



Inflationsrapport

2006:1

Innehåll

- FÖRORD 5

- SAMMANFATTNING 7

- INFLATIONENS BESTÄMNINGSFAKTORER 13
 - De finansiella marknaderna 13
 - Den internationella utvecklingen 17
 - Den ekonomiska utvecklingen i Sverige 22
 - Inflationsförväntningar 29

- INFLATIONSBEDÖMNING 31
 - Riskbilden 35

Fördjupningsrutor

- Kronans utveckling och inflationen 39
- Osäkerhet om den framtida ränteutvecklingen 43
- Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2003–2005 48

■ 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 22 februari som kommer att publiceras den 8 mars 2006.

Denna inflationsrapport återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 9 och 17 februari. 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. Analyserna syftar även till att belysa hur man kan se på olika samhällsekonomiska fenomen som påverkar den makroekonomiska stabiliteten. 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 huvudscenario baseras på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med de finansiella marknadernas förväntningar, så som de avspeglas i de s.k. implicita terminsräntorna. Dessa prognoser sträcker sig tre år fram i tiden. Det är viktigt att betona att en ränteutveckling i linje med terminsräntorna inte ska tolkas som det antagande för penningpolitiken som Riksbankens direktion anser vara mest sannolikt.

Inflationsrapporten inleds med en sammanfattning. Därefter diskuteras utvecklingen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer. Avslutningsvis presenteras Riksbankens samlade bedömning av inflationsutsikterna i huvudscenariot och de viktigaste riskerna i denna bedömning. Rapporten innehåller dessutom fördjupningsrutor som analyserar kronans och inflationens utveckling, osäkerheten om den framtida ränteutvecklingen samt ett underlag för en utvärdering av penningpolitiken 2003–2005.

Stockholm i februari 2006

Stefan Ingves

RIKSBANKSCHEF

■ Sammanfattning

Konjunkturen har fortsatt att stärkas såväl i omvärlden som i Sverige. BNP-tillväxten i Sverige tycks ha varit något högre förra året än bedömningen i föregående inflationsrapport. Tillväxten beräknas nu även bli starkare framöver än tidigare väntat. Inflationen har under det senaste halvåret stigit något men är fortfarande låg. Prisökningarna i Sverige har de senaste åren hållits tillbaka av en stark produktivitetsoökning och svag importprisutveckling. Den starka trendmässiga tillväxten i produktiviteten bedöms fortsätta påverka utvecklingen även de kommande åren. Inflationen väntas ändå stiga till följd av att resursutnyttjandet och kostnaderna för produktionen stiger. Inflationen bedöms vara nära målet på ett par års sikt. Jämfört med föregående rapport är inflationsprognosen något nedreviderad. Bedömningen utgår ifrån att reporäntan höjs gradvis.

■ ■ Flera år med hög tillväxt och låg inflation i världen.

Tillväxten i världsekonomin har överlag varit både hög och stabil de senaste åren. Globalisering och ökad handel har bidragit till att konjunkturen har stärkts samtidigt som den ökande internationella konkurrensen hållit tillbaka de prisimpulser som ofta uppkommer i uppgångsfaser. Olje- och råvarupriserna har stigit snabbt de senaste åren men konsumentpriserna har inte ökat lika mycket som vid tidigare episoder med kraftiga råvaruprisstegringar. Detta beror på lägre prishöjningar eller prissänkningar på andra varor än energi. De internationella långräntorna har också varit förhållandevis låga med tanke på konjunkturläget, vilket bl.a. är en avspeglning av låga inflationsförväntningar.

Den internationella uppgången har också präglat utvecklingen i den svenska ekonomin, som gynnats av det starka uppsvinget i världshandeln. Med undantag för en mindre svacka i slutet av 2004 och början av 2005 har tillväxten i Sverige varit hög de senaste åren samtidigt som inflationen varit låg. En hög efterfrågan har förenats med stark produktivitetstillväxt, svagt kostnadstryck och låg inflation. Samtidigt har de långa räntorna sjunkit och reporäntan sänkts fram till början av året.

■ ■ Den internationella konjunkturen bedöms utvecklas stabilt.

Preliminär statistik för BNP-tillväxten både i USA och euroområdet visar en överraskande svag utveckling under det fjärde kvartalet förra året. Detta förefaller dock i huvudsak vara en följd av tillfälliga förhållanden och tillväxten bedöms tillta framöver. Andra konjunkturindikatorer visar upp en samstämmig bild av en fortsatt stabil ekonomisk aktivitet globalt. Liksom andra gör dock Riksbanken bedömningen att tillväxten i USA mattas av en aning under de kommande åren. Förväntningarna på de finansiella marknaderna är inställda på att Federal Reserves successiva räntehöjningar närmar sig sitt slut. Den gängse uppfattningen är också att underskotten i den amerikanska bytesbalansen och den federala budgeten – som ofta framhålls som

riskfaktorer för den internationella utvecklingen – inte leder till snabba förändringar av hushållens beteende eller av tillgångspriserna under de närmaste åren.

Till skillnad från i USA och flera asiatiska ekonomier har tillväxten i euroområdet varit förhållandevis svag under 2004 och i början av 2005. Under fjolåret visade utvecklingen tecken på att ha tagit fart. Tillväxten under det fjärde kvartalet blev dock svag men andra indikatorer stöder bilden av en långsam förbättring av konjunkturen. Den europeiska centralbanken, ECB, väntas enligt marknadens aktörer höja styrräntan under de kommande åren.

Den internationella konjunkturen bedöms utvecklas stabilt framöver. BNP i världen väntas öka med cirka 4 procent per år under prognosperioden och det internationella resursutnyttjandet stiger svagt. Prognosen för tillväxten är något uppreviderad jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport, som en följd av att BNP-tillväxten i Asien nu väntas bli något starkare. Av samma skäl har tillväxten på de svenska exportmarknaderna justerats upp något.

■ ■ Det internationella pristrycket bedöms bli måttligt.

Till följd av en högre efterfrågan i spåren av den internationella konjunkturuppgången har råoljepriset i dollar ungefär fördubblats de senaste två åren. Efter att ha fallit tillbaka under hösten steg oljepriset igen och uppgick till över 60 dollar per fat i början av februari. Under de kommande åren bedöms oljepriset uppgå till drygt 60 dollar per fat. Råoljepriset väntas nu genomsnitt vara högre under prognosperioden jämfört med i föregående inflationsrapport, vilket också är i linje med uppgången i terminspriserna. Prisökningarna på olja och övriga råvaror, som t.ex. metaller, har också bidragit till att driva upp de internationella producentpriserna. Prisökningstakten i producentledet bedöms dock mattas något under kommande år. I omvärlden väntas priserna i både konsument- och producentledet utvecklas relativt stabilt framöver och öka med i genomsnitt cirka 2 procent per år.

■ ■ Penningpolitiken i Sverige väntas bli mindre expansiv framöver.

I Sverige har penningpolitiken blivit alltmer expansiv de senaste två åren. En diskussion om utvecklingen av inflationen och den förda politiken under 2003 och 2004 ges i fördjupningsrutan "Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2003–2005" i denna rapport. I januari i år beslutade Riksbankens direktion att höja styrräntan med 0,25 procentenheter. Bedömningen i denna inflationsrapport utgår ifrån att reporäntan fortsätter att höjas framöver, i linje med marknadens förväntningar, som de avspeglas i de implicita terminsräntorna (se diagram 1). Jämfört med föregående inflationsrapport antas den framtida reporäntan nu bli något högre.

■ ■ Kronan väntas stärkas under prognosperioden.

Sedan 2002 har kronans värde mot en konkurrensviktad korg (TCW) av valutor gradvis stigit. Under fjolåret bröts denna trend. Kronan för-

svagades kraftigt i samband med att konjunkturen tillfälligt mattades av och penningpolitiken blev mer expansiv. Sedan föregående rapport har kronan förstärkts ungefär i linje med prognosen. Då tillväxten i Sverige nu väntas bli högre relativt omvärlden bedöms växelkursen bli något starkare under prognosperioden jämfört med föregående prognos.

■ ■ Hushållens och företagens upplåning ökar snabbt.

Samtidigt som både de långa och korta räntorna i Sverige har sjunkit har utlåningen till hushållen ökat stadigt. Den snabba kredittillväxten har även sammanfallit med en snabb uppgång i huspriserna. Det förefaller som om huvuddelen av hushållens upplåning under senare år gått till att finansiera allt dyrare bostäder. Sedan mer än ett år tillbaka har även utlåningen till företagen ökat. Detta har skett samtidigt som investeringsaktiviteten i ekonomin stigit.

■ ■ Lång period av hög tillväxt i BNP och produktivitet.

I genomsnitt har Sveriges BNP ökat med närmare 3 procent per år den senaste tioårsperioden. Därmed har ekonomin vuxit betydligt snabbare än t.ex. under 1980-talet. Det är framförallt en stark produktivitetstillväxt som gjort detta möjligt. Därtill har befolkningens demografiska sammansättning lett till ett stabilt inflöde till arbetskraften. Att tillväxten i produktiviteten varit hög under det senaste decenniet finns det flera förklaringar till. Bidragande faktorer har varit en ökad konkurrens liksom stora investeringar i informationsteknologi under slutet av 1990-talet. En förändrad stabiliseringspolitisk regim med prisstabilitet och balans i de offentliga finanserna har sannolikt också haft betydelse för den relativt höga tillväxten i Sverige.

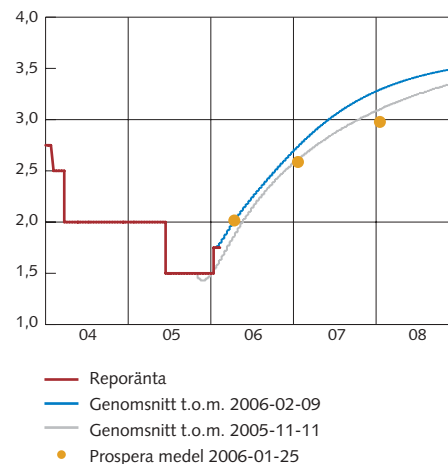
Bedömningen är att den starka produktivitetstillväxten kommer att fortgå. BNP-tillväxten bedöms därför bli relativt hög under de kommande åren. Sett från efterfrågesidan finns det också argument för en stark utveckling framöver. Stigande real och finansiell förmögenhet liksom ökande reala disponibla inkomster talar för en tydlig uppgång i konsumtionen. Inledningsvis mycket låga räntor, relativt god lönsamhet i företagen och en snabb kreditexpansion väntas medföra att investeringarna ökar starkt. En stark ekonomisk utveckling i omvärlden bedöms stimulera exporten.

■ ■ Övåntat hög tillväxt i Sverige under 2005.

Efter en svacka runt årsskiftet 2004/2005 stärktes tillväxten i den svenska ekonomin igen under 2005. Nationalräkenskaperna för det tredje kvartalet visar att hushållens konsumtion ökade snabbt. Även exporten av varor och tjänster ökade kraftigt. Den offentliga konsumtionen blev däremot överraskande svag.

Olika konjunkturindikatorer stöder bilden av en fortsatt expansion av ekonomin. Mot slutet av fjolåret uppvisade t.ex. omsättningen i detaljhandeln de högsta ökningstakterna sedan år 2000. Konjunkturinstitutets barometerundersökningar, Statistiska centralbyråns aktivi-

Diagram 1. Implicita terminräntor (15 dagars genomsnitt) samt reporänteförväntningar enligt Prosperas senaste enkät. Procent



Källor: Prospera Research AB och Riksbanken.

tetsindex och Inköpschefsindex tyder alla på en fortsatt uppgång den närmaste tiden. Även indikatormodeller som Riksbanken använder sig av tyder på en fortsatt hög tillväxt i ekonomin.

En viss osäkerhet råder dock om utvecklingen för den offentliga konsumtionen. Den kommunala konsumtionen har under en längre tid utvecklats överraskande svagt. Den förstärkning som skett i de kommunala finanserna de senaste åren talar emellertid för en relativt kraftig ökning av konsumtionen i år. De förslag som regeringen lagt bör verka i samma riktning.

Sammantaget motiverar den nya statistiken en upprevidering av prognosen för BNP-tillväxten för i år. Även den genomsnittliga BNP-tillväxten under prognosperioden revideras upp något då det mesta tyder på att det senaste decenniets relativt snabba tillväxt i produktiviteten kan antas fortsätta de kommande åren. Framförallt är det hushållens konsumtion som väntas öka snabbare än vad som antogs i december. BNP-tillväxten bedöms nu bli 3,5 procent i år för att därefter mattas något och under 2008 uppgå till 2,4 procent. Den antagna uppgången i räntorna bidrar till uppbromsningen liksom en mindre expansiv finanspolitik.

■ ■ En förbättring har skett på arbetsmarknaden.

Sysselsättningen ökade något mer än väntat mot slutet av förra året och mycket talar för att sysselsättningen kommer att fortsätta öka framöver. Antalet nyanmälda lediga platser fortsätter att öka samtidigt som antalet varsel har fallit tillbaka något. Den uppreviderade BNP-tillväxten väntas medföra att sysselsättningen ökar mer än i decemberprognosen. I perioder med en snabb tillväxt av sysselsättningen brukar arbetskraftsutbudet också öka snabbare. Även prognosen för antalet personer i arbetskraften har därför reviderats upp. Prognosen för arbetslösheten är därmed densamma som i föregående rapport. Löneökningstakten väntas öka svagt under de närmaste åren i takt med att fler blir sysselsatta och arbetslösheten faller. Produktiviteten bedöms öka i ungefär samma takt som genomsnittet under de senaste tio åren. Detta är något högre än vad som antogs i föregående inflationsrapport, vilket medför att enhetsarbetskostnaderna bedöms öka aningen långsammare.

Synen på resursutnyttjandet är i stort densamma som i december. Produktion och efterfrågan stiger i snabbare takt men samtidigt väntas både tillväxten av produktiviteten och arbetsutbudet bli högre.

■ ■ Inflationen närmar sig målet i måttlig takt.

Inflationen har under senare år varit låg. Priserna på huvudsakligen importerade varor exklusive olja har fallit de senaste åren och de

inhemska priserna har stigit endast långsamt. Svagt kostnadstryck till följd av hög produktivitetstillväxt och måttliga löneökningar samt lågt resursutnyttjande har bidragit till den låga inflationen. Sannolikt har även fördröjda effekter av den tidigare kronförstärkningen haft betydelse.

Under loppet av förra året har prisökningstakten stigit något och olika mått på den underliggande inflationstakten tyder på att uppgången är relativt bred. I januari uppgick inflationen till 0,9 procent mätt med UND1X och till 0,6 procent mätt med KPI vilket var lägre än väntat.

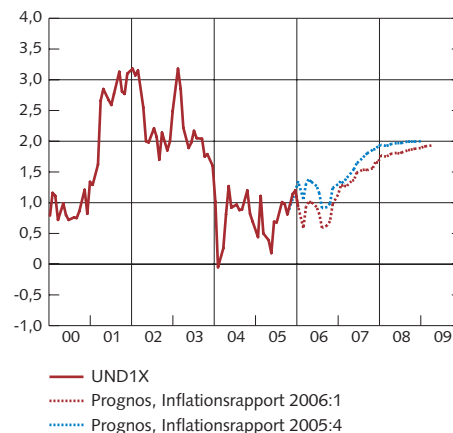
Framöver väntas inflationen stiga. Sedan en tid tillbaka har priserna i producentledet ökat snabbt och dessa väntas så småningom även påverka konsumentpriserna. Inflationstakten har på senare år hållits tillbaka av bl.a. låga kostnadsökningar. Under 2004 föll enhetsarbetskostnaderna med cirka en procent. Förra året steg i stället kostnaderna med cirka 1 procent. Med en viss fördröjning väntas det stigande kostnadstrycket leda till högre konsumentpriser. Kostnaderna och konsumentpriserna bedöms dock även under de kommande åren öka i en relativt måttlig takt. Detta beror på att de faktorer som hittills bidragit till en låg inflation även bedöms påverka prisökningstakten framöver. Tillväxten i produktiviteten väntas t.ex. bli fortsatt relativt hög och det internationella pristrycket måttligt. Dessutom baseras prognosen på antagandet att den ekonomiska politiken blir allt mindre expansiv. Inflationen väntas därmed stiga framöver men i måttlig takt och närma sig målet om två år.

Jämfört med föregående rapport är inflationsprognosen mätt med UND1X något nedreviderad (se diagram 2). Det beror delvis på det låga utfallet för januari men också på en mer positiv syn på produktivitetens utveckling.

■ ■ Riskerna bedöms vara balanserade.

Liksom i föregående inflationsrapport råder det osäkerhet kring oljepriset, produktiviteten, konkurrenstrycket och dess effekter på inflationen, även efter de revideringar som gjorts av prognoserna i denna rapport. Även hur tillväxten, sparandet och bytesbalansen i USA kommer att utvecklas är liksom i december en källa till stor osäkerhet. Till detta kommer risker förknippade med den snabba kreditillväxten och prisstegringarna på bostäder i Sverige. Den snabba ökningen av efterfrågan i den svenska ekonomin väcker också en del nya frågor, exempelvis om vad som kommer att hända med pris- och löneutvecklingen när arbetsmarknadsläget förbättras. Den samlade bedömningen är att sannolikheten för att inflationen ska bli lägre än i huvudscenariot är ungefär lika stor som att den ska bli högre.

Diagram 2. UND1X.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

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

	Årsgenomsnitt				Tolvmånaderstal			
	2005	2006	2007	2008	mar-06	mar-07	mar-08	mar-09
KPI	0,5 (0,4)	1,1 (1,4)	2,1 (2,1)	2,2 (2,3)	0,8 (1,1)	2,1 (2,0)	2,3 (2,3)	2,3
UND1X	0,8 (0,8)	0,9 (1,2)	1,5 (1,6)	1,8 (2,0)	0,9 (1,3)	1,3 (1,4)	1,8 (1,9)	1,9
UNDINHX	1,0 (1,0)	1,4 (1,4)	2,0 (2,3)	2,5 (2,7)	1,2 (1,3)	1,8 (1,9)	2,4 (2,7)	2,7
UNDIMPX	0,2 (0,2)	-0,4 (0,7)	0,2 (0,3)	0,3 (0,3)	0,3 (1,4)	0,0 (0,2)	0,4 (0,4)	0,3

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

Källor: SCB och Riksbanken.

**Tabell 2. Nyckeltal.
Procent och årlig procentuell förändring**

Nyckeltal	2004	2005	2006	2007	2008
BNP OECD-19	3,1	2,5 (2,5)	2,5 (2,4)	2,5 (2,5)	2,6 (2,6)
KPI OECD-19	2,0	2,4 (2,4)	2,1 (2,4)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)
Råoljepris Brent, USD/fat, årsgenomsnitt	38	54 (54)	63 (54)	62 (53)	60 (52)
Marknadstillväxt för svensk export	8,1	5,9 (4,6)	6,1 (5,6)	5,9 (5,7)	5,9 (5,7)
Växelkurs, TCW-index, årsgenomsnitt	126,0	128,3 (128,5)	127,4 (128,9)	124,5 (125,4)	122,9 (123,5)
Reporänta, implicit terminränta, årsgenomsnitt	2,1	1,7 (1,7)	2,2 (2,1)	3,0 (2,8)	3,4 (3,2)
10-årsränta	4,4	3,4 (3,4)	3,7 (3,7)	4,3 (4,3)	4,7 (4,7)
BNP	3,7	2,7 (2,4)	3,5 (3,2)	2,8 (2,5)	2,4 (2,2)
Sysselsatta personer	-0,5	0,7 (0,6)	1,5 (1,1)	0,6 (0,6)	0,2 (0,2)
Öppen arbetslöshet, procent av arbetskraften	5,9	5,9 (5,9)	5,0 (5,0)	4,8 (4,6)	4,6 (4,6)
Timlön i hela ekonomin, KL 3,3	3,3	3,3 (3,3)	3,6 (3,6)	3,9 (3,9)	4,1 (4,1)
Enhetsarbetskostnad i näringslivet	-1,1	0,9 (1,0)	1,0 (1,1)	1,7 (1,8)	2,0 (2,1)
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	1,5	2,0 (1,6)	1,5 (1,1)	1,0 (0,7)	1,2 (1,2)

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källor: Intercontinental Exchange, Medlingsinstitutet, OECD, SCB och Riksbanken.

■ Inflationens bestämningsfaktorer

De finansiella marknaderna

Sedan föregående inflationsrapport har kronan stärkts och de svenska och internationella långräntorna i stort varit oförändrade. Förväntningar om den framtida reporäntan, så som de avspeglas i de implicita terminsräntorna, är något högre än vid föregående inflationsrapport. Kronan bedöms nu bli något starkare, främst beroende på förbättrade tillväxtutsikter i Sverige i förhållande till omvärlden. Huspriserna och hushållens upplåning fortsätter att växa relativt snabbt. Denna utveckling har de senaste åren skett parallellt med en sjunkande realränta.

■ ■ Reporäntan antas bli högre.

Liksom i föregående inflationsrapport baseras prognoserna på att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna. Ett 15-dagars genomsnitt t.o.m. den 9 februari har använts i denna rapport. Den nuvarande terminsräntan är knappt 0,2 procentenheter högre, sett som ett genomsnitt över hela prognosperioden, jämfört med föregående rapport. De implicita terminsräntorna uppgår till cirka 2,75 procent i slutet av 2006 och till cirka 3,5 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 1).

I USA har Federal Reserve fortsatt att höja styrräntan, som nu uppgår till 4,5 procent. Prissättningen på penningmarknaden speglar förväntningar om att perioden av höjningar som påbörjades i juni 2004 är nära sitt slut (se diagram 3). I euroområdet har ECB höjt styrräntan efter att ha hållit den oförändrad sedan sommaren 2003. Sedan förra inflationsrapporten har de finansiella marknadernas syn på ECB:s penningpolitik förändrats endast marginellt medan Federal Reserve nu väntas föra en något stramare penningpolitik (se diagram 3).

■ ■ Långräntorna väntas stiga gradvis.

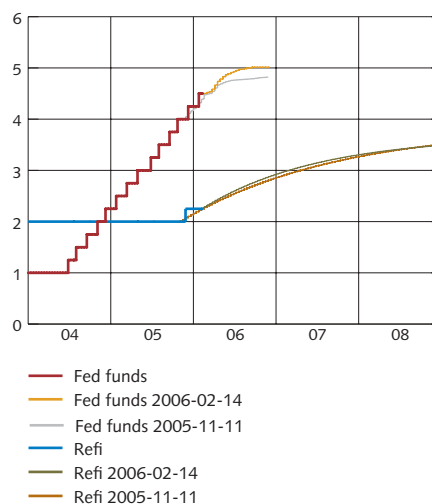
Sedan bottenivåerna i september har de 10-åriga räntorna i Sverige och euroområdet stigit med 0,5 respektive 0,4 procentenheter. Jämfört med början av december, då föregående inflationsrapport publicerades, är dock räntorna i stort oförändrade (se diagram 4). Den 10-åriga obligationsräntan i USA har följt ett mycket likartat mönster.

Precis som tidigare är bedömningen att långräntorna stiger successivt under prognosperioden. Denna bedömning grundar sig på förväntningar om en stigande reporänta och att det sker en viss normalisering av de i dagsläget låga riskpremierna.

■ ■ Flack avkastningskurva i USA.

De successiva höjningarna av styrräntan i USA har inte sammanfallit med någon påtaglig uppgång i de långa obligationsräntorna. För närvarande är därför den amerikanska avkastningskurvan flack. Recessioner i den amerikanska ekonomin har ofta föregåtts av en negativt

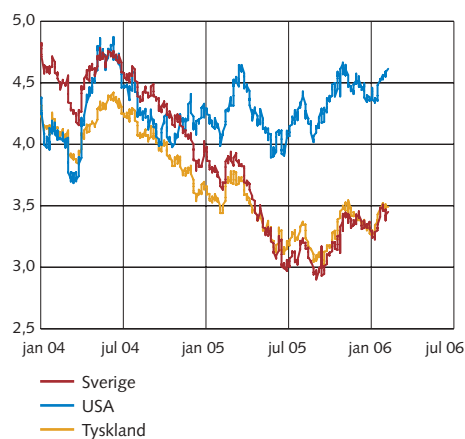
Diagram 3. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet och USA enligt implicita terminsräntor och Fed funds-kontrakt. Procent



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

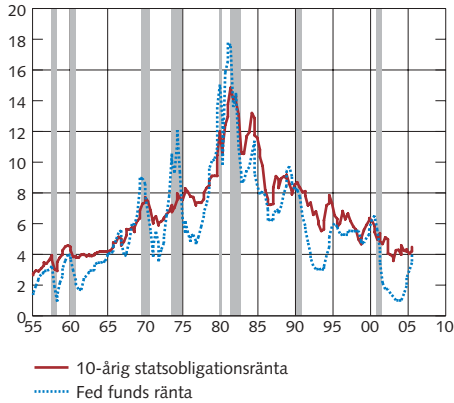
Källa: Riksbanken.

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



Källa: Riksbanken.

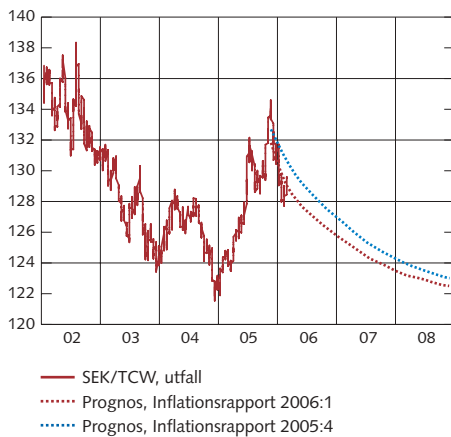
Diagram 5. Fed funds ränta och 10-årig statsobligationsränta i USA 1955-2005. Procent



— 10-årig statsobligationsränta
 Fed funds ränta

Anm. Skuggade fält anger perioder av recession, enligt National Bureau of Economic Research (NBER). Fed funds ränta är mätt med realiserad ränta.
 Källor: Federal Reserve, National Bureau of Economic Research och Riksbanken.

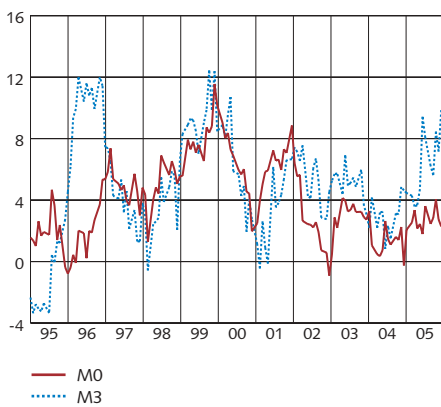
Diagram 6. Konkurrensvägd växelkurs, TCW. Index, 1992-11-18 = 100



— SEK/TCW, utfall
 Prognos, Inflationrapport 2006:1
 Prognos, Inflationrapport 2005:4

Anm. Utfallen är dagskurser och prognoserna avser kvartalsgenomsnitt.
 Källa: Riksbanken.

Diagram 7. Penningmängd mätt som M0 och M3. Årlig procentuell förändring



— M0
 M3

Källa: SCB.

lutande avkastningskurva (se diagram 5), men det finns också exempel på episoder då skillnaden mellan lång- och korträntor varit mycket liten men konjunkturen ändå utvecklats väl, exempelvis 1995.

De senaste 50 årens utveckling i USA visar att styrräntan och de långa obligationsräntorna följs åt över längre perioder men att variationen är större i styrräntan (se diagram 5). Sedan början av 1980-talet har både styrräntan och statsobligationsräntor fallit. Under denna period har den faktiska inflationen och de långsiktiga inflationsförväntningarna i USA sjunkit kraftigt. Det innebär att både de långa räntorna och inflationstakten under senare tid varit på ungefär samma nivå som under 1960-talet. Detta skulle tala för att de för närvarande mycket låga långa obligationsräntorna snarare speglar en ökad tro på låg inflation än en pessimistisk syn på konjunkturen. Det kan också noteras att långräntorna successivt sjönk även under den långvariga högkonjunkturen under 1990-talet. Utöver inflationsrelaterade faktorer finns naturligtvis andra orsaker till de låga långräntorna de senaste åren, exempelvis det höga globala sparandet, inte minst i Asien, som har resulterat i en ökad efterfrågan på amerikanska långa statsobligationer.

■ ■ Kronan har som förväntat stärkts.

Under 2005 var bedömningen att kronan skulle stärkas. I stället kom kronan att försvagas vilket delvis förefaller ha berott på en något större förväntad ränteskillnad relativt omvärlden. Under den senaste tiden har kronan förstärkts. Till viss del kan detta kopplas till förändrade förväntningar på den framtida penningpolitiken. Precis som tidigare väntas kronan fortsätta att förstärkas framöver. Fundamentala faktorer, så som Sveriges bytesbalansöverskott och våra goda tillväxtutsikter relativt omvärlden, talar för en förstärkning av den reala växelkursen. Tillsammans med prognoserna för inflationen i Sverige och omvärlden innebär detta att även den nominella växelkursen väntas förstärkas.

I förhållande till föregående inflationsrapport bedöms den konkurrensvägda växelkursen, TCW-index, bli något starkare. Detta beror framförallt på förbättrade tillväxtutsikter i Sverige i förhållande till omvärlden. Den takt med vilken kronan beräknas förstärkas över prognoshorisonten är ungefär densamma som tidigare bedömning (se diagram 6 och tabell 2).

■ ■ Blandad börsutveckling hittills i år.

Efter den starka utvecklingen under det fjärde kvartalet 2005, har börsutvecklingen den senaste tiden varit mer blandad. Sedan bottennivåerna i början av 2003 har aktiepriserna i Sverige enligt OMX-index ungefärligen vuxit med 125 procent. Detta innebär att OMX-indexet den senaste treårsperioden stigit med en genomsnittlig årstakt på cirka 30 procent. Börsbolagens vinster har under 2003–2005 ökat i samma takt som aktiekurserna, vilket gör att P/E-talen inte förändrats nämnvärt under dessa år. Fortfarande är de under genomsnittet för de senaste 10 åren.

■ ■ Penningmängden ökar snabbt.

Tillväxttakten i penningmängden har ökat under det senaste året (se diagram 7). Sedan 1995 har den årliga ökningstakten i penningmängdsmåtten M0 och M3 varit cirka 3–4 procentenheter högre än inflationen. Jämfört med tidigare perioder är detta en stor skillnad i ökningstakt: 1965–95 var penningmängdstillväxten endast marginellt högre än inflationen, och under 1980-talet var penningmängdens tillväxt lägre än inflationen. Således är de senaste 10 åren en period med en hög ökningstakt i den reala penningmängden, sett ur ett historiskt perspektiv.

■ ■ Upplåningen växer på bred front.

Huspriserna fortsätter att stiga i snabb takt. Under tredje kvartalet förra året var de cirka 10 procent högre än motsvarande kvartal året innan. Samtidigt ökar upplåningen starkt och på bred front. Såväl hushållens som företagens upplåning växte med drygt 10 procent i december jämfört med samma månad året innan (se diagram 8). Detta kan jämföras med genomsnittet sedan 1996, vilket är cirka 7,5 procent i årstakt för hushållens upplåning. Huspriserna har uppvisat en liknande genomsnittlig ökningstakt sedan 1996. För närvarande växer alltså både hushållsupplåningen och huspriserna relativt starkt (se diagram 9). Hushållens skulder ökar dock inte snabbare än de finansiella tillgångarna vilket innebär att den finansiella nettoför-mögenheten stiger.

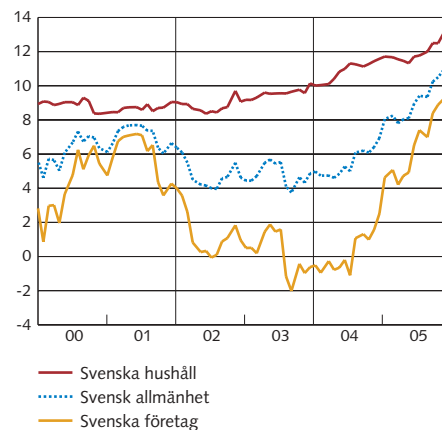
■ ■ Expansiva finansiella förhållanden.

Kronan har förstärkts både i reala och nominella termer den senaste tiden men är reallt fortfarande betydligt svagare än t.ex. genomsnittsnivån 2003–2004 (se diagram 10). Försvagningen av den handelsvägda kronkursen har varit större reallt än nominellt de senaste åren, vilket hänger samman med att Sverige har haft en lägre inflation än omvärlden.

Även om en viss uppgång i de nominella räntorna har ägt rum den allra senaste tiden är det reala ränteläget alltså lågt (se diagram 10). Den låga realräntan är en drivkraft bakom den höga ökningstakten i hushållens upplåning och huspriserna i Sverige (se diagram 9 och 10). Reporäntan antas i denna inflationsrapport höjas successivt. Riksbankens bedömning är att också de långa nominella räntorna stiger under prognosperioden. En utveckling mot historiskt mer normala räntenivåer även i reala termer förväntas leda till en dämpning av tillväxten i huspriserna och hushållsupplåningen.

Sammantaget kan de finansiella förhållandena i Sverige karaktäriseras som fortsatt mycket expansiva. Historiskt sett är ökningen i företagens och hushållens upplåning hög, penningmängden växer snabbt, realräntorna är låga och växelkursen är svag. Detta är till viss del ett resultat av den expansiva penningpolitiken och talar för en stark efterfrågeutveckling.

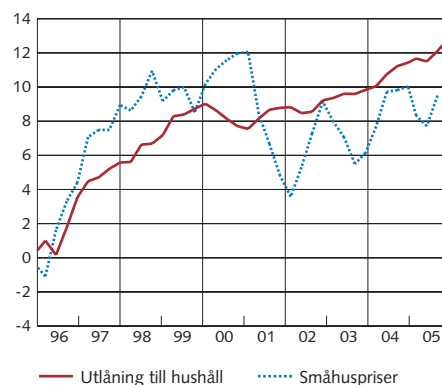
Diagram 8. Samtliga kreditinstituts utlåning till svensk allmänhet, sektorsfördelad. Årlig procentuell förändring



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

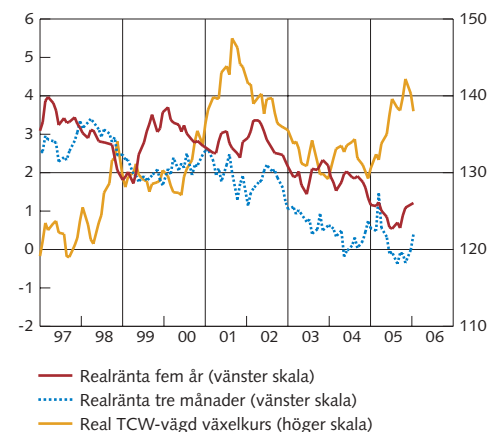
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 9. Småhuspriser och total utlåning till svenska hushåll. Årlig procentuell förändring



Källor: Lantmäteriet, SCB och Riksbanken.

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



Anm. Vid beräkning av realräntorna har inflationsförväntningar enligt Konjunkturinstitutets enkät HIP använts för tremånadersräntan och Prosperas enkät för femårsräntan. Räntorna avser statskuldväxlar med tre månaders löptid och statsobligationer med fem års löptid.

Källor: Konjunkturinstitutet, Prospera Research AB och Riksbanken.

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport

- De implicita terminsräntorna är i genomsnitt knappt 0,2 procentenheter högre under prognosperioden.
- Prognosen för SEK/TCW revideras i starkare riktning.

Den internationella utvecklingen

Den internationella konjunkturen fortsätter att förstärkas. Framöver bedöms, liksom tidigare, den internationella konjunkturen utvecklas stabilt. Konsumentprisökningarna är fortsatt relativt återhållsamma trots stigande olje- och råvarupriser. Prognosen för BNP-tillväxten i omvärlden och bedömningen av marknadstillväxten för svenska exportvaror har justerats upp något för prognosperioden.

■ ■ Fortsatt god tillväxt i omvärlden.

Flertalet indikatorer pekar mot fortsatt god tillväxt i omvärlden (se diagram 11). BNP-tillväxten i världen 2005 bedöms ha uppgått till 4,2 procent. I år väntas tillväxten i Asien och i USA dämpas något men trots det vara fortsatt stark. Även i euroområdet bedöms tillväxten bli relativt god (se diagram 12). Sammantaget väntas tillväxten i världen utvecklas stabilt och uppgå till ca 4 procent i år och under de kommande två åren och det globala resursutnyttjandet väntas stiga svagt. Den internationella prisuppgången bedöms bli måttlig bl.a. eftersom ökad konkurrens innebär en fortsatt global prispress. Priserna i både konsument- och producentledet bedöms öka med i genomsnitt ca 2 procent per år.

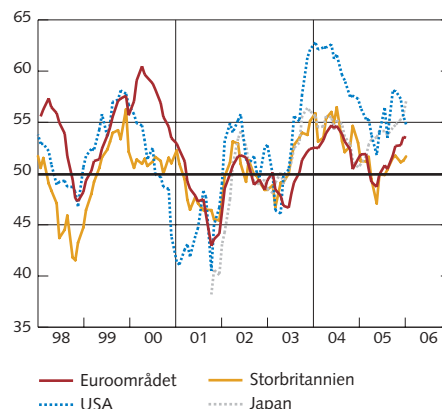
■ ■ Oljepriset högre igen.

Oljepriset har blivit högre än väntat sedan föregående inflationsrapport. Terminspriserna på olja har också stigit sedan i december (se diagram 13). Det är produktionsstörningar, säsongsmässiga faktorer och internationell oro som ligger bakom uppgången. Oljepriset väntas nu bli i genomsnitt ca 15 procent högre under prognosperioden jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport.

■ ■ Den amerikanska tillväxten dämpas något.

Enligt ett första preliminärt utfall var BNP-tillväxten mellan det tredje och fjärde kvartalet i USA endast 1,1 procent i uppräknad årstakt. Detta var långt under prognoserna enligt de flesta bedömare, inklusive Riksbanken. Både den privata och offentliga konsumtionen växte överraskande långsamt. Svackan i hushållens konsumtion under hösten speglas också i månadsstatistik över bl.a. detaljhandeln men

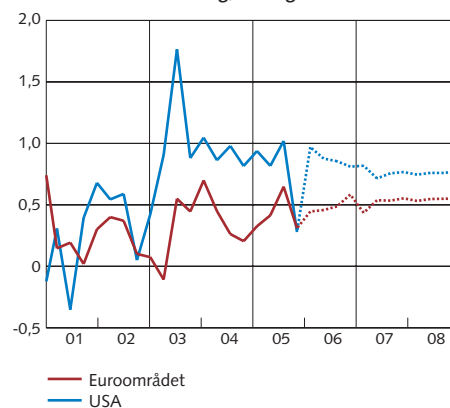
Diagram 11. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin i USA, Japan, Storbritannien och euroområdet. Diffusionsindex



Anm. 50 anger oförändrad ekonomisk aktivitet.

Källor: Institute for Supply Management och NTC Research Ltd.

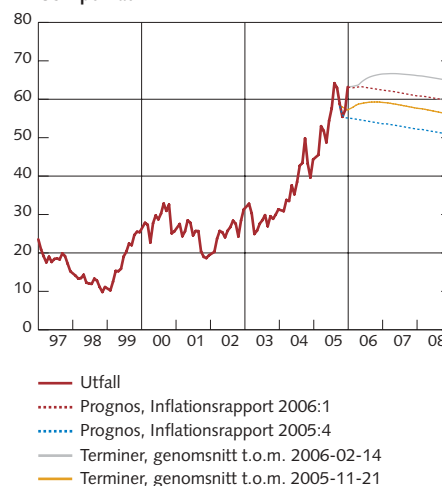
Diagram 12. BNP i euroområdet och USA. Procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

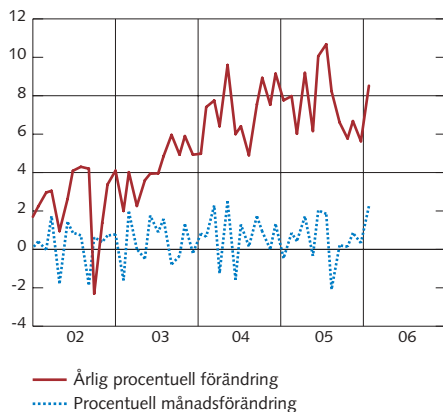
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och Riksbanken.

Diagram 13. Oljepris, Brentolja. USD per fat



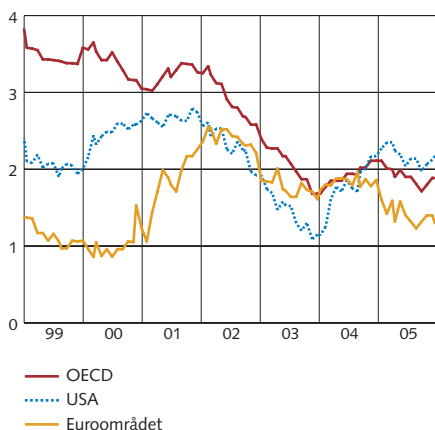
Källor: Intercontinental Exchange och Riksbanken.

Diagram 14. Detaljhandelns omsättning i USA. Månads- och årsförändringar i procent, säsongrensade data



Källa: US Department of Commerce.

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



Källa: OECD.

därefter har det skett en återhämtning (se diagram 14). Det svaga utfallet i den offentliga konsumtionen under fjärde kvartalet kan t.ex. ha påverkats av hur leveranser av försvarsmateriel förlagts i tiden. Det är därför för tidigt att dra slutsatsen att det skett en markant avmattning i USA:s ekonomi.

Totalt sett har BNP-tillväxten i den amerikanska ekonomin varit stark under 2005. Trots orkaner och ett högt oljepris ökade BNP med 3,5 procent under året enligt de preliminära siffrorna. Den höga konsumtionsviljan hos de amerikanska hushållen kan hänga samman med att hushållen förefaller vänta sig en fortsatt gynnsam utveckling av sysselsättningen. I januari var 1,6 procent fler personer sysselsatta jämfört med motsvarande månad ifjol. Även stigande huspriser har bidragit till att hålla uppe hushållens konsumtion men den senaste tiden har husmarknaden börjat mattas av. Andelen sålda hus av den totala stocken lediga hus har minskat och prisökningstakten har dämpats.

Den starka arbetsmarknaden tillsammans med fortsatt höga vinster i företagssektorn och stigande priser på tillgångsmarknaderna väntas bidra positivt till den inhemska efterfrågan framöver även om konsumtionsviljan dämpas gradvis. Investeringsstillväxten, som var stark under 2005, bedöms också mattas något under prognosperioden. En fortsatt relativt stark utveckling av inhemsk efterfrågan och en stigande sysselsättning innebär att produktiviteten, som dämpades något under 2005, mattas ytterligare under de kommande åren. Den amerikanska ekonomin väntas växa med strax över 3 procent årligen under de kommande tre åren.

Inflationen i USA enligt konsumentprisindex, KPI, har sjunkit tillbaka något de senaste månaderna. Till stor del kan detta hänföras till fallet i oljepriset i slutet av förra året. Mått på den underliggande inflationen är betydligt mer stabila och visar att priserna inte har fortsatt att accelerera under 2005 (se diagram 15).

■ ■ Förbättrade tillväxtutsikter för Asien.

I Asien har den ekonomiska utvecklingen varit i linje med den tidigare bedömningen. I Japan växte BNP med i genomsnitt 1 procent per kvartal de första tre kvartalen 2005, vilket är en markant förbättring jämfört med 2004. Tillväxten i hushållens konsumtion har stigit samtidigt som den offentliga konsumtionen har fortsatt att växa i måttlig takt. Samtidigt har exporttillväxten dämpats. Omstruktureringar och kostnadsminskningar i de japanska företagen har inneburit bl.a. högre företagsvinster och starkare balansräkningar. Investeringarna har ökat i år och tillväxten väntas bli relativt hög under de kommande åren. I år bedöms den japanska ekonomin växa med 2,1 procent. Läget på arbetsmarknaden har förbättrats successivt sedan 2002 och arbetslösheten är nu den lägsta sedan 1998. I takt med att den ekonomiska återhämtningen fortsätter väntas den långvariga deflationsperioden brytas.

Under året har marknadsbedömaren successivt reviderat upp sin bedömning av tillväxten i Asien för 2006 (se diagram 16). Den ekonomiska tillväxten i Kina är hög och produktionen har ökat med mellan

9 och 10 procent per år sedan 2003. Den ekonomiska expansionen fortsatte i samma höga takt även under det fjärde kvartalet i fjol och produktionsökningen uppgick till nästan 10 procent jämfört med motsvarande kvartal året innan. Återhämtningen av den japanska ekonomin och den starka ekonomiska expansionen i Kina har bidragit till en hög tillväxt i ett flertal andra asiatiska länder trots högre kostnader för olja och andra insatsvaror.

■ ■ Konjunkturen i euroområdet förstärks.

I euroområdet var tillväxten relativt stark under tredje kvartalet i fjol, för att sedan, enligt preliminära utfallssiffror, åter dämpas under det sista kvartalet. Det mesta tyder på att tillfälliga faktorer bidrog till att driva upp tillväxten under det tredje kvartalet och en viss dämpning av tillväxttakten var därför inte oväntad. Utfallet för BNP-tillväxten under helåret 2005 var i linje med bedömningen i den förra inflationsrapporten.

Under vintern har konjunkturbarometrar och hushållsundersökningar indikerat stigande tillväxt i euroområdet. Konfidensindikatorerna för tillverkningsindustrin har genomgående förskjutits ytterligare i positiv riktning (se diagram 17). Även förtroendeindikatorerna för hushållen har stigit och särskilt påtaglig är uppgången bland de tyska hushållen.

Trots att tillväxten i euroområdets ekonomi mattades något i slutet av fjolåret bedöms utsikterna för en fortsatt återhämtning vara goda. Penningpolitiken bedöms vara expansiv och antas endast långsamt komma att förändras i mindre expansiv riktning. Den förväntade momshöjningen i Tyskland väntas leda till att de tyska hushållen tidigarelägger vissa inköp av kapitalvaror, vilket drar upp tillväxten i Tyskland och området som helhet i slutet av 2006 men verkar dämpande på tillväxten under 2007 (se diagram 12). Momshöjningen antas dock inte komma att bryta den positiva utvecklingen.

■ ■ Återhämtning med frågetecken i Storbritannien.

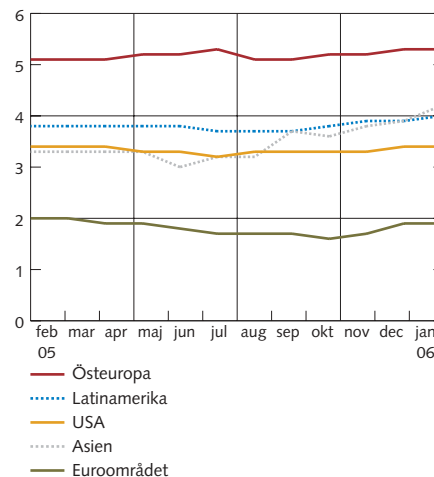
Enligt en första preliminär beräkning ökade BNP i Storbritannien med 1,8 procent i fjol. Utfallet är i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport. Det var servicenäringarna som svarade för tillväxten mellan tredje och fjärde kvartalet, medan industrins produktion minskade.

Inköpschefsindex och konfidensindikatorn för tillverkningsindustrin föll tillbaka något i höstas. Detsamma gäller hushållens förtroendeindikator. Samtidigt har omsättningen i detaljhandeln, som uppvisade en dämpning under sommaren och början av hösten, ökat snabbare under fjolårets två sista månader. Bedömningen är liksom i föregående inflationsrapport att tillväxten tilltar framöver.

■ ■ Stark konjunktur i de nordiska länderna.

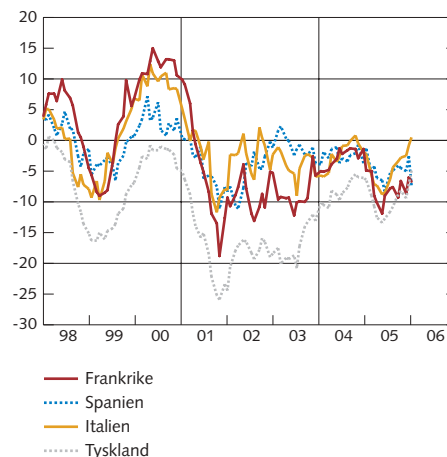
I Norge tycks utvecklingen hittills ha varit i linje med bedömningen i den förra inflationsrapporten. I Finland blev tillväxten högre än

Diagram 16. Consensusprognoser för olika regioner avseende BNP-tillväxten 2006. Årlig procentuell förändring



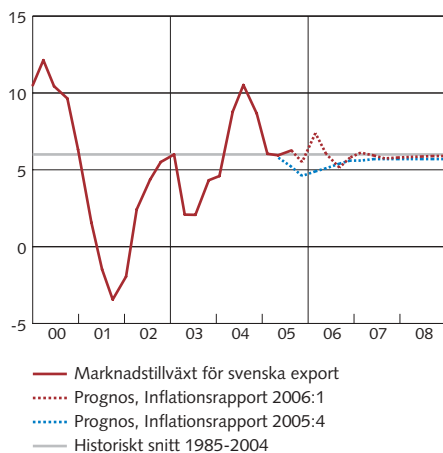
Källa: Consensus Economics Inc.

Diagram 17. Konfidensindikatorer för tillverkningsindustrin i Tyskland, Frankrike, Italien och Spanien. Netttotal



Källa: DG ECFIN – EU-kommissionen.

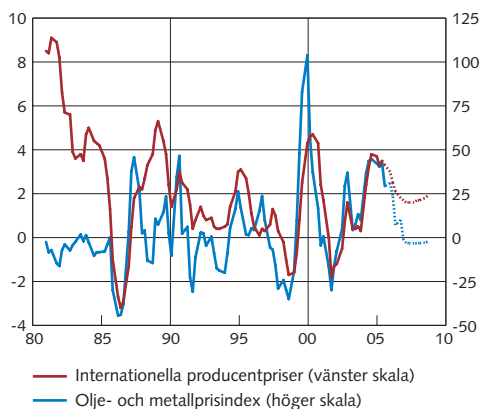
Diagram 18. Svensk exportmarknadstillväxt. Årlig procentuell förändring



Anm. Sammanvägning av den reala varuimporten i de länder som utgör den svenska exportmarknaden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken.

Diagram 19. Internationella producentpriser på bearbetade varor samt olje- och metallprisindex. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos, respektive terminer för metallprisindex.

Källor: Intercontinental Exchange, London Metal Exchange, OECD och Riksbanken.

väntat under det tredje kvartalet i fjol och en viss upprevidering av prognosen för 2005 och 2006 är därför motiverad. I huvudsak står sig dock bilden. I Danmark har tillväxten i konsumtionen varit fortsatt stark. Samtidigt har nettoexporten svängt om till att bidra positivt till tillväxten i efterfrågan. Utfallet till och med tredje kvartalet och indikationer i bl.a. barometerdata om fortsatt god tillväxt tyder på att tillväxten under 2005 var högre än vad som låg i den tidigare bedömningen.

■ ■ Förbättrad marknadstillväxt för den svenska exporten.

I inflationsrapporten i december konstaterades att tillväxten på de svenska exportmarknaderna för varor hade varit relativt svag i början av förra året. Reviderade Nationalräkenskapsdata visar nu att varuimporten i de länder som mottar huvuddelen av den svenska exporten planat ut och vänt uppåt. Bakom denna förändring av bilden döljer sig bl.a. tämligen stora revideringar av uppgifterna för andra kvartalet i fjol då det gäller importtillväxten i de nordiska länderna och Storbritannien. På flertalet marknader har importtillväxten därtill varit högre under tredje kvartalet än under andra kvartalet.

Bedömningen är att marknadstillväxten för den svenska exporten kommer att uppgå till omkring 6 procent per år under prognosperioden. Det är en tillväxttakt som är i linje med genomsnittet för perioden 1985–2004 (se diagram 18).

■ ■ Inflationen i producentledet har stigit.

Den underliggande inflationen har utvecklats stabilt i OECD-området under 2005 samtidigt som de internationella producentpriserna stigit kraftigt i spåren av ökade olje- och råvarupriser. Den höga prisökningstakten i producentledet bedöms dock falla tillbaka under prognosperioden beroende på att olje- och metallpriserna väntas sjunka framöver enligt marknadens terminsprisättning (se diagram 19). Oljepriset väntas bli högre i genomsnitt de kommande åren jämfört med decemberprognosen och följaktligen även ökningstakten i de internationella producentpriserna. Konsumentpriserna väntas dock bli något lägre i år till följd av att inflationstakten sjönk tillbaka snabbare än väntat mot slutet av 2005.

**Tabell 4. Internationella förutsättningar.
Årlig procentuell förändring**

BNP	2004	2005	2006	2007	2008
USA	4,2	3,5 (3,6)	3,2 (3,2)	3,2 (3,2)	3,1 (3,1)
Japan	2,3	2,5	2,1	1,6	1,6
Euroområdet	2,0	1,3 (1,3)	1,9 (1,8)	2,1 (2,2)	2,2 (2,3)
OECD-19	3,1	2,5 (2,5)	2,5 (2,4)	2,5 (2,5)	2,6 (2,6)
Världen	5,0	4,2 (3,9)	4,0 (3,7)	3,8 (3,5)	3,8 (3,5)

KPI	2004	2005	2006	2007	2008
USA	2,7	3,4 (3,4)	2,8 (3,1)	2,5 (2,5)	2,5 (2,5)
Euroområdet	2,1	2,2 (2,2)	2,1 (2,4)	2,2 (2,0)	1,8 (2,0)
OECD-19	2,0	2,4 (2,4)	2,1 (2,4)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)

	2004	2005	2006	2007	2008
Svensk exportmarknadstillväxt	8,1	5,9 (4,6)	6,1 (5,6)	5,9 (5,7)	5,9 (5,7)
Internationella producentpriser	2,4	3,4 (3,4)	2,4 (2,2)	1,6 (1,4)	1,8 (1,5)
Råoljepreis, USD/fat Brent	38	54 (54)	63 (54)	62 (53)	60 (52)

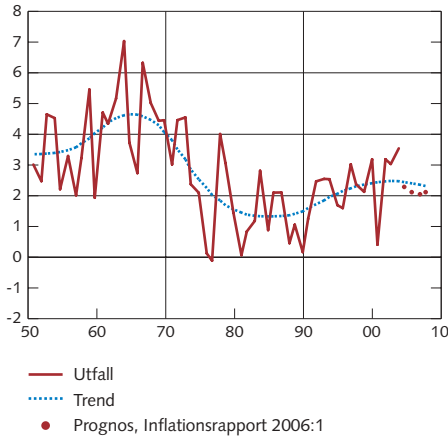
Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. KPI avser HIKP för euroområdet. OECD-19 avser Belgien, Danmark, Finland, Frankrike, Grekland, Irland, Italien, Japan, Kanada, Nederländerna, Norge, Portugal, Schweiz, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland, USA och Österrike. Svensk 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 2002–2003. Internationella producentpriser i nationell valuta avser sammanvägning av nationella PPI-serier för bearbetade varor. I denna sammanvägning ingår elva länder och den görs med hjälp av TCW-vikter. Länderna som ingår är USA, Tyskland, Storbritannien, Norge, Finland, Danmark, Belgien, Japan, Kanada, Frankrike och Nederländerna. De utgör tillsammans ungefär 85 procent av den totala TCW-viktningen.

Källor: Intercontinental Exchange, OECD och Riksbanken.

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport

- Oljepriiset revideras upp med i genomsnitt 15 procent under prognosperioden, till följd av höga utfall och uppjusterade terminspriser.
- Tillväxten i Asien är uppreviderad för hela prognosperioden.
- Exportmarknadstillväxten revideras upp till i genomsnitt 6 procent per år under prognosperioden, huvudsakligen till följd av förbättrade tillväxtutsikter för Asien.

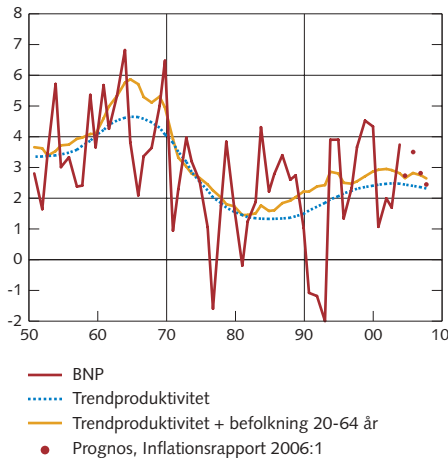
Diagram 20. Produktivitet i hela ekonomin.
Årlig procentuell förändring



Anm. Trenden har beräknats med ett Hodrick-Prescott-filter på faktisk produktivitetstillväxt t.o.m. 2004 som sedan är förlängd med Riksbankens prognos t.o.m. 2008 och därefter framskriven med 2,2 procents tillväxt t.o.m. 2015.

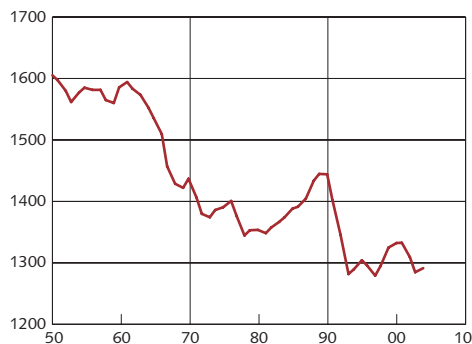
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 21. BNP och trendproduktivitet.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 22. Medelarbetstid per invånare 20-64 år.
Timmar per år



Källa: SCB.

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige

Nationalräkenskapsstatistik och övriga konjunkturindikatorer tyder på att konjunkturuppgången är något starkare än vad som bedömdes i den förra inflationsrapporten. De senaste årens snabba produktivitetstillsökningar fortsatte också under det tredje kvartalet. Även om produktivitetstillväxten har sjunkit något från de senaste årens höga takt bedöms den vara relativt hög de närmaste åren. En viss upprevidering av prognosen för BNP-tillväxten har därmed gjorts. Sysselsättningen väntas nu öka lite mer jämfört med föregående prognos men samtidigt bedöms också arbetsutbudet öka snabbare. Snabbare tillväxt i produktiviteten och större arbetsutbud medför att synen på resursutnyttjandet i stort sett är oförändrad sedan föregående inflationsrapport.

■ ■ Den trendmässiga BNP-tillväxten i Sverige har stigit det senaste årtiondet.

Tillväxten i produktiviteten, mätt som BNP per arbetad timme, ökade under 1990-talet efter en nedgång under de föregående decennierna (se diagram 20). Efter den ekonomiska krisen i början av 1990-talet har produktivitetstillväxten i genomsnitt under den senaste tioårsperioden varit 2,4 procent per år. En liknande acceleration har noterats även i bl.a. USA och Finland, medan utvecklingen har varit närmast den omvända i många centraleuropeiska länder. Den snabba utvecklingen inom informations- och kommunikationsteknologin är en viktig faktor bakom utvecklingen i Sverige men även ökad konkurrens och avreglerade marknader har bidragit.¹

Tillväxten i produktiviteten är viktig för bedömningen av den trendmässiga tillväxten i BNP. Produktiviteten bedöms framöver öka ungefär i samma takt som genomsnittet under de senaste 10 åren. Detta är något mer än vad som antogs i föregående rapport. Förutom produktiviteten påverkas BNP-tillväxten även av arbetsutbudet. Det senare kan grovt uppskattas genom att undersöka hur befolkningen växer. Den arbetsföra befolkningen i åldern 20–64 år har ökat med i genomsnitt 0,4 procent per år 1995–2004. De närmaste åren väntas arbetsutbudet fortsätta att öka i en stabil takt för att sedan minska mot slutet av detta decennium. Ett mått på trendmässig BNP-tillväxt är summan av tillväxten i trendproduktiviteten och i befolkningen (se diagram 21). Mätt på detta sätt har den trendmässiga BNP-tillväxten legat mellan 2,5 och 3,0 procent sedan 1994.

Viktigt för den trendmässiga tillväxten är också hur många personer som är sysselsatta och hur många timmar som varje person arbetar, dvs. hur medelarbetstiden utvecklas. Sett över en längre period har medelarbetstiden per invånare sjunkit (se diagram 22). Under efterkrigstiden har arbetstiden förkortats men denna utveckling har avstannat. Under 1970- och 80-talen bidrog utbyggnaden av den offentliga

¹ Se även "Den 'nya ekonomin' och svensk produktivitet på 2000-talet", Andersson B. och M. Ådahl, Penning- och valutapolitik 2005:1.

sektorn och stigande kvinnlig förvärvsfrekvens till ökande medelarbetstid. Under krisåren i början av 1990-talet sjönk medelarbetstiden och har därefter legat kvar på en i stort sett oförändrad nivå.

Frågan är hur medelarbetstiden kommer att utvecklas framöver. Den stigande medellivslängden och förbättrade ekonomiska incitament att senarelägga pensionering kan öka antalet arbetade timmar per invånare i åldersgruppen 20–64 år (medelarbetstiden) de närmaste åren. Omläggningen av pensionssystemet tycks redan ha påverkat arbetskraftsdeltagandet bland äldre. I motsatt riktning verkar det faktum att andelen i åldrarna 55–64 (40-talisterna) med lägre arbetskraftsdeltagande ökar som andel av befolkningen i åldrarna 20–64 år. Sammantaget bedöms den trendmässiga medelarbetstiden vara i stort sett oförändrad de närmaste åren.

De senaste tio åren har BNP i genomsnitt vuxit med närmare 3 procent per år. Baserat på ovanstående resonemang om befolkningens tillväxt och på antagandet om trendproduktivitets utveckling kan en rimlig bedömning av de närmaste årens BNP-tillväxt vara mellan 2,5 och 3,0 procent.

■ ■ BNP-tillväxten i Sverige högre än väntat.

De nya siffrorna för nationalräkenskaperna visar att BNP-tillväxten förra året var något högre än vad som antogs i föregående rapport. Även arbetsproduktiviteten ökade mer än väntat under de tre första kvartalen 2005.

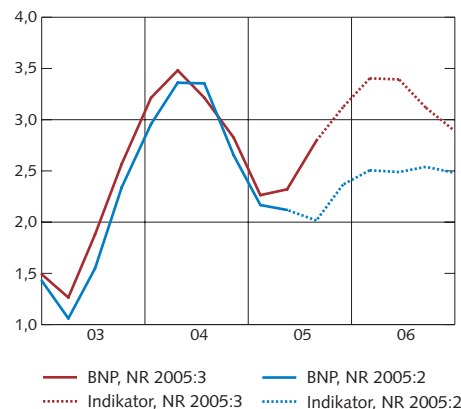
För att kunna bedöma BNP-utvecklingen på kort sikt använder sig Riksbanken av indikatormodeller som tar hänsyn till ett stort antal indikatorer. Enligt dessa modeller väntas tillväxten i BNP fortsätta att öka i snabb takt under det fjärde kvartalet (se diagram 23).

Nationalräkenskaperna visar att tillväxten av hushållens konsumtion fortsätter att överraska positivt. Tillgängliga indikatorer som exempelvis detaljhandels omsättning tyder på att tillväxten i konsumtionen blir hög även under fjärde kvartalet (se diagram 24). Det indikerar även Konjunkturinstitutets enkät över hushållens inköpsplaner. Enligt enkäten blev hushållen påtagligt mer optimistiska i januari jämfört med december.

Även investeringarna fortsatte öka i god takt under det tredje kvartalet (se diagram 25). Det är framförallt bostadsinvesteringarna och näringslivets investeringar som växer starkt medan de offentliga investeringarna i princip är oförändrade. Importen och exporten utvecklades också oväntat starkt. Den starka exporten kan delvis förklaras av att den svenska exportmarknaden växt snabbare än väntat. Under slutet av 2005 mattades exporttillväxten av, men andra indikatorer, som exempelvis exportorderingsgången tyder på att det är en tillfällig avmattning (se diagram 26). Utvecklingen av den offentliga sektorns konsumtion för de tre första kvartalen 2005 indikerar däremot att ökningstakten för 2005 blir lägre än tidigare bedömningar (se tabell 5).

Diagram 23. BNP, utfall och prognos enligt indikatormodeller.

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

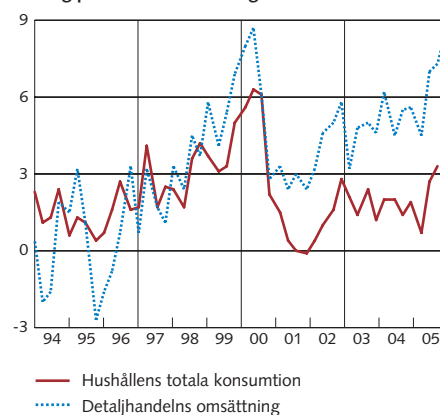


Anm. Diagrammet visar BNP enligt nationalräkenskaperna 2005:2 och medelvärde av de indikatorprognoser som beskrivs och redovisas diagram R1 i fördjupningrutan "BNP-indikatorer" i Inflationsrapport 2005:3. I diagrammet återfinns även aktuell BNP enligt de senaste nationalräkenskaperna och motsvarande medelvärde för de aktuella indikatorprognoserna.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 24. Detaljhandels omsättning och hushållens konsumtion.

Årlig procentuell förändring

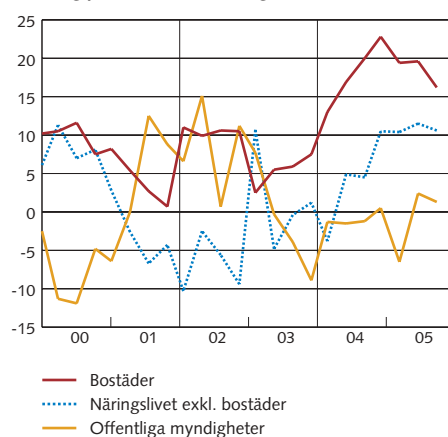


Anm. Ej kalenderkorrigerade data.

Källa: SCB.

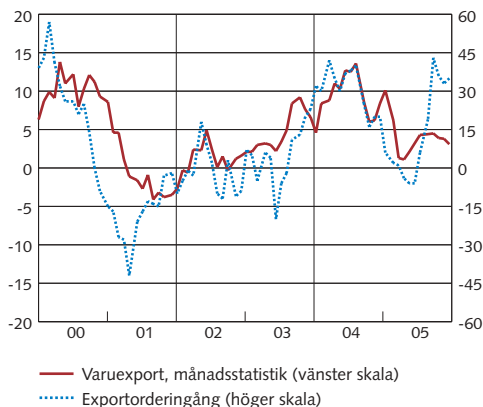
Diagram 25. Fasta bruttoinvesteringar, uppdelat på sektorer.

Årlig procentuell förändring



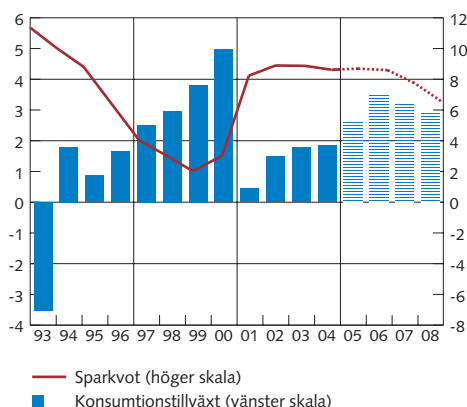
Källa: SCB.

Diagram 26. Varuexport i fasta priser enligt månadsstatistik samt exportordergång. Årlig procentuell förändring respektive netttotal



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 27. Hushållens konsumtion och sparkvot. Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 5. Försörjningsbalans. Årlig procentuell förändring

	2004	2005	2006	2007	2008
Hushållens konsumtion	1,8	2,7 (2,2)	3,7 (2,9)	3,2 (2,9)	2,9 (2,5)
Offentlig konsumtion	0,1	0,0 (0,5)	1,6 (1,8)	0,7 (0,7)	0,6 (0,5)
Fasta bruttoinvesteringar	5,1	9,9 (7,3)	5,7 (5,5)	4,6 (4,8)	3,0 (3,0)
Lagerinvesteringar, bidr.	-0,2	-0,2 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	10,8	5,4 (3,7)	6,3 (5,7)	5,8 (5,7)	5,8 (5,6)
Import	6,4	6,3 (4,0)	7,1 (6,0)	6,5 (6,5)	6,2 (6,0)
BNP	3,7	2,7 (2,4)	3,5 (3,2)	2,8 (2,5)	2,4 (2,2)
BNP, kalenderkorrigerad	3,2	2,7 (2,4)	3,8 (3,5)	2,9 (2,7)	2,3 (2,1)

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Siffrorna avser faktiska tillväxttakter, om inget annat anges.

Källor: SCB och Riksbanken.

■ ■ Stark inhemsk efterfrågeutveckling under hela prognosperioden.

Flera faktorer talar för att hushållens konsumtion kan fortsätta att stiga i snabb takt under hela prognosperioden. Under 2006 stimuleras konsumtionen bl.a. av sänkta skatter och höjda barnbidrag. De senaste åren har hushållen dessutom ökat sitt sparande kraftigt och sparkvoten är nu jämförelsevis hög (se diagram 27). Efter en god börsutveckling och snabbt stigande fastighetspriser är hushållens förmögenhetsställning stark trots att även skuldsättningen ökar snabbt. Nettoförmögenheten, dvs. finansiella tillgångar samt innehav av småhus och bostadsrätter minus skulder, har ökat betydligt. I takt med att arbetsmarknadsläget förbättras minskar också motivet för försiktighets-sparande. Alla dessa faktorer, samt fortsatt relativt låg ränta, talar för att sparkvoten ska sjunka framöver. Dessutom väntas den reala disponibla inkomsten öka i god takt när sysselsättningen stiger. Sammantaget bedöms därför konsumtionen öka snabbt de närmaste åren (se tabell 5).

Investeringarna fortsätter att öka under prognosperioden om än i något långsammare takt än i fjol. Det är flera faktorer som talar för en stark tillväxt i investeringar: låg räntenivå, relativt god lönsamhet för företagen och ökande offentliga investeringar. Bostadsinvesteringarna beräknas ha ökat med nära 20 procent ifjol men ökningstakten har dämpats sedan slutet av 2004 (se diagram 25). I ett längre tidsperspektiv är nivån på bostadsinvesteringarna fortfarande låg vilket talar för fortsatt stigande investeringar. Ökningstakten väntas dock bli lägre än i fjol bl.a. för att produktion och sysselsättning i byggindustrin inte bedöms kunna öka lika snabbt framöver. I takt med att företagen inom näringslivet blir alltmer nöjda med nivån på produktionskapaciteten dämpas behovet av att öka investeringarna. I kombination med stigande räntor och något långsammare ökningstakt för de offentliga investeringarna, väntas ökningstakten för de totala fasta bruttoinvesteringarna dämpas under prognosperioden (se tabell 5).

En fortsatt stabil utveckling av den internationella konjunkturen de närmaste åren lägger grunden för en relativt god utveckling av exporten under prognosperioden. Den gradvisa förstärkning av

kronan som väntas ske gör dock att exporttillväxten efterhand dämpas något. I takt med att konsumtionen och investeringarna ökar stiger också importen relativt snabbt i år. Riksbanken gör bedömningen att tillväxten i importen kommer att avta gradvis under prognosperioden i samband med att efterfrågan dämpas.

Utfallet av den senaste statistiken och olika konjunkturindikatorer motiverar en upprevidering av BNP-tillväxten för 2005 och 2006 jämfört med föregående prognos. Även den genomsnittliga BNP-tillväxten under prognosperioden revideras upp något då det mesta tyder på att det senaste decenniets relativt snabba tillväxt i produktiviteten kan antas fortsätta de kommande åren. Under 2005 antas nu BNP-tillväxten ha uppgått till 2,7 procent. I år antas BNP växa med 3,5 procent och därefter med 2,8 respektive 2,4 procent per år (se tabell 5). BNP-tillväxten väntas därmed mattas något efterhand (se diagram 28). Den antagna uppgången i räntorna är en faktor som bidrar till uppbromsningen.

■ ■ Den offentliga sektorns finansiella sparande minskar.

Regeringens finanspolitiken bedöms ha en förhållandevis expansiv inriktning i år och under nästa år. Riksbanken bedömer liksom i föregående prognos att den offentliga konsumtionen ökar kraftigt i år till följd av tidigare annonserade åtgärder från regeringens sida (se tabell 5).

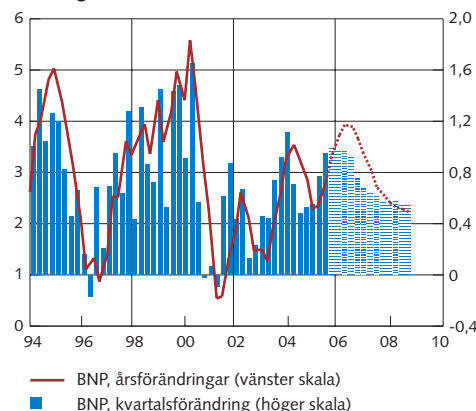
Den kommunala konsumtionen ökade inte 2005 trots gynnsamma finansiella förutsättningar. Detta kan hänga ihop med att många kommuner och landsting hållit tillbaka sina utgiftsökningar för att klara det kommunala balanskravet. Rekommendationer från *Sveriges kommuner och landsting* om en god ekonomisk hushållning i framtiden, bl.a. för att möta ökade framtida pensionskostnader, kan emellertid få betydelse för den framtida utvecklingen. Om denna rekommendation efterlevs kan det komma att dämpa konsumtionsutvecklingen även framöver.

Sammantaget väntas överskottet i den offentliga sektorns finansiella sparande minska i år och nästa år för att åter öka 2008 (se diagram 29). Överskottet i den offentliga sektorns finansiella sparande antas bli något högre 2006–2007 än vad som antogs i december. Detta är en följd av revideringarna i nationalräkenskapernas utfall, starkare statsfinansiering än väntat under 2005 och av att BNP-tillväxten har reviderats upp.

■ ■ Sysselsättning och arbetskraft väntas öka snabbare.

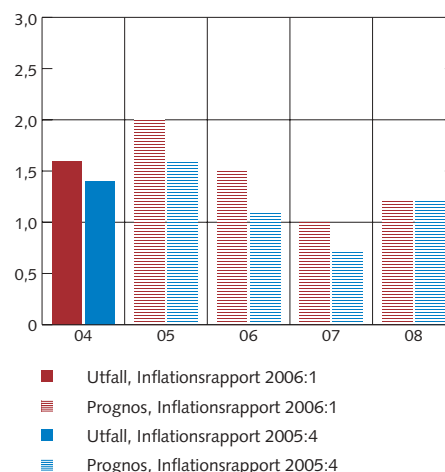
Enligt nationalräkenskapsdata växte antalet arbetade timmar svagt under de tre första kvartalen 2005. Samtidigt ökade sysselsättningen något mer än väntat. Antalet sysselsatta och antalet personer i arbetskraften ökade i följd med drygt 0,7 procent jämfört med 2004. Den öppna arbetslösheten minskade som väntat under fjärde kvartalet och uppgick i genomsnitt till 5,9 procent under 2005 enligt tillgänglig månadsstatistik.

Diagram 28. BNP. Kvartals- och årsförändringar i procent, säsongrensade data



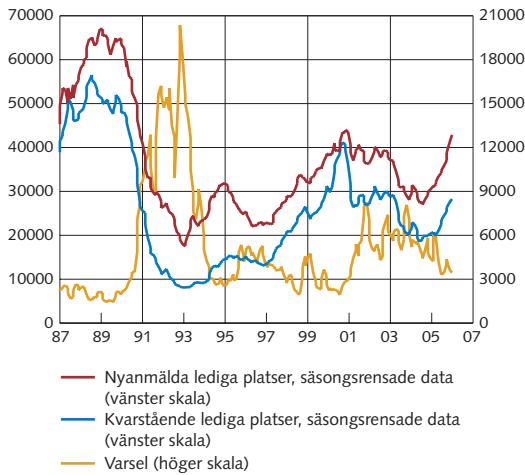
Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 29. Den offentliga sektorns finansiella sparande, utfall och prognos. Procent av BNP



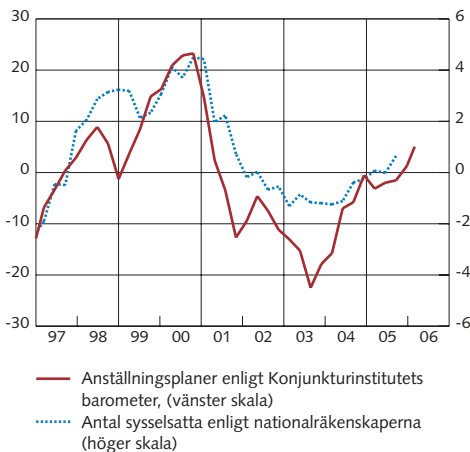
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 30. Nyanmälda och kvarstående lediga platser med en varaktighet på mer än tio dagar samt varsel.
Tre månaders glidande medelvärde



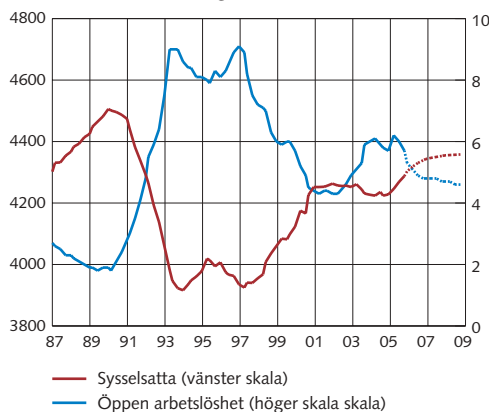
Källa: AMS.

Diagram 31. Anställningsplaner och sysselsatta i näringslivet.
Nettotal respektive årlig procentuell förändring



Anm. Av Riksbanken sammanvägda anställningsplaner.
Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

Diagram 32. Sysselsättning och öppen arbetslöshet.
1000-tals personer respektive procent av arbetskraften, säsongrensade data



Anm. De historiska serierna är länkade bakåt av Riksbanken. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken.

Den stora metodomläggningen av Arbetskraftundersökningen (AKU) gör emellertid att den senaste tidens utveckling på arbetsmarknaden är svårtolkad. Sammantaget bedöms sysselsättningen ha ökat något i fjol, vilket stöds av bl.a. Kortperiodisk sysselsättningsstatistik från SCB, men storleken på ökningen är osäker.

Utvecklingen av olika indikatorer på arbetsmarknadsläget, såsom antalet nyanmälda lediga platser och varsel, visar att efterfrågan på arbetskraft har vänt uppåt (se diagram 30). Konjunkturinstitutets senaste kvartalsbarometer visade även på fortsatt positiva anställningsplaner inför årets första kvartal inom byggverksamheten och delar av de privata tjänstenäringsarna (se diagram 31).

Sysselsättningen, i såväl timmar som personer, väntas öka framöver till följd av att produktionen växer och att de arbetsmarknadspolitiska sysselsättningsåtgärderna utökas. Samtidigt väntas produktivitetstillväxten utvecklas i en förhållandevis jämn takt under resten av prognosperioden. Sammantaget väntas en något högre efterfrågan på arbetskraft än i föregående inflationsrapport medföra en något starkare utveckling av timmar och sysselsättning i näringslivet i år.

Eftersom sysselsättningen nu väntas öka något mer än i föregående prognos väntas arbetskraftsdeltagandet också stiga lite snabbare. Den öppna arbetslösheten väntas minska under prognosperioden som ett resultat av ökad efterfrågan på arbetskraft och relativt omfattande arbetsmarknadspolitiska program (se diagram 32). Den totala arbetslösheten visar dock inte en lika positiv utveckling eftersom antalet deltagare i konjunkturberoende program ökar under 2006. Sammantaget väntas utbudet av arbetskraft stiga i takt med den ökade efterfrågan på arbetskraft.

Tabell 6. Arbetsmarknadsprognos.
Årlig procentuell förändring

	2004	2005	2006	2007	2008
Arbetade timmar, NR*	-0,3	0,4 (0,6)	1,7 (1,6)	0,9 (0,7)	0,2 (0,2)
Sysselsatta	-0,5	0,7 (0,6)	1,5 (1,1)	0,6 (0,6)	0,2 (0,2)
Arbetskraft	0,2	0,7 (0,6)	0,5 (0,1)	0,3 (0,3)	0,1 (0,1)
Öppen arbetslöshet, procent av arbetskraften	5,9	5,9 (5,9)	5,0 (5,0)	4,8 (4,6)	4,6 (4,6)
Arbetsmarknadspolitiska program, procent av arbetskraften	2,4	2,7 (2,7)	3,3 (3,6)	3,1 (3,3)	2,6 (3,0)

*Kalenderkorrigerade värden.

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. NR avser nationalräkenskaperna.

Källor: SCB och Riksbanken.

■ ■ Resursutnyttjandet väntas stiga framöver.

Inom näringslivet har sysselsättningen stigit och bristen på arbetskraft har ökat något enligt Konjunkturbarometern. Sysselsättningen inom industrin fortsätter att falla. Trots detta var kapacitetsutnyttjandet inom industrin relativt högt kring årsskiftet (se diagram 33). Samtidigt är det endast få företag som rapporterar att det är brist på arbetskraft

(se diagram 34). Det höga kapacitetsutnyttjandet avser därför inte brist på arbetskraft utan snarare utnyttjandet av maskiner och anläggningar. Framöver väntas en fortsatt svag sysselsättningsutveckling inom industrin och därmed beräknas ingen tydlig brist på arbetskraft uppstå. I några av tjänstebranscherna stiger bristtalen sedan slutet av 2004 men från låga nivåer (se diagram 35). Det är bara inom byggbranschen som bristtalen börjar bli höga.

Det totala resursutnyttjandet av produktionsfaktorerna arbete och kapital väntas stiga under prognosperioden. Det är sannolikt tillgången på arbetskraft som är den främsta begränsningen på tjänstebranschernas produktionspotential. Den offentliga sektorn, som i viss utsträckning konkurrerar med de privata tjänstebranscherna om samma arbetskraft, väntas ha en relativt svag sysselsättningsutveckling efter 2006.

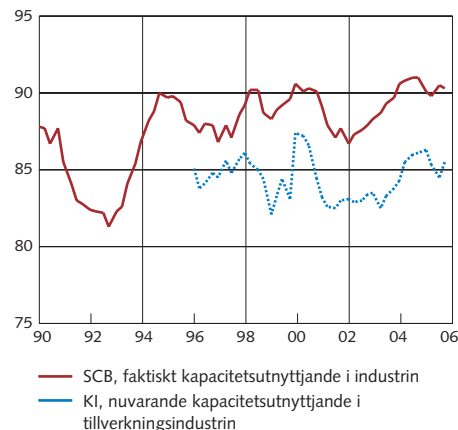
I dagsläget är bristtalen i byggbranschen jämförelsevis höga. En fortsatt hög BNP-tillväxt med stigande resursutnyttjande håller byggnadsinvesteringarna på en fortsatt hög nivå vilket tillsammans med ett fortsatt snabbt bostadsbyggande väntas medföra en viss brist på byggarbetskraft. Liksom i tjänstebranscherna är inte kapitalstocken någon viktigare begränsning i byggbranschen. Den fördjupade integrationen inom EU och utvidgningen med tio nya medlemstater innebär en möjlighet för utländsk byggarbetskraft och byggföretag att tillgodose den stigande efterfrågan i Sverige. Eftersom bristtalen trots detta ökat är det osäkert hur mycket denna ökade konkurrens kommer att påverka priser och löner i Sverige men det torde dämpa kostnadsutvecklingen.

Sammantaget väntas ökningen i produktionen leda till ett ökat resursutnyttjande men någon arbetskraftsbrist är det inte fråga om, annat än möjligtvis inom vissa sektorer. Resursutnyttjandet bedöms utvecklas i ungefär samma takt som i den föregående rapporten. Den högre BNP-tillväxten är möjlig utan ett mera ansträngt resursutnyttjande därför att både produktivitetstillväxt och arbetsutbud väntas bli högre än i föregående bedömning.

■ ■ Löneökningstakten stiger långsamt.

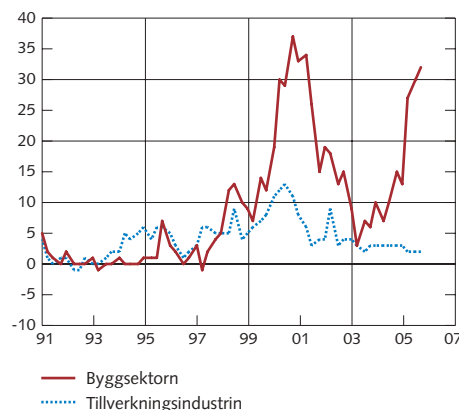
De senaste årens svaga arbetsmarknad har dämpat löneökningstakten i näringslivet. Det förefaller dock som att löneökningstakten bottnade under 2004 och började öka svagt under fjolåret. Sedan inflationsrapporten i december har preliminär konjunkturlönestatistik för september till november 2005 inkommit. Statistiken indikerar en löneökningstakt i ekonomin under perioden januari till november 2005 på i genomsnitt 2,9 procent jämfört med motsvarande period i fjol (se diagram 36). I näringslivet steg lönerna med 3,2 procent under denna period medan motsvarande siffra för offentlig sektor endast var 2,4 procent. Den låga uppmätta ökningstakten i offentlig sektor beror dock på att lokala förhandlingar försenats. I takt med att retroaktiva löner utbetalas kommer löneökningstakten i offentlig sektor troligen att revideras upp.

Diagram 33. Industrins kapacitetsutnyttjande. Procent, säsongrensade data



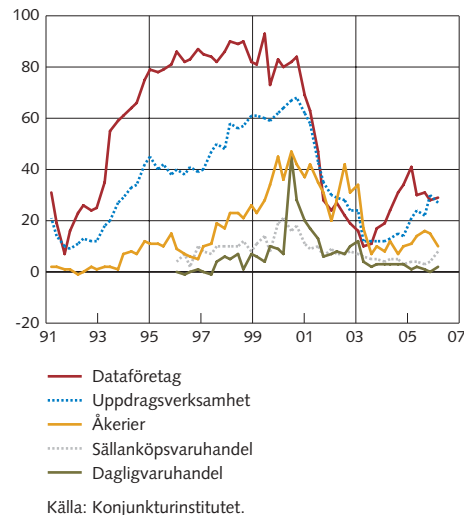
Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 34. Andel företag med brist på arbetskraft. Procent, säsongrensade data



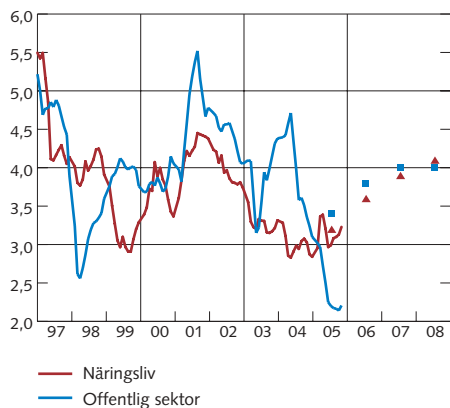
Anm. Bristtal avser andelen företag som angett tillgången på arbetskraft som främsta hinder för ökad produktion. Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 35. Andel företag med brist på arbetskraft. Procent, säsongrensade data



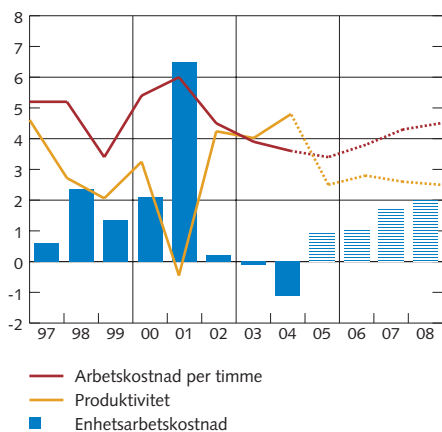
Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 36. Nominella timlöner.
Årlig procentuell förändring, tre månaders
glidande medelvärde



Anm. Definitiva utfall till och med november 2004.
Punkter avser Riksbankens prognos.
Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken.

Diagram 37. Enhetsarbetskostnader i näringslivet.
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade
data



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

Den höga BNP-tillväxt som prognostiseras väntas bidra till att efterfrågan på arbetskraft ökar, om än i en måttlig takt. Löneökningstakten väntas därför stiga gradvis under prognosperioden (se tabell 7 och diagram 36).

■ ■ **Hög produktivitet ger lågt men stigande kostnadstryck.**

Enhetsarbetskostnaderna har utvecklats i en mycket långsam takt sedan 2002 (se diagram 37). Under 2003 och 2004 minskade de till följd av en stark produktivitetstillväxt och en måttlig utveckling av arbetskostnaderna. I takt med att konjunkturen stärks och löneökningstakten tilltar väntas enhetsarbetskostnaderna stiga igen. Till följd av något högre genomsnittlig produktivitetstillväxt väntas dock enhetsarbetskostnaderna öka i en något långsammare takt jämfört med den bedömning som gjordes i föregående inflationsrapport (se tabell 7).

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

	2004	2005	2006	2007	2008
Löner, KL	3,0	3,2 (3,2)	3,6 (3,5)	3,9 (3,9)	4,1 (4,1)
Arbetskostnad, NR	3,6	3,4 (3,4)	3,8 (3,8)	4,3 (4,3)	4,5 (4,5)
Produktivitet	4,8	2,5 (2,3)	2,8 (2,7)	2,6 (2,5)	2,5 (2,3)
Enhetsarbetskostnad	-1,1	0,9 (1,0)	1,0 (1,1)	1,7 (1,8)	2,0 (2,1)

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Produktiviteten beräknad utifrån anställdas arbetstimmar. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.
Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken.

Inflationsförväntningar

Riksbanken följer företagens och hushållens förväntningar på konsumentprisutvecklingen eftersom de påverkar den faktiska inflationen genom pris- och lönebildningen. Förväntningarna påverkas i sin tur av en mängd olika faktorer, så som nuvarande prisökningstakt, Riksbankens agerande och kommunikation samt den allmänna bilden av ekonomin. Inflationsförväntningarna kan också uppfattas som en indikator på penningpolitikens trovärdighet.

■ ■ Inflationsförväntningarna i stort sett oförändrade.

Hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt, enligt Konjunkturinstitutets senaste mätning, var 1,5 procent (se diagram 38 och tabell 8). Detta var ungefär desamma som i oktober 2005.

Företagens förväntningar på prisökningstakten har stigit något sedan förra inflationsrapporten men de ligger fortfarande lägre än hushållens. Enligt Konjunkturinstitutets barometer i januari väntas inflationen på ett års sikt vara 1,3 procent, vilket är 0,2 procentenheter högre än vid förra barometern i oktober.

Prosperas undersökning av inflationsförväntningar från början av februari visar i stort sett på oförändrade genomsnittliga inflationsförväntningar jämfört med den förra undersökningen. Inflationen väntas i genomsnitt bli 1,7 procent på ett års sikt, 1,9 procent på två års sikt och 2,0 procent på fem års sikt.

De genomsnittliga förväntningarna har i stort sett inte förändrats på senare tid men vissa förskjutningar mellan de olika tillfrågade grupperna har ägt rum. Arbetsgivarorganisationerna har justerat upp sina förväntningar på längre sikt (två respektive fem års sikt) med 0,2 respektive 0,1 procentenheter medan arbetstagarorganisationerna justerat ned sina förväntningar jämfört med undersökningen i november (se tabell 8). Även penningmarknadens aktörer och industrins inköpschefer förväntar sig nu marginellt lägre inflation på längre sikt än vad de gjorde vid föregående undersökningstillfälle. Överlag är det god överensstämmelse mellan inflationsförväntningar och Riksbankens prognoser.

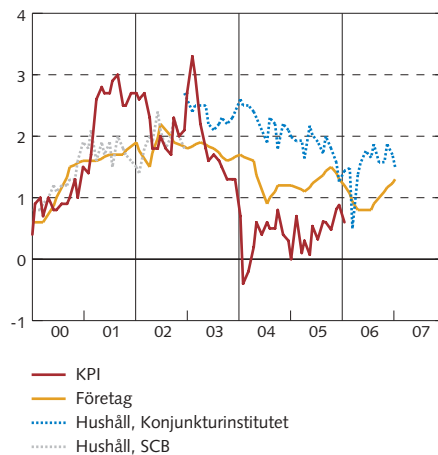
Tabell 8. Förväntad inflationstakt enligt Prosperas undersökning i februari 2006 där inget annat anges. Procent, medelvärde

Förväntad inflationstakt om	1 år	2 år	5 år
Penningmarknadens aktörer	1,6 (1,6)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)
Arbetsgivarorganisationer	1,6 (1,6)	2,0 (1,8)	2,2 (2,1)
Arbetstagarorganisationer	1,5 (1,5)	1,7 (1,8)	1,9 (2,0)
Inköpschefer handel	1,8 (1,7)	1,9 (1,9)	2,1 (2,1)
Inköpschefer industri	1,9 (1,9)	2,0 (2,1)	2,1 (2,2)
Hushåll (HIP) i januari (oktober)	1,5 (1,6)		
Företag (Barometern) i januari (oktober)	1,3 (1,1)		

Anm. Resultat från föregående undersökning i november 2005 anges inom parentes där inget annat anges.

Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera Research AB.

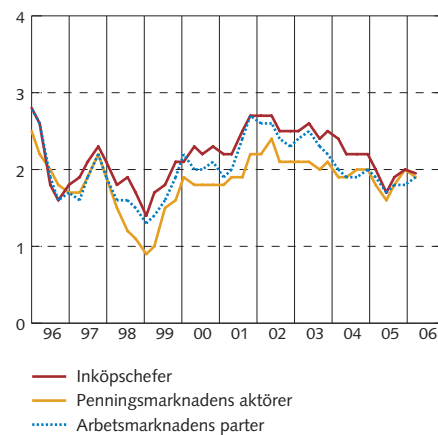
Diagram 38. Faktisk inflation (KPI) samt hushållens och företagens inflationsförväntningar på ett års sikt. Årlig procentuell förändring



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

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 39. Olika aktörers inflationsförväntningar på två års sikt. Årlig procentuell förändring



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

Källa: Prospera Research AB.

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport

- BNP-prognosen har reviderats upp över hela prognosperioden föranlett av nationalräkenskapernas utfall och att den trendmässiga produktivitetstillväxten nu väntas bli något högre.
- Hushållens konsumtion har reviderats upp över hela prognosperioden, vilket följer av ett starkt utfall, stigande disponibla inkomster och minskat försiktighetssparande.
- Investeringarna har reviderats upp på kort sikt.
- Något starkare tillväxtutsikter och ett högre utfall än förväntat för sysselsättningen medför att sysselsättningsprognosen har reviderats upp. Arbetskraften antas också öka mer till följd av högre efterfrågan på arbetskraft.
- Enhetsarbetskostnaderna revideras ned något till följd av en något snabbare antagen produktivitetstillväxt.

■ Inflationsbedömning

Inflationstakten föll från 2002 och fram till mitten av 2005. Därefter har den ökat något igen. Det mesta tyder på att inflationsuppgången är relativt bred och berör många varugrupper. Framöver bedöms inflationen stiga något i takt med att resursutnyttjandet och kostnadstrycket stiger. Jämfört med bedömningen i december är inflationsprognosen något nedreviderad.

■ ■ Inflationen något lägre än prognos.

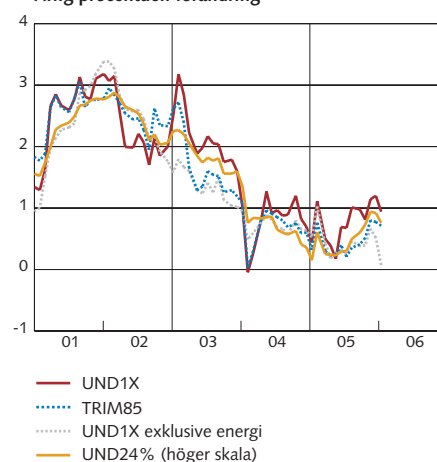
Sedan prognosen i december har tre nya inflationssiffror publicerats. Den underliggande inflationen enligt UND1X, där räntekostnader samt förändrade indirekta skatter och subventioner exkluderas från KPI, uppgick till 0,9 procent i januari. Detta var lägre än Riksbankens prognos i december. Framförallt var det den importerade inflationen som blev oväntat låg.

Även om inflationstakten har stigit något under det senaste året är den fortsatt låg. Ett flertal faktorer har bidragit till den utvecklingen. Under de senaste åren har en allt större andel av importen kommit från lågkostnadsländer, vilket har bidragit till en lägre prisökningstakt på varor i konsumentledet. Den ökade konkurrensen i livsmedelsbranschen har också medfört lägre livsmedelspriser. Resursutnyttjandet har samtidigt varit relativt lågt och enhetsarbetskostnaderna har sjunkit till följd av produktivitetsförbättringar och måttliga löneökningar. Kronkursen förstärktes gradvis mellan 2002 och 2004, vilket också antas ha dämpat inflationen med en viss fördröjning.

■ ■ Något högre underliggande inflationstakt.

För att analysera hur inflationen utvecklas rensat för olika tillfälliga faktorer studerar Riksbanken ett antal mått på den så kallade underliggande inflationen. Den underliggande inflationstakten kan mätas på olika sätt men syftet är att försöka urskilja den gemensamma trendmässiga komponenten för alla priser som tillsammans utgör KPI. En vanlig metod är att rensa bort en del varor och tjänster vars priser ofta fluktuerar kraftigt på grund av tillfälliga faktorer, såsom oljerelaterade produkter, el och grönsaker. Det är också vanligt att beräkna underliggande inflation genom att använda olika statistiska metoder som tar bort eller minskar betydelsen av varu- och tjänstegrupper vars priser varierar kraftigt. I diagram 40 visas olika mått på den underliggande inflationen. Samtliga tyder på att prisökningarna började stiga under andra halvåret 2005 efter att ha sjunkit från början av 2002. Uppgången i inflationen förefaller således inte enbart ha att göra med prisökningar inom ett fåtal varugrupper, utan är bredare. Hittills har dock inflationen enbart stigit svagt och från en låg nivå. 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.

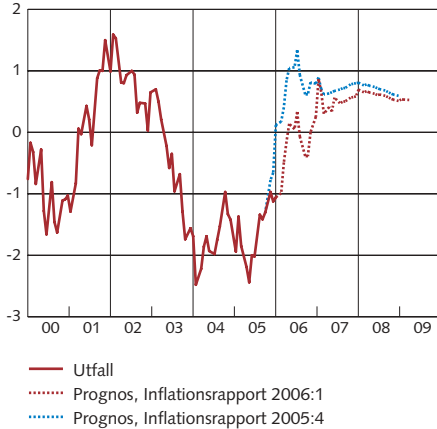
Diagram 40. Olika mått på underliggande inflation. Årlig procentuell förändring



Anm. De alternativa måtten är beräknade utifrån KPI uppdelat på cirka 70 undergrupper. UND24 är sammanvägd med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen för avvikelser 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.

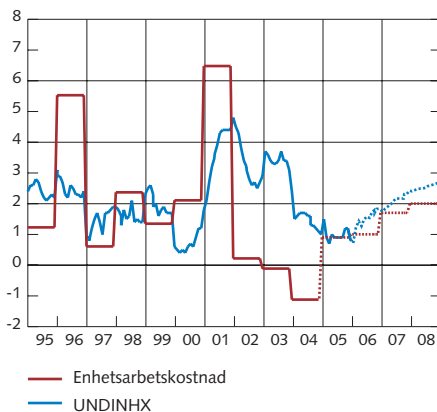
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 41. UNDIMPX exklusive oljeprodukter.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 42. UNDINHX och enhetsarbetskostnad
i näringslivet.
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

■ ■ Högre energipriser under prognosperioden.

Sedan förra inflationsrapporten har oljepriset blivit högre än väntat. I linje med prissättningen på terminsmarknaden gör Riksbanken bedömningen att oljepriset kommer att fortsätta vara högt under prognosperioden. Det höga oljepriset väntas leda till stigande priser på bensin och eldningsolja under innevarande år. Under 2007 och 2008 väntas oljepriset falla tillbaka något, samtidigt som kronan förstärks mot dollarn, vilket dämpar priset på oljerelaterade produkter i konsumentledet. Utöver dessa direkta effekter påverkar förändringar i oljepriset konsumentpriserna indirekt via högre insatsvarupriser i produktionen. Dessutom kan andrahandseffekter uppkomma via inflationsförväntningar, lönesättningsbeteende, etc. Än så länge finns inga tecken på ökning i inflationen till följd av en sådan utveckling och Riksbanken bedömer att spridningseffekterna kommer att bli begränsade även framöver. Det högre oljepriset bidrar därför bara marginellt mer till inflationen mot slutet av prognosperioden, jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport.

Elpriserna på den nordiska elbörsen har ökat successivt under de senaste månaderna och elpriset i konsumentledet har stigit något snabbare än väntat. Även terminspriserna på el har stigit och elpriset bedöms nu inte falla tillbaka lika snabbt som i föregående prognos. Under de närmaste månaderna väntas elprisutvecklingen bidra till en något högre inflationstakt, jämfört med bedömningen i den senaste inflationsrapporten.

■ ■ Högre inhemskt kostnadstryck.

En stark utveckling av den inhemska efterfrågan de kommande åren väntas bidra till en ökning av sysselsättningen. När arbetsmarknaden successivt förbättras väntas löneökningstakten bli högre och produktiviteten öka aningen långsammare. Därmed väntas företagets produktionskostnader gradvis öka framöver. Priserna på de inhemskt producerade varorna och tjänsterna, enligt prisindexet UNDINHX, väntas stiga i takt med att kostnadstrycket och resursutnyttjandet stiger (se diagram 42).

De utfall som hittills offentliggjorts kring hyresförhandlingarna tyder på att hyresökningarna kommer att bli relativt låga under innevarande år. Detta bidrar till att hålla tillbaka den inhemska inflationen under 2006 något mer än vad som antogs i föregående rapport. Sammantaget väntas den inhemska inflationen stiga från 0,7 procent i januari 2006 till 2,7 procent på tre års sikt.

■ ■ Importerad inflation stiger snabbt från låga nivåer.

Resnat för oljeprodukter har den importerade underliggande inflationen, UNDIMPX, varit negativ i över två år (se diagram 43). Det

finns flera faktorer som talar för att priserna inte kommer att vara lika låga framöver som under de senaste två åren. På senare tid har prisökningstakten på importerade varor i producentledet börjat stiga tydligt, vilket väntas leda till att även konsumentpriserna kommer att stiga framöver enligt tidigare mönster (se diagram 43). I takt med att resursutnyttjandet ökar och kostnadstrycket stiger i Sverige väntas priserna på de importerade produkterna i konsumentledet också pressas upp av bearbetnings- och distributionskostnader.

Den importerade inflationen väntas även under resten av prognosperioden hållas tillbaka av att den andel av importen som kommer från lågkostnadsländer fortsätter att öka. Sammantaget bedöms den importerade inflationen exklusive olja börja stiga under 2006 när effekten av prissänkningarna 2005 faller bort och inte längre påverkar inflationstakten. Under 2007 och 2008 planar prisökningstakten ut något och den importerade inflationen exklusive olja väntas uppgå till något över 0,5 procent mot slutet av prognosperioden.

■ ■ Fortsatt låg men stigande inflation.

Under antagandet att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminräntorna väntas inflationen stiga långsamt framöver i takt med att resursutnyttjandet och kostnadstrycket stiger (se diagram 44). Under större delen av prognosperioden bedöms inflationen understiga 2 procent. Anledningen till att inflationen inte stiger snabbare trots en stark BNP-tillväxt är att de faktorer som hittills hållit ned inflationen även fortsättningsvis bedöms ha en viss dämpande effekt på inflationen. Importen från lågkostnadsländer väntas fortsätta öka. Samtidigt väntas produktiviteten i Sverige fortsätta stiga i hög takt och konkurrenstrycket på den inhemska marknaden bli stort även framöver.

Jämfört med bedömningen i december är inflationsprognosen något nedreviderad. Detta beror både på det låga utfallet i januari och på att produktivitetstillväxten nu antas bli något högre och företagens kostnader därmed något lägre.

■ ■ KPI-inflationen väntas bli högre än UND1X-inflationen.

Under de senaste två åren har KPI-inflationen varit lägre än UND1X-inflationen. Det beror på att de fallande räntorna har medfört lägre räntekostnader för egnahemsboende, vilket påverkar KPI-inflationen men inte UND1X-inflationen. Räntekostnadsindex i KPI beror dels på hur bostadsräntorna utvecklas, dels på hur priserna på husstocken som lånen finansierar utvecklas. Under de senaste två åren har effekterna av fallande räntor mer än väl motverkat effekterna av det stigande värdet på husstocken, med lägre räntekostnader för egnahemsboende som följd. Denna effekt bedöms bestå på kort sikt. Under prognosperioden väntas dock det högre ränteläget tillsammans med höjda energiskatter bidra till att KPI-inflationen blir något högre än UND1X-inflationen (se tabell 9).

Diagram 43. Importpris i producent- och konsumentled. Årlig procentuell förändring

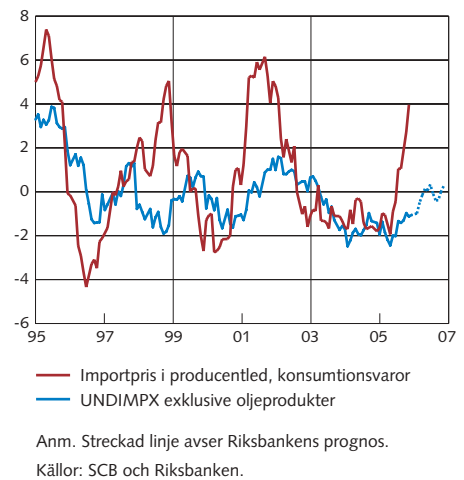
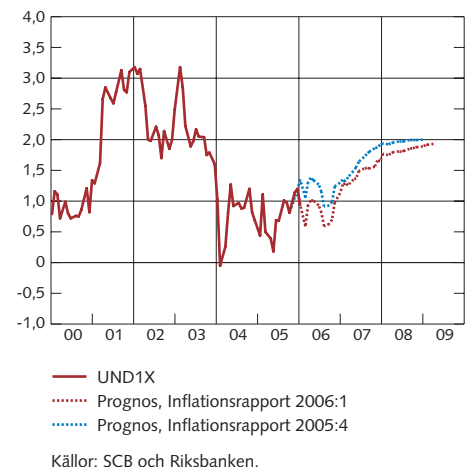


Diagram 44. UND1X. Årlig procentuell förändring



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

	Årsgenomsnitt				Tolvmånaderstal			
	2005	2006	2007	2008	mar-06	mar-07	mar-08	mar-09
KPI	0,5 (0,4)	1,1 (1,4)	2,1 (2,1)	2,2 (2,3)	0,8 (1,1)	2,1 (2,0)	2,3 (2,3)	2,3
UND1X	0,8 (0,8)	0,9 (1,2)	1,5 (1,6)	1,8 (2,0)	0,9 (1,3)	1,3 (1,4)	1,8 (1,9)	1,9
UNDINHX	1,0 (1,0)	1,4 (1,4)	2,0 (2,3)	2,5 (2,7)	1,2 (1,3)	1,8 (1,9)	2,4 (2,7)	2,7
UNDIMPX	0,2 (0,2)	-0,4 (0,7)	0,2 (0,3)	0,3 (0,3)	0,3 (1,4)	0,0 (0,2)	0,4 (0,4)	0,3

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem och rensat för direkta 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 10. Förändring i KPI jämfört med UND1X.
Årlig procentuell förändring och procentenheter.**

	2005	2006	2007	2008
UND1X	0,8	0,9	1,5	1,8
Effekter av förändrade räntekostnader	-0,4	0,1	0,6	0,3
Effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner	0,2	0,2	0,2	0,2
=KPI	0,5	1,1	2,1	2,2

Anm. Avrundningar kan göra att bidragen inte summerar.

Källor: SCB och Riksbanken.

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport

- Energipriserna väntas bli högre under prognosperioden.
- Hyrorna antas inte öka lika snabbt i år jämfört med föregående prognos.
- Inflationen är nedreviderad till följd av oväntat svagt utfall i januari och av att kostnadstrycket bedöms bli lägre.

Riskbilden

Den samlade bedömningen är denna gång att sannolikheten för lägre inflation är ungefär lika stor som sannolikheten för högre inflation.

Inflationsrapportens huvudscenario beskriver den utveckling av inflationen som Riksbanken bedömer vara den mest troliga under förutsättning att reporäntan utvecklas i linje med förväntningarna på de finansiella marknaderna, så som de avspeglas i s.k. implicita terminräntor. Det finns dock alltid osäkerhet om prognoser och vid penningpolitikens utformning tas därför hänsyn till risken att inflationen kan avvika från huvudscenariot.

I den föregående inflationsrapporten lyftes i stort sett samma risker fram som präglade inflationsbedömningarna under det senaste året. Det höga oljepriset och dess konsekvenser för tillväxt och inflation var en riskfaktor. Underskotten i USA:s bytesbalans (och motsvarande överskott i vissa asiatiska och oljeexporterande länder) och vad en korrigering mot långsiktig jämvikt skulle kunna medföra lyftes fram som en annan riskfaktor. Utvecklingen av produktiviteten i Sverige och den ökade konkurrensen, både internationellt och på hemmamarknaden, har under en längre tid också gjort inflationsprognoserna osäkra. I inflationsrapporten från december lades särskild vikt vid riskerna för en fördröjd kronförstärkning, eftersom kronan oväntat försvagats under 2005. Det var främst osäkerheten om kronan som ledde till slutsatsen att risken för högre inflation än i huvudscenariot dominerade riskerna för lägre inflation.

Sedan föregående inflationsrapport har kronan stärkts ungefär i linje med Riksbankens prognoser och risken för inflationsimpulser från detta håll har minskat. Även med de prognosrevideringar som gjorts i denna rapport kvarstår osäkerheten kring oljepriset, produktiviteten, konkurrenstrycket och dess effekter på inflationen. Hur tillväxten, sparandet och bytesbalansen i USA kommer att utvecklas fortsätter att vara en källa till osäkerhet.

Till detta kommer risker förknippade med den snabba kredit-tillväxten och prisstegringarna på bostäder i Sverige, något som Riksbanken också har beaktat vid utformningen av penningpolitiken under det senaste året. Den starka utvecklingen av efterfrågan i den svenska ekonomin väcker också en del nya frågor, exempelvis om vad som kommer att hända med pris- och löneutvecklingen när arbetsmarknadsläget förbättras.

■ ■ Risker för minskad efterfrågan i USA och världsekonomin.

När det gäller utvecklingen i världsekonomin har den säkerhetspolitiska oron åter tilltagit något. De största makroekonomiska riskerna tycks dock alltjämt vara förknippade med sparandeunderskotten i USA och motsvarande överskott i vissa asiatiska och oljeexporterande

länder. Det finns skäl att tro att obalanserna kommer att korrigeras framöver. När det kan komma att inträffa, hur stora förändringar i räntor och växelkurser som kommer att behövas och hur snabbt anpassningen kommer att ske utgör dock en källa till osäkerhet för tillväxtutsikterna internationellt och i Sverige. Underskotten kommer förr eller senare att framtvinga ett ökat sparande i USA och ett minskat sparande i överskottsländerna. Om denna anpassning skulle bli abrupt skulle det kunna dämpa efterfrågan i hela världsekonomin. Exempelvis skulle en snabb nedgång i dollarkursen kunna pressa de europeiska företagens konkurrenskraft och bromsa tillväxten i euroområdet och i Sverige. Detta skulle i sin tur kunna leda till en lägre inflation än väntat.

Dollarn har inte försvagats i den utsträckning som många prognosmakare länge förväntat sig mot bakgrund av underskottet i USA:s bytesbalans. Under 2005 har dollarn tvärtom stärkts i förhållande till euron. Samtidigt har det den senaste tiden kommit en del signaler som kan tyda på att en anpassning i riktning mot ökat sparande i USA kan ha inletts. Utvecklingen av huspriser, nybyggandet och omsättningen på bostäder tyder på en viss avmattning på bostadsmarknaden och ett antal konjunkturindikatorer har varit något svagare än väntat. Detta har ännu inte givit skäl till några prognosrevideringar, eftersom det också finns många tecken på en fortsatt stark utveckling i den amerikanska ekonomin. Det råder alltså osäkerhet om när vändningen mot ökat sparande och därmed minskat bytesbalansunderskott i USA kommer att ske, liksom om hur räntor och valutakurser kommer att påverkas.

■ ■ Osäkerhet om pris- och löneutvecklingen i Sverige.

I huvudscenariot väntas de goda konjunkturutsikterna medföra en fortsatt ökad efterfrågan på arbetskraft och en långsamt stigande pris- och löneökningstakt. Den senaste tidens sysselsättningsstatistik kan visserligen ge en överdrivet positiv bild av arbetsmarknadsläget i Sverige beroende på metodomläggningen i Arbetskraftsundersökningarna (AKU). Mycket tyder ändå på att sysselsättningen har stigit oväntat snabbt och indikatorer över lediga platser och varsel tyder också på ökad efterfrågan på arbetskraft. Utbudet på arbetskraft stiger emellertid också och arbetslösheten har därmed utvecklats ungefär som förväntat.

Löneprognosen bygger i grund och botten på att några flaskhalsar på arbetsmarknaden inte uppstår de närmaste åren och att lönebildningen fungerar enligt tidigare mönster. Det finns emellertid risk både för snabbare och för långsammare löneökningar än i huvudscenariot. Det är exempelvis möjligt att det relativt svaga läget på arbetsmarknaden för närvarande, i kombination med potentiellt ökad arbetskraftsrörlighet från låglöneländer inom EU, leder till lägre löneökningar än vid tidigare konjunkturuppgångar.

■ ■ En ny-gammal ekonomi?

I huvudscenariot blir den ekonomiska tillväxten hög i Sverige, omkring 3 procent per år i genomsnitt 2004–2008. Samtidigt väntas inflationen vara fortsatt låg och endast långsamt närma sig målet på 2 procent (under förutsättning att reporäntan höjs gradvis). I ett historiskt perspektiv är detta en mycket ovanlig makroekonomisk situation. En liknande utveckling skedde under andra halvan av 1990-talet, då det också fördes en debatt – såväl i Sverige som internationellt – huruvida vi fått en "ny ekonomi". Man får gå tillbaka till 1960-talet för att hitta en period som kommer i närheten av så pass hög ekonomisk tillväxt kombinerat med låg inflation.

Riksbankens bedömning är att den höga tillväxten och den låga inflationen delvis är ett resultat av positiva förändringar på ekonomins utbudssida (hög produktivitetstillväxt och svag utveckling av importpriser) och att dessa förändringar är tillräckligt varaktiga för att hålla tillbaka inflationen även de närmaste åren.

Det finns emellertid en risk att den kraftiga efterfrågeutvecklingen och det stigande resursutnyttjandet i Sverige och internationellt kommer att leda till högre pris- och löneökningar än förväntat, särskilt på ett par års sikt. Inflationen i Sverige är ovanligt låg inte bara i ett historiskt perspektiv utan även i en internationell jämförelse. Producentpriserna har stigit relativt snabbt den senaste tiden världen över och konsumentpriserna stiger snabbare i de flesta andra länder. Stigande inkomster, snabbt växande utlåning och en snabb uppgång i hushållens konsumtion i Sverige tillsammans med hög omsättning i detaljhandeln innebär en risk för snabbare prisökningar än i huvudscenariot. Genomslaget i konsumentledet från stigande priser i producentledet skulle då kunna bli större, precis som de goda åren med den "nya ekonomin" 1994–2000 åtföljdes av snabba pris- och kostnadsstegringar 2001 och därefter en avmattning i konjunkturen.

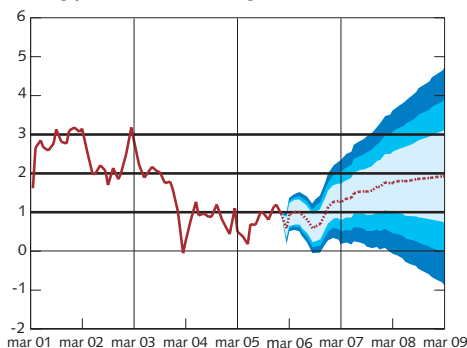
Sammantaget finns det risker för såväl högre som lägre pris- och löneökningar än i huvudscenariot.

■ ■ Risker med tillväxten i krediter och huspriser.

Tillväxten i utlåningen och i penningmängden ligger på en historiskt hög nivå. Detsamma gäller huspriserna. Samtidigt är både nominella och reala räntor låga. Denna utveckling beror i hög grad på en expansiv penningpolitik. I Riksbankens huvudscenario sker en gradvis uppgång i ränteläget, vilket väntas dämpa ökningstakten i huspriser och utlåning. I den mån efterfrågan på krediter och bostadsefterfrågan påverkas av överoptimistiska förväntningar finns emellertid en risk att uppgången fortsätter i snabb takt, med åtföljande effekter på efterfrågan och inflation.

Detta skulle också kunna leda till en situation längre fram där det sker en plötslig anpassning nedåt i huspriser och förväntningar.

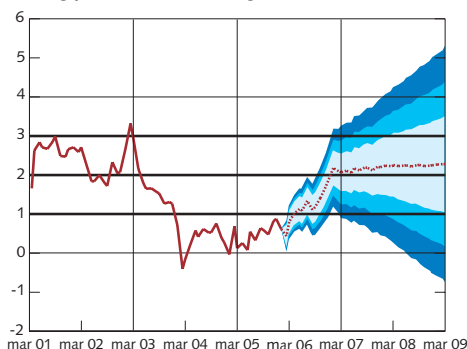
Diagram 45. UND1X-inflationen med osäkerhetsintervall.
Årlig procentuell förändring



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 46. 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.

Hushållen kan då finna sin skuldbörda alltför hög och därför öka sitt sparande. Detta handlar om risker som är mycket svåra att precisera i prognoser och också att tidsbestämma, men som ändå kan innebära en risk för den makroekonomiska stabiliteten. Tidigare erfarenheter från Sverige och andra länder tyder på att husprisfall kan vara förknippade med långvarigt svagare utveckling av privat konsumtion, produktion, sysselsättning och inflation.

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

	Årsgenomsnitt				Tolv månaderstal		
	2005	2006	2007	2008	mar-07	mar-08	mar-09
KPI	0,5 (0,5)	1,1 (1,5)	2,1 (2,2)	2,2 (2,4)	2,1 (2,1)	2,3 (2,4)	2,3
UND1X	0,8 (0,8)	0,9 (1,2)	1,5 (1,7)	1,8 (2,1)	1,3 (1,5)	1,8 (2,0)	1,9

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken

Huvudscenariot antas att kronan, mätt i TCW-termer, kommer att förstärkas med knappt 4 procent under de två kommande åren. Denna ruta redovisar och diskuterar olika beräkningar av inflationseffekterna av en svagare kronutveckling än den som antas i huvudscenariot, nämligen att kronan istället för att stärkas ligger kvar på dagens nivåer. Beroende på hur permanent denna annorlunda utveckling av växelkursen förväntas bli och penningpolitikens uppläggning kan den svenska inflationen förväntas öka med mellan 0,2 och 0,5 procentenheter på två års sikt.

Vilka konsekvenser har en förstärkning eller försvagning av kronans värde för den svenska inflationen? Detta är en fråga som aktualiseras från tid till annan i och med att den svenska valutakursen numera fluktuerar fritt och att kronans värde kan förändras relativt mycket under kort tid. Som exempel kan nämnas att under 2005 försvagades kronans värde med ca 6 procent gentemot en TCW-vägd korg av utländska valutor (se diagram 6 i huvudtexten).

Bedömningar av kronans framtida utveckling ingår i Riksbankens inflationsprognos. I riskbedömningen tas även hänsyn till effekterna på inflationsprognosen om växelkursens utveckling skulle bli en annan än den som förväntas i huvudscenariot. För att bedöma effekterna av en annorlunda utveckling av kronkursen på inflationen behöver man ta ställning till bl.a. hur bestående denna alternativa utveckling kan tänkas bli och till skälen som ligger bakom utvecklingen. Varaktigheten i växelkursförändringen har betydelse därför att exportörer och importörer och andra företag som har anledning att låta sina priser påverkas av kronkursen normalt är benägna att jämna ut sina prisförändringar över tiden. Detta innebär att rörelser i kronkursen som bedöms vara tillfälliga torde ha små effekter på inflationen.²

För att bedöma effekterna på inflationen av en förändring i växelkursen måste man också ta hänsyn till varför förändringen inträffar. Inträffar t.ex. en kronförsvagning samtidigt som synen

på det framtida konjunkturläget ändras? Ofta ställs frågan vad som händer med inflationen om kronkursen ändras "allt annat lika", dvs. kronförändringen ses som en mer isolerad företeelse. Men detta tankeexperiment är förknippat med vissa komplikationer, eftersom förändringar i kronkursen normalt inte sker helt oberoende av allt annat som påverkar inflationen. Därmed blir svaret på frågan om kronkursens effekter beroende på vilka andra störningar ekonomin samtidigt utsätts för och vilka störningar som ligger bakom förändringen av kronkursen.

Denna fördjupningsruta diskuterar en typ av störning till växelkursen som kommer ganska nära tankeexperimentet att "allt annat är lika". En oväntad förändring i portföljförvaltarnas efterfrågan på tillgångar denominerade i olika valutor antas inträffa. Detta är en typ av störning som antagligen varit av stor praktisk betydelse eftersom valutakurser ofta förändras ganska mycket på kort sikt utan några uppenbara förändringar i andra "fundamentala" variabler. Nedan redovisas modellbaserade uppskattningar av effekterna på inflationen av hypotetiska förändringar i kronkursen orsakade av förändringar i portföljförvaltarnas efterfrågan på krontillgångar under olika antaganden om vad som händer med penningpolitiken. Det senare illustrerar svårigheten med att hålla "allt annat lika". Den penningpolitiska reaktionen på en växelkursförändring är av avgörande betydelse för dess genomslag på inflationen. Uppskattningar av genomslaget på prisnivån och inflationen på kort såväl som lång sikt diskuteras.

En förändring av efterfrågan på krontillgångar

När efterfrågan på kronor minskar utan att någon annan synbar fundamental förändring i ekonomin, leder detta först till en försvagning av kronan. Men hur stor och varaktig försvagningen blir beror på hur penningpolitiken reagerar.

Efterfrågan på tillgångar (t.ex. obligationer) denominerade i olika valutor styrs av avkastningen (räntan) på de olika tillgångarna men också av förväntningar om växelkursens utveckling.

² Se även fördjupningsrutan "Växelkursen och den importerade inflationen" i Inflationsrapport 2004:2.

Portföljförvaltare och internationella investerare kan vara beredda att acceptera en lägre ränta på tillgångar i kronor om kronan väntas stiga i värde under placeringshorisonten. Normalt betraktas dock inte tillgångar i olika valutor som perfekta substitut, vilket medför att placerare kräver olika former av premier (överavkastning) för att hålla olika tillgångar. En plötslig förändring i kronkursen skulle alltså kunna bero på att efterfrågan på krontillgångar plötsligt förändras, vilket är liktydigt med en förändring i kravet på överavkastning.³

Vilka blir då konsekvenserna, allt annat lika, för inflationen av en växelkursförsvagning som orsakats av lägre efterfrågan på krontillgångar? I diagram R1–R3 (de streckade linjerna) redovisas effekterna på kronkurs, räntenivå, respektive prisnivå av en ökning i riskpremien på krontillgångar, dvs. minskad efterfrågan på krontillgångar i förhållande till tillgångar i andra valutor. Tabell 1 visar effekterna på inflations-takten. Effekterna är beräknade med hjälp av en allmän jämviktsmodell med trögrörliga löner och priser.⁴ I experimentet antas riskpremien stiga så mycket att kronan är drygt 6 procent svagare i slutet av 2007 ("år 2") än den annars hade blivit (se diagram R1). Därefter antas riskpremien (efterfrågan på krontillgångar) återgå till sitt normala mönster. Huvudscenariots växelkursprognos innebär en förstärkning på något under 6 procent (mätt med TCW-index) mellan det fjärde kvartalet 2005 och det fjärde kvartalet 2007 och därför betyder denna alternativkalkyl en marginell försvagning av kronan från dagens nivå.

I detta experiment bör det noteras att förändringen i efterfrågan på krontillgångar föranleder ränteförändringar.⁵ I modellen antas att penningpolitiken följer en variant av en s.k. Taylorregel, dvs. räntan sätts med hänsyn till inflationens avvikelse från inflationsmålet och nivån på resursutnyttjandet. Riksbanken reagerar alltså på skeenden i ekonomin, vilket i detta scenario innebär att räntan höjs bl.a. för att växelkursförsvagningen ger tendenser till ökad

inflation. Vidare antas att Riksbanken normalt vill genomföra ränteändringar i många och små steg istället för några få och stora (s.k. "interest-rate smoothing") vilket har som följd att räntan under en längre tid ligger över den nivå som annars gällt (se diagram R2, streckad linje).

Denna penningpolitiska åtstramning innebär att inflationsuppgången dämpas, dvs. att uppgången i prisnivån blir mycket måttlig (se diagram R3, streckad linje). Effekterna på inflationen framgår av de första två kolumnerna i tabell R1. Under det första året, då kronan i genomsnitt är 2,6 procent svagare än i huvudscenariot, blir inflationen 0,1 procentenheter högre. Under år 2, då kronan i genomsnitt är 5,6 procent svagare, är inflationen 0,2 procentenheter högre. Även under år 3, då kronan börjar stärkas igen är inflationen 0,2 procentenheter högre än i fallet utan en kronförsvagning.

Detta är förhållandevis små effekter på inflationen vilket beror dels på att räntan höjs, dels på att växelkursförsvagningen inte är permanent, dvs. från början av 2008 stärks kronan igen (se diagram R1). Varför stärks växelkursen efter den antagna försvagningen? Detta tillhör inte förutsättningarna i experimentet utan följer av grundläggande ekonomiska samband som finns med i makromodellen. Framförallt beror det på att den reala växelkursens långsiktiga utveckling (alternativt, "konkurrenskraften") inte påverkas av tillfälliga rörelser i riskpremier. På sikt kommer därför förändringen i prisnivån att motsvaras av en lika stor förändring i den nominella växelkursen.⁶ Med andra ord är växelkursens genomslag på prisnivån fullständigt på lång sikt. I detta scenario, då prisnivån till slut stigit endast lite måste den slutliga nivån på den nominella växelkursen vara nära den inledande nivån. Att prisnivån inte påverkas så mycket beror i sin tur på att växelkursförsvagningen leder till en penningpolitisk åtstramning. Experimentet innebär alltså en tillfällig växelkursförsvagning. Detta påverkar i sin tur

3 Det är dock inte givet vad premien ska ha för tecken; ibland kan krontillgångar vara så pass efterfrågade att räntan kan hållas lägre än i omvärlden, ibland är förhållandet det omvända.

4 Den modell som använts är en variant av den modell som presenteras i 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, skattad på svenska data.

5 Antagandet om "allt annat lika" innebär att man vill studera effekterna av en växelkursförsvagning givet att alla agenter i ekonomin – hushåll, företag och även centralbanken – följer sina normala handlingsmönster.

6 Den reala växelkursen definieras som kvoten mellan utländsk prisnivå översatt till svenska kronor och svensk prisnivå.

även genomslaget på inflationen på kort sikt, dvs. under de två inledande åren då växelkursen försvagas, i och med att företag som vill ha en stabil prisutveckling i kundernas valuta avstår från att ändra sina priser efter växelkursrörelser som uppfattas som tillfälliga.

En förändring i efterfrågan på krontillgångar kombinerad med en utebliven penningpolitisk reaktion

Med andra antaganden om penningpolitiken kan en större del av växelkursförsvagningen bli bestående, vilket i så fall ger andra kortsiktiga genomslag på inflationen.

Detta kan illustreras i ett hypotetiskt scenario, då centralbanken antas avstå från att reagera på den stigande inflation som följer på växelkursförsvagningen. Notera att i detta hypotetiska scenario avviker centralbanken från sitt normala beteende och att "allt annat" inte "är lika" i analysen. Effekterna på växelkurs, räntenivå, respektive prisnivå visas i de heldragna linjerna i diagram R1–R3. I detta fall stiger givetvis inflationen och prisnivån mer än i det tidigare scenariot. Effekterna på växelkursen och inflationen visas i de tredje och fjärde kolumnerna i tabell R1. Under det första året, då valutan i genomsnitt är 2,6 procent svagare än i huvudscenariot blir inflationen 0,1 procentenheter högre. Under år 2, då valutan är 5,6 procent svagare, är inflationen 0,5 procentenheter högre. Under år 3 och 4, då växelkursen stärks, fortsätter inflationen att överstiga basscenariot.

Varför blir effekterna på inflationen i detta fall både större och mer utdragna än i scenariot ovan? Valutans försvagning visar sig i detta hypotetiska scenario bli delvis permanent (se diagram R1), vilket ger företagen större skäl att låta växelkursförändringar spilla över i prisökningar redan under år 1 och 2. Och varför är en större del av valutans försvagning permanent i detta fall? Här handlar det om samma mekanismer som ovan, dvs. på lång sikt påverkas inte den

reala växelkursens utveckling av de störningar som i detta experiment orsakat den nominella växelkursförsvagningen. Prisenivån stiger dock mer än i föregående scenario, vilket är fullt naturligt eftersom centralbanken i detta hypotetiska scenario inte agerar för att motverka uppgången i inflationen. I och med att prisnivån stiger mer, måste den nominella växelkursen slutligen hamna på en nivå som är svagare än ursprungsnivån.

Slutsatser om kronkursens genomslag på inflationen

De två experimenten ovan visar att det inte finns något fast samband mellan en given växelkursförsvagning och inflationen. Penningpolitiken har avgörande betydelse för växelkursförändringens kortsiktiga genomslag på inflationen. Detta beror inte bara på de mer "direkt" inflationsdämpande effekterna av räntehöjningar, utan även på att penningpolitiken avgör var prisnivån och den nominella växelkursen till sist hamnar efter störningar till den nominella växelkursen, dvs. i vilken utsträckning som växelkursförsvagningen permanentas. I det första scenariot, då räntan höjs för att dämpa inflationsuppgången, blir den långsiktiga uppgången i prisnivån liten och den nominella växelkursförsvagningen tillfällig. Genomslaget även på kort sikt på inflationstakten är därför förhållandevis lågt. I det andra mer hypotetiska scenariot, då penningpolitiken inte svarar på inflationsuppgången, blir den slutliga uppgången i prisnivå och växelkurs desto större, dvs. växelkursförsvagningen är till stora delar bestående.⁷ Detta påverkar genomslaget på inflationen även på kort sikt.

I båda experimenten försvagas kronan med totalt ca 6 procent under två år men genomslaget på inflationen under dessa två år skiljer sig åt beroende på hur penningpolitiken reagerar och hur permanent växelkursförsvagningen visar sig vara. Ju mer varaktig en växelkursförsvagning bedöms vara, desto större blir det kortsiktiga genomslaget på inflationstakten.

⁷ I båda fallen är det alltså störningar till riskpremien som orsakar växelkursförsvagningen. Skillnaden mellan scenarierna är att penningpolitiken avviker från sitt normala handlingsmönster (dvs. utsätts för störningar) i scenario 2. Rent principiellt kan man tänka sig ett scenario där endast penningpolitiska störningar ligger bakom växelkursförsvagningen. I sådana fall är växelkursförsvagningen permanent (dvs. även på lång sikt är växelkursen 6 procent svagare än ursprungsnivån), och prisnivån ökar lika mycket som växelkursen försvagas. De kortsiktiga effekterna på inflationen blir också väsentligt större, i linje med de resonemang som förs i denna fördjupningsruta.

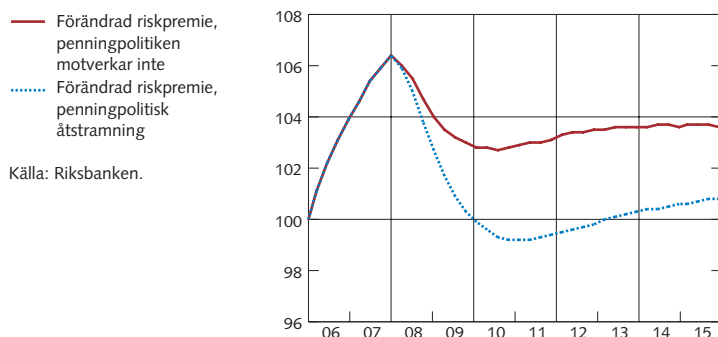
**Tabell R1. Växelkursförsvagning och inflationseffekter (UND1X).
Avvikelse från basprognos. Procent (växelkurs) respektive procentenheter (inflation)**

År	Fall 1: Förändrad riskpremie, penningpolitisk åtstramning		Fall 2: Förändrad riskpremie, penningpolitiken motverkar inte	
	Växelkurs	Inflation	Växelkurs	Inflation
1	2,6	0,1	2,6	0,1
2	5,6	0,2	5,6	0,5
3	4,4	0,2	5,0	0,7
4	0,7	0,1	3,1	0,6

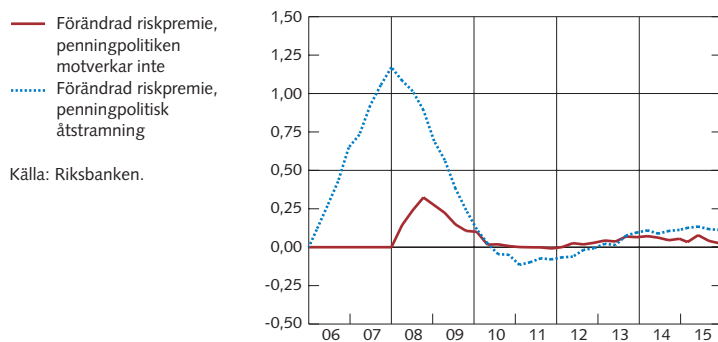
Anm. Positiva tal i kolumnen för växelkurs innebär svagare växelkurs än i basprognosen.

Källa: Riksbanken.

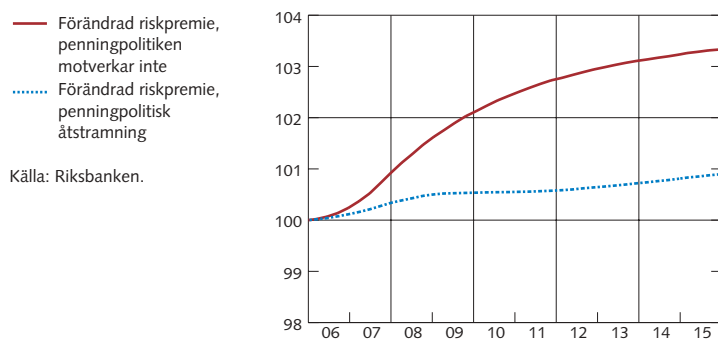
**Diagram R1. Växelkursens utveckling.
Index, avvikelse från basprognos**



**Diagram R2. Räntans utveckling.
Procentenheter, avvikelse från basprognos**



**Diagram R3. Prisnivåns utveckling.
Index, avvikelse från basprognos**



Osäkerhet om den framtida ränteutvecklingen

I denna fördjupningsruta redogörs för metoder som illustrerar att ränteutvecklingen enligt de implicita terminsränorna är osäker. En viktig slutsats är att även om Riksbanken vid ett visst tillfälle anser att den implicita terminsräntekurva som ligger till grund för prognoserna i inflationsrapporten i stora drag speglar en rimlig framtida reporänteutveckling, finns det en betydande osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen som gör att den faktiska reporänteutvecklingen kan komma att avvika från den förväntade.

Tidigare baserade Riksbanken prognoserna i huvudscenariot på antagandet att reporäntan hölls oförändrad under hela prognosperioden. Sedan inflationsrapporten i oktober förra året bygger prognoserna istället på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med marknadens förväntningar om den framtida reporäntan, så som de kommer till uttryck i de så kallade implicita terminsräntorna.

Penningpolitiken påverkar direkt de allra kortaste räntorna i ekonomin. Förväntningar om penningpolitiken i framtiden påverkar därför även förväntningar om framtida korträntor. Det är dessa förväntningar de implicita terminsräntorna fångar upp. De implicita terminsräntorna kan med andra ord tolkas som de finansiella marknadernas prognos över den framtida reporäntan. Riksbanken beräknar de implicita terminsräntorna utifrån räntenoteringar på statspapper med olika löptider.⁸ Om exempelvis årsräntan på räntebärande statspapper är högre för långa löptider än för korta, kan det tolkas som att marknaden förväntar sig att reporäntan kommer att höjas.

Implicita terminsräntor innehåller normalt löptids-, kreditrisk- och likviditetspremier. De utgör därför inget exakt mått på marknadens förväntningar om reporäntan. Eftersom Riksbanken uppskattar de implicita terminsräntorna från räntenoteringar på statspapper, bör dock likviditets- och kreditriskpremierna vara i det närmaste obefintliga. I den följande framställ-

ningen bortses för enkelhetens skull även från löptidspremier, men man bör hålla i minnet att sådana ibland kan förekomma.

I det långa loppet ger normalt de implicita terminsräntorna en rimligare bedömning av den framtida ränteutvecklingen än antagandet att reporäntan hålls oförändrad. Därmed förbättras förutsättningarna för att göra prognoser och också möjligheterna att utvärdera dem.

En annan effekt av det nya ränteantagandet är att det i viss utsträckning gör det enklare för företag, konsumenter och andra marknadsaktörer att bilda sig en rimlig uppfattning både om den framtida ränteutvecklingen och om kopplingen mellan ränteutvecklingen och Riksbankens prognoser för inflationen, BNP, etc. Riksbanken kan, genom att vara tydlig med hur den ser på den ekonomiska utvecklingen och den penningpolitik som en sådan utveckling är förknippad med, påverka allmänhetens förväntningar om den framtida ränteutvecklingen. Samtidigt är det viktigt att poängtera att det finns en betydande osäkerhet om den framtida ekonomiska utvecklingen och därmed också om ränteutvecklingen. Denna osäkerhet gör att Riksbanken inte på förhand kan binda upp penningpolitiken vid en viss räntebana som sedan slaviskt följs. Även om de implicita terminsräntorna, vid beslutstillfället, skulle anses spegla en rimlig framtida reporänteutveckling, givet den information som då finns tillgänglig, kan den ekonomiska utvecklingen bli en annan än den förväntade och därmed också räntebanan. Det är viktigt för Riksbanken att på olika sätt tydliggöra detta.

Det finns flera olika metoder att illustrera osäkerheten om den framtida ränteutvecklingen. I det följande används två olika metoder att beräkna osäkerhetsintervall kring den implicita terminsräntekurva som ligger till grund för prognoserna i inflationsrapporten. Först uppskattas osäkerheten utifrån historiska avvikelser mellan reporäntan och implicita terminsräntor. Därefter uppskattas den med hjälp av optionspriser. Båda metoderna syftar till att illustrera osäkerheten kring den framtida ränteutvecklingen

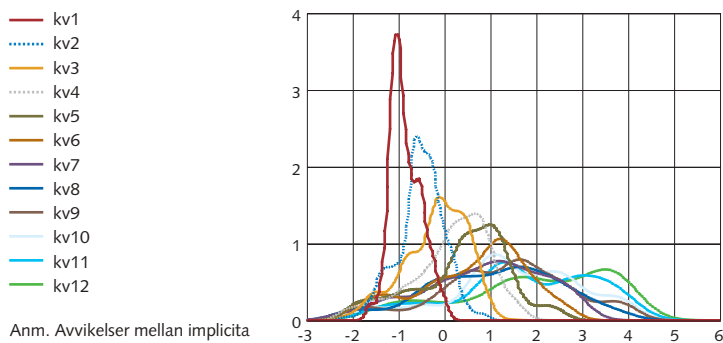
⁸ Den implicita terminsräntekurva som används avser ett 15-dagars genomsnitt och är beräknad utifrån räntenoteringar från statsskuldväxlar och statsobligationer.

men det är viktigt att notera att de inte mäter osäkerheten på exakt samma sätt.⁹ Metoderna har också olika för- och nackdelar. De metoder och tillämpningar som här har valts är tänkta att tjäna som illustrativa exempel.

Osäkerhet kring den implicita terminsräntekurvan baserad på historiska utfall

En metod att illustrera osäkerhet är att beräkna implicita terminsräntekurvor för olika tidpunkter bakåt i tiden och sedan studera hur väl de har förutspått reporäntans faktiska utfall. Utifrån räntebärande statspapper med olika löptider, har dagliga implicita terminsräntor beräknats för tidshorisonter mellan 1 och 12 kvartal för perioden 1998–2005. Därefter har, för respektive tidshorizont, skillnaderna mellan de implicita terminsräntorna och (den faktiska) reporäntan beräknats.

Diagram R4. Avvikelse mellan den implicita terminsräntan och reporäntan för olika tidshorisonter under perioden 1998–2005. Procent



Anm. Avvikelse mellan implicita terminsräntor och reporäntan på den horisontella axeln (procentenheter). Frekvens på den vertikala axeln (procent).

Källa: Riksbanken.

Tabell R2 visar de genomsnittliga avvikelserna mellan den implicita terminsräntan och reporäntan samt standardavvikelse för olika tidshorisonter. Diagram R4 visar hur de enskilda avvikelserna fördelar sig då de centrerats kring den genomsnittliga avvikelsen för respektive tidshorizont.¹⁰ Exempelvis visar den röda kurvan skillnaden mellan vad marknaden vid olika tidpunkter bakåt i tiden har trott att reporäntan ska ligga ett kvartal framåt i tiden och det faktiska utfallet. Den streckade blå kurvan visar motsvarande information två kvartal framåt i tiden, o.s.v.

Ju längre prognoshorizonten är, desto större är i genomsnitt avvikelserna mellan den implicita terminsräntan och reporäntans faktiska utfall (se tabell R2 och diagram R4). Den genomsnittliga avvikelsen uppgår till 0,2 procentenheter för "prognoser" ett kvartal framåt i tiden. För "prognoser" 12 kvartal framåt i tiden uppgår den genomsnittliga avvikelsen till 2,1 procentenheter. Det innebär att den implicita terminsräntan inte innehåller så mycket användbar information om den framtida styrränteutvecklingen på längre sikt.

Även spridningen (standardavvikelsen) ökar ju längre tidshorizonten är. Detta illustrerar att sannolikheten att det ska uppstå oväntade störningar i ekonomin, som kommer att ge upphov till penningpolitiska reaktioner, är större ju längre prognoshorizonten är. Ekonomin utsätts hela tiden för oväntade störningar som gör att den faktiska reporäntan kommer att avvika från den förväntade.

Tabell R2. Genomsnittliga avvikelser mellan den implicita terminsräntan och reporäntan samt standardavvikelse för olika tidshorisonter under perioden 1998–2005. Procentenheter

	Tidshorizont											
	1 kv	2 kv	3 kv	4 kv	5 kv	6 kv	7 kv	8 kv	9 kv	10 kv	11 kv	12 kv
Medel	0,2	0,4	0,6	0,9	1,0	1,2	1,4	1,5	1,7	1,8	2,0	2,1
Std	0,2	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1

Källa: Riksbanken

⁹ Se fördjupningsrutan, "Uncertainty surrounding future interest rate developments", i *Inflation Report 3/2005*, Norges Bank, för en liknande studie.

¹⁰ Fördelningarnas histogram har jämnats ut med så kallad "kernelestimering".

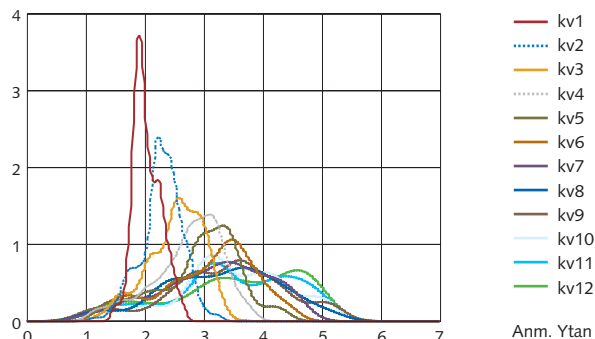
Historiska avvikelser mellan implicita terminsräntor och reporäntan under 1998–2005, så som de åskådliggörs i diagram R4, visar således att reporäntan kan komma att avvika betydligt från det marknaden hade förväntat sig. Det illustrerar att det finns en betydande osäkerhet i ränteutvecklingen.

Om vissa förutsättningar är uppfyllda kan de historiska avvikelserna också användas för att idag uppskatta sannolikheten för att reporäntan ska ligga inom ett visst intervall vid en viss tidpunkt i framtiden. För detta krävs till att börja med att avvikelserna mellan den implicita terminsräntan och reporäntan under perioden 1998–2005 kan bedömas vara representativa även för framtida avvikelser. För det andra krävs att löptidspremierna är noll. I praktiken är löptidspremierna inte noll och dessutom är det svårt att separera löptidspremier från andra faktorer som också bidrar till systematiska avvikelser mellan de implicita terminsräntorna och reporäntan.¹¹ Sannolikhetsfördelningar beräknade under sådana förutsättningar bör därför tolkas med försiktighet. Å andra sidan bör den osäkerhet som uppstår på grund av dessa problem vara relativt liten i förhållande till den osäkerhet om ränteutvecklingen som sannolikhetsfördelningarna syftar till att illustrera.

De beräknade sannolikhetsfördelningarna illustreras i diagram R5. Diagrammet visar exakt samma fördelningar som diagram R4 med den enda skillnaden att de nu centrerats kring de genomsnittliga implicita terminsräntorna och inte kring de genomsnittliga historiska "prognosfelen". Exempelvis visar den röda fördelningen i diagram R5 sannolikheten för att reporäntan ska ligga inom ett visst intervall ett kvartal framåt i tiden. Den streckade blå fördelningen visar sannolikheten för att reporäntan ska ligga inom ett visst intervall två kvartal framåt i tiden, o.s.v.

Utifrån dessa fördelningar har, för respektive tidshorisont, ett 25-, 50- respektive 75-procentigt osäkerhetsintervall beräknats kring den implicita terminsräntekurvan (se diagram R6). Det framgår att marknaden förväntar sig

Diagram R5. Sannolikhetsfördelningar för reporäntan baserade på historiska avvikelser mellan den implicita terminsräntan och reporäntan. Procent



Anm. Ytan under respektive kurva visar sannolikheten för att reporäntan ska ligga inom ett visst intervall.

Källa: Riksbanken.

att reporäntan med 75 procents sannolikhet kommer att ligga inom intervallet 1,75–3,5 procent om ett år. Sannolikheten är 50 respektive 25 procent att reporäntan om ett år kommer att ligga inom intervallet 2,25–3,25 respektive 2,5–3,0 procent. Det framgår också att osäkerhetsintervallen ökar markant om tidshorisonten sträcks ut till tre år. Detta visar att det finns en betydande osäkerhet i de implicita terminsräntorna.

Man kan givetvis ifrågasätta huruvida historiska avvikelser mellan implicita terminsräntor och reporäntan under en viss period är representativa för framtiden. Om man har tillgång till data över en mycket lång tidsperiod, borde metoden fungera ganska bra eftersom ovanliga (periodspecifika) avvikelser mellan den implicita terminsräntan och reporäntan i sådana fall får en liten vikt. Beräkningarna här har dock baserats på en relativt kort tidsperiod. Skälet är att det stabiliseringspolitiska regimskiftet och andra stora turbulenser under första halvan av 1990-talet gör att en längre tidsperiod riskerar att ge missvisande resultat. Detta är ännu ett skäl till att de redovisade beräkningarna måste tolkas försiktigt.

Osäkerhet kring den implicita terminsräntekurvan baserad på optionspriser

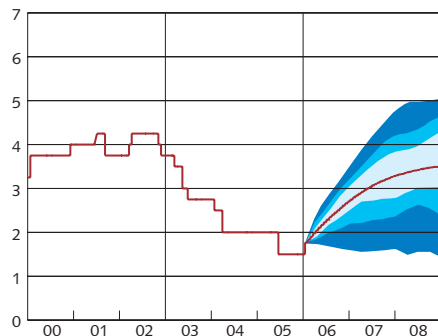
Handeln med så kallade räntederivat ger också en möjlighet att belysa osäkerheten i den

11 Se Alsterlind, J. & Dillén, H., "Peningpolitiska förväntningar och terminspremier", *Penning- och valutapolitik*, Nr. 2, 2005, Sveriges riksbank, för en beskrivning av metoder för hur storleken på löptidspremierna kan skattas.

Anm. De bredaste intervallen (mörkblått fält) visar de 75-procentiga osäkerhetsintervallen. De smalaste intervallen (ljusblått fält) visar de 25-procentiga osäkerhetsintervallen. De mellanliggande intervallen (mellanblått fält) visar de 50-procentiga osäkerhetsintervallen.

Källa: Riksbanken.

Diagram R6. Osäkerhetsintervall kring den implicita terminsräntekurvan baserade på historiska avvikelser mellan den implicita terminsräntan och reporäntan. Procent



framtida ränteutvecklingen. Det finns flera olika typer av räntederivat, t.ex. terminskontrakt, swappar och ränteoptioner. En ränteoption ger en rättighet att vid en framtida tidpunkt köpa eller sälja en viss räntebärande tillgång, t.ex. en statsobligation, till ett på förhand bestämt lösenpris. Lösenpriset bestäms av marknadens uppfattning om osäkerheten i det framtida priset (eller i avkastningen). Vid en given tidpunkt kan lösenpriset på likadana räntederivat variera. Denna variation i lösenpriset speglar just marknadens bedömning av den osäkerhet som finns i det framtida priset på den tillgång som utgör underlaget för räntederivatet. Genom att man kan observera denna variation kan man med olika metoder skatta en implicit sannolikhetsfördelning som utgör en uppskattning av marknadens bedömning av sannolikheten för att priset ska ligga inom ett visst intervall vid en viss tidpunkt i framtiden.¹² Från denna uppskattade sannolikhetsfördelning kan man konstruera osäkerhetsintervall som illustrerar osäkerheten kring den implicita terminsräntekurvan.

En fördel med osäkerhetsintervall baserade på optionspriser jämfört med dem som bygger på historiska avvikelser mellan den implicita terminsräntan och reporäntans faktiska utfall, är att de direkt visar marknadens bedömning av osäkerheten i den framtida ränteutvecklingen. En annan fördel är att de inte på samma sätt beror

på den ekonomiska utvecklingen under en viss period bakåt i tiden. Rimligtvis påverkas dock även dessa osäkerhetsintervall av den historiska utvecklingen, men mer indirekt.

Riksbanken använder statspapper med olika löptider för att ta fram den implicita terminsräntekurvan i inflationsrapporten. Tyvärr är underlaget när det gäller räntederivat med statspapper som underliggande tillgång inte tillräckligt stort för att det ska vara meningsfullt att beräkna osäkerhetsintervall, vilket är en nackdel med denna metod. För att illustrera hur räntederivat kan användas för att uppskatta osäkerhetsintervall kring de implicita terminsräntorna har här sådana intervall istället beräknats utifrån engelsk prisstatistik för svenska räntetak med tre månaders bankpapper som underliggande tillgång.¹³ Räntetak är ett räntederivat som används av aktörer som vill försäkra sig om en viss högsta ränteutgift. Om marknadsräntan överskrider en viss gräns är man garanterad, eller har rättigheten, att bara betala en viss förutbestämd högsta ränteutgift. Denna typ av räntederivat kan därför ses som just en ränteoption. Flera svenska bolåneinstitut erbjuder idag, mot ett visst påslag på räntan under kontraktstiden, sina kunder rörliga räntor med räntetak.

Diagram R7 visar sannolikhetsfördelningar baserade på optionspriser (dvs. motsvarigheten till fördelningarna i diagram R5). Exempelvis visar den röda fördelningen (med reservation för löptidspremier) marknadens bedömning av sannolikheten för att reporäntan ska ligga inom ett visst intervall om två kvartal (i genomsnitt under det andra kvartalet).¹⁴

Dessa fördelningar har sedan, på liknande sätt som fördelningarna i diagram R5, omvandlats till osäkerhetsintervall som visar osäkerheten kring den framtida räntebanan såsom marknaden uppfattar den (se diagram R8). Det bör påpekas att denna information i första hand speglar den bild som de aktörer som ingår dessa kontrakt har av osäkerheten kring den framtida

12 Se exempelvis Aguilar, J. & Hör Dahl, P., "Optionspriser och marknadens förväntningar", *Penning- och valutapolitik*, Nr. 1, 1999, Sveriges riksbank, för en mer teknisk beskrivning hur man i princip går tillväga när man skattar sådana sannolikhetsfördelningar.

13 Beräkningarna har utgått från de priser på svenska räntetak som ställs av ICAP, en mäklarfirma baserad i London, och är baserade på den *genomsnittliga* volatiliteten (så kallad "flat volatility") för den relevanta löptiden (i detta fall 90 dagar).

14 Eftersom skattningarna är gjorda på tremånadersräntor är avistaräntan för det första kvartalet känd.

ränteutvecklingen. Den är alltså inte nödvändigtvis representativ för marknaden som helhet.

När osäkerheten kring den implicita terminsräntekurvan beräknats på detta sätt framgår att marknaden förväntar sig att reporäntan med 75 procent sannolikhet kommer att ligga inom intervallet 2,0–3,5 procent om ett år. Det 50-procentiga intervallet har bredden 2,25–3,25 procent medan det 25-procentiga intervallet är 2,5–3,0 procent.¹⁵

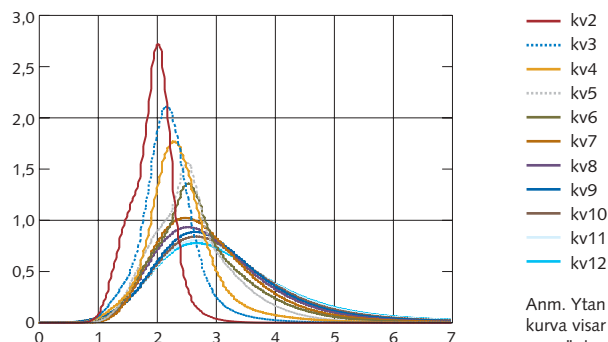
Osäkerhetsintervallen kring den implicita terminsräntekurvan på ett års sikt uppskattade med hjälp av räntoptioner är i stora drag lika stora som dem som uppskattades med utgångspunkt från historiska avvikelser mellan implicita terminsräntor och reporäntan. Även på två och tre års sikt är osäkerhetsintervallen ungefär lika stora.

Sammanfattning

Ett viktigt budskap i denna ruta är att även om Riksbanken vid ett visst tillfälle anser att den implicita terminsräntekurva som ligger till grund för prognoserna i inflationsrapporten i stora drag speglar en rimlig framtida reporänteutveckling, finns det en betydande osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen som gör att den faktiska reporänteutvecklingen kan komma att avvika från den förväntade. I denna ruta har två olika metoder använts för att försöka kvantifiera hur osäker den framtida ränteutvecklingen är.

Med hjälp av dels historiska avvikelser mellan implicita terminsräntor och reporäntan, dels optionspriser har osäkerhetsintervall beräknats kring den implicita terminsräntekurva som

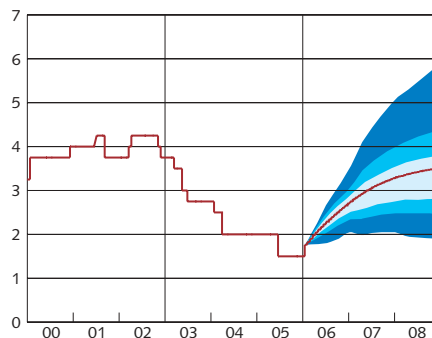
Diagram R7. Sannolikhetsfördelningar för reporäntan baserade på optionspriser. Procent



Anm. Ytan under respektive kurva visar sannolikheten för att reporäntan ska ligga inom ett visst intervall.

Källa: Riksbanken.

Diagram R8. Osäkerhetsintervall kring den implicita terminsräntekurvan baserade på optionspriser. Procent



Anm. De bredaste intervallen (mörkblått fält) visar de 75-procentiga osäkerhetsintervallen. De smalaste intervallen (ljusblått fält) visar de 25-procentiga osäkerhetsintervallen. De mellanliggande intervallen (mellanblått fält) visar de 50-procentiga osäkerhetsintervallen.

Källa: Riksbanken.

ligger till grund för inflationsprognosen i huvudscenariot i denna inflationsrapport. De bägge metoderna ger en samstämmig bild; osäkerheten är betydande redan för en tidshorisont ("prognos") på ett år. Exempelvis visar de osäkerhetsintervall som är baserade på optionspriser att marknaden tror att reporäntan, med 50 procent sannolikhet, ligger inom intervallet 2,25–3,25 procent om ett år. Osäkerhetsintervallen ökar markant med tidshorisontens längd.

¹⁵ Man bör hålla i minnet att dessa osäkerhetsintervall, till skillnad från den implicita terminsräntekurvan, är baserade på räntenoteringar på bankpapper och inte statspapper och dessutom avser tremånadersräntor och inte dagslåneräntor. Dessa diskrepanser bör dock inte ha någon avgörande betydelse för vad osäkerhetsintervallen här syftar till att illustrera.

I denna fördjupningsruta analyseras inflationen 2005 och de penningpolitiska beslut som fattades 2003–2004. Syftet är att ge ett underlag till den årliga utvärdering av penningpolitiken som görs av riksdagens finansutskott. Ett liknande underlag finns även i Riksbankens årsredovisning 2005. Trots låga räntor och god tillväxt i ekonomin blev inflationen oväntat låg 2005 – i Riksbankens prognoser överskattades den förhållandevis mycket fram till början av 2005. Den oväntat låga inflationen kan kopplas till utbudsfaktorer som i överraskande stor utsträckning har hållit tillbaka inflationstrycket i ekonomin, framförallt genom en hög produktivitetstillväxt och låga importpriser. Effekterna av sådana strukturella förändringar är svåra att fånga i prognosarbetet på ett tidigt stadium. Ett tecken på det är att de flesta prognosmakare överskattade inflationen 2005.

Målet för penningpolitiken

Enligt riksbankslagen ska målet för penningpolitiken vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat målet till att inflationen ska begränsas till 2 procent per år, med en tolerans för avvikelser från denna nivå på ± 1 procentenhet. Inflationsmålet definieras i termer av förändringen i konsumentprisindex (KPI). Penningpolitiken vägleds ibland också av mått på s.k. underliggande inflation som bedöms ge en bättre bild av det trendmässiga, konjunkturrelaterade inflationstrycket. Det mått som oftast använts är förändringen i UND1X som exkluderar hushållens räntekostnader för egnahem och direkta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner.

Ett syfte med toleransintervallet kring inflationsmålet är att tydliggöra att avvikelser från målet är sannolika och att det inte är en realistisk ambition att hålla inflationen på exakt 2 procent hela tiden. Intervallet ger också ett utrymme för tillfälliga avvikelser från målet som kan vara motiverade med hänsyn till utvecklingen av

t.ex. tillväxt och sysselsättning. Detta är i linje med förarbetena till riksbankslagen i vilka det förutsätts att Riksbanken, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, bör stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.¹⁶

Men toleransintervallet har också syftet att betona att det inte är acceptabelt med för stora avvikelser från inflationsmålet och att Riksbankens ambition är att försöka begränsa dessa. En vägledande princip för penningpolitiken är att Riksbanken normalt strävar efter att föra tillbaka inflationen till målet inom två år om en avvikelse inträffat. Reporäntan sätts således normalt så att inflationsmålet förväntas vara uppnått inom en tvåårsperiod.¹⁷

I vissa situationer kan Riksbanken dock finna det motiverat att göra avsteg från principen att föra tillbaka inflationen till målet inom två år. För det första kan inflationen påverkas av faktorer som visserligen medför att prisutvecklingen avviker från målet under en förhållandevis lång tid men ändå inte bedöms ha någon varaktig inverkan på inflationen. Riksbanken kan då välja att inte motverka störningen. För det andra kan det ha inträffat störningar som gjort att inflationen kommit att avvika kraftigt från inflationsmålet. I detta fall kan Riksbanken välja att låta det ta något längre tid att föra inflationen tillbaka till målet för att undvika alltför stora svängningar i den ekonomiska aktiviteten.

Utfall och målavvikelse 2005

Trots låga räntor och god tillväxt i ekonomin blev inflationen lägre än målet 2005. Enligt UND1X-måttet uppgick inflationen till 0,8 procent och enligt KPI till 0,5 procent i genomsnitt för året (se tabell R3). Att inflationen skiljer sig åt mellan måtten beror bland annat på att hushållens räntekostnader för egnahemsboende exkluderas i UND1X-inflationen. Hur räntekostnaderna i KPI förändras beror dels på förändringar av bostads-

¹⁶ Se t.ex. Regeringens proposition 1997/98:40, "Riksbankens ställning".

¹⁷ För en utförligare diskussion om Riksbankens penningpolitiska strategi, se Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", Penning- och valutapolitik, nr.1, 1999 samt fördjupningsruta "Riksbankens penningpolitik – mål och indikatorer", Inflationsrapport 2003:3.

räntorna men också på förändringar av priserna på egna hem. Under 2005 dominerade effekterna av räntesänkningar effekterna av stigande egna hempriser. Inflationen blev därför lägre mätt med KPI än med UND1X. Denna tillfälliga effekt på KPI är något som Riksbanken vanligtvis inte önskar motverka med penningpolitiken, varför politiken under senare år i huvudsak vägletts av inflationsutvecklingen mätt med UND1X.

Under året bidrog prisökningarna på importerade varor i hög utsträckning till det låga inflationsutfallet. UNDIMPX, som visar priset på i huvudsak importerade varor och tjänster, ökade med 0,2 procent i genomsnitt medan UNDINHX, som mäter priset på inhemskt producerade varor och tjänster, ökade med 1,0 procent. Den importerade inflationen skulle ha varit ännu lägre om den inte hållits uppe av kraftigt stigande priser på oljeprodukter. Exklusive oljeprodukter föll priserna på importerade konsumtionsvaror med 1,7 procent. Det var tredje året i rad som dessa importpriser sjönk. Att den importerade inflationen i genomsnitt är lägre än den inhemska är visserligen vanligt eftersom importpriserna huvudsakligen avser varor medan inhemska priser i högre utsträckning avser tjänster. Produktivitetstillväxten är normalt högre inom varuproducerande sektorer än inom tjänstesektorerna. Den importerade inflationen har dock under året även varit betydligt lägre än prisökningarna på inhemska varor.

För att ge perspektiv på fjolårets målavvikelse visar tabell R3 även genomsnittlig inflation mellan 1995, då inflationsmålet officiellt blev vägledande för penningpolitiken, och 2004. I genomsnitt har inflationen enligt UND1X (beräknat med den tidigare metoden) varit 1,9 procent, dvs. i princip på målet. Att inflationen enligt KPI varit en halv procentenhet lägre än UND1X-inflationen i genomsnitt är främst en följd av den kraftiga nedgången i det allmänna ränteläget under perioden, vilket bl.a. är ett resultat av att inflationsmålspolitiken varit lyckosam med att säkra en låg inflation.

Varför blev inflationen 2005 så låg?

De viktigaste orsakerna till att inflationen var låg 2005 är olika utbudsfaktorer som inneburit låga prisökningar på varor i producentledet och som också hållit tillbaka prispåslaget i distributionssektorn.

Priserna på konsumtionsvarorna i producentledet ökade visserligen under hösten 2005 men hade innan dess i princip varit oförändrade sedan 2003. En uppdelning visar att detta delvis förklaras av förhållandevis låga prisökningar på inhemskt producerade varor men framförallt av att priserna på importerade varor fallit under större delen av den senaste treårsperioden (se diagram R9). Under andra halvan av 2005 började dock importpriserna att stiga vilket också

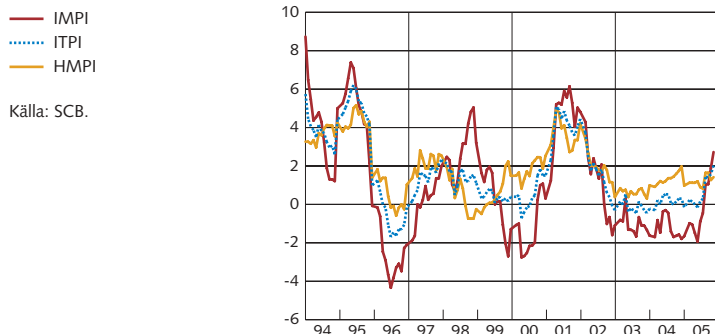
Tabell R3. Jämförelse mellan olika inflationsmått. Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt			Standardavvikelse		
	2005	1995–2004	1995–2004*	2005	1995–2004	1995–2004*
KPI	0,5	1,2	1,4	0,3	1,1	1,1
UND1X	0,8	1,6	1,9	0,3	0,8	0,8
UNDIMPX	0,2	0,3	0,6	0,8	1,4	1,4
UNDIMPX exkl. oljeprodukter	-1,7	0,1		0,5	1,5	
UNDINHX	1,0	2,2	2,4	0,2	1,0	1,0

Anm. *inflationsmått beräknat enligt den metod som användes fram till 1 januari 2005.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R9. Producentpriser på konsumtionsvaror enligt hemmamarknadsprisindex (HMPI), importprisindex (IMPI) samt ett vägt genomsnitt (ITPI). Årlig procentuell förändring



— IMPI
 ITPI
 — HMPI
 Källa: SCB.

medförde att priserna på konsumtionsvaror i producentledet sammantaget steg något.

Det pris på importerade varor som importörer betalar bestäms av priserna i utländsk valuta i importländerna samt växelkursens utveckling. Kronan stärktes mer eller mindre kontinuerligt från 2002 och fram till slutet av 2004, men under 2005 vände utvecklingen och kronan försvagades. Växelkursförändringar antas normalt påverka prissättningen i svenska kronor med viss fördröjning.¹⁸ Det talar för att den tidigare växelkursförstärkningen sannolikt spelade en viss roll för de låga varuimportpriserna i början av året men också för att kronförsvagningen under 2005 bidrog till importprisökningen under det andra halvåret.

En annan viktig anledning till att importpriserna har fallit under senare år förefaller vara ett förändrat importmönster där import från länder med relativt höga priser i allt större grad bytts ut mot import från länder där priserna är relativt låga. Denna förskjutning av importen till billigare länder har bidragit till att sänka de priser som svenska importörer betalar.¹⁹ EU:s slopande av importkvoter på kläder och textilier i början av 2005 kan ha bidragit till att sänka importpriserna ytterligare. Återinförandet av begränsningar på den kinesiska exporten av kläder bör visserligen ha haft en motverkande effekt under det andra halvåret men sammantaget bedöms

trenden med ökad andel import från länder med låg prisnivå ha varit ett viktigt skäl till att den importerade inflationen exklusive oljeprodukter fortsatte att falla 2005.

Det bör också påpekas att den låga importerade inflationen åtminstone till någon del skulle kunna vara en effekt av övergången till den nya beräkningsmetoden för inflationstakten som SCB genomförde i januari 2005.²⁰ Den tidigare metoden innebar, något förenklat, att inflationen beräknades som prisökningen på en oförändrad varukorg. Med den nya metoden beaktas även de förändringar i konsumtionsmönstret som normalt sker när varornas relativpriser ändras. Den nya beräkningsmetoden tenderar att sänka inflationstakten med i genomsnitt 0,2 procentenheter sett över en längre period, men effekten kan vara större enstaka år.

Beräkningar har visat att särskilt den importerade inflationen kan bli betydligt lägre enskilda år med den nya beräkningsmetoden. Importen har en relativt sett större andel varor och eftersom substitutionen mellan varor är större än mellan tjänster blir substitutionseffekten större för den importerade inflationen. Som diskuterats ovan har importandelen från lågkostnadsländer ökat. Det är därför tänkbart att de låga importprisökningarna delvis är en effekt av metodbytet. Importpriserna har dock utvecklats svagt under en längre tid vilket talar för att det är mer än bara bytet av beräkningsmetod som har hållit tillbaka den importerade inflationen 2005.

En annan av huvudfaktorerna bakom den låga inflationen de senaste åren är produktivitetstillväxten som har hållit nere kostnadstrycket i ekonomin. Löner är en av de största kostnadsposterna för de flesta företag. Hur mycket löneökningar påverkar arbetskostnaden per producerad enhet, och således i förlängningen produktpriset, beror i hög grad på produktiviteten. Produktivitetstillväxten har under senare år varit påfallande hög vilket lett till ett lågt kostnads-

¹⁸ Se fördjupningsrutan "Växelkursen och den importerade inflationen" i Inflationrapport 2004:2.

¹⁹ Se fördjupningsrutan "Varför är de svenska importpriserna så låga?" i Inflationrapport 2005:2.

²⁰ För en utförligare beskrivning av metodförändringen, se pressmeddelande 2004-05-05, "Ändrade beräkningsmetoder för konsumentprisindex och inflationstakten från januari 2005", SCB samt fördjupningsrutan "Ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten" i Inflationrapport 2004:2.

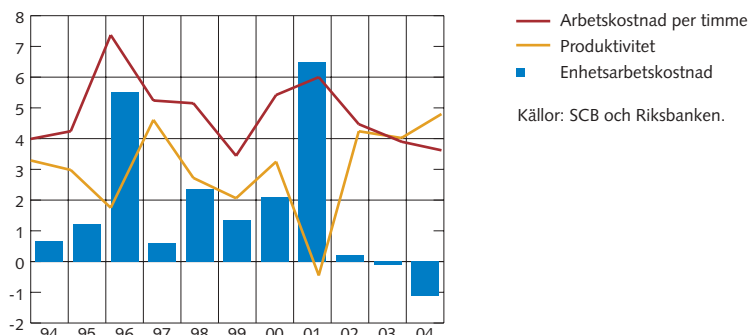
tryck i företagen. Under 2003 och 2004 sjönk t.o.m. arbetskraftskostnaderna per producerad enhet i näringslivet (se diagram R10). Den höga produktivitetstillväxten tillsammans med relativt låga lönekostnadsökningar har inte bara hållit nere prisökningarna på inhemskt producerade varor och tjänster utan har också bidragit till den låga importerade inflationen. Importerade varor bearbetas och distribueras inom landet innan de säljs vidare till konsumenter. Det innebär att produktivitetstillväxten spelar en roll även för prisökningstakten på varor som importeras.

Orsakerna till de snabba produktivetsförbättringarna är inte helt klarlagda. Sannolikt finns det ett visst konjunkturellt inslag i utvecklingen. I början av konjunkturuppgångar är det normalt med en period då produktionen ökar snabbare genom ett intensivare utnyttjande av befintlig arbetskraft, vilket innebär en högre produktivitetstillväxt. Produktivetsutvecklingen har dock varit stark även med hänsyn tagen till sådana effekter. Det finns därför sannolikt även förklaringar av mer varaktig karaktär. En möjlighet är att de omfattande investeringar i informationsteknologi som gjordes inom många sektorer under slutet av 1990-talet har börjat ge resultat.²¹

Den höga produktivitetstillväxten bör troligen också ses i ljuset av en ökad inhemsk och internationell konkurrens. Den har bland annat medfört rationaliseringar inom många sektorer. I kombination med utflyttning av arbetsmoment till låglöneländer kan det ha skapat möjligheter att förbättra produktiviteten i snabbare takt än tidigare. Den hårdnande konkurrensen har sannolikt också varit en drivkraft bakom förskjutningen av importen mot en allt högre import från lågkostnadsländer.

Hårdnande konkurrens bör i sig också ha bidragit till att hålla tillbaka prisökningstakten genom att företagens påslag på kostnaderna krympt. Under 2005 var fokus i stor utsträckning på utvecklingen inom livsmedelsbranschen

Diagram R10. Enhetsarbetskostnad, arbetsproduktivitet och arbetskostnad i näringslivet. Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Källor: SCB och Riksbanken.

och den prispress som den ökande etableringen av lågprisedjor innebär. Livsmedelspriserna föll under året men inte så mycket som många, inte minst aktörerna inom branschen, hade förväntat sig. Livsmedel utgör dock en förhållandevis stor del av konsumtionskorgen i UNDIHX, så detta bidrog ändå till en viss minskning av den inhemsk inflationen under året.

Företagens möjligheter att höja sina priser påverkas även av efterfrågeläget. När efterfrågan är låg i förhållande till produktionskapaciteten kan företagen välja att minska sina vinstmarginaler. Ett lågt utnyttjande av tillgänglig arbetskraft håller också tillbaka lönekraven. Den snabba produktivitetstillväxten har bidragit till att hålla nere efterfrågan på arbetskraft. Den låga inflationen bör därför också ses mot bakgrund av att det funnits gott om lediga resurser i ekonomin.

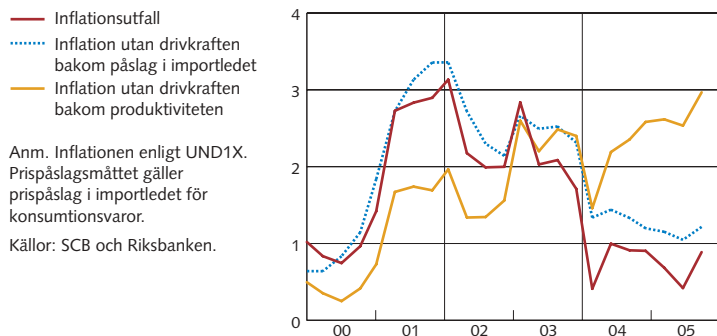
Varför inflationen 2005 blev så låg – en analys gjord med Riksbankens makroekonomiska modell

Under det senaste året har Riksbanken använt en ny makroekonomisk modell i prognosarbetet och den penningpolitiska analysen. Modellen har kommit till användning bl.a. i arbetet med att tolka varför den faktiska inflationsutvecklingen skiljt sig från den av Riksbanken förväntade utvecklingen.²²

21 Se Andersson, B. och M. Ådahl, "Den 'nya ekonomin' och svensk produktivitet på 2000-talet", *Penning- och valutapolitik* 1, 2005, Sveriges riksbank.

22 För en utförlig beskrivning av modellen, se Adolfson, M., Laseén, S., Lindé, J. och M. Villani, "Bayesian Estimation of an Open Economy DSGE Model with Incomplete Pass-Through", Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 179, 2005.

Diagram R11. Inflationsutfall samt inflation i frånvaro av olika drivkrafter enligt Riksbankens makroekonomiska modell.
Årlig procentuell förändring



Anm. Inflationen enligt UND1X. Prispåslagsmättet gäller prispåslag i importledet för konsumtionsvaror.

Källor: SCB och Riksbanken.

Modellen tillhör en ny generation av s.k. dynamiska allmänjämviktsmodeller.²³ Dessa beskriver utvecklingen av ekonomin på makroplanet – dvs. i den aggregerade ekonomin – samtidigt som de uttryckligen är baserade på mikroekonomisk teori, dvs. teorier för hur företag och individer fattar beslut om produktion, investeringar, konsumtion, etc. Denna typ av ekonomiska modeller används idag av allt fler centralbanker.

Riksbankens modell beskriver utvecklingen av ett dussintal observerbara ekonomiska storheter som t.ex. BNP, konsumtion, investeringar, arbetade timmar och inflation. Parametrarna i modellen bestäms via en ekonometrisk metod för att få en så god beskrivning av den historiska utvecklingen i den svenska ekonomin som möjligt. Förutom de observerbara variablerna innehåller modellen även ett antal icke-observerade variabler som beräknas via den ekonometriska metoden, t.ex. mått på teknisk utveckling och företags prispåslag på produktionskostnader.

Modellen kan bl.a. användas för att studera varför inflationen varit så låg de senaste åren. Detta kan analyseras genom att de olika icke-observerade storheterna – drivkrafterna i modellen – först tas fram via den ekonometriska analysen. Sedan beräknas konsumtion, investeringar, BNP-tillväxt, inflation osv. under antagandet att en viss drivkraft exkluderas. Detta experiment svarar alltså på frågan vad t.ex. inflationen hade blivit i frånvaron av en viss drivkraft. Genom

att göra denna analys för var och en av de olika drivkrafterna och jämföra inflationsutfallet i varje experiment, går det att få en uppfattning om vilken/vilka drivkrafter som varit av störst betydelse för det låga inflationsutfallet.

En sådan analys visar att det främst är kraftigt nedpressade prispåslag i importledet och hög produktivitet via snabb teknisk utveckling som, enligt den makroekonomiska modellen, varit orsakerna till den låga inflationen de senaste åren. I diagram R11 illustreras det faktiska inflationsutfallet samt vad inflationen, enligt modellen, skulle ha blivit i frånvaron av drivkrafterna bakom produktiviteten respektive påslagen. Från att ha bidragit till att hålla uppe inflationen har produktivetsutvecklingen enligt modellen bidragit till att hålla nere inflationen från mitten på 2003 och framåt (inflationen hade blivit högre utan dessa förändringar) och denna effekt har varit särskilt stor sedan 2004.²⁴ Minskade prispåslag i importledet har bidragit till en låg inflation under en förhållandevis lång period men effekten har varit särskilt tydlig de senaste åren.

Resultaten av denna modellanlys är således väl i linje med slutsatserna från diskussionen i förra avsnittet, dvs. produktivetsförbättringar och låga prispåslag i importledet har bidragit till att hålla nere inflationen 2005. Modellen lägger större vikt vid effekten av pressade påslag i importledet än effekten av låga internationella priser i sig. Detta resultat bör dock inte övertolkas i och med att det mått på internationella priser som används i modellen sannolikt inte fångar den förskjutning av importen mot billigare länder som diskuterats ovan. Denna förskjutning kan innebära att för stor vikt läggs vid effekten av att prispåslagen krympts.

Prognoserna för utvecklingen 2005 gjorda 2003–2005

Hur väl lyckades Riksbanken med sina prognoser för utvecklingen 2005? Penningpolitiken verkar med viss fördröjning och måste därför vara fram-

²³ Dessa modeller kallas även ofta för DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium)-modeller.

²⁴ Den exakta storleken på effekterna i diagram R11 bör inte övertolkas bl.a. eftersom resultaten inrymmer en viss grad av statistisk osäkerhet. Det är dessutom viktigt att notera att modellen är en abstraktion av den faktiska ekonomin.

Tabell R4. Riksbankens prognoser och utfall 2005 för ett urval av variabler. Årsgenomsnitt

	IR 03:1	IR 03:2	IR 03:3	IR 03:4	IR 04:1	IR 04:2	IR 04:3	IR 04:4	IR 05:1	IR 05:2	IR 05:2 IT	IR 05:3 IT	IR 05:3	IR 05:4 IT	IR 05:4	Utfall
BNP-tillväxt 2004	2,4	2,4	2,4	2,4	2,8	2,9	3,6	3,6								3,7
BNP-tillväxt 2005	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,8	3,2	3,0	3,2	1,9	1,9	2,3	2,3	2,4		
BNP-tillväxt 2006					2,8	3,1	3,2	3,2	3,2	2,7	2,6	3,0	3,3	3,2		
BNP OECD19 2004	2,7	2,5	2,8	2,9	3,2	3,3	3,5	3,4								3,2
BNP OECD19 2005	2,6	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8	2,6	2,6	2,5		2,4		2,5		
TCW 2005	123,7	124,0	123,7	123,7	123,7	123,7	124,7	123,8	123,6	125,4		127,6		128,5		128,0
Oljepris USD 2005	20,7	20,7	22,8	22,8	28,2	29,4	38,4	40,3	43,3	48		55		54,0		54,5
Produktivitet i näringslivet 2004	2,3	2,3	2,1	2,2	2,7	3,2	3,5	3,4	3,6	3,6						3,9
Produktivitet i näringslivet 2005	2,2	2,2	2,1	2,1	2,4	2,5	2,7	2,7	2,8	2,6		2,3		2,3		
Lön i näringslivet, KL (Nominal-lön) 2005	3,8	3,6	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,4	3,3	3,3		3,3		3,3		
Enhetsarbetskostnad i näringslivet 2005	1,7	1,5	1,7	1,6	1,3	1,2	1,0	0,9	0,7	0,6		1,1		1,0		
Öppen arbetslöshet 2005	4,3	4,5	4,5	4,6	4,9	5,2	5,1	5,2	5,1	5,2		5,9a		5,9a		
Internationella producent-priser 2005	2,1b	1,8b	1,9b	1,9b	1,6	1,6	2,1	2,3	2,3	2,5		3,1		3,4		
UNDINHx 2005	2,5c	2,3c	2,2	2,3	1,9	1,6	1,6	1,7	0,9	1,1		1,0		1,0		1,0
UNDIMPX 2005	0,2c	0,3c	0,4	0,3	0,0	0,1	0,5	0,5	-1,3	-0,8		0,2		0,2		0,2
UND1X 2005	1,8c	1,6c	1,6	1,6	1,2	1,1	1,2	1,3	0,2	0,5	0,3	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
UNDIMPX exkl. olja 2005			0,7		0,3	0,3	0,5	0,6	-1,6	-2,2		-1,8		-1,6		-1,7
KPI 2005	2,0c	1,9c	1,9	1,9	1,5	1,2	1,3	1,2	0,1	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5

Anm. a = prognoserna gäller arbetslöshet enligt ny definition (uppskattningsvis innebär den en 0,4 procentenheters högre arbetslöshet jämfört med den tidigare definitionen), b = genomsnittliga exportpriser i nationell valuta, c = tolv månaderstalt, KL = konjunkturlönestatistik, IT = prognoser betingade på implicita terminräntor. I den första och andra inflationsrapporten 2005 redovisades prognoser baserade på antagandet om implicita terminräntor i fördjupningsrutorna och då endast prognoser för BNP-tillväxt och inflation. I den tredje och fjärde inflationsrapporten 2005 baserades prognoserna i huvudskenariot på implicita terminräntor och en inflationsprognos baserad på konstant reporänta publicerades separat i en fördjupningsruta.

Källor: Intercontinental Exchange, OECD, SCB och Riksbanken.

åtblickande. Det är därför främst de prognoser som gjordes, och de räntebeslut som fattades, under 2003 och 2004 som är relevanta vid en utvärdering av penningpolitiken 2005. I tabell R4 presenteras prognoserna för olika mått på inflationsutvecklingen 2005 samt prognoserna för några variabler som är särskilt viktiga för inflationsprognosen.

En svårighet vid analysen av träffsäkerheten i Riksbankens prognoser är att de fram till och med den andra inflationsrapporten 2005 baserades på antagandet att reporäntan är oförändrad under två år. Eftersom reporäntan vanligtvis ändras under prognosperioden,

och därmed påverkar utfallet för inflationen och andra ekonomiska storheter, är det svårt att få en god uppfattning om träffsäkerheten i prognosen. Fr.o.m. den tredje inflationsrapporten 2005 baseras prognoserna istället på antagandet att reporäntan följer marknadens förväntningar såsom de avspeglas i de s.k. implicita terminräntorna.²⁵ Detta nya antagande för penningpolitiken underlättar en utvärdering av prognoserna eftersom det i normala fall är mer realistiskt.²⁶

BNP-tillväxten 2004, som kan antas ha påverkat inflationsutfallet 2005, underskattades förhållandevis kraftigt i de prognoser som

25 För en beskrivning av de nya förutsättningarna för Riksbankens prognoser, se fördjupningsrutorna "Metodförändringar i Riksbankens prognosarbete" i Inflationsrapport 2005:1.

26 Det bör dock noteras att inte heller med impliciträntantagandet går det att få en exakt uppfattning om träffsäkerheten i prognoserna eftersom den av marknaden förväntade utvecklingen av räntan inte nödvändigtvis är den som Riksbanken bedömer vara den mest sannolika.

gjordes under 2003 och i början av 2004. Trots detta överskattade samtidigt prognoserna som gjordes under 2003 utfallet för inflationen 2005. Bedömningen var att konjunkturen, bl.a. stimulerad av en mer expansiv penningpolitik, skulle förbättras under de kommande åren och att inflationstrycket samtidigt skulle öka i linje med ett traditionellt konjunkturmönster.

Men medan konjunkturen förstärktes blev inflationen samtidigt lägre än väntat och synen på det internationella och inhemska kostnadstrycket omvärderades gradvis i slutet av 2003 och början av 2004. Uppgången i inflationstakten väntades nu bli långsammare och prognoserna för både den importerade och inhemska inflationen justerades därför ned.

Omvärderingen hängde bland annat samman med de låga importpriserna. Prognosen för den importerade inflationen exklusive olje-produkter hade successivt justerats ned under andra halvan av 2003 men utfallet blev trots det betydligt lägre än väntat. Detta påverkade bedömningen av det internationella pristrycket och det konstaterades att den ökade handeln och hårdnande konkurrensen, bl.a. från länder med ett mycket lågt kostnadsläge, kunde ha medfört en hårdare internationell prispress än vad som tidigare bedömts vara fallet. Omvärderingen var till viss del även ett resultat av en mer optimistisk syn på produktivitet utvecklingen. Arbetsmarknaden hade också utvecklats svagare än väntat och det fanns därför anledning att vara något mer pessimistisk om den framtida sysselsättningen och arbetslösheten och även räkna med något mer dämpade löneökningar. Sammantaget bidrog detta till att synen på det inhemska kostnadstrycket reviderades.

I maj 2004 beslutade SCB, som tidigare nämnts, att göra vissa förändringar i beräkningsmetoderna för inflationstakten och att dessa nya metoder skulle börja gälla fr.o.m. januari 2005. För Riksbankens del innebar detta att prognoserna för inflationen 2005 enligt KPI och de underliggande måtten (beräknade fr.o.m. den andra inflationsrapporten 2004) reviderades ned något.²⁷ Beräkningar visade att skillnaden mellan

det gamla och nya måttet historiskt sett hade varierat kraftigt mellan olika år och att skillnaden generellt sett hade varit större för den importerade inflationen än för den inhemska inflationen. I genomsnitt hade dock KPI-inflationen varit endast 0,2 procentenheter lägre i genomsnitt per år med det nya beräkningssättet. Prognoserna sänktes därför något.

Efter sommaren 2004 justerades tillväxtprognosen upp till en nivå i linje med det slutliga utfallet då ny statistik visade att den svenska exporten under året utvecklats bättre än väntat beroende på en något starkare internationell konjunkturuppgång. Den mer optimistiska synen på konjunkturutsikterna innebar att även prognosen för BNP-tillväxten 2005 höjdes. Bedömningen var att den inhemska efterfrågan, som ett resultat av högre tillväxt och expansiv finans- och penningpolitik, gradvis skulle ta över och bli den drivande kraften i konjunkturuppgången.

Trots att prognoserna för tillväxten 2004 och 2005 justerades upp förändrades inflationsprognoserna inte särskilt mycket. Analyserna tydde på att inflationsimpulserna från den starkare tillväxten och ett högre oljepris skulle komma att motverkas av gynnsamma kostnadsförhållanden till följd av en ytterligare något högre produktivitetstillväxt samt av ledig produktionskapacitet i utgångsläget. Prognoserna för den inhemska och underliggande inflationen höjdes därför endast marginellt. Prognosen för den importerade inflationen justerades däremot upp något, bl.a. som ett resultat av en höjning av oljeprisprognosen.

I den första inflationsrapporten 2005 reviderades inflationsprognosen ned förhållandevis mycket. Detta var inte ett resultat av någon avgörande förändring i synen på konjunkturutsikterna utan berodde på ett antal specifika faktorer som bedömdes påverka inflationsutsikterna i större utsträckning än vad som tidigare hade förutspåtts. Priserna på t.ex. livsmedel och kläder hade utvecklats ovanligt svagt och hade till och med fallit under det senaste året. Hårdnande konkurrens inom livsmedelsbranschen bedömdes vara en orsak till de fallande livsmedels-

27 I tabellen är således prognoserna fr.o.m. den andra inflationsrapporten 2004 inte direkt jämförbara med prognoserna gjorda tidigare.

priserna. EU:s slopande av importkvoter på kläder och textilier i början av året hade sannolikt bidragit till att hålla nere ökningstakten av klädpriiserna. Priserna på importerade konsumtionsvaror exklusive oljeprodukter hade dessutom överlag fortsatt att falla oväntat mycket, vilket pekade mot att effekterna av ökad import från lågkostnadsländer tidigare hade underskattats. Både prognoserna för den importerade och inhemska inflationen justerades därför ned.

Efter denna nedrevidering skulle prognosen för den inhemska inflationen visa sig vara i linje med det slutliga utfallet för 2005 medan prognoserna för KPI och UND1X underskattade inflationen. Den kortsiktiga utvecklingen av dessa inflationsmått justerades upp något i de två följande inflationsrapporterna, bl.a. som ett resultat av att ett högre oljepris drev upp den importerade inflationen.

Jämförelse med andra prognosmakare

I diagram R12 jämförs ett tjugotal konjunkturbedömares prognoser för tillväxten 2004 vid olika tillfällen. Att döma av diagrammet innebar den starka tillväxten på 3,7 procent under 2004 en överraskning för samtliga prognosmakare. Uppskattningen av tillväxten 2004 var i intervallet 2–3 procent i början av 2003 och även efter Riksbankens räntesänkningar under första halvåret höll sig genomsnittet av prognoserna, liksom Riksbankens prognos, kvar på ungefär 2,5 procent.

Riksbanken, tillsammans med några andra prognosmakare, justerade upp BNP-prognosen under våren 2004 och med viss eftersläpning höjdes också prognosgenomsnittet. Det är dock slående att tillväxten 2004 underskattades med drygt 0,5 procentenheter så sent som i juni 2004 av både Riksbanken och genomsnittet av övriga bedömare. Uppjusteringen av Riksbankens prognos under hösten var till största delen ett resultat av att ny statistik över exporten under året visade på en högre tillväxt än tidigare beräknat. Utvecklingen av prognoserna hos övriga

Diagram R12. Prognoser för BNP-tillväxten 2004 vid olika tidpunkter, Riksbanken samt ett genomsnitt av andra prognosmakare. Årsgenomsnitt

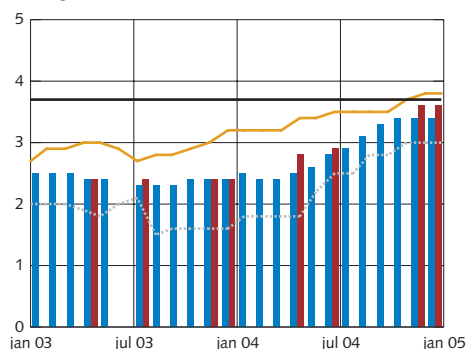
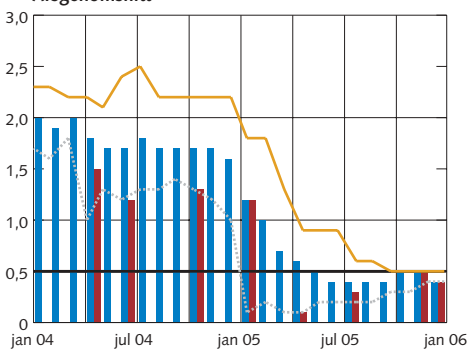


Diagram R13. Prognoser för inflationen 2005 vid olika tidpunkter, Riksbanken samt ett genomsnitt av andra prognosmakare. Årsgenomsnitt



bedömare visar att denna starka exportuppgång var något som överraskade de flesta.

Av diagram R13 framgår att underskattningen av BNP-utvecklingen inte motsvarades av en liknande underskattning av inflationstrycket. Tvärtom överskattades inflationen 2005 av i stort sett samtliga konjunkturbedömare. Som framgår av förra årets prognosutvärdering överskattades inflationen 2004 på liknande sätt.²⁸ En rimlig tolkning är således att de faktorer som har hållit tillbaka de internationella prisökningarna och de inhemska kostnadsökningarna har varit starkare och haft en mer långvarig effekt än de flesta bedömare räknat med. Majoriteten av konjunkturbedömare justerade gradvis ned inflationsprognosen till en nivå i linje med det slutliga utfallet på 0,5 procent under början av 2005 i takt med att insikterna om dessa effekter

— Utfall
— Högsta prognosen
..... Lägst prognosen
■ Medel utan RB
■ Riksbanken

Anm. Prognoserna hämtas från Consensus sammanställning av svenska och internationella prognosmakare. Sammanställningen har kompletterats med prognoser av LO och prognoser från vår- och budgetpropositioner. Dateringen av prognoserna följer Consensus sammanställning vilken kan skilja sig från faktisk publiceringstidpunkt med någon månad.

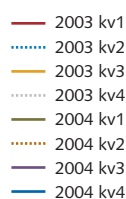
Källor: Consensus Inc., Finansdepartementet, LO och SCB.

— Utfall
— Högsta prognosen
..... Lägst prognosen
■ Medel utan RB
■ Riksbanken

Anm. Prognoserna hämtas från Consensus sammanställning av svenska och internationella prognosmakare. Sammanställningen har kompletterats med prognoser av LO och prognoser från vår- och budgetpropositioner. Dateringen av prognoserna följer Consensus sammanställning vilken kan skilja sig från faktisk publiceringstidpunkt med någon månad.

Källor: Consensus Inc., Finansdepartementet, LO och SCB.

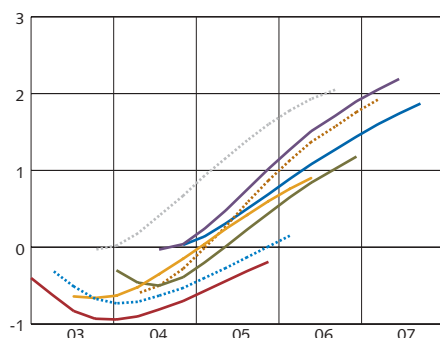
28 Se fördjupningsrutan "Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2002-2004" i Inflationsrapport 2005:1.



Anm. De implicita terminsräntorna avser 15 dagars genomsnitt. Reporäntan är den ränta som gällde vid prognostillfället, dvs. kvartalet innan.

Källa: Riksbanken.

Diagram R14. Skillnaden mellan implicita terminsräntor och konstant reporänta vid olika prognostillfällen.



växte och som ett resultat av att konjunkturuppgången tillfälligt bromsade in i början av året.

Medan Riksbankens bedömning av tillväxten 2004 i princip höll sig på samma nivå som den genomsnittliga prognosen var bedömningen av inflationen 2005 genomgående lägre än genomsnittet och ofta bland de lägsta prognoserna. Detta kan tolkas som att Riksbanken var bland de prognosmakare som jämförelsevis tidigt började ta hänsyn till de effekter som dämpade det underliggande inflationstrycket i ekonomin.

Jämförelsen med övriga prognosmakare är dock något missvisande eftersom reporäntan sänktes under perioden medan Riksbankens prognoser baserades på ett antagande om att räntan skulle hållas konstant. Som tidigare nämnts ändrades det antagandet under 2005 till ett antagande om att räntan följer den av marknaden förväntade ränteutvecklingen enligt de implicita terminsräntorna. I diagram R14 illustreras skillnaden mellan de implicita terminsräntor som rådde under perioden och den konstanta ränta som användes vid prognostillfällena. Av diagrammet framgår att de implicita terminsräntorna, förutom vid några tillfällen, pekade på en mer expansiv penningpolitik (differensen är negativ) än vad antagandet om konstant ränta innebar.²⁹ Hade således Riksbankens prognoser 2003–2004 baserats på implicita terminsräntor skulle sannolikt prognoserna för både tillväxten 2004 och inflationen 2005 ha varit något högre

än de som visas i diagram R12 och R13. Det är dock inte möjligt att i efterskott säga exakt vad prognoserna i så fall hade varit.

Direktionens penningpolitiska beslut 2003–2004

Eftersom inflationen under 2005 främst påverkas av den penningpolitik som bedrevs 2003 och 2004 måste en analys av penningpolitiken i första hand inriktas mot de bedömningar som gjordes och de reporäntebeslut som fattades under dessa år.

I slutet av 2002 sänkte Riksbanken reporäntan i två steg till 3,75 procent. Under 2003 fortsatte Riksbanken att föra penningpolitiken i mer expansiv riktning och reporäntan sänktes i mars, juni och juli med sammanlagt 1 procentenhet till 2,75 procent. Sänkningarna genomfördes mot bakgrund av att den internationella och svenska konjunkturbilden gradvis fortsatte att försämrans och den förväntade återhämtningen fick skjutas framåt i tiden. Utvecklingen föreföll bland annat bekräfta farhågor för att anpassningen efter den dramatiska börsnedgången sedan 2000 skulle bli utdragen och under förhållandevis lång tid dämpa konsumtion och investeringar. I början av året bidrog även säkerhetspolitisk oro i samband med kriget i Irak till förväntningar om en svagare utveckling.

Efter sänkningen i juli gjordes inga fler reporänteförändringar under 2003. Inom Riksbankens direktion var uppfattningen att den återhämtning som en tid hållits tillbaka nu hade inletts, bl.a. understödd av de reporäntesänkningar som genomförts. Inflationen exklusive energipriser blev under hösten något lägre än väntat, vilket bl.a. var en effekt av oväntat svag importerad inflation och inhemskt kostnadstryck. Den samlade inflationen utvecklades ändå i linje med prognoserna. Förväntningarna var att inflationen framöver skulle komma att utvecklas enligt banor som normalt kunde förväntas under en konjunkturuppgång. Den svaga arbetsmarknadsutvecklingen var i detta sammanhang ett orosmoment och dess relativa betydelse för riskbilden, ställd

²⁹ Räntan sänktes ju också mycket riktigt i början av 2003 och i början av 2004.

RÄNTEBESLUT 2003

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

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

24 april: Reporäntan hölls oförändrad på 3,5 procent. Lars Nyberg och Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter. Som skäl anfördes bl.a. att resursutnyttjandet och inflationen förväntades bli något lägre än i den senaste bedömningen och att Riksbankens normala sätt att agera talade för en räntesänkning. Dessutom kunde de internationella nedåtriskerna för inflationen antas vara något större än de inhemska uppåtriskerna.

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

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

15 oktober: Reporäntan hölls oförändrad på 2,75 procent. Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter bl.a. med hänvisning till att arbetsmarknaden var fortsatt svag och att det skulle komma att dröja ytterligare en tid innan företagen börjar nyanställa och konjunkturuppgången stabiliserar sig. Eftersom hon bedömde att de inhemska uppåtriskerna var små ansåg hon att det var lämpligt att sänka räntan ytterligare.

4 december: Reporäntan hölls oförändrad på 2,75 procent. Villy Bergström och Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,25 procentenheter mot bakgrund av att den svenska konjunkturen riskerade att utvecklas svagare än i bedömningen i inflationsrapporten. För det bedömdes bl.a. den dittills svaga arbetsmarknadsutvecklingen tala.

RÄNTEBESLUT 2004

5 februari: Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 2,5 procent. Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,5 procentenheter med hänvisning till att inflationsprognosen redan i december förra året pekat på ett utrymme att sänka räntan och att utvecklingen därefter indikerat ett ännu svagare pristryck, bl.a. till följd av att produktivitetstillväxten fortsatt att förbättras.

31 mars: Reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter till 2,0 procent. Villy Bergström och Eva Srejber reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med endast 0,25 procentenheter. De förordade en större försiktighet med den penningpolitiska stimulansen, bl.a. för att inte uppmuntra till ökad skuldsättning hos hushållen. Ett annat skäl var osäkerheten om styrkan och varaktigheten i den produktivitetsutveckling och växande internationella konkurrens som hållit inflationen nere trots en expansiv ekonomisk politik på flera håll i världen.

28 april: Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

27 maj: Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

23 juni: Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

19 augusti: Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

13 oktober: Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

8 december: Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

bl.a. mot eventuella spridningseffekter av de höga elpriserna i den kommande avtalsrörelsen, var något som diskuterades i direktionen.

I början av 2004 föll så inflationen. Det var till viss del en förutsedd utveckling som kunde förklaras av de tidigare elprisökningarna, men nedgången i inflationen var återigen större än väntat. Det gjorde att Riksbanken stärktes i sin syn att det underliggande inflationstrycket, trots en allt tydligare internationell och inhemsk konjunkturuppgång, var lägre än tidigare bedömt. Såväl lägre importpriser som svagare arbetsmarknad och högre produktivitet än tidigare prognostiserat talade för ett lägre löne- och pristryck. Reporäntan sänktes därför i februari och mars 2004 med ytterligare sammanlagt 0,75 procentenheter till 2 procent.

Reporäntan lämnades sedan oförändrad under resten av 2004. Synen på den svenska konjunkturutvecklingen blev mer optimistisk under sommaren och hösten då ny information pekade på en allt starkare internationell och inhemsk utveckling. Mot slutet av året såg tillväxtutsikterna ut att vara något mer dämpade men det fanns fortfarande skäl att anta att inflationstrycket gradvis skulle komma att öka och att penningpolitiken förr eller senare skulle behöva läggas om i en mindre expansiv riktning. Inflationen förväntades fortsätta att öka i takt med ett stigande resursutnyttjande samtidigt som gynnsamma kostnadsförhållanden, bl.a. en fortsatt hög produktivitetstillväxt, bedömdes bidra till att inflationsuppgången var måttlig och i linje med målet på ett par års sikt.

Alternativ utformning av penningpolitiken

Som framgår ovan överskattade Riksbanken inflationen 2005 framförallt i de prognoser som gjordes under 2003. I början av 2004 förutsågs att inflationen skulle bli lägre än målet 2005 men i efterhand står det klart att inflationen blev ännu lägre än vad som då prognostiserades. En naturlig fråga att ställa i det sammanhanget är om det hade varit möjligt, givet den information som fanns tillgänglig, att bättre förutse den låga inflationen 2005. En angränsande frågeställning

är i vilken utsträckning det med mer träffsäkra prognoser hade varit lämpligt med en annan utformning av penningpolitiken.

För att förutspå det låga inflationstrycket 2005 hade det fordrats att Riksbanken tidigt hade gjort en korrekt analys av de strukturella förändringar som pågick i ekonomin och som var viktiga för inflationen, bl.a. den höga produktivitetstillväxten. Förändringar av strukturell karaktär är dock svåra att fånga i prognosarbete på ett tidigt stadium eftersom de är svåra att identifiera. Det tar tid innan det går att dra säkra slutsatser om att oväntade skeenden i ekonomin faktiskt speglar strukturella förändringar och inte bara är resultatet av tillfälliga faktorer. Bedömningar av hur kraftigt och varaktigt de strukturella skeendena kommer att påverka inflationen är också mycket osäkra eftersom de historiska samband som prognosmetoderna utnyttjar inte längre gäller.

Ett tecken på att den låga inflationen 2005 var en följd av strukturella förändringar som var svåra att förutse är att den överskattades av de flesta prognosmakare trots att tillväxten 2004 blev betydligt starkare än väntat. Konjunktur- och inflationsutsikterna hos andra prognosmakare skiljde sig med andra ord inte i några avgörande avseenden från Riksbankens. Vissa bedömare har under perioder visserligen varit något mer optimistiska i sin syn på produktivitetstillväxtens utveckling än Riksbanken, men synen på inflationsutsikterna har dock ändå inte varit särskilt annorlunda.

I samband med att insikterna om den inflationsdämpande styrkan hos de strukturella förändringarna växte i början av 2004 reviderades inflationsprognoserna ned och inflationen förutsågs bli i linje med målet först på ett par års sikt och således lägre än målet 2005. Inflationen 2005 blev dock ännu lägre än dessa prognoser indikerade, något som kan tala för att penningpolitiken hade kunnat vara ännu något mer expansiv under 2004. Inflationen skulle därigenom, bl.a. via växelkurskanalen, troligen ha kommit något närmare målet 2005.

Det är dock tveksamt om det hade varit lämpligt att sänka räntan så mycket mer än de

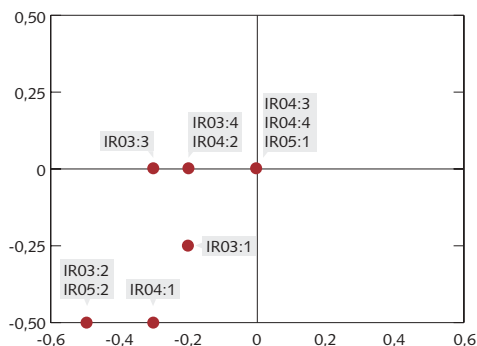
sänkningar på totalt 0,75 procentenheter som faktiskt genomfördes under 2004, bl.a. med tanke på den snabba ökningen av hushållens upplåning och priserna på bostadsmarknaden. Dessutom kan det vara värt att notera att effekterna på den inhemska efterfrågan och på arbetsmarknaden av en ännu mer expansiv penningpolitik än den faktiskt förda sannolikt hade varit små eftersom efterfrågan ändå ökade starkt. Förändringarna på utbudssidan av ekonomin har dock inneburit att arbetsmarknaden trots detta har utvecklats svagt. Med facit i hand är det därför sannolikt ingen avgörande skillnad på den faktiskt förda penningpolitiken under perioden och den som skulle ha valts om effekterna av utbudstörningarna till ekonomin helt hade kunnat förutses. Sett över hela den räntesänkingsperiod som inleddes i slutet av 2002 hade möjligtvis sänkningarna kunnat inledas något tidigare och genomföras något snabbare.

Relationen mellan räntebeslut och prognoser

Ett krav som kan ställas på penningpolitiken är att den ska framstå som rimlig och konsekvent givet de förutsättningar som råder vid olika beslutstillfällen. Ett sätt att undersöka om så har varit fallet är att försöka besvara frågan om Riksbankens ränteförändringar varit lättförståeliga givet de prognoser som gjordes. I linje med Riksbankens strategi att normalt föra tillbaka inflationen till målet inom två år då avvikelser inträffat bör reporäntan normalt ha höjts i de fall inflationsprognosen (under antagande om konstant reporänta under prognosperioden) överstigit målet medan inflationsprognoser under målet normalt bör ha resulterat i en räntesänkning.

Det är emellertid viktigt att ha i åtanke att det inte finns någon mekanisk handlingsregel som säger att reporäntan alltid ändras när UND1X-prognosen avviker tillräckligt mycket från inflationsmålet på två års sikt. Det kan t.ex. uppstå lägen då ekonomin påverkas av en stör-

Diagram R15. Relationen mellan räntebeslut och prognoser, reporänteförändringar på vertikal axel och prognostiserad målavvikelse på horisontell axel.



Anm. Prognoserna avser riskjusterad UND1X på två års sikt under antagandet att reporäntan inte ändras.

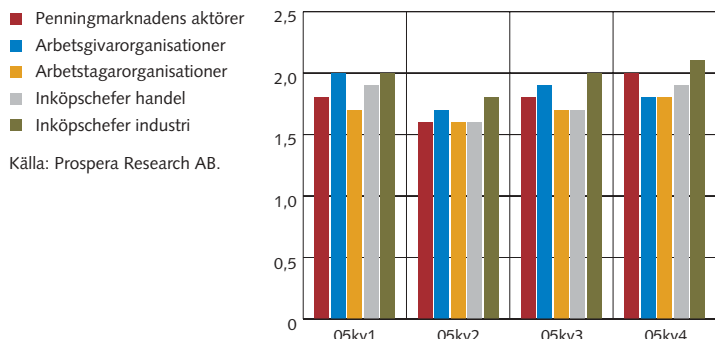
Källa: Riksbanken.

ning vars effekt på inflationen är tillfällig men ändå inte fullt ut hinner klinga av inom två år. Det kan även vara så att en större störning till inflationen gör att en återgång till målet på två års sikt bedöms vara förenad med alltför stora oönskade effekter på den reala ekonomin. Sådana överväganden lägger vissa begränsningar på hur starkt samband man kan förvänta sig mellan reporänteförändringar och UND1X-prognoser på två års sikt.

Att det ändå i genomsnitt finns ett positivt samband mellan förväntad målavvikelse på två års sikt och räntebeslut framgår av diagram R15 där prognostiserad avvikelse från målet och reporäntebeslut vid olika prognostillfällen 2003–2005 illustreras. Diagrammet visar också, som förväntat, att små prognostiserade målavvikelser inte alltid lett till en förändring av reporäntan.³⁰ Dessutom framgår att målavvikelsen normalt måste vara ganska stor för att räntan ska förändras med mer än 0,25 procentenheter. Det bör noteras att i diagrammet har räntebeslut till och med Inflationrapport 2005:2 inkluderats. Efter denna rapport används, som tidigare nämnts, inte längre antagandet om konstant reporänta. Istället baseras prognoserna på antagandet att räntan under prognosperioden förändras enligt de så kallade implicita terminräntorna. Med ett sådant antagande är illustrationen i diagrammet inte längre lika informativ eftersom inflations-

30 För utförliga motiveringar till de olika räntebesluten i diagrammet, se respektive inflationsrapport och pressmeddelande.

Diagram R16. Olika aktörers inflationsförväntningar för 2007 under 2005. Procent



Källa: Prospera Research AB.

prognosen, liksom således räntebeslutet vid prognostillfället, beror på den serie av ränteförändringar som antas under prognosperioden.

Inflationsförväntningarna

Inflationsförväntningarna kan ses som ett mått på allmänhetens förtroende för att Riksbanken kommer att uppnå sitt mål. Ett högt förtroende för inflationsmålet ger ökad möjlighet att i utformningen av penningpolitiken ta viss hänsyn till andra faktorer än inflationen såsom exempelvis tillväxt och sysselsättning. I diagram R16 visas inflationsförväntningar för 2007 hos penningmarknadens aktörer, arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer och inköpschefer i handel och industri. Trots att inflationen 2005 blev klart lägre än målet förefaller det finnas ett brett förtroende för inflationsmålet. På ett par års sikt förväntar sig samtliga aktörer att inflationen kommer att ligga på eller nära 2 procent.

Slutsatser

Sammanfattningsvis kan det konstateras att Riksbankens prognoser överskattade inflationen förhållandevis mycket fram till början av 2005. Det berodde inte på att konjunkturuppgången överskattades. BNP-tillväxten under 2004, som kan antas ha påverkat inflationsutfallet 2005, visade sig bli betydligt starkare än vad prognoserna indikerade. Även styrkan i den internatio-

nella konjunkturen underskattades, framförallt under 2003. Överskattningen av inflationen kan inte heller kopplas till synen på växelkursen eftersom kronan var svagare under 2005 än vad prognoserna 2003–2004 indikerade.

Att Riksbankens prognoser under 2003 och 2004 överskattade inflationsutfallet 2005 kan istället kopplas till utbudsfaktorer som i överraskande stor utsträckning hållit tillbaka inflations- och kostnadstrycket i ekonomin trots en växande efterfrågan. En av de främsta faktorerna är den överraskande (framförallt 2004) starka produktivitetstillväxten som har hållit tillbaka kostnadstrycket i ekonomin. Den höga produktivitetstillväxten kan delvis ha sin förklaring i att företagen i en historisk jämförelse dröjt ovanligt länge med att nyanställa i denna konjunkturuppgång men det beror sannolikt också på mer varaktiga förändringar, t.ex. effekter av de tidigare investeringarna i informationsteknologi och en hårdnande konkurrens inom många sektorer.

En ökad inhemsk och internationell konkurrens kan också vara en förklaring bakom de låga prisökningarna på importerade varor. Att den importerade inflationen skulle bli låg förutsågs under 2003 och 2004. Den precision som prognoserna för UNDIMPX uppvisar är emellertid i viss mån skenbar. Utvecklingen av UNDIMPX har i hög grad drivits av oljeprisuppgången och oljeprisprognoserna har, framförallt 2004–2005, reviderats upp kraftigt. Exkluderas oljeprodukter från UNDIMPX har i själva verket priserna på importerade varor och tjänster fallit med 1,7 procent i genomsnitt 2005, vilket är ett betydligt större fall än det Riksbanken prognostiserade 2003–2004.

En bidragande faktor till överskattningen av importpriserna är sannolikt förskjutningen av importmönstret mot en allt högre import från lågkostnadsländer de senaste åren. Det är svårt att få en klar bild av omfattningen på detta men sannolikt har det mått som använts i prognosarbetet för att mäta utvecklingen av internationella priser i utländsk valuta inte till fullo fångat effekterna av denna förskjutningseffekt. Det kan vara en

förklaring till att prognoserna inte lyckats fånga importprisfallet. Liksom i fallet med den inhemska inflationen kan de prisdämpande effekterna av den ökade konkurrensen ha underskattats.

Det står således klart att det i stor utsträckning är strukturella förändringar i ekonomin som är orsaken till att inflationen överskattats. Ett tecken på att den låga inflationen 2005 var en följd av strukturella förändringar är att den överskattades av de flesta prognosmakare trots att tillväxten 2004 blev betydligt starkare än väntat.

Förändringar av strukturell karaktär är svåra att fånga i prognosarbetet på ett tidigt stadium. Det är samtidigt viktigt att, när det blivit tydligt att strukturella förändringar påverkat de vanliga sambanden, söka ökad förståelse för orsakerna till dessa och för deras betydelse för inflationsutsikterna. I detta syfte har Riksbanken under

senare år bedrivit fördjupade studier av bl.a. de låga importpriserna och den höga produktivitetstillväxten. Studierna har bl.a. publicerats i fördjupningsrutor i inflationsrapporterna.³¹

I början av 2004 förutsåg Riksbanken att inflationen skulle bli lägre än målet 2005. Inflationen bedömdes bli i linje med målet först på ett par års sikt. I efterhand står det klart att inflationen 2005 blev ännu lägre än de prognoser som gjordes under 2004, något som skulle ha kunnat tala för en ytterligare något mer expansiv penningpolitik under perioden. Det är dock tveksamt om det, även med perfekta prognoser, hade varit lämpligt att sänka räntan så mycket mer, bl.a. med tanke på att efterfrågan ändå utvecklades starkt och att hushållens höga skuldsättning och de höga bostadspriserna dessutom talade för en försiktig politik.

31 Se fördjupningsrutorna "Varför är de svenska importpriserna så låga?" i Inflationsrapport 2005:2 och "Hur uthållig är den senaste tidens produktivitetssuppgång?" i Inflationsrapport 2004:1.