygt 25 procent högre under prognosperioden jämfört med förra inflationsrapporten. Sannolikt är det såväl utbuds- som efterfrågefaktorer som har medverkat till en högre prisnivå. Det höga oljepriset antas ha en marginellt dämpande effekt på tillväxten. Trots att priset på olja bedöms sjunka från dagens höga nivåer utgör detta alltså ett orosmoment i den internationella konjunktur bilden.

Den globala konjunkturen går in i en lugnare fas under de kommande åren. Tillväxten i världen beräknas uppgå till ca 4 procent i år för att sedan sjunka till omkring 3,5 procent under resten av prognosperioden.

■ ■ Högre oljepris under prognosperioden.

Oljepriset har varit betydligt högre än vad Riksbanken räknade med i juni. Oljepriset uppgick i genomsnitt till cirka 63 dollar per fat i september vilket kan jämföras med Riksbankens prognos på knappt 50 dollar per fat i föregående inflationsrapport. Prisuppgången har skett trots att lagernivåerna av råolja är tämligen stabila samtidigt som prognoser över efterfrågan på olja har reviderats ned sedan i våras. I ett lite längre perspektiv verkar dock oljeprisuppgången i första hand

vara orsakad av en stigande efterfrågan. Detta antyds av diagram 16 som visar att oljeproduktionen i världen har stigit sedan början av 2004 och att oljepriset trots detta har stigit. Orsaken till det höga priset är delvis ett högt kapacitetsutnyttjande. Den allra senaste tidens oljeprisuppgång förklaras av att orkanerna i Mexikanska golfen har ökat investerarens oro för energiförsörjningen. För att möta produktionsbortfallet som uppstått p.g.a. orkanerna har Opec ökat sitt utbud under en begränsad tid. Flera industriländer har också bidragit till att öka utbudet av olja genom att tillfälligt avveckla delar av sina strategiska oljelager. Det är dock osäkert om detta är tillräckligt för att dämpa prisuppgången i någon större utsträckning.

Även terminspriserna på oljemarknaden är nu högre än vid förra inflationsrapporten. Terminspriskurvan indikerar att oljepriset väntas falla tillbaka endast i en blygsam omfattning från dagens höga nivå. I det fall terminspriseringen avspeglar marknadens förväntningar på det framtida priset visar detta att uppgången innebär att oljepriset de kommande åren nu väntas etablera sig på en högre nivå än tidigare. Terminspriserna i oktober indikerar således att oljepriset inte väntas falla tillbaka lika snabbt som Riksbanken bedömde i föregående inflationsrapport. Mot denna bakgrund revideras oljepriset upp under hela prognosperioden. Oljepriset väntas uppgå till drygt 54 dollar per fat mot slutet av 2008 (se diagram 17).

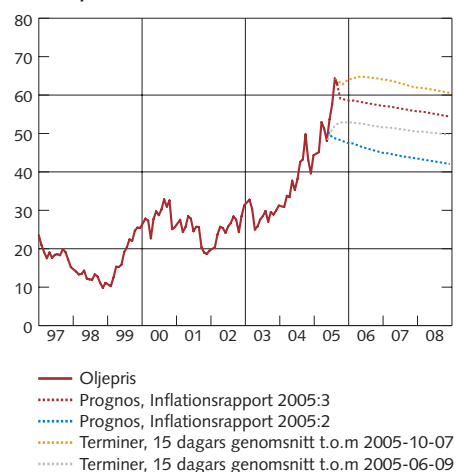
■ ■ Tillväxten i USA mattas gradvis under prognosperioden.

Tillväxten i USA har varit fortsatt hög under det första halvåret 2005. BNP växte med 0,9 respektive 0,8 procent under det första och andra kvartalet (se diagram 18).

Sysselsättningen har fortsatt att stiga och bidrar till att hushållens konsumtion fortsätter att öka. Ännu uppvisar konsumtionstillväxten inga tecken på avmattning och detaljhandeln har hittills utvecklats mycket starkt även om omsättningen föll påtagligt i augusti (se diagram 19). Höga vinster i de amerikanska företagen och stigande priser på tillgångsmarknaderna bidrar till en förmögenhetsupbyggnad som inverkar expansivt på efterfrågan i den amerikanska ekonomin så att sparkvoten bland de amerikanska hushållen nu är nära noll. Trots högre räntor och högre oljepris verkar konsumtionsviljan hittills inte ha dämpats nämnvärt. Konsumtion och produktion väntas dock dämpas som en konsekvens av den senaste tidens orkaner vilket kan komma att påverka tillväxten under hösten. Under återuppbyggnadsfasen, som antas äga rum huvudsakligen nästa år, väntas efterfrågan och produktionen öka igen. Investeringsstillväxten var mycket stark under förra året och inledningsvis i år. Investeringsstakten bedöms dämpas något framöver. Sammantaget revideras BNP-tillväxten ned med 0,1 procentenhet i år och nästa år vilket främst beror på effekter av det högre oljepriset.

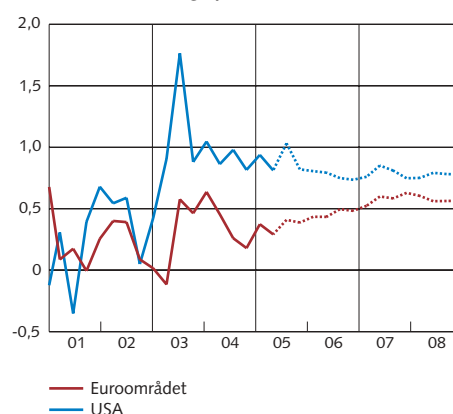
Konsumentpriserna i USA har blivit högre än vad som förväntades i föregående inflationsrapport, bl.a. som en följd av oljeprisets ut-

Diagram 17. Oljepris, utfall och prognoser.
USD per fat



Källor: International Petroleum Exchange och Riksbanken.

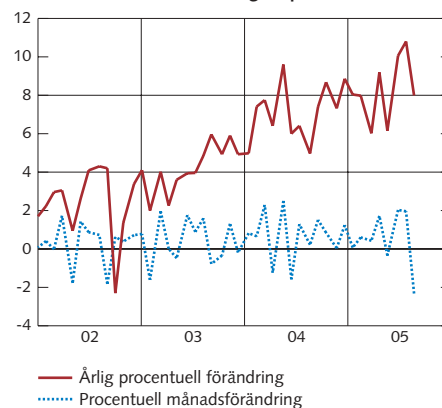
Diagram 18. BNP i USA och euroområdet,
utfall och prognos.
Kvartalsförändring i procent



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

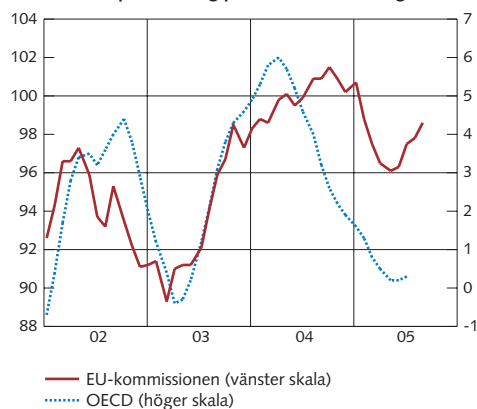
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och Riksbanken.

Diagram 19. Detaljhandel i USA.
Månads- och årsförändringar i procent



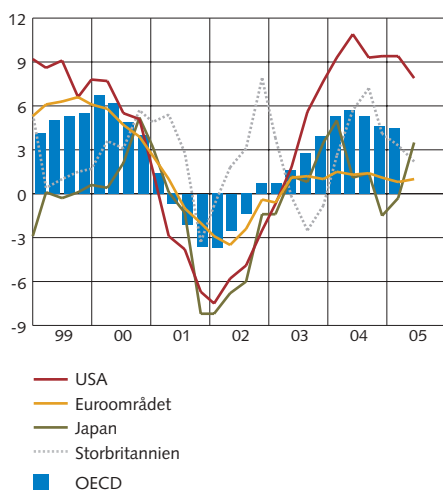
Källa: US Department of Commerce.

Diagram 20. Konjunkturindikatorer för euroområdet. Index respektive årlig procentuell förändring



Källor: EU-kommissionen och OECD.

Diagram 21. Investeringar i USA, euroområdet, Japan och Storbritannien samt totalt i OECD. Årlig procentuell förändring



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

veckling. Under innevarande år förväntas inflationen stiga ytterligare. Tillväxten i produktiviteten, som redan mattats under andra kvartalet i år, väntas bli svagare under de kommande åren. Det amerikanska resursutnyttjandet bedöms samtidigt bli alltmer ansträngt. Enhetsarbetskostnaderna beräknas därmed stiga snabbare de kommande åren. Penningpolitiken väntas därför fortsätta att stramas åt för att stävja ytterligare inflationstendenser.

■ ■ Utvecklingen i euroområdet fortfarande svag.

Efter tillväxtsvackan i slutet av fjolåret har en viss återhämtning i industrikonjunkturen kunnat skönjas under sommaren i euroområdet. Liksom i omvärlden har inköpschefindex vänt uppåt (se diagram 14). Även andra indikatorer har vänt uppåt sedan sommaren (se diagram 20). Tyska indikatorer såsom IFO och ZEW har signalerat en viss förbättring av konjunkturen.

Investeringsviljan hos företagen är fortfarande låg, vilket sannolikt har påverkats av ett högt oljepris och kvardröjande effekter av eurons appreciering. Hushållens konsumtion växte svagt samtidigt som den offentliga konsumtionen till och med minskade i euroområdet. Trots relativt svag inhemsk efterfrågan ökade importen snabbare än exporten under andra kvartalet.

Utvecklingen i de olika länderna inom euroområdet skiljer sig dock åt. Medan den tyska industrin ökar produktionen för att möta en relativt god efterfrågetillväxt från omvärlden har industriproduktionen i t.ex. Italien sjunkit sedan år 2000. Den franska industrikonjunkturen ser ut att fortsätta att förbättras men samtidigt finns påtagliga svaghetstecken i ekonomin. Framförallt ser hushållens konsumtion ut att ha dämpats, något som bland annat syns i detaljhandelsstatistiken.

Resursutnyttjandet i euroområdet som helhet bedöms vara lågt och den relativt höga arbetslösheten antas fortfarande verka dämpande på konsumtionen. En stor del av inkomstökningarna går till ett ökat privat sparande. Inflationen hålls fortfarande uppe kring 2 procent, bl.a. till följd av det höga oljepriset. Eurons förstärkning under senare år och låga enhetsarbetskostnader har dock inneburit att den underliggande inflationen sjunkit trendmässigt. Dessa krafter väntas gradvis avta under prognosperioden. Till följd av oljepriset bedöms inflationen i euroområdet bli högre nu än i den förra prognosen.

Tillväxttakten i euroområdet väntas stiga under andra halvåret 2005 och under 2006 i takt med att industrikonjunkturen i världen förstärks. En ökad inhemsk efterfrågan till följd av högre investeringsaktivitet och ökad konsumtionsvilja bedöms också bli en allt viktigare faktor i konjunkturutvecklingen. Jämfört med tidigare bedömning förväntas dock BNP-tillväxten 2006 bli något lägre. Nedrevideringen beror till största delen på effekterna av ett högre oljepris men också på en förändrad bedömning av hur snabbt euroområdet återhämtar sig från den senaste svackan i konjunkturen.

■ ■ Konsumtionstillväxten i Storbritannien saktar in.

I Storbritannien har tillväxten i ekonomin dämpats mer än väntat under året. Det är framförallt hushållens konsumtion som har bromsat in kraftigt. Förklaringar till det är sannolikt en svagare utveckling på arbetsmarknaden men också att hushållens vilja att konsumera kan ha minskat till följd av att ökningen i huspriserna stannat av. Tillväxtutsikterna för Storbritannien revideras ned även de kommande åren främst som en följd av att hushållens konsumtion inte bedöms öka lika mycket som tidigare.

■ ■ Stabil utveckling i de nordiska länderna.

Konjunkturbilden för de nordiska länderna står sig i stort sett från föregående inflationsrapport, men det högre oljepriset väntas dämpa tillväxten i dessa länder utom i Norge. I Danmark, Finland och Norge var hushållens konsumtion en viktig drivkraft för tillväxten i efterfrågan under fjolåret och konsumtionstillväxten väntas fortsätta att vara god de närmaste åren. I Norge väntas dock tillväxten dämpas nästa år. Stärkt norsk krona väntas bidra till att exporttillväxten mattas och en något stramare finanspolitik väntas ha dämpande effekt på konsumtionstillväxten. I Danmark väntas tillväxten vara tämligen stabil även framöver och nära knuten till utvecklingen i euroområdet. Tillväxten i den finska ekonomin försvagades under våren av en arbetsmarknadskonflikt, men BNP väntas ändå öka med omkring 2 procent i år och därefter väntas tillväxten ta fart ytterligare även om högre oljepris antas verka återhållande på tillväxttakten.

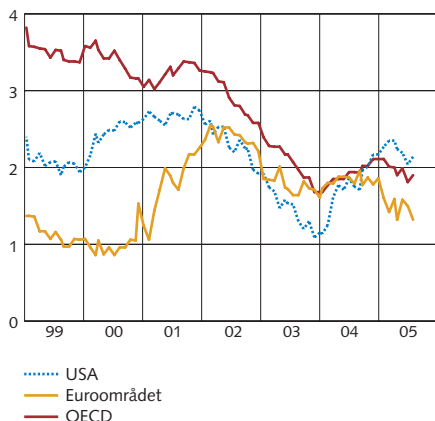
■ ■ Tillväxten i Asien fortsatt hög.

Den japanska ekonomin växte med 2,2 procent under det andra kvartalet i år jämfört med motsvarande period i fjol (se diagram 15). Detta innebär en återhämtning av den japanska ekonomin. Tillväxtens sammansättning är sådan att den inhemska efterfrågan växer snabbare än utrikeshandeln. Hushållens konsumtion har ökat markant efter avmattningen förra året. Bakom uppgången ligger en förbättring av arbetsmarknaden.

Uppgången i sysselsättningen beror i sin tur på klart förbättrad ekonomisk situation hos de japanska företagen. Starka balansräkningar, fortsatt höga företagsvinster samt ett större allmänt företagsförtroende har inneburit en försiktig ökning i investeringarna. Investeringsuppgången väntas fortsätta under de kommande åren. Resursutnyttjandet väntas stiga framöver. KPI-inflationen väntas fortfarande bli negativ i år men nästa år bedöms den långa deflationsperioden i den japanska ekonomin brytas.

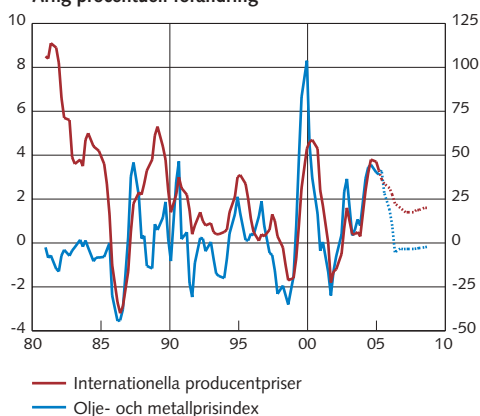
Tillväxten i Kina fortsätter att vara hög. Tillväxten under det första halvåret i år uppgick till strax under 10 procent jämfört med motsvarande period förra året. I relation till flera andra länder är de kine-

Diagram 22. KPI exklusive energi och livsmedel i USA, euroområdet och OECD. Årlig procentuell förändring



Källa: OECD.

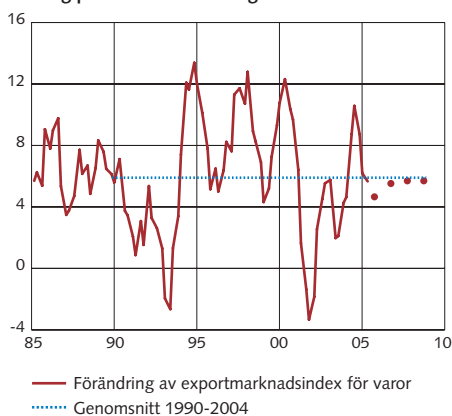
Diagram 23. Internationella producentpriser på bearbetade varor samt olje- metallprisindex, utfall och prognoser. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos

Källor: OECD och Riksbanken.

Diagram 24. Svensk exportmarknadstillväxt. Årlig procentuell förändring



Amn. Utfallsrserien är en sammanvägning av den reala varuimporten för ca 70 procent av de länder som utgör den svenska exportmarknaden. Röda punkter avser Riksbankens prognos.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

siska investeringarna mycket höga. Ökningstakten har dock dämpats något i år. En något lägre investeringstakt väntas leda till att ökningen i den totala inhemska efterfrågan dämpas under de kommande åren. Revalveringen av valutan bedöms ha små effekter på exporten som väntas fortsätta att växa starkt under prognosperioden. BNP-tillväxten under nästa år och under 2007 samt 2008 bedöms bli lägre men alltjämt fortsatt hög i ett internationellt perspektiv.

Tillväxten i flertalet andra asiatiska länder har också gynnats av utvecklingen i Kina och av den starka amerikanska ekonomin. Den ekonomiska expansionen i regionen väntas fortsätta i hög takt även om ett relativt högt oljeberoende i vissa länder leder till ökade kostnader och en dämpning av tillväxttakterna.

■ ■ Oljepriset håller uppe de internationella producentpriserna.

Trots det höga oljepriset har inflationsutvecklingen i OECD-området hittills varit dämpad (se diagram 22). Några mer påtagliga indirekta effekter av det höga oljepriset ser inte ut att ha uppkommit ännu. Under de kommande åren väntas inflationsutvecklingen fortsätta att vara förhållandevis dämpad, även mot bakgrund av ett ökande internationellt resursutnyttjande.

De globala producentpriserna väntas öka något mer i år och nästa år jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. En viktig förklaring är den kraftiga uppgången av oljepriset. Producentpriserna bedöms öka med 3,1 respektive 2,0 procent under 2005 och 2006. När effekterna av det höga oljepriset klingar av antas också ökningstakten i producentpriserna avta något. Samtidigt bedöms effekterna av ett ökande inslag av priskonkurrens från lågkostnads-länder fortfarande bidra till att hålla världsmarknadspriserna nere. Den fortsatta konjunkturförstärkningen i världsekonomin väntas dock medföra att pristrycket i producentledet ändå hålls uppe under prognosperioden (se diagram 23).

■ ■ Marknadstillväxten bromsar in i år.

Tillväxten på de svenska exportmarknaderna bedöms bromsa in kraftigt i år från fjolårets höga ökningstakter (se diagram 24). Orsaken är den tillfälliga svackan i den internationella konjunkturen. Det är främst den relativt svaga utvecklingen i euroområdet som dämpar exportutsikterna i år. En större del av den svenska varuexporten går till Europa och då främst till euroområdet. Under återstoden av prognosperioden antas marknadstillväxten gradvis tillta igen.

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

	BNP				KPI			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
USA	3,6 (3,7)	3,3 (3,4)	3,2 (3,2)	3,1	3,2 (2,6)	2,7 (2,4)	2,5 (2,5)	2,5
Tyskland	0,8 (0,9)	1,3 (1,6)	2,0 (2,0)	2,3	2,0 (1,5)	2,0 (1,4)	1,5 (1,5)	1,5
Storbritannien	1,9 (2,7)	2,1 (2,8)	2,4 (2,7)	2,5	2,1 (1,8)	2,1 (2,1)	2,2 (2,2)	2,3
Danmark	1,8 (1,8)	2,1 (2,3)	2,0 (2,0)	2,0	1,7 (1,7)	2,0 (1,9)	1,8 (1,8)	1,8
Finland	2,0 (2,0)	2,2 (2,4)	2,3 (2,3)	2,5	1,2 (1,2)	1,7 (1,7)	1,7 (1,7)	1,4
Norge	3,5 (3,5)	2,8 (2,8)	2,5 (2,5)	2,5	1,5 (1,3)	2,1 (2,0)	2,5 (2,5)	2,5
<hr/>								
Euro 12	1,2 (1,3)	1,7 (2,0)	2,2 (2,3)	2,4	2,1 (2,0)	2,0 (1,8)	1,8 (1,8)	1,8
TCW-vägt	1,8 (2,0)	2,0 (2,3)	2,3 (2,4)	2,4	2,0 (1,7)	2,0 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9
OECD 19	2,4 (2,5)	2,4 (2,6)	2,6 (2,7)	2,6	2,3 (1,9)	2,1 (1,9)	2,1 (2,1)	2,1
<hr/>								
				2005	2006	2007	2008	
BNP Världen				3,9 (3,9)	3,7 (3,9)	3,5 (3,5)	3,5	
Marknadstillväxt för svensk varuexport				4,6	5,5	5,7	5,7	
Global PPI				3,1 (2,5)	2,0 (1,8)	1,4 (1,5)	1,5	
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD/fat Brent Blend)				55 (48)	58 (46)	57 (44)	55	

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. Svensk exportmarknadstillväxt avser tillväxt för import av varor för ca 70 procent av de länder Sverige exporterar till. Prognosen vägs ihop utifrån respektive lands andel av total svensk export 2003–2004. Prognosen för svensk exportmarknadstillväxt är inte jämförbar med den som publicerades i föregående inflationsrapport p.g.a. förändrat länderurval. 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.

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport

- Oljeprisprognosen har reviderats upp samtliga prognosår.
- Det högre oljepriset dämpar tillväxtutsikterna i världsekonomin 2006 och 2007.
- Euroområdet tillväxt är nedreviderad jämfört med föregående rapport beroende på högre oljepriser men också på en ny bedömning av hur snabbt återhämtningen i konjunkturen kan ske.
- Prognosen för KPI i OECD-området har reviderats upp i år och nästa år p.g.a. oljeprisuppgången.

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige

Avmattningen i den svenska ekonomin kring årsskiftet blev av allt att döma tillfällig. Konjunkturuppgången förefaller ha tagit ny fart den senaste tiden. Tillväxten i hushållens konsumtion tycks nu ha börjat öka och förväntas stärkas ytterligare de närmaste åren. Även den offentliga konsumtionen ökar, framförallt under nästa år, huvudsakligen till följd av den mer expansiva inriktningen på finanspolitiken. Samtidigt fortsätter den investeringsuppgång som inleddes under fjolåret även om den efter hand går in i en lugnare fas. Resursutnyttjandet i ekonomin kommer att öka under inledningen av prognosperioden, men bedöms bromsa in på relativt måttliga nivåer i takt med att efterfrågeuppgången dämpas.

■ ■ Konjunkturuppgången fortsätter.

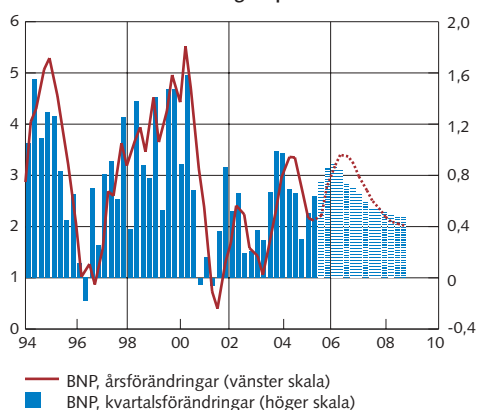
Tillväxten i den svenska ekonomin mattades oväntat mycket i början av året, vilket föranledde Riksbanken att i inflationsrapporten i juni revidera ner prognosen förhållandevis kraftigt. Bedömningen var dock att det handlade om en tillfällig inbromsning snarare än en omsvängning i konjunkturen. Den statistik som inkommit under de senaste månaderna ger stöd för denna syn. Dessutom framstår utvecklingen under det första kvartalet i år inte riktigt lika svag som tidigare efter de revideringar som därefter gjorts i nationalräkenskaperna.

Tillväxten i hushållens konsumtion visar tecken på att ha börjat öka efter några svaga år och väntas de närmaste åren öka ytterligare till följd av bl.a. höga reallöneökningar och stigande sysselsättning. Samtidigt bidrar den låga räntenivån och en god lönsamhet hos företagen till att investeringarna fortsätter att öka i relativt snabb takt ännu en tid framöver. Även den offentliga konsumtionen förväntas börja växa snabbare, i synnerhet under nästa år, som en följd av en mer expansiv finanspolitik och starkare finanser i kommunerna. En fortsatt återhämtning av den internationella konjunkturen, som liksom den svenska nyligen genomgått en tillfällig avmattning, ger skäl att framöver räkna med en god tillväxt även för exporten efter den svaga inledningen på året. Samtidigt bidrar efterfrågeuppgången till att importen ökar i snabbare takt.

Den inhemska efterfrågan blir således en viktigare drivkraft under kommande år än den varit hittills i konjunkturuppgången. Den förändrade sammansättningen av efterfrågetillväxten tar sig bl.a. uttryck i en dämpad utveckling inom industrin, medan produktion och sysselsättning inom byggsektorn och den privata tjänstesektorn växer betydligt snabbare.

De senaste årens höga produktivitetstillväxt kan i viss mån sägas ha lagt grunden för den fortsatta uppgången i konjunkturen, samtidigt som den till en del kan förklara de senaste årens utveckling. Ett produktivetslyft leder till ett tryck uppåt på lönerna och ett tryck nedåt på priserna. Högre löner stimulerar i sin tur efterfrågan. Denna anpassning kan dock antas ske med en viss fördröjning. En mer direkt

Diagram 25. BNP, utfall och prognos för säsongrensad och dagkorrigerad serie. Kvartals- och årsförändringar i procent



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

och omedelbar effekt av en produktivitetsuppgång är att företagen kan hålla uppe sin produktion med en mindre insats av arbetskraft än tidigare. Resultatet blir därför inledningsvis, såsom också har kunnat observeras, en svag utveckling på arbetsmarknaden och en förhållandevis dämpad utveckling av hushållens inkomster. Dessa mekanismer har sannolikt varit en orsak till att tillväxten i hushållens konsumtion varit svag de senaste åren. Den dämpade konsumtionsefterfrågan, i kombination med att den höga produktiviteten och ökad konkurrens pressat ned kostnadsläget i företagen, har bidragit till att hålla tillbaka prisökningarna i ekonomin.

Den låga inflationen har gjort att penningpolitiken kunnat vara expansiv under en förhållandevis lång tidsperiod. Samtidigt innebär den höga produktiviteten och den relativt goda lönsamheten i företagen att löneutvecklingen framöver kan bli något starkare än tidigare, dvs. lönerna börjar anpassas uppåt. De dämpade prisökningarna kan i sin tur ses som en anpassning av priserna till den högre produktiviteten. De låga räntorna och den bättre löneutvecklingen skapar gynnsamma förutsättningar för en god tillväxt i den inhemska efterfrågan och sysselsättningen de närmaste åren.

Efter hand bedöms dock efterfrågeuppgången börja dämpas. Det är dels en följd av antagandet om stigande reporänta och en så småningom allt mindre expansiv finanspolitik, dels ett resultat av konventionella konjunkturdämpande mekanismer, såsom att investeringstillväxten gradvis mattas i takt med att företagen börjar bli allt mer nöjda med utbyggnaden av produktionskapaciteten. Även det faktum att produktivitetstillväxten så småningom börjar avta bidrar till att dämpa efterfrågeuppgången genom att det leder till stigande kostnader för företagen och därmed en högre prisökningstakt.

Ekonomin bedöms växa i relativt god takt under prognosperioden. Tillväxten i BNP väntas bli 2,3 procent i år, 3,0 procent 2006, 2,5 procent 2007 och 2,2 procent 2008. Resursutnyttjandet i ekonomin kommer därmed att öka den närmaste tiden, men bedöms efter hand bromsa in på relativt måttliga nivåer.

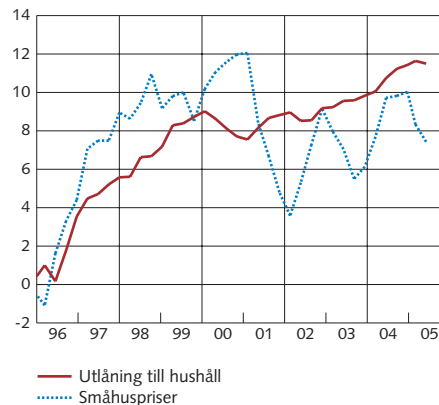
Jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport förväntas BNP-tillväxten bli något starkare. Grundsynen på utvecklingen framöver är således mer positiv än i juni. Detta beror till stor del på att den ekonomiska politiken är mer expansiv, med en antagen utveckling för reporäntan som är lägre än i juni under hela prognosperioden och en finanspolitik som stimulerar efterfrågan mer än vad som då antogs. Men även annan information om den svenska ekonomin har bidragit till att tillväxtprognosen reviderats upp.

■ ■ Stabil konsumtionsuppgång.

Under senare år har hushållens konsumtion utvecklats förhållandevis svagt, trots det låga ränteläget och trots att hushållen tagit upp nya lån i snabb takt (se diagram 26).

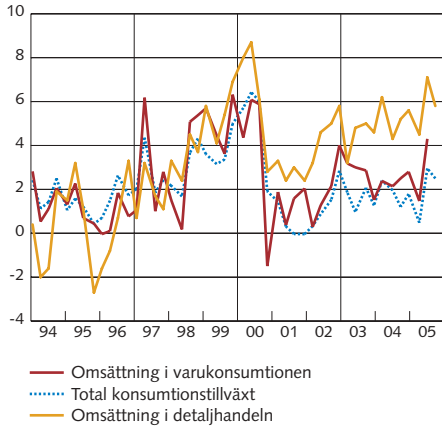
I år, i synnerhet under andra kvartalet, förefaller dock tillväxten i konsumtionen ha ökat. Det finns också tecken på att konsumtionen fortsatte att utvecklas starkt under tredje kvartalet i år. Bland annat

Diagram 26. Småhuspriser samt utlåning till svenska hushåll från samtliga kreditinstitut. Årlig procentuell förändring



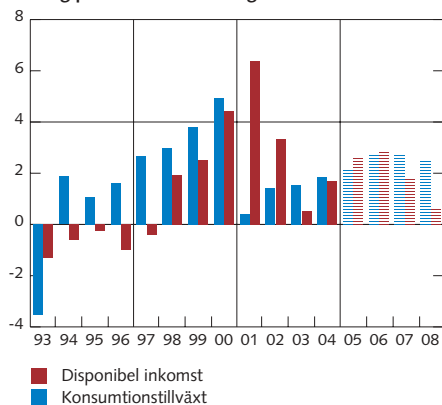
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 27. Detaljhandelns omsättning och hushållens konsumtion. Fasta priser, årlig procentuell förändring



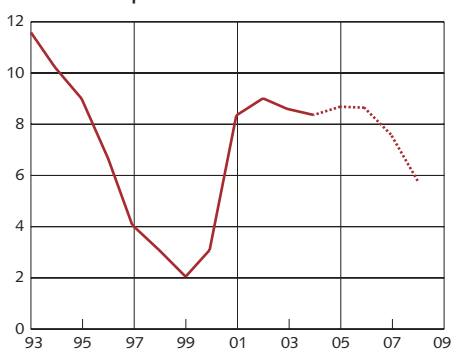
Anm. Ej kalenderkorrigerade värden.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 28. Hushållens konsumtion, utfall och prognos. Årlig procentuell förändring



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

Diagram 29. Hushållens sparkvot, utfall och prognos. Andel av disponibel inkomst



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

visar försäljningen inom detaljhandeln på en hög ökningstakt (se diagram 27).

Hushållen har också blivit mer optimistiska om framtiden, såväl i fråga om den egna ekonomin som i synen på arbetsmarknaden. Riksbanken räknar med att hushållens konsumtion i år ökar med drygt 2 procent. Detta är något långsammare än ökningstakten i inkomsterna och innebär att hushållen även i år fortsätter att spara en hög andel av sina inkomster (se diagram 28 och 29).

Det höga sparandet beror sannolikt till en del på att många hushåll strävar efter att återställa värdet på sina tillgångar efter den svaga utvecklingen på aktiemarknaden 2000–2002 (se vidare fördjupningsrutan "Hushållens konsumtion och sparande"). Det gäller i synnerhet den stora grupp hushåll som är nära pensionsåldern och som har haft stora delar av sitt pensionskapital placerat i aktier. Sannolikt rör det sig i viss mån också om ett försiktighetssparande till följd av den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden.

Konsumtionsuppgången bedöms fortsätta under prognosperioden. En viktig drivkraft är ökande sysselsättning och förbättrad löneutveckling för hushållen. Under framförallt 2006 bedöms dessutom den expansiva finanspolitiken i statsbudgeten bidra till att öka hushållens disponibla inkomster. Även det låga ränteläget stimulerar konsumtionen.

Mot slutet av prognosperioden väntas en gradvis stigande ränta och en mindre snabb ökningstakt i inkomsterna leda till att tillväxten i konsumtionen dämpas. Detta motverkas dock till viss del av en minskning av försiktighetssparandet i takt med att förbättringen i arbetsmarknadsläget blir alltmer tydlig, liksom av att hushållens förmögenheter börjar återställas till tidigare nivåer.

Hur det höga oljepriset påverkar hushållens vilja att konsumera är osäkert. Den aktuella prognosen grundar sig på en uppskattning av hur hushållen påverkas direkt genom lägre real köpkraft. Det är emellertid också möjligt att den kraftiga oljeprisuppgången gör att många hushåll känner sig osäkra om den framtida ekonomiska utvecklingen och därmed väljer att skjuta upp viss konsumtion. Vilken betydelse en sådan effekt kan ha är dock mycket svårt att uppskatta.

■ ■ Stark men gradvis avtagande investeringstillväxt.

Den investeringsuppgång som inleddes under förra året har fortsatt under första halvan av 2005. Det är framförallt bostadsinvesteringarna som har ökat snabbt. Även näringslivets investeringar har ökat i relativt god takt, medan utvecklingen varit svag för de offentliga investeringarna (se diagram 30).

Högt kapacitetsutnyttjande inom industrin, låg räntenivå och en gynnsam situation för företagen med relativt starka balansräkningar och god lönsamhet talar för att investeringarna fortsätter att öka i ganska snabb takt en tid framöver. Den senaste konjunkturbarometern tyder på att en relativt stor andel av industriföretagen anser att tillgången på anläggningskapacitet är en begränsande faktor. Det

låga ränteläget och en förmånlig utveckling av hushållens disponibla inkomster ger goda förutsättningar för att uppgången i bostadsinvesteringarna kommer att fortsätta de närmaste åren. De offentliga investeringarna väntas åter börja öka efter de senaste årens svaga utveckling, till följd av bl.a. ökat investeringsutrymme för kommunerna och statliga infrastruktursatsningar. I takt med att räntorna stiger och företagen börjar bli alltmer nöjda med nivån på produktionskapaciteten, väntas dock ökningstakten för de fasta bruttoinvesteringarna dämpas alltmer.

■ ■ Kraftig ökning i den offentliga konsumtionen 2006.

Det finansiella sparandet i den offentliga sektorn blir i år av allt att döma något högre än vad som förväntades i föregående inflationsrapport. Utfall för statsbudgetens saldo hittills i år har exempelvis överträffat Ekonomistyrningsverkets tidigare prognoser. Det förefaller främst vara delvis tillfälliga skatteintäkter från företag och lägre statliga utgifter som svarar för förbättringen. Samtidigt har regeringen presenterat en rad nya åtgärder som bedöms påverka den offentliga konsumtionen och det finansiella sparandet, i huvudsak under nästa år.

**Tabell 4. Finansiellt sparande.
Andel av BNP**

	2004	2005	2006	2007	2008
Offentlig sektor	1,4	1,6	1,1	0,7	1,2

Anm. Prognoser i föregående inflationsrapport anges inte eftersom de baserades på oförändrad reporänta.
Källa: Riksbanken.

Den finanspolitiska inriktningen i Budgetpropositionen för 2006 är påtagligt expansiv. Åtgärder aviseras på både skatte- och utgiftssidan för att stimulera såväl den privata och offentliga konsumtionen som den privata sektorns efterfrågan på arbetskraft. På utgiftssidan handlar det om exempelvis en höjning av barnbidraget och ett tvåårigt systerlöshetspaket där omkring 55 000 personer ska ges möjlighet till arbete, praktik eller utbildning. På skattesidan handlar det bl.a. om en sänkning av arbetsgivareavgiften för enmansföretag som anställer en person.

Riksbanken har i tidigare inflationsrapporter räknat med en mer expansiv finanspolitik främst nästa år. Omfattningen av de nu presenterade stimulanserna för 2006 är dock större än vad som väntades i rapporten i juni. Dessa ytterligare stimulanser beräknas motsvara en försvagning av de offentliga finanserna på ca 0,5 procent av BNP 2006. De sammantagna effekterna på BNP blir enligt de multiplikatorer som redovisas i fördjupningsrutan "Finanspolitikens betydelse för penningpolitiken" i Inflationsrapport 2004:4 en ökning av BNP-tillväxten med ca 0,3 procentenheter.

Riksbankens bedömning är att den offentliga sektorns finansiella sparande som andel av BNP minskar framöver. Mot slutet av prognosperioden antas dock de offentliga finanserna börja stärkas igen som ett resultat av strävanden att åter närma sig överskottsmålet.

**Diagram 30. Fasta bruttoinvesteringar, totalt och uppdelat på sektorer.
Årlig procentuell förändring**

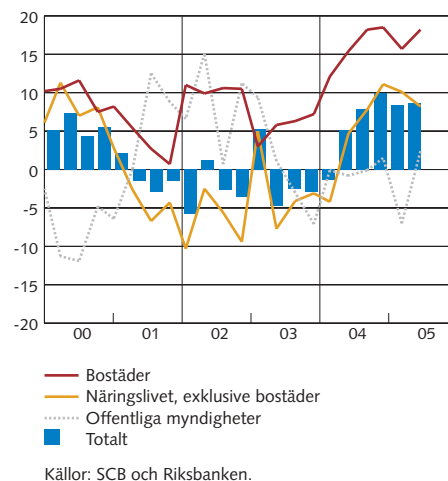


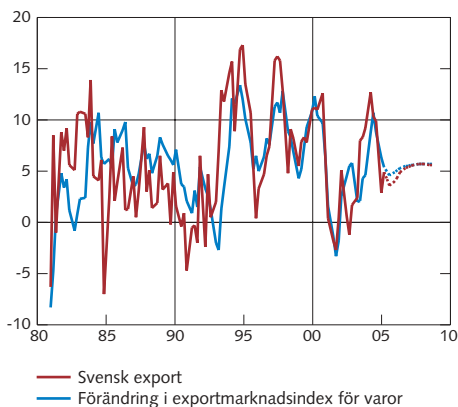
Diagram 31. Real varuexport enligt Nationalräkenskaperna och månadsstatistik samt exportordergång.
Årlig procentuell förändring respektive netttotal



Anm. Varuexport enligt månadsstatistik uttryckt som rullande kvartalsgenomsnitt. Exportprisindex har använts som deflator.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Diagram 32. Svensk export och exportmarknadstillväxt för varor.
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Se anmärkning i diagram 24.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken.

Indikatorer i form av statsbudgetens saldo pekar mot att sparandet blir något högre i år än vad som väntades tidigare. Högre tillväxtprognoser och lägre ränteprogner bidrar till att förbättra den offentliga sektorns finansiella sparande de kommande åren. Förbättringen av sparandet motverkas dock av de nya expansiva förslagen i Budgetpropositionen. Totalt sett innebär förändringarna en viss nedrevidering av det offentliga sparandet för perioden 2006–2008. Prognosen baseras på såväl redan beslutade eller aviserade åtgärder, inklusive de i Budgetpropositionen, som Riksbankens bedömningar av finanspolitikens utformning de kommande åren.

Den offentliga konsumtionen, i synnerhet den kommunala, har utvecklats oväntat svagt hittills i år. Mycket tyder på att den kommunala sektorn kommer att generera stora överskott 2005. En möjlig förklaring till detta är att det betydligt mer ansträngda budgetläget 2004 påverkade budgetplanerna för i år och framåt. Riksbankens bedömning är dock att kommunerna, trots de gynnsamma finanserna, inte kommer att öka sin konsumtion nämnvärt under slutet av 2005. Den kommunala konsumtionen väntas istället öka relativt mycket 2006 och hålls väl uppe även under resten av prognosperioden.

Den expansiva finanspolitiken i budgetpropositionen beräknas öka den offentliga konsumtionstillväxten framförallt 2006, medan effekterna därefter är små.

■ ■ Återhämtning för såväl export som import.

Exporten utvecklades något svagare än väntat under första halvan av året till följd av svackan i den internationella konjunkturen (se diagram 31). Avmattningen gäller exporten av både varor och tjänster. Månadsstatistik för varuexporten och barometerdata för exportordergången tyder dock på att en viss ökning skett den senaste tiden.

Framöver väntas den internationella konjunkturen åter stärkas vilket lägger grunden för en relativt god exporttillväxt. Den förstärkning som väntas ske av kronan i TCW-termer motverkas av att svenska relativa exportpriser väntas sjunka något. Sammantaget medför detta att det inte antas ske några väsentliga förändringar av konkurrenskraften under prognosperioden. Mot denna bakgrund väntas exporten i grova drag öka i takt med exportmarknaden, vilket ger ökning med drygt fem procent per år under prognosperioden (se tabell 5).

Importen ökade mindre än väntat under första halvåret i år. Det var i synnerhet tjänsteimporten som utvecklades svagt. Avmattningen bedöms dock vara tillfällig och framöver väntas importtillväxten tillta i takt med att konjunkturen stärks och efterfrågan ökar. Sammantaget väntas importen växa med omkring sex procent per år de närmaste åren, dvs. något snabbare än exporten (se tabell 5).

**Tabell 5. Försörjningsbalans.
Årlig procentuell förändring**

	2004	2005	2006	2007	2008
Hushållens konsumtion	1,8	2,2	2,7	2,9	2,5
Offentlig konsumtion	0,3	0,5	1,8	0,7	0,5
Fasta bruttoinvesteringar	5,5	7,3	5,5	4,8	3,0
Lagerinvesteringar, bidrag	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
Export	10,5	3,6	5,3	5,7	5,6
Import	6,9	4,0	5,7	6,5	6,0
BNP till marknadspris	3,6	2,3 (1,9)	3,0 (2,6)	2,5 (2,4)	2,2
Slutlig inhemsk efterfrågan	2,0	2,6	3,0	2,6	2,1
Nettoexport, bidrag	2,0	0,2	0,3	0,1	0,3

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

Källor: SCB och Riksbanken.

■ ■ Tidsserie- och indikatormodeller stöder bilden.

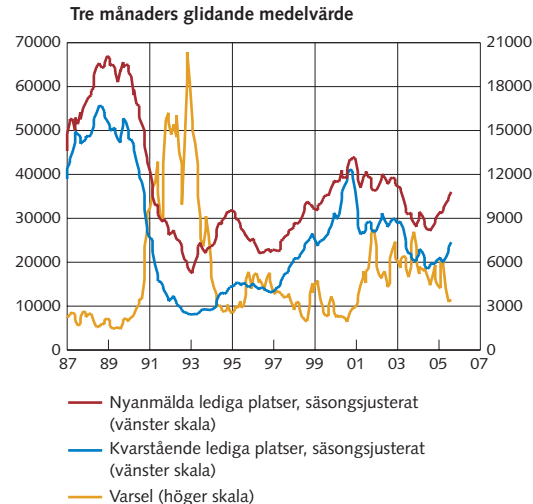
Bedömningen att inbromsningen i konjunkturen varit tillfällig stöds av de tidsserie- och indikatormodeller som Riksbanken använder sig av för att försöka förutsäga BNP-utvecklingen på kort sikt. Dessa modeller indikerar ungefär samma tillväxt under det tredje kvartalet i år som under andra kvartalet och något högre tillväxt under det fjärde kvartalet (se vidare fördjupningsrutan "BNP-indikatorer").

■ ■ Ljusning på arbetsmarknaden.

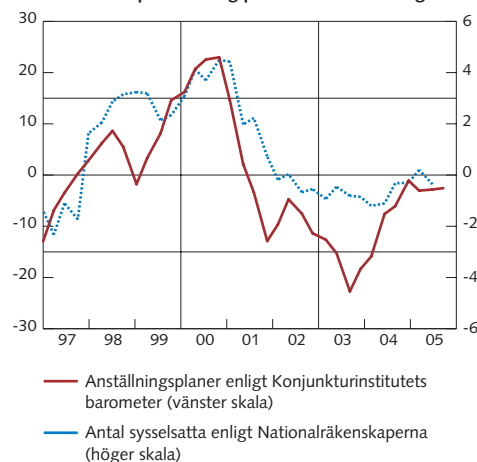
Enligt nationalräkenskaperna vände antalet arbetade timmar upp under andra kvartalet i år. Ökningen ägde rum inom bygg- och tjänstebanserna medan timmarna minskade inom industrin. Även medelarbetstiden ökade under andra kvartalet vilket är normalt i en konjunkturuppgång. När konjunkturen vänder upp utnyttjas inledningsvis befintlig personal och först i ett senare skede utökas personalstyrkan.

Som en följd av den stigande medelarbetstiden har den ökade efterfrågan hittills inte medfört någon mer påtaglig ökning av sysselsättningen. Enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU) har antalet sysselsatta hittills i år ökat med 0,4 procent jämfört med motsvarande period i fjol. Detta utfall avser dock den nya EU-harmoniserade AKU, vilken skiljer sig från tidigare undersökningar. Statistiken är därmed inte är direkt jämförbar över tiden.²

Indikatorer över den kommande utvecklingen på arbetsmarknaden talar för en förbättring av läget. Hittills i år har närmare 6 000 färre personer varsplats om uppsägning jämför med motsvarande period i fjol (se diagram 33). Vidare har antalet nyanmälda lediga platser till landets arbetsförmedlingar fortsatt att öka under sommaren och hösten. Ökningen har omfattat såväl näringslivet som den offentliga tjänsteverksamheten. Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer visar på fortsatt positiva anställningsplaner inom byggsektorn och delar av de

Diagram 33. Nyanmälda och kvarstående lediga platser med en varaktighet på mer än tio dagar samt varsel. Tre månaders glidande medelvärde

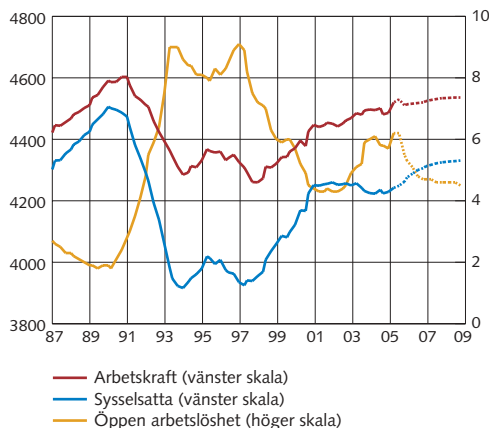
Källa: AMS.

Diagram 34. Sysselsatta och anställningsplaner i näringslivet. Nettototal respektive årlig procentuell förändring

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

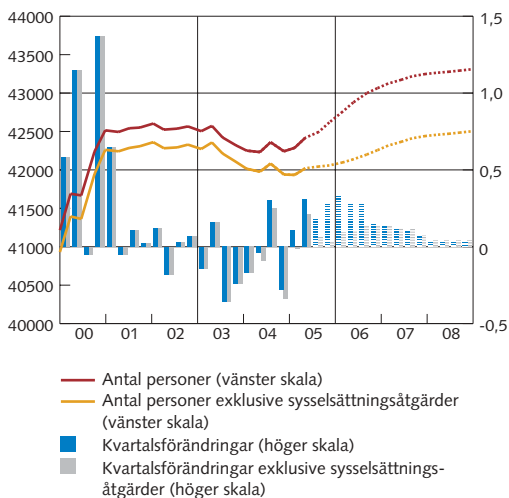
² Den nya AKU publiceras från och med april i år. Beräkningar av förändringar jämfört med tidpunkter före april 2005 baseras på en av Riksbanken gjord länkning bakåt av den nya AKU-serien med hjälp av den tidigare AKU-serien.

Diagram 35. Arbetskraft, antal sysselsatta och öppen arbetslöshet. Tusental personer respektive procent av arbetskraften, säsongrensad data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Historiska värden är länkade bakåt av Riksbanken.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 36. Total sysselsättning respektive sysselsättning exklusive sysselsättningsprogram. 100-tals personer respektive kvartalsförändringar i procent, säsongrensad serie



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos. Historiska värden är länkade bakåt av Riksbanken.
Källor: AMS, SCB och Riksbanken.

privata tjänstenäringarna, även om planerna för näringslivet totalt sett alltså är förhållandevis dämpade (se diagram 34).

Under prognosperioden väntas en relativt stark utveckling av den inhemska efterfrågan i kombination med en mer dämpad produktivitetstillväxt än tidigare att bidra till att efterfrågan på arbetskraft ökar. Antalet arbetade timmar väntas mot den bakgrunden utvecklas positivt under hela prognosperioden (se tabell 6). Även medelarbetstiden för sysselsatta väntas stiga, främst under 2006, bl.a. till följd av en fortsatt minskad sjukfrånvaro. Ökningen av medelarbetstiden dämpas dock även under 2006 rent statistiskt av friårsreformen eftersom antalet friårslediga, som räknas som sysselsatta, då alltså ökar något.

Tabell 6. Arbetsmarknadsprognos. Årlig procentuell förändring

	2004	2005	2006	2007	2008
Arbetade timmar*	-0,3	0,6	1,4	0,7	0,2
Medelarbetstid för sysselsatta* **	-0,3	0,1	0,3	0,1	0,0
Sysselsatta**	-0,5	0,4	1,1	0,6	0,2
Arbetskraft**	0,2	0,4	0,1	0,3	0,1
Öppen arbetslöshet (i procent av arbetskraften)**	5,9	5,9	5,0	4,6	4,6
Arbetsmarknadspolitiska program (i procent av arbetskraften)**	2,4	2,7	3,6	3,3	3,0

Anm. * Kalenderkorrigerade värden. ** Historiska värden är länkade bakåt av Riksbanken.
Källor: AMS, SCB och Riksbanken.

Sysselsättningen väntas öka under hela prognosperioden (se diagram 35). Den snabbaste ökningen sker inom byggsektorn och den offentliga sektorn, men även de privata tjänstebanserna väntas bidra positivt till sysselsättningsutvecklingen. I årets budgetproposition har regeringen aviserat om en kraftig ökning i antalet personer i arbetsmarknadspolitiska program för nästkommande år. Den reguljära sysselsättningen utvecklas således betydligt svagare än den totala sysselsättningen (diagram 36).

Hittills i år har antalet personer i arbetskraften ökat med 0,5 procent jämfört med motsvarande period i fjol enligt den nya EU-harmoniserade AKU och Riksbankens länkade värden. Under prognosperioden väntas arbetskraften öka endast måttligt. Befolkningstillväxten är hög men sker i huvudsak i de yngre och äldre åldersgrupperna där arbetskraftsdeltagandet är lågt. Samtidigt innebär ökningen i programvolymen 2006 ett lägre utbud av arbetskraft. Antalet personer i arbetsmarknadspolitiska program antas enligt de nu aviserade volymerna uppgå till i genomsnitt 121 000 under 2005 och 162 000 under 2006. I slutet av prognosperioden beräknas volymerna återigen minska.

Den öppna arbetslösheten har varit hög under sommarmånaderna. En förklaring är att arbetslösheten tycks uppvisa ett nytt säsongsmönster i den nya EU-harmoniserade AKU. Den öppna arbets-

lösheten väntas dock falla tillbaka något under de närmast kommande månaderna (se diagram 35). AMS statistik över inskrivna hos landets arbetsförmedlingar talar inte heller för någon kraftig ökning under sommaren. Som ett resultat av att sysselsättningen stiger samtidigt som arbetskraften endast ökar måttligt minskar den öppna arbetslösheten under prognosperioden. Den totala arbetslösheten visar dock inte en lika positiv utveckling eftersom antalet deltagare i konjunkturberoende program ökar.

■ ■ Viss dämpning i produktivitetstillväxten.

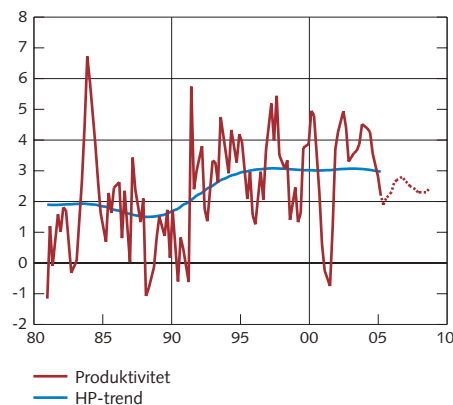
Produktivitetstillväxten har under senare år varit påfallande hög. Orsakerna till detta är inte helt klarlagda. De stora investeringarna i informationsteknologi under slutet av 1990-talet har sannolikt spelat en roll, liksom en ökad inhemsk och internationell konkurrens. De snabba förändringarna i den internationella arbetsfördelningen kan också ha haft betydelse. Riksbanken har i likhet med en del andra bedömare justerat upp bedömningen av den underliggande produktivitetstillväxten de närmaste åren.³ Ett tecken under senare tid på att produktivitetstegringen är ett förhållandevis uthålligt fenomen är att produktivitetstillväxten i tjänstebanscherorna inte förefaller att ha mattats, trots att det är där uppgången i arbetade timmar varit mest påtaglig den senaste tiden.

Det bedöms dock även finnas ett konjunktorellt inslag i utvecklingen, såtillvida att den befintliga arbetskraften i inledningen av uppgången har utnyttjats mer intensivt. Denna produktivetsreserv börjar nu tömmas ut alltmer och i takt med att konjunkturuppgången fortsätter dämpas därför produktivitetstillväxten.

Nationalräkenskaperna för andra kvartalet visar på en ökning i såväl produktionen som antalet arbetade timmar. Tillväxten för timmarna ökade mer än för produktionen varför produktivitetstillväxten dämpades något (se diagram 37). Denna utveckling beror främst på den senaste tidens avmattning inom industrin, men sannolikt också på att utrymmet för företagen att fortsätta öka produktionen utan att öka arbetsstyrkan börjar bli alltmer begränsat.

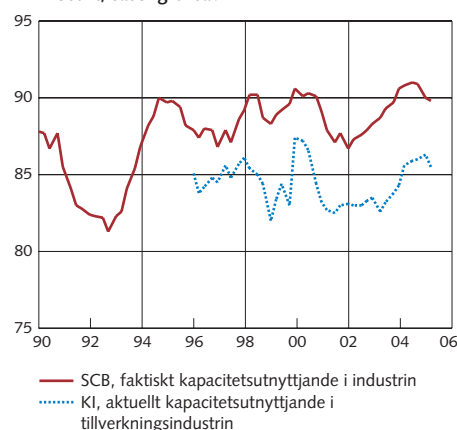
En viss återhämtning i industrikonjunkturen i det kortare perspektivet väntas visserligen bidra till att näringslivets produktivitetstillväxt blir något starkare den allra närmaste tiden. Industrikonjunkturen väntas dock mattas något framöver och tillväxtens sammansättning förskjuts därmed i riktning mot inhemskt orienterade sektorer, bl.a. tjänstenäringarna, där produktiviteten och produktivitetstillväxten är lägre. Sammantaget väntas tillväxten i produktiviteten dämpas av såväl konjunktorella orsaker som sammansättningseffekter under senare delen av prognosperioden. Även framöver förutsätts dock den underliggande trendmässiga produktivitetstillväxten bli högre än under 1980-talet. I genomsnitt över prognosperioden har produktivitetstillväxten reviderats upp med ett par tiondels procentenheter.

Diagram 37. Faktisk och trendmässig produktivitetstillväxt i näringslivet sedan 1980. Årlig procentuell förändring



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

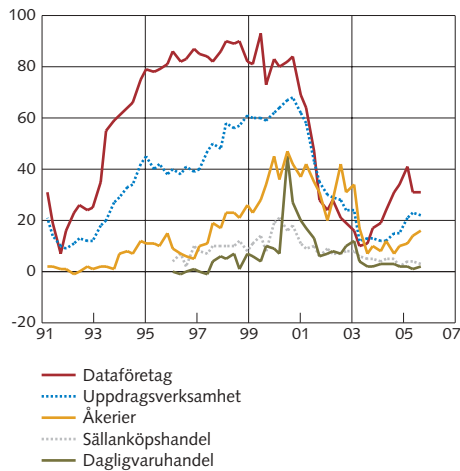
Diagram 38. Industrins kapacitetsutnyttjande enligt SCB och Konjunkturinstitutet. Procent, säsongrensad



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

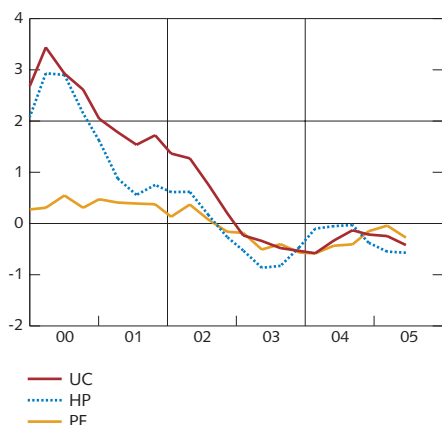
³ Se exempelvis Konjunkturinstitutets specialstudie nr 6, "Produktivitet och löner till 2015", 2005.

Diagram 39. Andelen företag med brist på personal. Procent, säsongrensad



Källa: Konjunkturinstitutet.

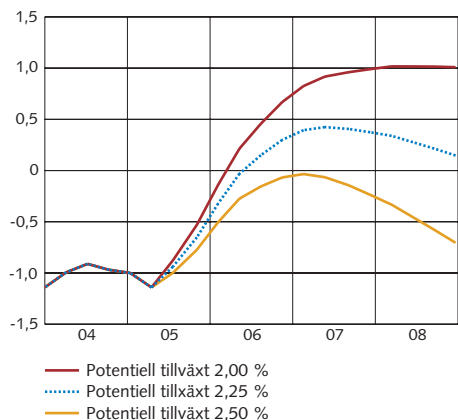
Diagram 40. Skattade produktionsgap enligt tre metoder. Procent av potentiell BNP



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 41. Produktionsgapets utveckling 2005–2008 under olika antaganden om den potentiella tillväxten. Procent av potentiell BNP



Källa: Riksbanken.

■ ■ Resursutnyttjandet stiger de närmaste åren.

För att skapa sig en bild av resursutnyttjandet i ekonomin som helhet måste information från många olika källor vägas samman. Det handlar dels om enkätdata över företagens egna uppfattningar om t.ex. kapacitetsutnyttjandet och bristsituationen när det gäller exempelvis arbetskraft, dels om ekonometriska skattningar av det s.k. produktionsgapet.

Konjunkturinstitutets och SCB:s enkätundersökningar indikerar att kapacitetsutnyttjandet inom industrin i dagsläget är högt (diagram 38). Det föll dock något under första halvåret. Samtidigt visar Konjunkturinstitutets barometrar att industriföretagen överlag inte upplever någon märkbar brist på arbetskraft. Det höga rapporterade resursutnyttjandet förefaller således i högre grad avspegla utnyttjandet av det fysiska kapitalet än arbetskraftsbrist. Investeringsuppgången gör nu att maskin- och anläggningskapaciteten ökar. Detta, tillsammans med den mer dämpade industrikonjunkturen framöver, talar för att det inte kommer att uppstå några allvarligare flaskhalsar i denna sektor.

Inom tjänstebanscher rapporteras också bristen på arbetskraft vara mycket låg även om den har börjat stiga i vissa branscher, t.ex. hos dataföretag och inom uppdragsverksamhet (diagram 39). Bilden av ett relativt svagt resursutnyttjande stöds av skattningar av produktionsgapet (diagram 40).

Den relativt goda efterfrågetillväxten väntas medföra att resursutnyttjandet stiger i början av prognosperioden. Till följd av bl.a. en så småningom allt mindre expansiv ekonomisk politik dämpas efter hand efterfrågeuppgången och därmed takten med vilken de lediga resurserna tas i anspråk.

Exakta beräkningar av hur resursutnyttjandet i ekonomin som helhet kommer att utvecklas är mycket osäkra eftersom de kräver antaganden om både den potentiella tillväxten och nivån på produktionsgapet i utgångsläget. En rimlig bedömning är att den potentiella tillväxten uppgår till 2-2,5 procent. Under antagandet att produktionsgapet i nuläget är ca -1 procent kan produktionsgapets utveckling till 2008 illustreras för olika värden på den potentiella tillväxten (diagram 41).

Räkneexemplet visar att resursutnyttjandet inledningsvis ökar förhållandevis snabbt. Takten avtar dock sedan gradvis. Givet att den potentiella tillväxttakten uppgår till 2,25 procent eller mer minskar åter resursutnyttjandet mot slutet av prognosperioden.

■ ■ Något stigande löneökningstakt.

Lönerna har fortsatt att öka långsamt den senaste tiden. Enligt preliminär statistik från Medlingsinstitutet ökade lönerna inom näringslivet med 3,1 procent under första halvåret och med 2,0 procent inom offentlig sektor (se diagram 42). Dessa siffror är dock preliminära och kommer troligtvis att revideras upp. I synnerhet inom offentlig sektor är större upprevideringar att vänta. De låga löneökningarna gäller för

samtliga branscher utom byggsektorn och handel, hotell och restaurang som redovisar löneökningar på ca 3,5 procent.

Det svaga arbetsmarknadsläget utan egentlig brist på arbetskraft, löneavtal för så gott som hela ekonomin som sträcker sig ett par år framåt i tiden samt låga inflationsförväntningar, talar för fortsatt måttliga löneökningar. I takt med att trycket från arbetsmarknaden tilltar väntas dock löneökningstakten stiga gradvis och ligga runt 4 procent i slutet av prognosperioden (se tabell 7).

Tabell 7. Löner och enhetsarbetskostnader i näringslivet. Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade värden

	2004	2005	2006	2007	2008
Timlön, KL	3,0	3,3	3,5	3,9	4,1
Timlön, NR	3,0	3,7	3,8	4,2	4,4
Övriga lönekostnader, bidrag	-0,1	-0,3	0,0	0,1	0,1
Arbetskostnad, NR	3,0	3,4	3,8	4,3	4,5
Produktivitet*	4,6	2,3	2,7	2,5	2,3
Enhetsarbetskostnad	-1,5	1,1	1,1	1,8	2,1

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna.* Produktiviteten är beräknad utifrån anställdas arbetstimmar.

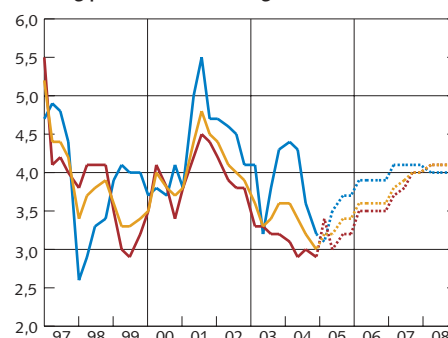
Källor: SCB och Riksbanken.

Läget inom byggbranschen och kommunsektorn är i en del avseenden annorlunda än inom flertalet andra delar av ekonomin. Inom byggbranschen påbörjas löneförhandlingar under hösten, i ett läge med tilltagande brist på arbetskraft. Även inom kommunsektorn väntas en tilltagande efterfrågan på arbetskraft samtidigt som det finansiella läget i kommunerna ser ljusst ut de kommande åren. Lönerna antas därför stiga snabbare inom dessa sektorer än inom ekonomin i övrigt.

■ ■ Tilltagande kostnadstryck.

Även om produktivitetstillväxten väntas avta framöver förutses, som konstaterats ovan, en viss återhämtning efter en svagare utveckling i år. Detta håller tillfälligt tillbaka kostnadstrycket i ekonomin. Under senare delen av prognosperioden gör dock de gradvis högre löneökningarna och den svagare produktivitetensutvecklingen att kostnadstrycket åter börjar stiga. I slutet av prognosperioden beräknas enhetsarbetskostnaden öka med drygt 2 procent.

Diagram 42. Löneutveckling, utfall och prognos. Årlig procentuell förändring



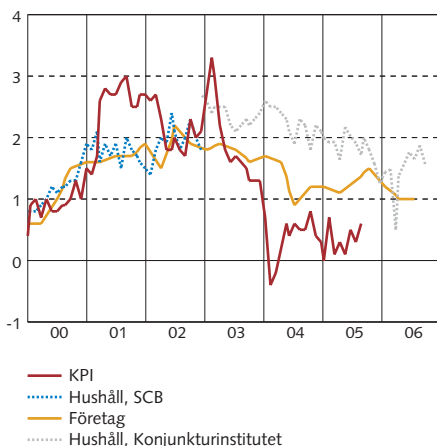
— Näringsliv
— Offentlig sektor
— Hela ekonomin

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken.

Diagram 43. Faktisk inflation (KPI) samt hushållens och företagens inflationsförväntningar på ett års sikt.

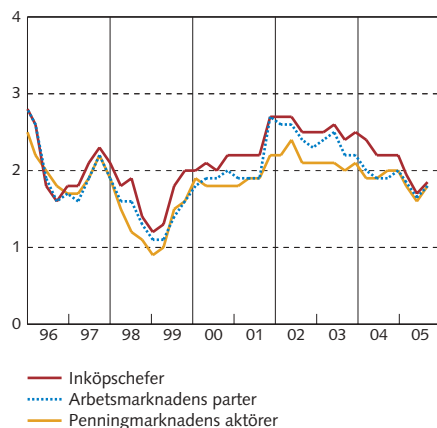
Årlig procentuell förändring



Anm. Kurvorna har förskjutits framåt 12 månader för att motsvara den tidpunkt som inflationsförväntningarna avser. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 44. 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

Företagens och hushållens förväntningar om prisutvecklingen påverkar den faktiska inflationen genom att de utgör en viktig utgångspunkt för pris- och lönebildningen. De är därför en betydelsefull faktor för Riksbanken att beakta i sin analys. Förväntningarna påverkas i sin tur av olika faktorer, i första hand Riksbankens signaler och utsikterna för såväl ekonomin som helhet som viktiga delmarknader, t.ex. arbetsmarknaden.

Hushållens förväntningar på konsumentprisernas ökningstakt på ett års sikt är, enligt Konjunkturinstitutets senaste mätning, på samma nivå som i föregående inflationsrapport. Under sommaren var förväntningarna marginellt högre, men har under hösten sjunkit tillbaka till 1,6 procent.

Företagens inflationsförväntningar har, enligt Konjunkturinstitutet, inte förändrats sedan i april. Vid undersökningstillfällena i april och juli var förväntningarna 1,0 procent på ett års sikt (se diagram 43).

Enligt resultaten från Prosperas senaste undersökning, som genomfördes mellan den 19 september och 3 oktober, har inflationsförväntningarna i genomsnitt stigit på kort sikt jämfört med undersökningen i juni. På ett års sikt förväntas nu inflationen i genomsnitt bli 1,6 procent på ett års sikt, 1,8 procent på två års sikt och 2,0 på fem års sikt. Samtliga tillfrågade grupper har reviderat upp sina förväntningar med 0,1 till 0,2 procentenheter på kort sikt. På längre sikt är det bara arbetsgivarorganisationerna som reviderat upp sina förväntningar (se tabell 8).

Tabell 8. Förväntad inflationstakt enligt Prosperas undersökning i oktober 2005 där inget annat anges. Procent, medelvärde

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

Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera Research AB.

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport (prognoser baserade på den implicita terminsräntan)

- BNP-prognosen har reviderats upp, främst för 2005 och 2006 men även för 2007 bl.a. till följd av att den ekonomiska politiken antas vara mer expansiv.

I inflationsrapporten återges de prognoser över makroekonomin som Riksbanken gör för de närmaste två till tre åren. Dessa prognoser är framtagna med hjälp av både expertbedömningar och olika typer av makroekonomiska modeller. Inflationsrapporten redogör för en stor del av den information som används för att göra de slutliga prognoserna men kan av naturliga skäl inte i detalj dokumentera alla beståndsdelar som spelar roll. I denna fördjupningsruta ges mer detaljerad information om en av dessa beståndsdelar, nämligen prognoser för BNP-utvecklingen framtagna med tidsserie- och indikatormodeller.

Prognoserna i inflationsrapporten tas fram genom ett förfarande där både bedömningar och modeller spelar roll

I Riksbankens inflationsrapport görs i dagsläget prognoser för mer än 50 variabler i den svenska och internationella makroekonomin. Arbetet med att fläta samman dessa prognoser till en konsistent bild av den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden sker genom en kombination av expertbedömningar, analyser från strukturella modeller⁴ och prognoser från ett stort antal tidsserie- och indikatormodeller.

Det finns flera skäl till att det är både nödvändigt och önskvärt att använda sig av modeller i prognosarbetet. Ett är att de hjälper att effektivisera och systematisera analysen. I prognosarbetet måste en mycket stor mängd information översättas till detaljerade uppskattningar om hur olika variabler kommer att utvecklas i framtiden och detta arbete blir både tungrovt och oöverskådligt utan stöd från modeller. Modellerna har förstas brister och utgör förenklingar (vilket är ett skäl till att expertbedömningar behövs) men de gör det lättare att förstå hur den slutliga prognosen åstadkommit.

I inflationsrapporten redogörs för en mycket stor del av den information som används i Riksbankens prognosarbete men det är av naturliga skäl inte möjligt att i detalj dokumentera all den information som har betydelse. Det kan därför vara av intresse att ibland göra djupdykningar i de delar av informationen som inte direkt kan utläsas ur rapporterna. Föreliggande fördjupningsruta syftar till att göra just detta när det gäller Riksbankens tidsserie- och indikatormodeller för BNP-utvecklingen. Olika utvärderingar tyder på att denna typ av modeller – som gör mer eller mindre avancerade extrapoleringar av de mönster som finns i historiska data – framförallt är användbara för att göra prognoser på kort sikt (ett eller ett par kvartal framåt i tiden).

I databasen ingår för närvarande 109 indikatorer för BNP-utvecklingen

I databasen som används för att skatta de olika modellerna finns för närvarande 109 kvartalsvis observerade indikatorer. I tabell R1 visas vilka sektorer av ekonomin som täcks av databasen. Dataperioden sträcker sig för närvarande från första kvartalet 1991 fram till andra kvartalet i år. För att undersöka konsekvenserna av att ändra perioden som data avser har också en alternativ databas konstruerats där dataperioden är längre. I denna ingår 67 indikatorer och mätperioden börjar första kvartalet 1982 (se tabell R1).

Den här typen av analys kan också göras för andra variabler än den svenska BNP-utvecklingen. Modellerna som används är inte skraddarsyddas för en viss variabel utan kan lika gärna tillämpas för t.ex. olika inflationsmått eller mått på konjunkturutvecklingen i omvärlden. Dock behöver valet av indikatorer anpassas beroende på vilken variabel man önskar göra prognoser för. Framöver avser Riksbanken att också presentera liknande analyser för andra viktiga variabler i den svenska och internationella makroekonomin.

⁴ Riksbanken har genom åren använt ett antal strukturella makromodeller. Den modell som i dagsläget används är en s.k. DSGE-modell ("Dynamic Stochastic General Equilibrium"-modell), se Adolfson, M., S. Laséen, J. Lindé och M. Villani, "Bayesian Estimation of an Open Economy DSGE Model with Incomplete Pass-Through", Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 179, 2005.

Tabell R1. BNP-indikatorer.

Dataperiod	
1991:3-2005:2	1982:1-2005:2
11 reala	10 reala
11 arbetsmarknad	11 arbetsmarknad
12 prisutveckling	12 prisutveckling
13 finansiell ekonomi	13 finansiell ekonomi
9 omvärld	9 omvärld
53 Konjunkturbarometer	12 Konjunkturbarometer
109 totalt	67 totalt

Källa: Riksbanken.

Fyra olika modellansatser används

I analysen tillämpas fyra olika modellansatser. Inom ramen för varje modellansats skattas ett stort antal modeller med olika kombinationer av BNP-indikatorerna i tabell R1. Modellansatserna utgörs av klassiska VAR-modeller, Bayesianiska VAR-modeller, VAR-modeller baserade på statistiska faktorer (s.k. FAVAR-modeller) och modeller som bygger på "framåtblickande" information. Forskningen på området indikerar att samtliga ansatser gör bra ifrån sig när det gäller prognoser på framförallt kort sikt.⁵ Nedan görs en kort beskrivning av den bärande tanken i var och en av ansatserna.

I. Klassiska VAR-modeller. VAR står för VektorAutoRegression och är ett system av ekvationer med tidsförskjutna observationer av samtliga i systemet ingående variabler. I ett specialfall – när bara en enda variabel ingår – kallas modellen för AR (AutoRegression). I detta fall förklaras (prognostiseras) variabeln bara med sitt eget historiska mönster.

II. Bayesianiska VAR-modeller. Dessa är VAR-modeller som påförts någon form av subjektiv information (s.k. priors). Ett exempel är att inflationen på lång sikt tros vara i linje med Riksbankens inflationsmål. Den subjektiva informationen kan göras mer eller mindre bindande

beroende på hur övertygad man är om att den är korrekt.

III. FAVAR-modeller. Dessa är VAR-modeller i vilka informationen i de ursprungliga förklarande variablerna sammanfattas med ett litet antal statistiska "faktorer" (gemensamma komponenter för de förklarande variablerna). På så sätt kan en mycket stor modell (med många skattade parametrar) göras om till en betydligt mindre modell (med få skattade parametrar) utan att man för den skull förlorar särskilt mycket av informationen som finns i de förklarande variablerna.⁶

IV. Modeller som bygger på "framåtblickande" information. Dessa modeller använder förklarande variabler vars utfall fås före utfallet för variabeln man önskar göra en prognos för. Ett exempel när det gäller BNP-prognoser är detaljhandelsstatistiken. Utfall för detaljhandelsomsättningen under ett visst kvartal erhålls ca en månad före BNP-utfallet för samma kvartal.

Prognosmodellernas träffsäkerhet utvärderas för perioden första kvartalet 1999 till andra kvartalet 2005

För att få en uppfattning om hur väl de olika modellerna fungerar i genomsnitt kan det vara informativt att genomföra en prognosutvärdering där man sparar data för en viss period i slutet av stickprovet och sedan utvärderar modellernas prognoser mot utfallen under just denna period. För varje modellansats I-IV görs prognoser på basis av olika kombinationer av indikatorerna i tabell R1. Prognoshorisonten sträcker sig från ett till åtta kvartal (K) framåt i tiden⁷ och sammantaget skattas omkring 20000 olika prognosmodeller.

Övningen går till på det sättet att modellerna först skattas med data t.o.m. fjärde kvartalet

5 Se t.ex. Robertson, J. och E. Tallman, "Vector Autoregressions: Forecasting and Reality", Federal Reserve Bank of Atlanta *Economic Review* 84, first quarter 1999, 4-18; Stock, J. och M. Watson, "Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes", *Journal of Business and Economic Statistics* 20, 2002, 147-162; Wright, J., "Forecasting U.S. Inflation by Bayesian Model Averaging", International Finance Discussion Papers No. 780, 2003; Hansson, J., P. Jansson och M. Löf, "Business Survey Data: Do they Help in Forecasting GDP Growth?", *International Journal of Forecasting* 21, 2005, 377-389.

6 Denna princip kallas i forskningslitteraturen ibland för "Occam's Razor" (eller "the principle of parsimony") och har i många fall visat sig leda till modeller med goda prognosegenskaper, se t.ex. Clements, M. och D. Hendry, *Forecasting Economic Time Series*, Cambridge University Press, 1998.

7 För modellerna som utnyttjar framåtblickande information är prognoshorisonten dock kortare och bestämd av det tidsperspektiv som den framåtblickande informationen avser.

1998 (dvs. data för perioden första kvartalet 1999 och framåt tas inte med i skattningen). Baserat på dessa modeller beräknas för varje modellansats I-IV och prognoshorisont $K=1, \dots, 8$ medelvärdet av alla prognoser samt den "bästa" prognosen.⁸ Därefter utökas skattningsperioden med ett kvartal (så att data från andra kvartalet 1999 och framåt inte ingår) och övningen upprepas på samma sätt vilket ger ytterligare medelvärdesprognoser och bästa prognoser för varje modellansats och var och en av prognoshorisonterna. I nästa steg läggs ytterligare en observation till för skattningsperioden och förfarandet upprepas, osv. Detta ger sammantaget en uppsättning medelvärdesprognoser och bästa prognoser för vilka standardavvikelse beräknas (se kolumn M resp. B i tabellerna R2-R4).⁹ Ju lägre standardavvikelsen är, desto bättre är prognosförmågan (en prognos som alltid träffar rätt har en standardavvikelse lika med noll).

Modellernas kortsiktiga prognosförmåga är relativt god

Av tabellerna framgår att modellansatserna ger prognoser med snarlik standardavvikelse (i alla fall när det gäller de kortsiktiga prognoserna ett till två kvartal framåt i tiden). Denna uppgår till runt 0,3–0,4 procentenheter för BNP-tillväxten (mätt som den procentuella ökningen av BNP över fyra kvartal) ett kvartal framåt i tiden och till ungefär det dubbla för tillväxten två kvartal framåt i tiden. Om prognosfelen följer normalfördelningen kommer alltså ett prognosintervall med bredden 0,6–0,8 procentenheter att i 95 procent av fallen inkludera utfallet för BNP-tillväxten nästkommande kvartal. Osäkerheten är påtaglig men ändå tydligt mindre än för

kortsiktiga prognoser från strukturella modeller.¹⁰ Strukturella modeller visar sig däremot oftast göra bättre prognoser än tidsserie- och indikatormodeller i ett medelfristigt och längre tidsperspektiv.¹¹

Tabell R2. Prognosutvärdering: 109 indikatorer, data från 1991:3.

Standardavvikelser							
K	Klassisk VAR		Bayesiansk VAR		FAVAR		
	M	B	M	B	M	B	AR
1	0,41	0,47	0,40	0,43	0,39	0,50	0,43
2	0,71	0,80	0,73	0,87	0,68	0,97	0,75
3	1,05	1,17	1,12	1,37	1,03	1,55	1,11
4	1,41	1,58	1,55	1,92	1,43	2,23	1,52
5	1,39	1,49	1,59	2,06	1,43	2,32	1,52
6	1,33	1,41	1,58	2,04	1,42	2,43	1,43
7	1,12	1,21	1,46	1,88	1,26	2,32	1,17
8	0,92	1,07	1,34	1,60	1,11	2,20	1,02

Anm. Prognosen med lägst standardavvikelse för respektive prognoshorisont (K) är markerad med fet stil. M är medelvärdet av alla prognoser inom respektive ansats och B är den (historiskt sett) bästa prognosen. AR är en autoregression.

Källa: Riksbanken.

Tabell R3. Prognosutvärdering: 67 indikatorer, data från 1982:1.

Standardavvikelser							
K	Klassisk VAR		Bayesiansk VAR		FAVAR		
	M	B	M	B	M	B	AR
1	0,40	0,36	0,36	0,39	0,38	0,32	0,28
2	0,69	0,73	0,66	0,72	0,67	0,71	0,58
3	1,00	1,11	1,00	1,09	1,01	1,16	0,92
4	1,33	1,45	1,35	1,51	1,39	1,63	1,29
5	1,30	1,58	1,36	1,51	1,41	1,80	1,38
6	1,25	1,77	1,30	1,46	1,38	1,73	1,32
7	1,06	1,71	1,08	1,24	1,17	1,45	1,14
8	0,89	1,84	0,91	0,94	0,95	1,23	1,01

Anm. Prognosen med lägst standardavvikelse för respektive prognoshorisont (K) är markerad med fet stil. M är medelvärdet av alla prognoser inom respektive ansats och B är den (historiskt sett) bästa prognosen. AR är en autoregression.

Källa: Riksbanken.

8 Med den "bästa" prognosen menas här prognosen som vid det närmast *föregående* prognostillfället hade den bästa träffsäkerheten (lägst standardavvikelse, se fotnot 9). Denna behöver inte nödvändigtvis visa sig vara prognosen som också vid det aktuella prognostillfället fungerar bäst.

9 Standardavvikelsen är ocenterad och beräknas som $(\Sigma e^2/T)^{1/2}$, där e är prognosfelen och T antalet prognosfel i summeringen. $\Sigma e^2/T$ kallas också för prognosens medelkvadratfel ("forecast mean squared error").

10 Exempelvis uppgår standardavvikelsen för prognoserna ett kvartal framåt i Riksbankens nya strukturella modell (se diskussionen ovan) till drygt 0,5 procentenheter och i en snarlik strukturell modell anpassad till amerikanska data till ca 0,7 procentenheter (se Del Negro, M., F. Schorfheide, F. Smets och R. Wouters, "On the Fit and Forecasting Performance of New-Keynesian Models", European Central Bank Working Paper Series No. 491, 2005). En rättvisande jämförelse mellan svenska och amerikanska data kräver egentligen att man i beräkningen av standardavvikelsen tar hänsyn till att BNP-tillväxten i de bägge länderna inte har samma variabilitet (det är förstas lättare att göra prognoser för en variabel som utvecklas mer stabilt). Eftersom USA:s BNP-tillväxt i genomsnitt varierar mindre än Sveriges förstärker en sådan jämförelse slutsatsen att tidsserie- och indikatormodeller gör bättre kortsiktsprognoser än strukturella modeller.

11 Se t.ex. Adolfson, M., M. Andersson, J. Lindé, M. Villani och A. Vredin, "Modern Forecasting Models in Action: Improving Macroeconomic Analyses at Central Banks", Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 188, 2005.

Tabell R4. Prognosutvärdering: modeller som bygger på framåtblickande information.

Standardavvikelser				
K	Data från 1991:3		Data från 1982:1	
	M	B	M	B
1	0,44	0,47	0,42	0,49

Anm. K är prognoshorisonten, M är medelvärdet av alla prognoser och B är den (historiskt sett) bästa prognosen.

Källa: Riksbanken.

I linje med forskningen på området kan det konstateras att prognoser som bygger på medelvärden av andra prognoser oftast har högre träffsäkerhet än enskilda prognoser och t.o.m. än prognoser som historiskt sett haft den bästa träffsäkerheten (standardavvikelsen för medelvärdesprognoserna är i regel lägre än den för de "bästa" prognoserna i tabellerna).¹² Ett annat resultat som stämmer med den tidigare forskningen är att prognosfelet för det mesta ökar med prognoshorisontens längd och att felets standardavvikelse i stort sett sammanfaller med standardavvikelsen för BNP-tillväxten när prognoshorisonten är runt tre till fyra kvartal. Att prognosfelet och prognosvariabeln har samma standardavvikelse betyder – enkelt uttryckt – att prognosmodellen inte fungerar bättre än det enkla antagandet att prognosvariabeln i framtiden kommer att sammanfalla med sitt historiska genomsnitt. Tidsserie- och indikatormodeller har alltså sin huvudsakliga användning vid prognoser på kort sikt – ett, två eller i bästa fall tre kvartal framåt i tiden.

Modellerna talar för en stigande BNP-tillväxt under slutet av 2005 och inledningen av nästa år

Vad säger då modellerna om tillväxtutsikterna i svensk ekonomi framöver? Diagram R1 (109 indikatorer, data från tredje kvartalet 1991) och R2 (67 indikatorer, data från första kvartalet 1982) visar de prognosbanor för BNP-tillväxten som tidsserie- och indikatormodellerna genererar fram till sista kvartalet 2006, givet BNP-utfall t.o.m. andra kvartalet 2005. Banorna utgörs av medelvärden av alla prognoser inom respektive modellansats.

Enligt modellerna kommer tillväxten under det tredje kvartalet att i stort sett vara oför-

ändrad jämfört med andra kvartalet. Den mest optimistiska prognosen görs av FAVAR-modellerna och enligt dessa kommer BNP att öka med ca 2,1 procent. Den lägsta prognosen görs av AR-modellen som spår en ökning med omkring 1,9 procent. För det fjärde kvartalet väntas en snabbare tillväxt enligt samtliga modeller. Detta kvartal är det BVAR-modellerna som ger den snabbaste BNP-tillväxten, knappt 2,5 procent. Den lägsta tillväxten spås återigen av AR-modellen, strax under 2,3 procent. Under inledningen av nästa år fortsätter tillväxten att förbättras enligt modellerna.

Bedömningen i huvudscenariot är något mer optimistisk än modellprognoserna

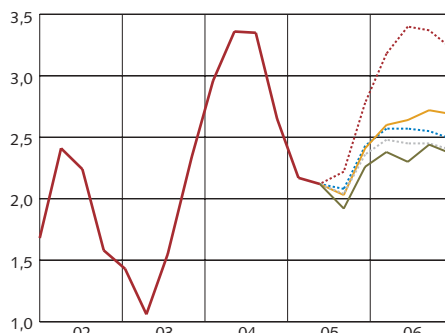
Prognosen i huvudscenariot är i stort sett i linje med tidsserie- och indikatormodellernas prognoser för det tredje kvartalet (se diagram R1 och R2). För det fjärde kvartalet och framförallt under inledningen av 2006 är dock bedömningen i huvudscenariot något mer optimistisk än modellprognoserna. Detta beror på att prognosen i huvudscenariot tar hänsyn till information som inte ingår i tidsserie- och indikatormodellerna. Ett exempel utgörs av de utgiftsökningar och skattelättnader som nyligen presenterades i budgetpropositionen. Dessa satsningar avser förändringar av utgifter och skatter i framtiden (under 2006 och 2007) och påverkar därför av självklara skäl inte de data som nu ligger till grund för tidsserie- och indikatormodellerna. I huvudscenariot är utgångspunkten att det offentliga finansiella sparandet sammantaget försämras med drygt 25 miljarder kronor till följd av dessa åtgärder. Till bilden hör också att det finns tecken på att tidsserie- och indikatormodellerna underskattar styrkan i de effekter som den expansiva penningpolitiken kan ha på tillväxten framöver. Bland annat analyser gjorda med Riksbankens nya strukturella modell talar för detta. Ett skäl till att så kan vara fallet är att tidsserie- och indikatormodellerna är anpassade för hela BNP och därför inte på bästa sätt kan ta hänsyn till att de olika bakomliggande efterfråge-

¹² Se t.ex. Stock, J. och M. Watson, "Combination Forecasts of Output Growth in a Seven-Country Data Set", *Journal of Forecasting* 23 (Issue 6), 2004, 405–430.

komponenterna påverkas i olika grad av ränte- och växelkursförändringar.

I denna fördjupningsruta har Riksbankens tidsserie- och indikatormodeller för BNP-utvecklingen presenterats, utvärderats och tillämpats. Prognosutvärderingen visar att modellernas prognosförmåga är relativt god på kort sikt. När det gäller tillväxtutsikterna för svensk ekonomi framöver spår modellerna en i stort sett oförändrad tillväxt under tredje kvartalet jämfört med andra kvartalet. För fjärde kvartalet och under inledningen av 2006 prognostiserar modellerna en förbättring av tillväxten i svensk ekonomi. Skillnaden mellan modellprognoserna och prognosen i huvudscenariot är små för det tredje kvartalet. För det fjärde kvartalet och framförallt under inledningen av 2006 är dock bedömningen i huvudscenariot något mer optimistisk än modellprognoserna.

Diagram R1. Utfall och prognoser enligt tidsserie- och indikatormodeller: 109 indikatorer, data från 1991:3. Årlig procentuell förändring

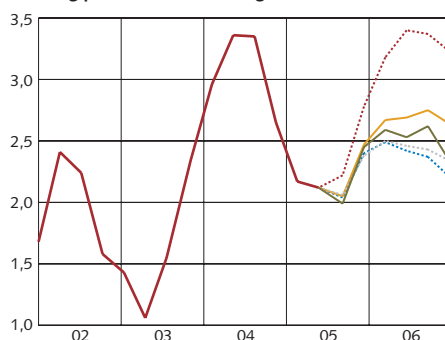


— BNP
 FAVAR
 — BVAR
 VAR
 — AR

Anm. Den röda streckade linjen avser Riksbankens BNP-prognos i huvudscenariot.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R2. Utfall och prognoser enligt tidsserie- och indikatormodeller: 67 indikatorer, data från 1982:1. Årlig procentuell förändring



— BNP
 FAVAR
 — BVAR
 VAR
 — AR

Anm. Den röda streckade linjen avser Riksbankens BNP-prognos i huvudscenariot.

Källor: SCB och Riksbanken.

Hushållen har under senare år sparat en förhållandevis hög andel av sina disponibla inkomster. En viktig förklaring till detta är sannolikt att hushållens förmögenhet minskade kraftigt i värde i samband med börsnedgången i början av 2000-talet. Samtidigt som hushållen har haft ett högt sparande i finansiella tillgångar har de tagit upp nya lån i snabb takt. Att upplåningen ökat samtidigt som räntorna i ekonomin sjunkit och bostadpriserna stigit är i sig inget anmärkningsvärt. Det finns dock vissa risker i utvecklingen kopplat till bostadpriserna och möjliga inslag av överdriven ränteoptimism.

I början av 2000-talet ökade hushållens sparande kraftigt. Trots att räntan har sänkts gradvis sedan 2002 och nu är mycket låg såväl i nominella som reala termer har hushållen fortsatt att spara mycket under senare år, vilket lett till att

konsumtionen utvecklats förhållandevis svagt. Under 2005 verkar visserligen konsumtionen ha tagit fart, men hushållen konsumerar fortfarande en relativt låg andel av sina inkomster. Samtidigt har de fortsatt att ta upp nya lån i snabb takt. Huruvida skuldsättningen har ökat alltför mycket och varför hushållen fortsätter att låna så mycket samtidigt som sparandet är så högt har diskuterats i olika sammanhang under senare tid.

Syftet med denna ruta är tvåfalt. Det ena är att diskutera tänkbara orsaker till den relativt låga konsumtionen, i förhållande till inkomsterna, under senare år. I vilken utsträckning verkar konsumtionen kunna förklaras av gängse förklaringar som t.ex. hushållens förmögenhetsutveckling? Det andra syftet är att belysa sambandet mellan hushållens konsumtion och lån. Det har varit svagare under senare år än tidigare. Vad är innebörden av det? En central fråga är huruvida hushållens höga skuldsättning är tecken på någon form av obalans som kan komma att korrigeras framöver. Detta är dock en mycket svår fråga att besvara. Det som redovisas i denna ruta kan främst ses som en utgångspunkt för vidare analyser och diskussioner.

Teorin förklarar konsumtionen med utvecklingen av inkomster och förmögenhet

Den gängse teorin för att förklara hushållens konsumtion är livscykelhypotesen. Enligt denna fattar hushållen sina konsumtionsbeslut på grundval av sin samlade förväntade livsinkomst.

$$C_t = \beta W_t$$

där C är hushållens konsumtion och W den samlade livsinkomsten. Denna består av nuvarande finansiell nettoförmögenhet, real förmögenhet (främst bostäder) och humankapital. Humankapitalet utgörs av nuvärdet av dagens och framtida inkomster. I praktiken är värdet på de framtida inkomsterna inte lätt att uppskatta. Ett sätt att hantera detta är att anta att humankapitalet växer i takt med den övriga förmögen-

Diagram R3. Nominell och real tremånadersränta. Procent

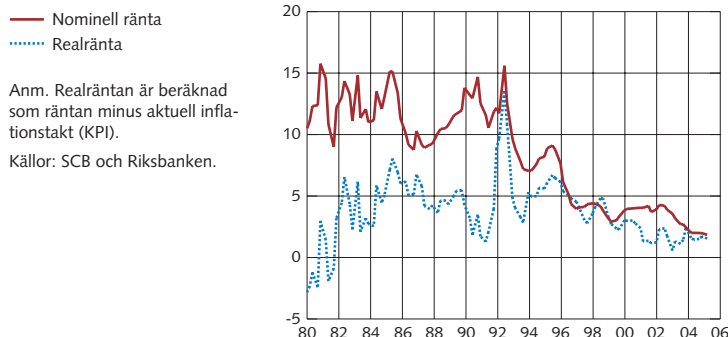
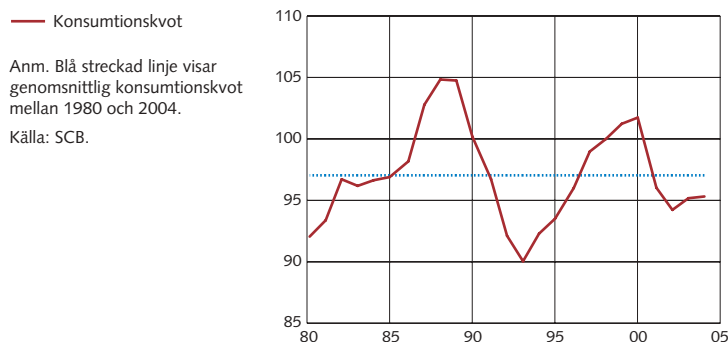


Diagram R4. Hushållens konsumtion som andel av deras disponibla inkomster. Procent



heten. Ett annat att låta dagens inkomster vara approximationer för hela humankapitalet. Mått på dagens inkomster finns förstås och kan uppskattas med hushållens disponibla inkomster.¹³ Om det finns kreditransonerade hushåll eller om hushåll av något skäl har en kortsiktig planeringshorisont blir dagens inkomster viktigare än vad den renodlade teorin föreskriver. Eftersom konsumtionsbenägenheten med avseende på inkomstförändringar och förmögenhetsförändringar inte då längre heller behöver vara densamma kan konsumtionsfunktionen istället skrivas

$$C_t = \alpha Yd_t + \beta W_t$$

där C är hushållens konsumtion, Yd hushållens disponibla inkomster och W nu betecknar summan av hushållens finansiella och reala nettoförmögenhet.

Om konsumtionen istället uttrycks i förhållande till inkomsterna fås

$$C_t/Yd_t = \alpha + \beta W_t/Yd_t$$

Denna förenklade teori visar att variationer i konsumtionskvoten (konsumtionen i förhållande till de disponibla inkomsterna) kan förklaras av förmögenhetsutvecklingen. En snabbare förmögenhetstillväxt skapar exempelvis ett utrymme för hushållen att öka sin konsumtion mer än vad som ges av inkomstutvecklingen.

Konsumtionen i förhållande till inkomsterna

Hur har då konsumtionen utvecklats i förhållande till inkomsterna under senare år? Av diagram R4 framgår att konsumtionen växte snabbare än inkomsterna under större delen av 1990-talet, konsumtionskvoten steg med andra ord. Efter 2000 vände dock utvecklingen och konsumtionen utvecklades betydligt svagare än inkomsterna de följande två åren.¹⁴ 2003 och 2004 ökade konsumtionen åter något snabbare än inkomsterna. Fortfarande 2004 var emellertid

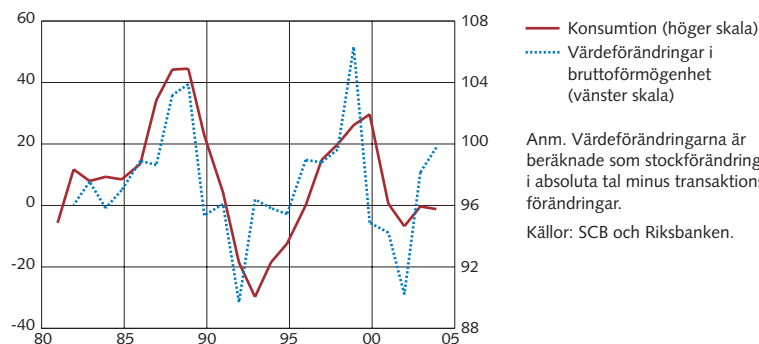
konsumtionens andel av inkomsterna relativt låg. Hushållen sparade med andra ord en i ett historiskt perspektiv förhållandevis hög andel av sina inkomster.

Av sambanden ovan följer att en av orsakerna till den låga konsumtionen i förhållande till inkomsterna kan vara förmögenhetsutvecklingen. Detta diskuteras i följande avsnitt. Det bör dock påpekas att den enkla teorin ovan inte tar någon hänsyn till att konsumtionens känslighet med avseende på inkomstförändringar (α) kan variera beroende på vilka faktorer som driver inkomstutvecklingen och på hur likviditetsbegränsade hushållen är. Dessa orsaker till att konsumtionen kan fluktueras i förhållande till inkomsterna har inte tagits med i resonemanget nedan.

Konsumtionen i förhållande till förmögenheten

Historiskt sett har hushållens konsumtionskvot och värdeförändringar på deras förmögenhet samvarierat på ett ganska tydligt sett (se diagram R5). Under 1990-talet ökade hushållens förmögenhet stadigt i värde och samtidigt steg konsumtionen snabbare än inkomsterna. När börskurserna vände nedåt 2000 och hushållens förmögenhet därigenom minskade rejält i värde

Diagram R5. Konsumtion och värdeförändringar i hushållens förmögenhet. Andelar av hushållens disponibla inkomster. Procent



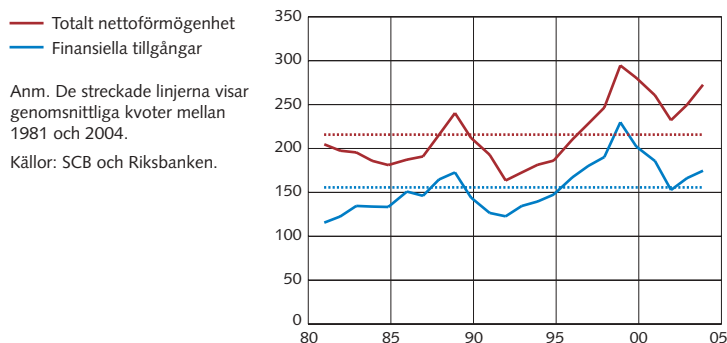
Anm. Värdeförändringarna är beräknade som stockförändringar i absoluta tal minus transaktionsförändringar.

Källor: SCB och Riksbanken.

¹³ I strikt mening bör hushållens inkomster i detta sammanhang exkludera alla inkomster som härrör från förmögenhetsstocken. I praktiken ingår förändringar i hushållens räntenetto och reavinstskatter i det vanliga måttet på hushållens disponibla inkomster.

¹⁴ En del av fallet i konsumtionskvoten mellan 2000 och 2001 är dock närmast av statistisk karaktär. Till följd av den svaga börsutvecklingen minskade hushållens reavinstskatter, vilket bidrog till att inkomsterna ökade förhållandevis starkt 2001.

Diagram R6. Hushållens totala nettoförmögenhet samt finansiella tillgångar i relation till de disponibla inkomsterna. Procent



Anm. De streckade linjerna visar genomsnittliga kvoter mellan 1981 och 2004.

Källor: SCB och Riksbanken.

sjönk också konsumtionskvoten. De följande två åren fortsatte hushållens samlade förmögenhetsvärde att krympa samtidigt som konsumtionskvoten fortsatte att sjunka.

Av diagram R5 framgår också att konsumtionsutvecklingen under de senaste åren följt förmögenhetsutvecklingen i mindre grad än tidigare. Nedgången i konsumtionskvoten mellan 2000 och 2002 var jämförelsevis liten i relation till förmögenhetsförändringen. Efter 2002 vände börskurserna uppåt. Tillsammans med fortsatt stigande egnahemspriser gjorde det att hushållens samlade förmögenhet åter ökade i värde. Efter 2002 har inte heller konsumtionskvoten ökat med de stigande förmögenhetsvärdena på samma sätt som tidigare.

Det verkar med andra ord som om hushållen på senare tid varit långsammare än tidigare med att anpassa sin konsumtion i takt med förmögenhetsförändringar. En tolkning är att de kraftiga fluktuationerna i aktiepriser under senare år, i kombination med det faktum att en växande andel av hushållens finansiella portföljer utgjorts av aktier, har spelat roll för hushållens konsumtionsbenägenhet med avseende på förmögenhetsförändringar. Hushållen kan ha uppfattat förmögenhetsförändringarna som temporära i högre grad än tidigare. (Tidigare var det förändringar i den reala förmögenheten som bidrog mest till värdeförändringar i hushållens samlade förmögenhet).

Om det är så att hushållen hållit ett högt sparande under en längre tid för att återuppbygga förmögenheten efter börsfallet, blir förstås en central (men svårbesvarad) fråga hur långt denna anpassningsprocess har kommit. En indikation på detta kan möjligen ges i diagram R6. Av diagrammet framgår att värdet på hushållens totala nettoförmögenhet i förhållande till de disponibla inkomsterna ännu förra året var betydligt lägre än den var 1999. De uppdrivna aktiekurserna vid tiden strax före börsfallet innebar dock att värdet på hushållens totala nettoförmögenhet då var historiskt hög. Om hushållen åtminstone delvis räknade med att aktienivåerna vid denna tidpunkt inte var hållbara kan förmögenhetsnivån 1999 vara mindre relevant som jämförelse för hushållen. Jämfört med en historiskt genomsnittlig nivå på hushållens nettoförmögenhet i förhållande till inkomsterna var förmögenhetskvoten inte låg 2004.

Det är dock inte självklart att det räcker att studera hur hushållens samlade förmögenhet har utvecklats eftersom, som nämnts ovan, hushållens konsumtionsbenägenhet med avseende på förmögenhetsförändringar kan variera beroende på vilken typ av tillgångar som förändras i värde.¹⁵ Hushåll som befinner sig nära pensionsåldern kan exempelvis ha en ambition att återställa värdet på sin finansiella förmögenhet. Även hushållens finansiella tillgångar var trots det höga sparandet under senare år fortfarande 2004 lägre i förhållande till inkomsterna än före börsfallet. Jämfört med en historiskt genomsnittlig nivå var dock inte heller nivån på de finansiella tillgångarna låg 2004. Det är emellertid möjligt att strukturella förändringar i ekonomin, bl.a. beträffande pensionssystemet, gjort att hushållen idag eftersträvar en högre nivå på de finansiella tillgångarna i förhållande till inkomsterna. (Detta diskuteras mer utförligt nedan.) Även detta sparande bör dock minska framöver i takt med att värdet på hushållens finansiella förmögenhet stiger.

¹⁵ Detta spelar mindre roll för tolkningen av utvecklingen fram till 2000 eftersom det då hela tiden var förändringar i bostadspriserna som förklarade det mesta av värdeförändringarna i hushållens samlade förmögenhet. För tolkningen av utvecklingen efter 2000 har det däremot betydelse eftersom det då istället i huvudsak har varit förändringar i de finansiella priserna som förklarar värdeförändringarna.

Andra möjliga förklaringar till den svaga konsumtionen

Av genomgången ovan framgick att den låga konsumtionskvoten under senare år i relativt hög grad förefaller kunna förklaras av hushållens förmögenhetsutveckling. Konsumtionskvoten har dock varit mindre känslig för förändringar i förmögenheten under senare år än tidigare. Det kan möjligen förklaras av att det i högre grad än tidigare varit aktier som orsakat variationerna i hushållens förmögenhet och att hushållen varit långsammare att reagera på dessa än på värdeförändringar i den reala förmögenheten.

Samtidigt är det förstås tänkbart att förmögenhetsutvecklingen tillskrivs en större betydelse för konsumtionen än vad som faktiskt varit fallet. Det är till exempel möjligt att andra faktorer, som har utvecklats på liknande sätt som hushållens förmögenhet, också spelat stor roll för hushållens konsumtionsbeslut.

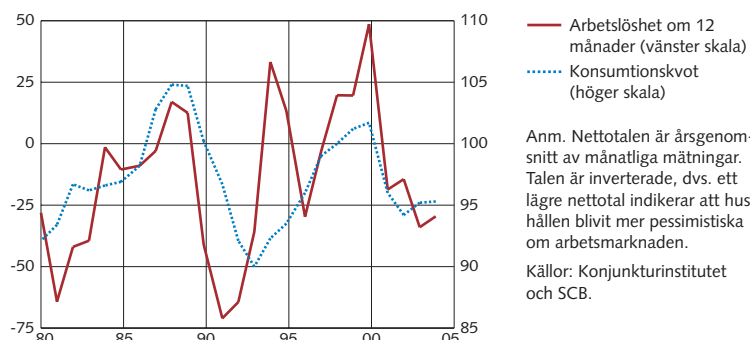
En faktor som kan antas ha betydelse för hushållen när de fattar sina konsumtionsbeslut, utöver den förväntade livsinkomsten, är hur osäkra de är i sin bedömning av framtiden. Om osäkerheten om de framtida inkomsterna är hög kan hushållen vilja ha ett högt sparande av försiktighetsskäl. Under de senaste åren har arbetsmarknaden utvecklats mycket svagt trots att tillväxten i produktionen varit hög. Diagram R7 visar att hushållen ännu 2004 hade en utpräglat pessimistisk syn på arbetsmarknadsläget. Detta kan stödja argumentet att den svaga arbetsmarknaden kan ha spelat en roll för den svaga konsumtionsutvecklingen utöver den direkta effekten från den svaga inkomstutvecklingen. Hushållens osäkerhet om arbetsmarknadsläget kan med andra ord ha bidragit till den låga konsumtionskvoten.¹⁶

En annan tänkbar förklaring till den låga konsumtionskvoten är att förändringar inom socialförsäkringssystemet har gjort att hushåll-

len vill ha ett högre eget sparande än tidigare. Det nya pensionssystemet kan exempelvis ha medfört ett ökat sparbehov hos hushållen i syfte att säkerställa rimliga pensionsnivåer.

Det kraftiga börsfallet med början 2000 innebar därtill att värdet på hushållens stock av pensionssparande kraftigt minskade i värde. Detta kan, som berördes tidigare, ha föranlett hushållen att öka sitt sparande i syfte att återställa värdet på sina finansiella tillgångar. Det faktum att en ovanligt stor andel av befolkningen befinner sig nära pensionsåldern kan ha förstärkt denna tendens. I så fall borde dock rimligen hushållens sparande i privata pensionsformer ha ökat. Det ökade sparandet som ägde rum mellan 2000 och 2001 kanaliseras inte i huvudsak till aktier eller fonder utan till sparande i räntebärande papper och likvida tillgångar. Detta kan dock möjligen ha varit en följd av en bristande tilltro till aktier som lämplig placeringsform för pensionsmedel, i varje fall på kort sikt.

Diagram R7. Hushållens förväntningar om arbetslösheten om 12 månader (netttotal) samt konsumtionskvot. Procent



Anm. Netttotalen är årsgenomsnitt av månatliga mätningar. Talen är inverterade, dvs. ett lägre netttotal indikerar att hushållen blivit mer pessimistiska om arbetsmarknaden.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

¹⁶ Empiriska studier har dock ofta haft svårt att slå fast betydelsen av försiktighetssparande framför andra möjliga förklaringar till förändringar i hushållens sparande. Se t.ex. Phillip Merrigan och Michel Normandin, "Precautionary Saving Motives: An Assessment from UK Time Series of Cross-Sections, *The Economic Journal*, Vol. 106, No. 438, 1193 – 1208.

Sambandet mellan hushållens upplåning och konsumtion

Samtidigt som konsumtionen har utvecklats svagt under senare år har som tidigare nämnts hushållen tecknat nya lån i snabb takt. Hushållens skuldstockar har vuxit betydligt snabbare än inkomsterna. Lika mycket har småhuspriserna stigit. En central fråga i bedömningen av hushållens framtida konsumtion är hur kopplingen mellan lånen och konsumtionen ser ut och huruvida hushållens höga skuldsättning är tecken på någon form av obalans som kan komma att korrigeras framöver.

Diagram R8. Småhuspriser och hushållens skuldstockar som andel av de disponibla inkomsterna. Index

— Skuldstockar
 Småhuspriser

Anm. Index 1995 = 100.

Källor: SCB och Riksbanken.

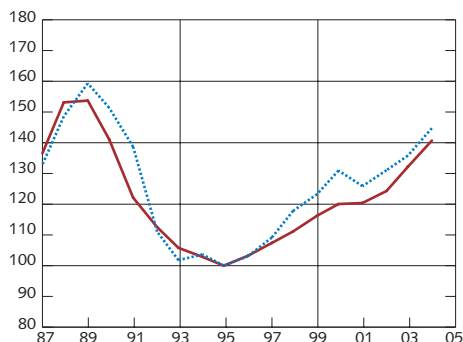


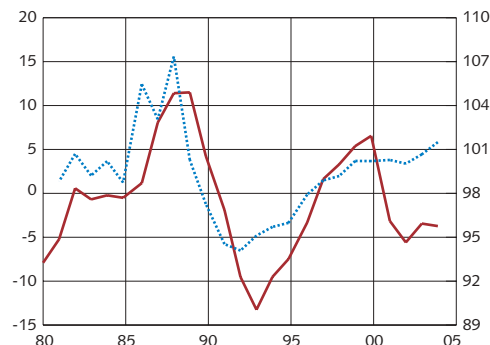
Diagram R9. Hushållens konsumtion och lån (exklusive de lån som finansierat nyinvesteringar* i bostäder). Andelar av hushållens disponibla inkomster. Procent

— Konsumtion (höger skala)
 Lån-investeringar (vänster skala)

Anm. Lånen är beräknade som transaktionsförändringar i hushållens skuldstockar.

*I investeringar ingår nyförvärv av småhus och bostadsrätter.

Källa: SCB och Riksbanken.



Till att börja med kan konstateras att de nya lånen i huvudsak varit lån med säkerhet i form av bostäder. Nyinvesteringar i villor och bostadsrätter kan dock inte förklara ökningen i skulderna, eftersom bostadsbyggandet varit lågt en längre tid. Det innebär att hushållen på aggregerad nivå i hög utsträckning har belånat den gamla bostadsstocken. Belåningsgraden har dock inte förändrats nämnvärt vilket indikerar att hushållen på aggregerad nivå realiserat en del av värdestegringarna på bostäderna.¹⁷ Detta kan uttryckas som att förmögenhetsvinster har realiserats via lån, vilket i sin tur har skapat likviditet som potentiellt sett skulle kunna finansiera ökad konsumtion. Merparten av lånen har visserligen tagits i samband med bostadsköp men de kassaflöden som skapas när hushållen ökar sina lån för att köpa hus och bostadsrätter på andrahandsmarknaden skapar utrymme för konsumtion eller sparande i finansiella tillgångar.

På mikronivå kan det röra det sig om två olika typer av bostadstransaktioner. Den ena är en transaktion där en bostadsägare säljer sin bostad för att köpa något billigare eller för att lämna bostadsmarknaden. Säljaren får en försäljningslikvid som inkluderar en realiserad förmögenhetsvinst. Den andra typen av transaktion uppstår när en bostadsägare utnyttjar värdestegringen till att öka belåningsgraden på sin bostad eller när ett hushåll som köper ny bostad lånar mer än vad som krävs för att finansiera köpet.¹⁸

Under 1990-talet fanns det ett tydligt samband mellan ökningstakten i lånen och konsumtionskvoten i Sverige. Se diagram R9. Detta talar för att lånen i praktiken varit en viktig finansieringskälla när hushållen velat öka konsumtionen till följd av förmögenhetsvinster.¹⁹

Som framgår av diagram R9 har dock detta samband inte längre hållit under 2000-talet. På aggregerad nivå har lånen fortsatt att öka i takt med stigande huspriser men lånen

17 Så kallad "mortgage equity withdrawal".

18 Om det rör sig om småhus och syftet med den ökade belåningen är att förbättra husets standard genom ombyggnation eller renovering kommer dock detta att öka bostadsinvesteringarna och inte hushållens konsumtion. Även husägarnas köp av exempelvis vitvaror betraktas som investeringar. Däremot behandlas bostadsrättsägnare och hyresgästers vitvaruköp som konsumtion i nationalräkenskaperna.

19 Intressant att notera är dock att detta inte verkar ha varit fallet i t.ex. Storbritannien i samma utsträckning. Se t.ex. "Practical Issues in UK Monetary Policy, 2000 – 2005", tal av Stephen Nickell, Bank of England Monetary Policy Committee, 20 september 2005.

har inte kanaliserats till konsumtion i samma utsträckning som tidigare (och alltså inte heller till nyinvesteringar i bostäder). De realiserade förmögenhetsvinsterna har, såsom konstaterades tidigare, istället på aggregerad nivå omvandlats till finansiella placeringar. Sannolikt är det dock inte samma hushåll som lånar och sparar. Låga räntor har ökat efterfrågan på lån och bostäder hos vissa hushåll, medan hushåll som drabbats av aktiekursfall eller känt ökad osäkerhet inför framtiden har sparat mer.

Beskrivet i termer av transaktioner kan det försvagade sambandet mellan lånen och hushållens konsumtion bero på att bostadsägare, som ökat belåningen på sina bostäder, gjort detta i konsumtionssyfte i mindre utsträckning än tidigare. Det är också möjligt att bostadsägare som lämnat bostadsmarknaden eller flyttat till billigare boende har sparat försäljningslikviden i högre grad än tidigare. Det kan dock också vara så att hushåll som vare sig flyttat eller sålt sin bostad kraftigt ökat sitt sparande i finansiella tillgångar samtidigt som de som lånat använt medlen till konsumtion ungefär som tidigare.

Potentiella risker med hög skuldsättning och höga bostadspriser

Huruvida hushållens skuldsättning och småhuspriserna har stigit överdrivet mycket och i vilken utsträckning detta medför risker för kraftiga korrigeringar i framtiden är en genuint svår fråga. Under förutsättning att hushållen agerat rationellt och marknaderna fungerar effektivt bör det faktum att hushållens balansräkningar har blåsts upp av hög skuldsättning och höga fastighetspriser i sig inte ha någon betydelse.

Om husprisutvecklingen skulle bli mer dämpad framöver, vilket är rimligt att räkna med, torde det, via förmögenhetseffekten, verka nedåtpressande på konsumtionskvoten och därmed på konsumtionstillväxten (allt annat lika). Om ökningstakten i huspriserna dämpas som en följd av att räntan höjs i takt med att konjunktur-

uppgången fortskrider och arbetsmarknaden förbättras bör dock samtidigt ett lägre försiktighets-sparande verka åt andra hållet. Detta är delvis vanliga konjunkturella förlopp.

Om huspriserna av någon anledning är övervärderade kan dock dämpningen av konsumtionstillväxten bli extra kraftig om och när huspriserna normaliseras. Riksbankens bedömning är dock att den snabba prisökningstakten på bostäder till stor del förklaras av hushållens inkomstutveckling och av de låga räntorna. De låga bostadsinvesteringarna under senare år i kombination med en hög efterfrågan från en växande andel befolkning i arbetsför ålder har sannolikt också spelat roll för prisutvecklingen. När räntorna höjs kan visserligen fastighetspriserna förväntas stiga i långsammare takt, men det finns lite i dagsläget som talar för abrupta anpassningar på fastighetsmarknaden.

En osäkerhetsfaktor är möjligheten att hushållen inte till fullo räknat med stigande räntor och därmed ökat sin skuldsättning alltför mycket. Det finns flera skäl att tro att detta kan ha spelat viss roll. Såväl korta som långa räntor har på senare år varit ovanligt låga. Detta kan ha skapat en bild av att räntorna varaktigt ska kunna hållas på en lägre nivå än vad som kan visa sig bli fallet. De låga obligationsräntorna har hållit nere de fasta bostadsräntorna. En historiskt låg kreditriskpremie mellan bostadsräntor och statsobligationsräntor (i princip ingen premie alls) har ytterligare hållit ned utlåningsräntorna.

Riksbankens bedömning är att hushållen överlag har tillfredsställande marginaler för att klara av stigande utlåningsräntor. Risker att ett högre ränteläge leder till så stora likvidetsproblem inom hushållssektorn att den finansiella stabiliteten hotas bedöms vara liten.²⁰ Men den åtstramande effekten på konsumtionen som kan uppstå när räntorna stiger och hushållen tvingas lägga en större del av sina inkomster än beräknat på boende kan ändå bli kraftig. Mindre marginaler än hushållen räknat med kan i sin tur leda till en ökad omsättning på bostadsmarkna-

20 Se t.ex. rapporten Finansiell stabilitet, 2005:1.

den och press nedåt på bostadspriserna. Följden kan bli en ytterligare dämpning av konsumtions-tillväxten.

Sammanfattning och framåtblick

Att hushållen för närvarande konsumerar en förhållandevis låg andel av sina inkomster har sannolikt flera förklaringar. Förändringar inom socialförsäkringssystemet och en hög andel av befolkningen i de åldrar då pensionssparandet kan antas vara högt har sannolikt under en längre tid bidragit till ett högre sparande än tidigare. Framöver bör dessa båda faktorer påverka sparkvoten åt motsatt verkande håll. Demografiska faktorer talar för en fallande sparkvot framöver medan ett ökat behov hos hushållen att spara på egen hand till bl.a. pensioner kan fortsätta att bidra till en hög sparkvot.

Den svaga utvecklingen av hushållens samlade nettoförmögenhet efter börsfallet är sannolikt en viktig förklaring till att konsumtionskvoten föll kraftigt i början av 2000-talet och därefter förblivit låg. Många hushåll har troligen ett högt sparande i finansiella tillgångar i syfte att återställa värdet på sina tillgångar till den nivå som rådde före börsfallet. Det kan bl.a. röra sig om den stora grupp hushåll som åldersmäs-

sigt befinner sig nära pensionsåldern och som haft delar av sitt pensionskapital placerat i aktier eller bostäder.

Detta sparande bör minska framöver i takt med att värdet på hushållens förmögenheter återställs till tidigare nivåer. En del av hushållens höga sparande för närvarande bedöms även vara ett försiktighetssparande som också bör minska i takt med att arbetsmarknadsläget förbättras. Samtidigt bör högre räntor och en mindre snabb ökningstakt i priserna på villor och bostadsrätter verka åt andra hållet, dvs. för ett högre sparande i förhållande till inkomsterna. De kommande åren räknar dock Riksbanken med att krafterna som leder till minskat sparande kommer att dominera. Sparkvoten bedöms således sjunka på några års sikt.

Att hushållens balansräkningar blåsts upp av hög kreditefterfrågan och höga bostadspriser kan sannolikt till stora delar förklaras av inkomstutvecklingen och den låga räntenivån. Det går dock inte att bortse från risken att hushållens skuldsättning och priserna på bostadsmarknaden har drivits upp alltför mycket. En orsak kan vara att hushållen varit alltför optimistiska om sin framtida räntebörda. Detta riskerar i sin tur att dämpa konsumtionstillväxten oväntat mycket längre fram.

■ Inflationsbedömning

Det underliggande inflationstrycket i den svenska ekonomin bedöms ännu vara relativt svagt. Den oväntat snabba uppgången i konsumentpriserna på senare tid har huvudsakligen att göra med prisstegringar på ett fåtal produkter, främst oljeprodukter. Uppgången i producentledet på senare tid är bredare, men fortfarande måttlig. Jämfört med inflationsrapporten i juni väntas inflationen bli högre under 2005 och 2006 till följd både av högre oljepriser och den mer expansiva ekonomiska politiken. Den underliggande inflationen väntas stiga även de närmast följande åren i takt med att resursutnyttjandet och det inhemska och internationella kostnadstrycket blir högre.

Den senaste tidens inflationsutveckling och inflationsutsikterna i huvudscenariot

Detta kapitel innehåller en redogörelse för hur inflationen utvecklats sedan föregående inflationsrapport och en bedömning av inflationsutsikterna till och med tredje kvartalet 2008. Prognosen visar den utveckling av inflationen som Riksbanken bedömer vara mest sannolik under förutsättning att reporäntan utvecklas enligt de implicita terminräntorna. De innebär en utveckling där räntan höjs gradvis till ca 3 procent i slutet av 2008. Kapitlet innehåller också en bedömning av de risker som finns för inflationen. Risken för högre inflation än i huvudscenariot bedöms vara ungefär lika stor som risken att inflationen blir lägre.

■ ■ Låg men högre inflation än väntat sedan juni.

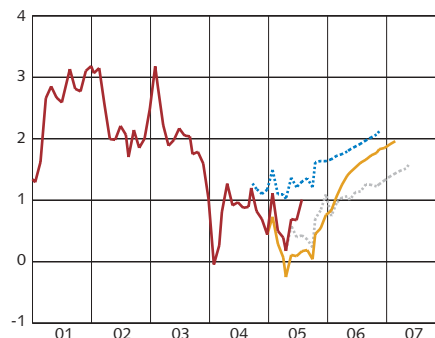
Sedan föregående inflationsrapport har det kommit nya utfall för inflationen för månaderna juni till augusti. Dessa har varit något högre än prognostiserat. Prisökningstakten på huvudsakligen importerade varor och tjänster (den importerade inflationen) har varit oväntat hög jämfört med prognosen i juni. Detta beror främst på oljeprisutvecklingen, medan prisökningstakten på varor och tjänster producerade inom landet (inhemska inflation) har blivit något lägre än väntat.

Sett i ett längre perspektiv är inflationen fortfarande låg och lägre än vad som förväntades t.ex. i slutet av förra året (se diagram 45). Den årliga ökningstakten av KPI uppgick i augusti till 0,6 procent. Fallande räntekostnader för egnahemsboende, bl.a. till följd av den expansivare penningpolitiken, har bidragit till att pressa ned inflationen mätt med detta mått. Inflationen mätt med UND1X uppgick till 1,0 procent i augusti.

Rensat för energipriser har såväl den inhemska som den importerade inflationstakten fallit de senaste tre åren (se diagram 46). Flera olika faktorer har bidragit till detta, t.ex. den snabba produktivitetstillväxten, förstärkningen av kronan och det relativt låga resursutnyttjandet. Ökningstakten i företagens enhetsarbetskostnader har också sjunkit under senare år till följd av produktivetsförbättringar och måttliga löneökningar (se diagram 47). Den importerade

Diagram 45. UND1X, utfall och prognoser vid olika tillfällen.

Årlig procentuell förändring

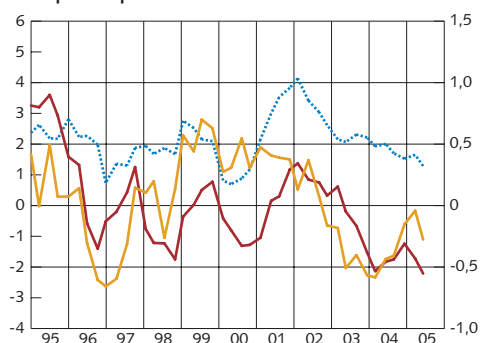


— UND1X, utfall
..... Inflationsrapport 2004:3
— Inflationsrapport 2005:1
..... Inflationsrapport 2005:2

Anm. Sedan inflationsrapport 2004:4 har utfallen för UND1X reviderats till följd av SCB:s förändrade beräkningsmetoder.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 46. Inhemska och importerad inflation exklusive energi och produktionsgapet. Årlig procentuell förändring (kvartalsgenomsnitt) respektive procent av BNP

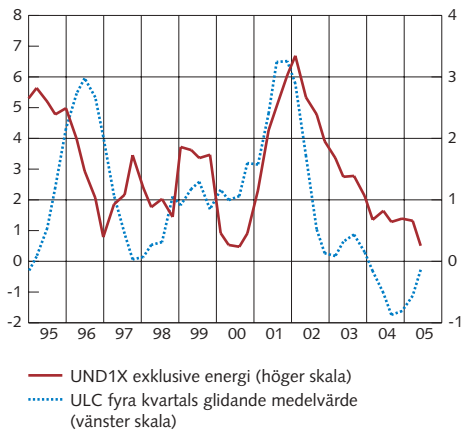


— UNDIMPX exklusive olja (vänster skala)
..... UNDINHX exklusive el (vänster skala)
— Produktionsgap (höger skala)

Anm. Produktionsgapet är beräknat enligt den så kallade produktionsfunktionsansatsen.

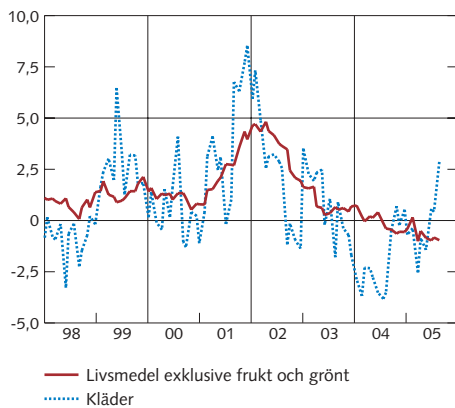
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 47. UND1X exklusive energi och enhetsarbetskostnader.
Årlig procentuell förändring (kvartalsgenomsnitt)



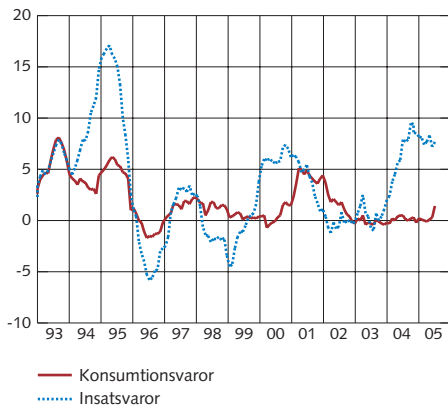
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 48. Prisutveckling av livsmedel och kläder.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 49. Prisindex för inhemsk tillgång i producentled.
Årlig procentuell förändring



Anm. Prisindex för inhemsk tillgång är en sammanvägning av importprisindex och hemmarknadsprisindex i PPI.

Källa: SCB.

inflationen har fallit mer än den inhemska och under en längre tid. En viktig anledning till att importpriserna fallit kan ha varit ökad konkurrens och substitution till import från länder med relativt höga priser till länder där priserna är relativt låga (se fördjupningsrutan "Varför är de svenska importpriserna så låga?" i Inflationsrapport 2005:2). Priserna på t.ex. livsmedel och kläder har stigit ovanligt långsamt och har under det senaste året till och med fallit. Hårdnande konkurrens inom livsmedelsbranschen har varit en orsak till de fallande livsmedelspriserna. EU:s slopande av importkvoter på kläder och textilier i början av året har bidragit till att hålla nere ökningstakten av klädpriserna (utöver effekterna av den tidigare apprecieringen av kronan). Detta var två faktorer som bidrog till att Riksbankens inflationsprognoser reviderades ned kraftigt i samband med inflationsrapporten i mars (se diagram 45). Livsmedelspriserna antogs falla med 3 procent under 2005, vilket bidrog till en nedrevidering av inflationsprognosen med ca 0,3 procentenheter under 2005.

Livsmedelspriserna har hittills inte fallit lika mycket som väntat utan bara med ca 0,1 procent sedan i december förra året. Klädpriserna föll i början av året men var i augusti 2,9 procent högre jämfört med ett år tidigare (se diagram 48). Priserna på kläder och livsmedel bedöms nu inte falla lika snabbt som Riksbanken antog tidigare.

■ ■ Högre oljepris har drivit upp inflationen.

Den årliga ökningstakten av importpriserna (enligt måttet UNDIMPX) var i augusti nästan 2 procentenheter högre än prognosen i föregående inflationsrapport. Ungefär en tredjedel av detta (ca 0,8 procentenheter) sammanhänger med oväntat stora prisstegringar på kläder och skor, medan resten (ca 1,2 procentenheter) härstammar från prisökningar på oljeprodukter.

De direkta effekterna på inflationen av prisökningen på oljeprodukter avspeglas främst i priserna på bensin och villaolja. Priserna på oljeprodukter steg med ca 15 procent i årstakt i augusti (rensat för effekter av förändrade indirekta skatter), vilket direkt bidrog till UND1X-inflationen med ca 0,7 procentenheter. Oljepriset kan även tänkas bidra indirekt till att driva upp inflationstakten exempelvis via stigande insatsvarupriser. Hittills finns dock endast svaga tecken på detta. Insatsvarupriserna har förvisso stigit under det senaste året, prisökningen uppgick till knappt 8 procent i augusti jämfört med ett år tidigare. Priserna på konsumtionsvaror i producentledet stiger emellertid fortfarande långsamt, även om ökningstakten på 1,4 procent i augusti på årsbasis var en uppgång jämfört med juli (se diagram 49).

■ ■ Låg underliggande inflationstakt.

För att analysera hur inflationen utvecklas rensat för olika tillfälliga faktorer studerar Riksbanken olika 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 betydelsen av varu- och tjänstegrupper vars priser varierar kraftigt. I diagram 50 visas några olika mått på den underliggande inflationen. Samtliga mått visar att den underliggande inflationstakten haft en fallande trend sedan början av 2002 och att inflationen för närvarande är låg och relativt stabil.

Sammanfattningsvis tyder det mesta på att den oväntat snabba uppgången i konsumentpriserna på senare tid främst har att göra med kraftiga prisstegringar på ett fåtal produkter, främst oljeprodukter samt kläder och skor. Prisuppgången i producentledet är bredare, men fortfarande måttlig. För bedömningen av inflationen framöver gäller det att avgöra hur mycket av prisökningarna som är tillfälliga och hur mycket som har att göra med mer varaktiga förändringar i efterfrågan och resursutnyttjandet.

■ ■ Låg men stigande inhemsk inflation under prognosperioden.

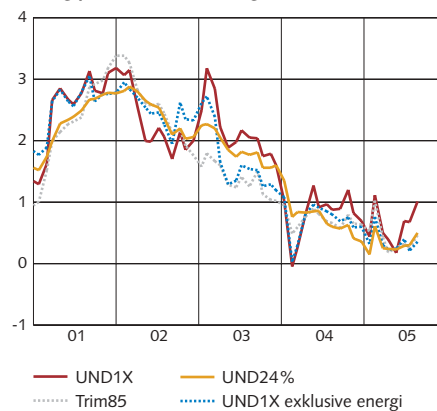
När det gäller den inhemska inflationen väntas de faktorer som verkat dämpande under det senaste året – snabb ökning av produktiviteten, ökad konkurrens och lågt resursutnyttjande – även fortsättningsvis ha vissa effekter på inflationstakten. Den inhemska inflationstakten väntas därför stiga endast långsamt under prognosperioden (se diagram 51). Sysselsättningen väntas öka både i termer av antalet personer och antalet arbetade timmar, främst beroende på finanspolitiska åtgärder men även till följd av en gradvis ökande efterfrågan på arbetskraft till följd av förstärkningen av konjunkturen. Uppgången i konjunkturen och sysselsättningen antas på vanligt sätt vara förknippad med högre löneökningstakt och långsammare produktivitetstillväxt. Tillsammans med ett ökande resursutnyttjande driver detta upp den inhemska inflationstakten. Den inhemska inflationen väntas uppgå till 1,6, 2,5 respektive 2,8 procent på ett, två respektive tre års sikt. Den genomsnittliga ökningstakten under de senaste tio åren har visserligen bara varit 2,2 procent (se diagram 52) men detta beror delvis på att produktiviteten stigit i högre takt än vad som väntas vara möjligt att upprätthålla på lång sikt.

■ ■ Stigande importerad inflation.

Rensat för oljeprodukter har priserna på i huvudsak importerade varor och tjänster (UNDIMPX) fallit sedan början av 2003 (se diagram 53). I augusti uppgick den årliga förändringstakten av UNDIMPX exklusive oljeprodukter till -1,3 procent. Det är inte bara på senare år, när värdet på kronan har förstärkts, som importpriserna utvecklats svagt. Den genomsnittliga ökningstakten de senaste tio åren uppgår till endast 0,3 procent (se diagram 52).

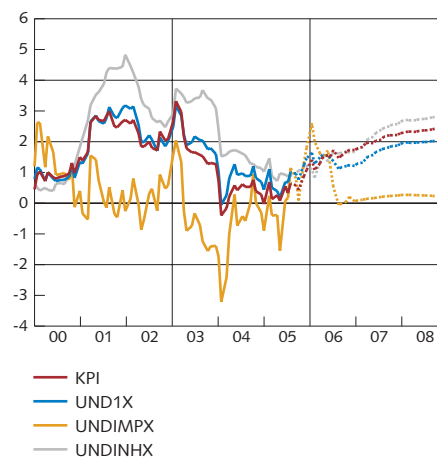
Under prognosperioden väntas effekterna av några av de prisdämpande faktorerna att avta. Även om substitutionen mot

Diagram 50. Olika mått på underliggande inflation. Årlig procentuell förändring



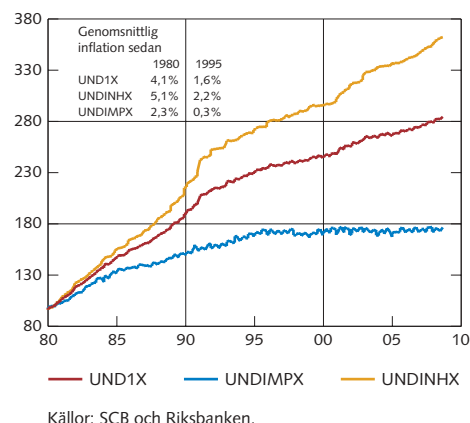
Anm. De alternativa måtten är beräknade utifrån KPI uppdaterat på cirka 70 undergrupper. UND24 är sammanvägd med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen för avvikelsen mellan den årliga ökningstakten av det totala KPI och respektive undergrupp under de senaste 24 månaderna. I trim85 har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

Diagram 51. Inflationen, utfall och prognoser. Årlig procentuell förändring



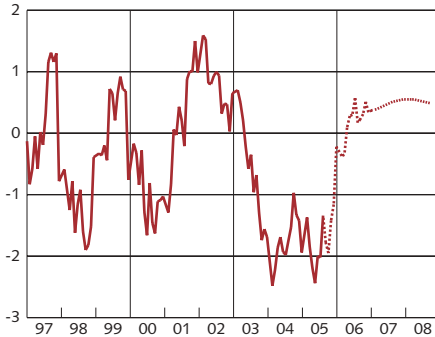
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos. Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 52. UND1X, UNDINHX och UNDIIMPX. Index 1980=100



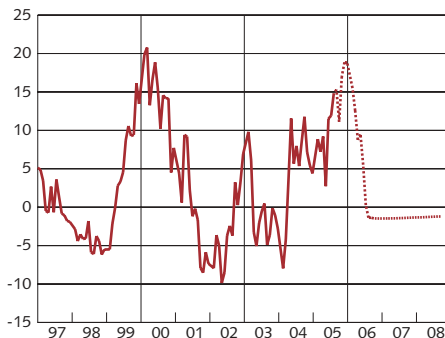
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 53. UNDIIMPX exklusive oljeprodukter, utfall och prognos. Årlig procentuell förändring



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

Diagram 54. Oljeprodukter i UNDI1X, utfall och prognos. Årlig procentuell förändring



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

billigare import kan väntas fortsätta, beräknas det stigande globala resursutnyttjandet leda till högre importerad inflation via stigande internationella priser. Samtidigt väntas kronan bara appreciera marginellt under prognosperioden. Det faktum att kostnadstrycket och resursutnyttjandet stiger i Sverige bedöms även påverka konsumentpriserna på de importerade produkterna eftersom dessa bearbetas och distribueras innan de säljs vidare på den svenska marknaden.

Prisökningarna på kläder och skor på senare tid kan vara en rent tillfällig effekt men det faktum att EU och Kina i början av juni träffade avtal om begränsningar av den kinesiska exporten kan komma att leda till högre priser även framöver. Dessutom finns det skäl att tro att kostnader och priser kommer att öka i snabbare takt i de s.k. lågkostnadsländerna i takt med att produktionen och sysselsättningen där stiger.

Det är alltså svårt att avgöra hur stora de prisdämpande effekterna av ökad konkurrens på världsmarknaden och här hemma kommer att bli på sikt. Det finns dock skäl att tro att prissänkningarna inte kommer att fortsätta i samma takt som under de senaste två åren. Sammantaget väntas den importerade inflationen exklusive olja stiga under prognosperioden och uppgå till cirka 0,5 procent mot slutet av prognosperioden (se diagram 53).

■ ■ Högre energipriser under hela prognosperioden.

Den totala importerade inflationen, inklusive oljeprodukter, har under det senaste året hållits uppe av ett stigande oljepris (se diagram 54). Prognosen för oljepriset i denna inflationsrapport innebär en kraftig upprevidering på drygt 25 procent i genomsnitt under prognosperioden jämfört med bedömningen i föregående rapport. Den direkta effekten av detta är en upprevidering av inflationsprognosen med ca 0,2 procentenheter i år och nästa år. Utöver detta väntas oljepriset påverka inflationen indirekt med knappt 0,1 procentenheter årligen under prognosperioden. Eftersom oljepriset väntas falla under prognosperioden har detta en viss återhållande effekt på inflationstakten mot slutet av prognosperioden.

Prisstegringarna på oljeprodukter har lett till en uppgång i priserna på insatsvaror mera allmänt och insatsvarupriser brukar påverka konsumentpriser med viss tidsfördröjning. I producentledet syns nu en viss uppgång i importpriserna på konsumtionsvaror. Prisökningarna är fortfarande måttliga men sker mera brett, i fler kategorier, än vad som ännu kunnat observeras i konsumentpriserna. Detta tyder på att den fullständiga effekten på konsumentpriserna av oljeprisuppgången (och kronans försvagning) troligen ännu inte har uppkommit. Å andra sidan har såväl inflationsförväntningarna som löneökningstakten fallit under det senaste året vilket talar för att effekterna på inflationen av det senaste årets höga oljepriser förmodligen blir begränsade.

Oljepriset är dock inte det enda energipris som har betydelse för den svenska kostnads- och inflationsutvecklingen. Prognoserna i denna inflationsrapport har också påverkats av en ny bedömning av elprisutvecklingen.

Riksbankens tidigare prognoser av elpriset har utgått från nivån i vattenmagasinen, som brukade vara en god indikator på vart elpriserna var på väg. Nu är det dock till viss del andra faktorer som styr elpriset. Öppnandet av en gemensam elmarknad inom EU innebär att elförsörjningen inte längre kan analyseras ur enbart ett svenskt perspektiv. Prisuppgången på den nordiska kraftbörsen är inget lokalt fenomen, utan sammanfaller med prisutvecklingen på kontinenten. Dagspriset på den tyska elbörsen ligger över 30 procent högre än hos oss. En annan viktig faktor är att EU:s gemensamma klimatpolitik från och med detta år påverkar elpriset. En stor del av elproduktionen i Europa sker i kraftverk som numera måste köpa utsläppsrätter för att kunna fortsätta produktionen. Priset på dessa utsläppsrätter har i år stigit till en nivå som är mycket högre än man på förhand räknat med. Resultatet att prissättning på utsläpp gör viss elproduktion dyrare är dock något som de politiska beslutsfattarna avsett att uppnå.

Till detta kommer att de kraftigt stegrade oljepriserna påverkar elpriserna på flera sätt. Efterfrågan på andra energislag, inklusive el, ökar vilket leder till högre priser. I Sverige pressas dessutom hushållens elpriser upp av elcertifikat och grön skatteväxling.

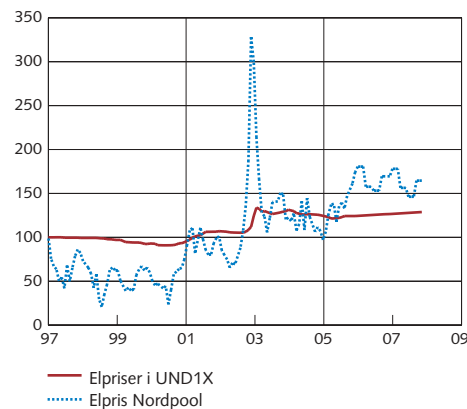
Elprisindex i KPI har en vikt på cirka 5 procent. Indexet påverkas inte direkt av elpriserna på Nordpool eftersom indexet förutom elpriserna även inkluderar nättariffer och skatter. Dessa tre komponenter utgör ungefär en tredjedel var. Den del av indexet som avser elpriser består till ca 45 procent av s.k. tillsvidarepriser, till ca 50 procent av fastprisavtal med ett års bindning och resterande 5 procent av rörliga priser bundna till prisutvecklingen på Nordpool. Tillsvidarepriserna betalas av de konsumenter som inte gjort något aktivt val i samband med avregleringen av elmarknaden. Dessa priser är relativt trögrörliga och verkar följa utvecklingen på Nordpool med viss fördröjning.

I diagram 55 visas prisutvecklingen på Nordpool och elprisindex i KPI. Det finns skäl att tro att elpriserna i KPI kommer att stiga under prognosperioden men dock inte lika fort som terminspriserna på elmarknaden antyder. Tillsvidarepriserna befinner sig nämligen redan på en relativt hög nivå. Tillsvidarepriserna steg relativt kraftigt i början av 2003 när priserna på Nordpool steg och har därefter inte fallit tillbaka särskilt mycket. Detta indikerar att elbolagens marginaler är goda och talar för att priserna därför inte kommer att höjas så mycket. Jämfört med föregående inflationsrapport har prognosen för ökningstakten av elpriset i konsumentledet höjts med drygt 2 procentenheter per år vilket bidrar till en uppgång i inflationen med ca 0,1 procentenheter årligen under prognosperioden.

■ ■ Inflationen högre på kort sikt.

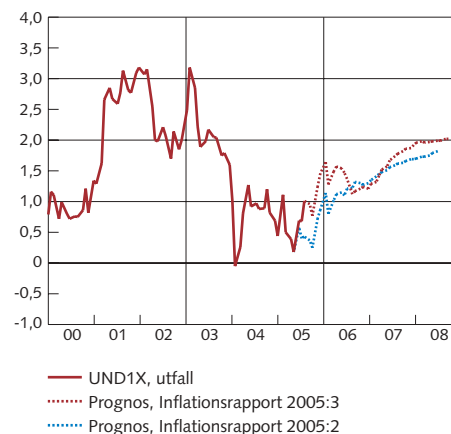
Sammanfattningsvis väntas inflationen stiga under resten av året främst till följd av stigande oljepriser. Därefter faller inflationen tillbaka något när de direkta effekterna av de kraftiga oljeprisökningarna under innevarande år inte längre påverkar den årliga inflationstakten.

Diagram 55. Spot- och terminspriser på Nordpool jämfört med elprisindex i UND1X. Index januari 1997=100



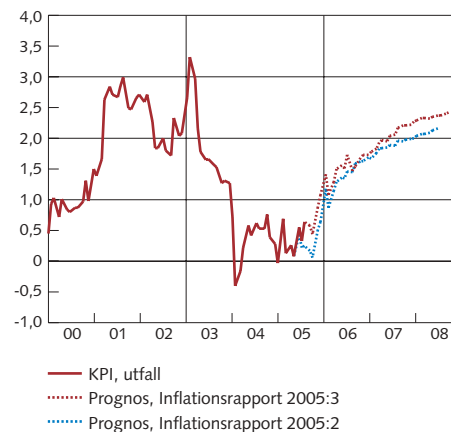
Källor: Nordpool, SCB och Riksbanken.

Diagram 56. UND1X, utfall och prognoser. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 57. KPI, utfall och prognoser. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Högre energipriser påverkar dock inflationen även på två till tre års sikt. Inflationen rensad för energipriser stiger gradvis under resten av prognosperioden i takt med att resursutnyttjandet och det inhemska och internationella kostnadstrycket tilltar. Inflationen väntas dock under större delen av prognosperioden understiga 2 procent (se diagram 56 och 57). Detta gäller under antagandet att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna. Om reporäntan istället skulle hållas konstant skulle inflationen bli något högre (se fördjupningsrutan "Prognoser till 2007 under antagande om att reporäntan hålls konstant under två år").

Jämfört med prognosen i inflationsrapporten i juni har inflationen reviderats upp, främst på kort sikt men även mot slutet av prognosperioden (se tabell 8). Mer expansiv ekonomisk politik bidrar till högre inflation via bl.a. ökat resursutnyttjande och svagare växelkurs. Till detta kommer inflationsimpulser från högre energipriser. Till viss del motverkas detta av att produktivitetstillväxten reviderats upp något vilket bidrar till lägre inflationsprognoser.

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

Under de senaste två åren har KPI-inflationen varit lägre än UND1X-inflationen. Det beror på att de fallande räntorna har medfört fallande räntekostnader för egnahemsboende, vilket påverkar KPI-inflationen men inte UND1X-inflationen. Denna skillnad bedöms bestå på kort sikt. Under resten av prognosperioden väntas dock stigande räntor och höjda indirekta skatter, bl.a. på energi, tobak och flygresor, bidra till att KPI-inflationen blir något högre än UND1X-inflationen (se tabell 9).

**Tabell 8. Inflationsprognosen i huvudscenariot.
Årlig procentuell förändring**

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

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport, under antagande att reporäntan följer de implicita terminsräntorna, 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.

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

	sep-05	sep-06	sep-07	sep-08
UND1X	1,0	1,2	1,8	2,0
Effekter av förändrade räntekostnader	-0,5	0,2	0,3	0,3
Effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner	0,3	0,2	0,2	0,2
=KPI	0,6	1,5	2,2	2,4

Anm. Avrundningar kan göra att bidragen inte summerar.

Källor: SCB och Riksbanken.

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport (prognoser baserade på den implicita terminsräntan)

- En upprevidering av inflationsprognosen på kort görs främst till följd av högre oljepriser. Men högre energipriser leder via spridningseffekter till högre inflation även mot slutet av prognosperioden.
- En lägre räntebana bidrar till högre inflation via ökat resursutnyttjande och svagare växelkurs. Även den mer expansiva finanspolitiken leder till högre resursutnyttjande och något högre inflation.
- Inflationsprognoserna hålls däremot nere av att prognoserna för produktivitetstillväxten reviderats upp.

Riskbilden

Huvudscenariot beskriver den utveckling av inflationen som Riksbanken bedömer vara den mest troliga om reporäntan skulle utvecklas i linje med de s.k. implicita terminsräntorna, som avspeglar förväntningarna om reporäntan på de finansiella marknaderna. Prognoserna är dock behäftade med osäkerhet. Vid penningpolitikens utformning tas hänsyn till risken att inflationen kan komma att avvika från huvudscenariot. Det kan också finnas anledning att beakta andra förhållanden som rör stabiliteten på de finansiella marknaderna och i den svenska ekonomin. Under det senaste året har t.ex. kreditexpansionen och utvecklingen av bostadspriserna haft viss betydelse för penningpolitikens utformning.

I detta avsnitt diskuteras riskerna för högre eller lägre inflation än i huvudscenariot. Bedömningen är att sannolikheten för högre inflation är ungefär lika stor som sannolikheten för lägre inflation.

I föregående inflationsrapport gjordes bedömningen att risken för lägre inflation var större än risken för högre inflation. Detta hörde främst samman med osäkerheten om den svenska och internationella konjunkturbilden. Huvudscenariot byggde på antagandet att de tecken på en försvagning av konjunkturen som kom i början av året avspeglade en tillfällig avmattning och inte någon vändning i konjunkturen. Men risken för lägre tillväxt än i huvudscenariot bedömdes vara större än risken att tillväxten skulle överträffa förväntningarna. Den nya information som kommit under sommaren ger emellertid stöd åt tolkningen att avmattningen varit tillfällig. Sannolikheten för lägre tillväxt och inflation kan därför anses ha minskat betydligt.

För närvarande bedöms de viktigaste källorna till osäkerhet om den svenska inflationen vara kopplade till utvecklingen i omvärlden. Det råder fortfarande stor osäkerhet om konsekvenserna av det höga oljepriset och av de stora underskotten i USA:s bytesbalans och motsvarande överskott i andra länder, främst de oljeexporterande och de snabbväxande i Asien. Oljeprisutvecklingen är främst förknippad med risker för lägre tillväxt och högre inflation, medan en anpassning av bytesbalanserna mot långsiktig jämvikt kan medföra att såväl tillväxten som inflationen under en period blir lägre än i huvudscenariot.

■■ Oljepriset fortsatt en källa till osäkerhet.

Oljepriset har varit högre än väntat sedan inflationsrapporten i juni. Bland experter på oljemarknaden råder det oenighet om huruvida priset kommer att stiga eller falla i framtiden. Förväntningarna allmänt tycks vara mest inställda på ett fortsatt högt men långsamt sjunkande oljepris, av prissättningen på terminskontrakt att döma. Osäkerheten är stor också om vilka effekter det höga oljepriset kommer att få på tillväxten och inflationen i världen. Till följd av ett allmänt minskat oljeberoende över tiden är det rimligt att förvänta sig att effekterna på ekonomierna blir mindre än vid tidigare snabba oljeprisuppgångar. Vilka effekter som uppstår beror också på om det höga priset i första

hand avspeglar stigande efterfrågan eller om det rör sig om störningar på utbudssidan.

Uppgången i oljepriset under senare år har åtföljts av en stigande oljeproduktion, vilket talar för att prisuppgången huvudsakligen drivits av hög efterfrågan. Det skulle också kunna förklara varför effekterna på den ekonomiska tillväxten inte blivit lika negativa som man skulle ha kunnat befara. Samtidigt är det uppenbart att det förekommit utbudsstörningar. Konflikten i Irak och stormarna i Mexikanska golfen och södra USA på senare tid är bara ett par exempel. Det är möjligt att de fulla effekterna av utbudsstörningarna på tillväxt och inflation ännu inte uppnåtts. En möjlighet är att oljeprisuppgången uppfattats som temporär och att detta dämpat effekterna. Om det höga oljepriset skulle bestå, även på de något lägre nivåer som terminspriserna pekar mot, är det möjligt att effekterna kommer att bli större. Det finns å andra sidan också fundamentala faktorer på oljemarknaden som talar för att det finns en sannolikhet för att oljepriset blir lägre än i huvudscenariot. Marginalerna mellan det rådande världsmarknadspriset för råolja och produktionskostnaderna är historiskt sett höga. Oljepriset har också fallit något i början av oktober. Samtidigt är det möjligt att prognoserna i huvudscenariot underskattat de framtida indirekta effekterna av prisuppgången. När det gäller oljepriset ser riskerna för högre inflation ut att vara något större än riskerna för lägre inflation.

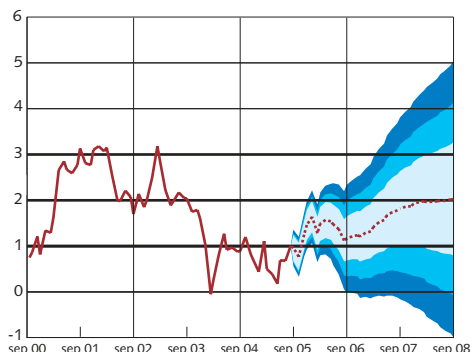
■ ■ Risker förknippade med internationella obalanser, räntor och växelkurser.

De stora underskotten i USA:s bytesbalans och motsvarande överskott i bytesbalanserna i vissa asiatiska länder och i de oljeexporterande länderna har under en längre tid tillhört de viktigaste riskfaktorerna. Frågan gäller inte så mycket huruvida denna situation är hållbar eller ej – det finns många skäl att vänta sig att obalanserna kommer att minska i framtiden – utan oron handlar mer om hur stora förändringar i räntor och växelkurser som kan behövas och hur snabbt de kan komma att ske. Det finns skäl att tro att USA:s s.k. reala växelkurs kommer att depreciera, vilket kan ske antingen genom att inflationen i USA sjunker relativt omvärlden eller genom att dollarn faller i värde. Motsvarande förändringar, med omvänt tecken, bör man förvänta sig i överskottsländerna. Det är också troligt att det kommer att ske en ränteuppgång i världen. Hittills har det amerikanska sparandeunderskottet inte framkallat någon ränteuppgång eftersom sparandet varit högt på andra håll. Denna situation kommer troligen att ändras.

Till detta kommer att ränteläget i världen under senare år pressas ned av ett antal faktorer som kan förväntas ändras i framtiden. Studier tyder på att tillfälligt låga riskpremier, effekter av ändrade regler för pensionssparande och de asiatiska och oljeexporterande ländernas uppbyggnad av sina valutaserver tillsammans kan ha pressat ned amerikanska obligationsräntor så att en snabb uppgång i obligationsräntorna inte kan uteslutas när dessa förhållanden normaliseras.²¹

²¹ Se t.ex. Bernanke, B., V. Reinhart och B. Sack (2004), "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment", Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, 2004-48.

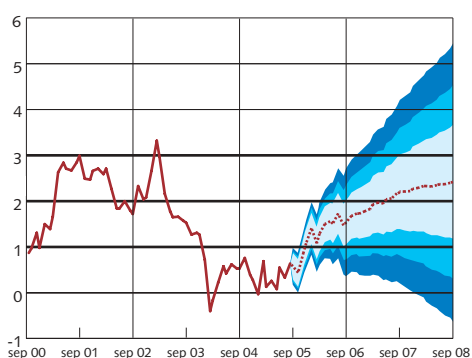
Diagram 60. UND1X-inflationen med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring



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 61. 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.

Om förändringarna på kapital- och valutamarknaderna skulle ske väldigt snabbt och oväntat finns det risk för minskad tillväxt på världsmarknaden. En kanal skulle kunna vara att en försvagning av dollarn och en appreciering av euron har negativ effekt på produktion och efterfrågan i euroområdet, där de stora länderna redan växer långsamt p.g.a. strukturella problem. En annan kanal skulle kunna vara att en plötslig ränteuppgång leder till fallande amerikanska bostadspriser och följdverkningar av detta på förmögenheterna och konsumtionen i USA. Sådana utvecklingstendenser i omvärlden skulle drabba även exporten, produktionen, sysselsättningen och konsumtionen i Sverige. Svagare dollar, högre ränta och minskad exportefterfrågan skulle kunna leda till lägre inflation än väntat i Sverige.

■ ■ Osäkerhet om importpriser och produktivitet.

Två viktiga förklaringar bakom den låga svenska inflationen det senaste året är att importpriserna fallit och att den inhemska produktiviteten ökat snabbt. Osäkerheten är stor om hur dessa variabler kommer att utvecklas på sikt. Under året har Riksbankens prognoser för den importerade inflationen reviderats ned och produktivetsprognoserna har reviderats upp. Det finns fortfarande möjligheter att importpriserna blir ännu lägre och tillväxten i produktiviteten ännu högre, men det finns också en risk för att prognosrevideringarna är för stora och att det framtida inflationstrycket underskattats.

Sammantaget leder detta till en balanserad riskbild.

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

	Årsgenomsnitt			Tolv månaderstal		
	2005	2006	2007	sep-06	sep-07	sep-08
KPI	0,5	1,5	2,1	1,5	2,2	2,4
UND1X	0,8	1,4	1,6	1,2	1,8	2,0

Anm. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 60-61.

Källa: Riksbanken.

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

	UND1X<1	1<UND1X<2	2<UND1X<3	UND1X>3	Summa
sep 2006	41	47	12	0	100
sep 2007	25	31	28	16	100
sep 2008	28	22	22	28	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att UND1X-inflationen hamnar i det i kolumnen angivna intervallet.

Källa: Riksbanken.

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

	KPI<1	1<KPI<2	2<KPI<3	KPI>3	Summa
sep 2006	23	51	24	2	100
sep 2007	16	27	31	26	100
sep 2008	20	20	23	37	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att UND1X-inflationen hamnar i det i kolumnen angivna intervallet.

Källa: Riksbanken.

Prognoser till 2007 under antagande om att reporäntan hålls konstant under två år

I denna ruta presenteras tvååriga prognoser för den svenska inflations- och realekonomiska utvecklingen under antagande om att reporäntan hålls konstant på sin nuvarande nivå under de två kommande åren. I detta alternativa scenario, som innebär en lägre reporäntenivå än i huvudscenariot, stiger inflationen snabbare än i huvudscenariot, framförallt under 2007.

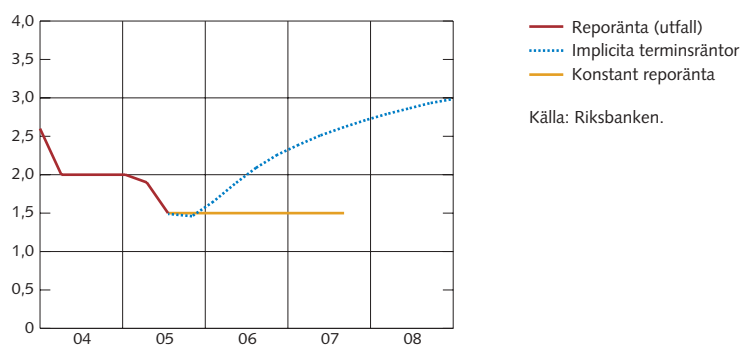
I denna inflationsrapport utgår huvudscenariots prognoser från att reporäntan följer en utveckling i linje med de implicita terminsräntorna. I tidigare inflationsrapporter har ränteantagandet varit ett annat, nämligen att reporäntan hålls kvar på en oförändrad nivå under två år. För att underlätta en jämförelse med tidigare prognoser som Riksbanken publicerat redogör denna ruta kortfattat för vad inflations- och BNP-prognoserna blir med det gamla ränteantagandet. Vid en jämförelse med prognoserna i föregående inflationsrapport bör man dock komma ihåg att reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter i juni. Prognoserna i Inflationsrapport 2005:2 var alltså betingade på att reporäntan var 2 procent fram till juni 2007, medan prognoserna i denna ruta antar att reporäntan är 1,5 procent till september 2007.

Prognoserna i denna ruta sträcker sig två år framåt i tiden, till skillnad från huvudscenariots treåriga prognoshorizont. I tidigare inflationsrapporter då antagandet om konstant reporänta användes i huvudscenariot var prognoshorizonten två år. Skälet till att hålla fast vid den kortare prognoshorizonten i denna ruta är att antagandet om konstant reporänta blir svårare att tillämpa ju längre fram prognoserna sträcker sig; under normala omständigheter är en konstant reporänta under så lång tid som tre år ett mycket osannolikt utfall. Detta kan orsaka tekniska problem i de prognosmodeller Riksbanken använder, men är framförallt mycket svårt att beakta i de expertbedömningar som är ett centralt inslag i utformningen av de slutliga prognoserna.

Skillnaden mellan ränteantagandena i huvudscenariot samt i denna ruta framgår av diagram R10. Reporäntan hålls alltså kvar på 1,5 procent till september 2007 istället för att höjas från och med våren 2006. Under det tredje kvartalet 2007 ligger räntan i detta alternativa scenario drygt en procentenhet under huvudscenariots ränteantagande.

Den mer expansiva penningpolitiken har till följd att inflationstakten mätt med UND1X stiger i en snabbare takt än i huvudscenariot, bl.a. till följd av en något svagare växelkursutveckling och en högre tillväxt. Under det tredje kvartalet 2006 resp. 2007 uppgår UND1X-inflationen till ca 1,5 resp. 2,1 procent (se tabell R5 och diagram R11). Mätt med KPI är inflationsutvecklingen på kort sikt mer dämpad med konstant reporänta, i och med att bl.a. räntekostnader för egnahem blir lägre med den konstanta reporäntan (se tabell R5). På sikt leder dock den konstanta reporäntan till att KPI-prognosen överstiger motsvarande prognos i huvudscenariot. Investerings-, export- och konsumtionsutvecklingen blir något starkare än i huvudscenariot, och BNP-tillväxten blir högre såväl 2006 som 2007 (se tabell R6).

Diagram R10. Reporänteantaganden: Huvudscenariots implicita terminsräntekurva (15 dagars genomsnitt per den 3 oktober 2005) samt det alternativa antagandet om konstant reporänta. Procent



Källa: Riksbanken.

**Tabell R5. Inflationsprognos under antagande om konstant reporänta.
Årlig procentuell förändring**

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

Anm. Prognos i huvudscenariot anges inom parentes. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egna hem rensat för effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Tabell R6. BNP tillväxt, prognos betingad på konstant reporänta.
Årlig procentuell förändring**

	2005	2006	2007
BNP till marknadspris	2,3 (2,3)	3,3 (3,0)	2,8 (2,5)

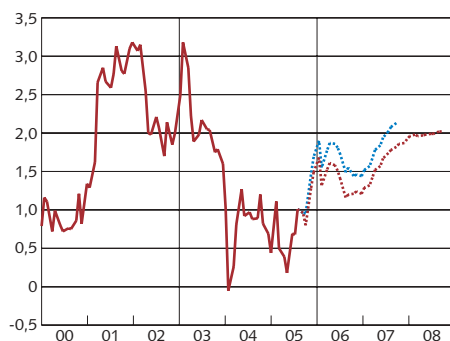
Anm. Siffrorna avser faktiska, ej kalenderjusterade, tillväxttakter. Prognoser i huvudscenariot anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram R11. UND1X, utfall och prognos till september 2007 under antagande om konstant reporänta och till september 2008 under antagande om en reporänteutveckling i linje med implicita terminräntor.
Årlig procentuell förändring**

— UND1X, utfall
- - - Implicita terminräntor
- - - Konstant reporänta

Källor: SCB och Riksbanken.



**Diagram R12. KPI-inflationen, utfall och prognos till september 2007 under antagande om konstant reporänta och till september 2008 under antagande om en reporänteutveckling i linje med implicita terminräntor.
Årlig procentuell förändring**

— KPI, utfall
- - - Implicita terminräntor
- - - Konstant reporänta

Källor: SCB och Riksbanken.

