



Inflationsrapport

2006:2

Innehåll

- FÖRORD 5

- SAMMANFATTNING 9

- INFLATIONENS BESTÄMNINGSFAKTORER 13
 - De finansiella marknaderna 13
 - Den internationella utvecklingen 18
 - Den ekonomiska utvecklingen i Sverige 23
 - Inflationsförväntningar 33

- INFLATIONSBEDÖMNING 35
 - Riskbilden 41

Fördjupningsrutor

- Penningpolitiken i Sverige 6
- Vad är en normal nivå på reporäntan? 45
- Resursutnyttjande, kostnader och inflation 51

■ Förord

Riksbankens samlade syn på inflationsutsikterna redovisas i inflationsrapporter. Direktionens penningpolitiska beslut och överväganden redovisas i separata pressmeddelanden. Inom direktionen kan det finnas olika åsikter om inflationsutsikterna framöver. Direktionsmedlemmarnas bedömningar och individuella ställningstaganden till det penningpolitiska beslutet redovisas i protokoll från direktionens penningpolitiska möten. Eventuella meningsskiljaktigheter i synen på inflationsutvecklingen redovisas sålunda i det särskilda protokoll från direktionens sammanträde den 19 juni som kommer att publiceras den 3 juli 2006.

Denna inflationsrapport återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 7 och 15 juni. Syftet med inflationsrapporten är inte bara att ta fram underlag för de penningpolitiska besluten, utan även att sprida kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör. Riksbanken vill underlätta för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken.

Analyserna i rapportens 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 fördjupningsruta som översiktligt beskriver Riksbankens penningpolitiska mål och strategi. Därefter kommer en sammanfattning av rapporten. I de följande avsnitten presenteras utvecklingen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer och Riksbankens samlade bedömning av inflationsutsikterna i huvudscenariot samt de viktigaste riskerna. Rapporten innehåller även två fördjupningsrutor som analyserar reporäntans nivå och sambandet mellan resursutnyttjande, kostnadsläge och inflation.

Stockholm i juni 2006

Stefan Ingves

RIKSBANKSCHEF

denna fördjupningsruta ges en beskrivning av Riksbankens penningpolitiska mål och strategi. Beskrivningens viktigaste syfte är att förklara hur Riksbanken i räntesättningen har utrymme att ta hänsyn till både inflationsutvecklingen och den realekonomiska utvecklingen. En önskvärd penningpolitik har egenskapen att inflationen i normalfallet är nära målet i ett tvåårigt tidsperspektiv samtidigt som utvecklingsbanorna för inflationen och real ekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar. Fördjupningsrutan är ett utdrag ur dokumentet "Penningpolitiken i Sverige" som publicerades den 19 maj 2006.¹

- **Det lagfästa målet för penningpolitiken är att upprätthålla ett fast penningvärde.**

Det slås fast genom de ändringar i riksbankslagen som trädde i kraft 1999. I förarbetena till lagen angavs att Riksbanken, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, därutöver ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Genom lagändringarna skapades också ökad självständighet för Riksbanken.

- **Riksbanken har preciserat ett explicit inflationsmål som innebär att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent med ett toleransintervall på plus/minus 1 procentenhet.**

Det har etablerats en relativt stor samsyn bland länder om att en lagom inflationsnivå ligger kring 2 procent. Därför har länder med inflationsmål också ofta just valt att formulera mål som innebär att inflationen ska vara ca 2 procent. För att markera att det inte står i penningpolitikens makt att uppnå målet exakt hela tiden har Riksbanken formulerat ett toleransintervall kring målet på plus/minus 1 procentenhet. Toleransintervallet markerar samtidigt att alltför stora avvikelser inte kan accepteras om målet ska behålla sin trovärdighet.

- **Penningpolitiken vägleds också av olika mått på "underliggande inflation". Det finns inte något enskilt inflationsmått som i varje given tidpunkt alltid visar vilken penningpolitik som behövs.**

Gemensamt för mått på "underliggande

inflation" är att de har rensats för priskomponenter som brukar fluktuera kraftigt men som inte bedöms påverka den mer trendmässiga utvecklingen av inflationen. Ett sådant mått, UND1X, har givits en speciell status. I det har direkta effekter av förändringar i indirekta skatter och subventioner och räntekostnader för egnahem rensats bort. Att detta mått används beror på att förändringar i indirekta skatter och subventioner (på grund av finanspolitiken) och i räntekostnader för egnahem (till följd av penningpolitiken) ofta har effekter på KPI som inte bör föranleda någon penningpolitisk åtgärd.

- **Penningpolitiken verkar med eftersläpning och inriktas normalt på att inflationsmålet ska uppnås inom två år. Tvåårshorisonten ger också utrymme att ta hänsyn till utvecklingen i real ekonomin.**

Att tillåta tillfälliga avvikelser från inflationsmålet kan vara motiverat av hänsyn till real ekonomin (tillväxt, arbetslöshet, sysselsättning, etc.). Genom att inte ha ambitionen att återföra inflationen till målet så fort som möjligt, skapas ett utrymme att bedriva penningpolitiken så att realekonomiska svängningar kan dämpas. Samtidigt är det viktigt att denna flexibilitet inte minskar trovärdigheten för inflationsmålet på sikt. Tvåårshorisonten kan tolkas som en restriktion på hur stor hänsyn som normalt kan tas till den realekonomiska utvecklingen. Under vissa omständigheter kan avvikelserna från inflationsmålet bli så stora att det är rimligt att låta inflationen nå målet bortom den vanliga tvåårshorisonten. När Riksbanken bedömer att det uppstår en sådan

¹ För det fullständiga dokumentet se http://www.riksbank.se/pagefolders/26055/Penningpolitiken_i_Sverige.pdf.

situation ska detta göras tydligt i samband med de penningpolitiska besluten.

- **Riksbanken tar löpande hänsyn till förändringar i tillgångspriser och andra finansiella variabler (valutakurser, huspriser, aktievärden, skuldsättning bland hushåll och företag, etc.) i de penningpolitiska besluten.**

Detta handlar inte om att införa mål för olika tillgångspriser eller andra finansiella storheter. Det kan emellertid uppstå situationer där konsekvenserna av utvecklingen av olika finansiella variabler för realekonomi och inflation hotar att bli mycket ogynnsamma och allvarliga utan att denna typ av risker för den skull låter sig siffras eller fångas i det normala analys- och prognosarbetet. Dessa risker kan vid de penningpolitiska besluten behöva vägas in på annat sätt än genom det normala tillvägagångssättet, där prognoserna för inflationen och realekonomin de två närmaste åren utgör utgångspunkten. I praktiken kan ett hänsynstagande till sådana risker betyda att ränteförändringar något tidigare- eller senareläggs, i förhållande till vad som förefaller vara de mest lämpliga tidpunkterna med hänsyn till prognoserna för inflationen och realekonomin. Syftet är dock som vanligt att upprätthålla ett fast penningvärde och dämpa svängningar i realekonomin.

- **Riksbankens prognoser görs med antagandet att reporäntan (Riksbankens styrränta) utvecklas enligt marknadens förväntningar.**

Om inflationen, givet detta ränteantagande, väntas vara nära målet i ett tvåårigt tidsperspektiv kan marknadens förväntningar om den framtida penningpolitiken normalt betraktas som rimliga. Men för att avgöra detta mer bestämt måste hänsyn tas till hela utvecklingsbanorna för inflationen och den reala ekonomin. Om t.ex. inflationen under prognosperioden stiger mycket snabbt, samtidigt som tillväxten i den reala ekonomin är hög, är det möjligt att den antagna ränteutvecklingen inte kan anses vara rimlig,

även om inflationen just efter två år skulle vara mycket nära 2 procent. I detta fall innebär troligen räntebanan en alltför expansiv penningpolitik. Detta kan i sin tur leda till oacceptabelt stora svängningar i den reala aktiviteten. En önskvärd penningpolitik har egenskapen att inflationen i normalfallet är nära målet i ett tvåårigt tidsperspektiv samtidigt som utvecklingsbanorna för inflationen och realekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar.

- **Öppenhet och tydlighet i penningpolitiken är en förutsättning för att kunna kombinera trovärdighet för inflationsmålet med en flexibel tillämpning av målet på kort sikt.**

Att Riksbanken har uppdraget att självständigt precisera målet om fast penningvärde och vilka avvägningar som ska göras i förhållande till andra mål för den ekonomiska politiken på kort sikt medför stora krav på hur beslut förklaras för allmänheten och Riksbankens uppdragsgivare, riksdagen. Riksbankens strategi för att klara dessa uppgifter är att vara så tydlig och öppen som möjligt med den information och de avvägningar som ligger till grund för de penningpolitiska besluten. Både att Riksbanken valt att precisera ett exakt mål för inflationen (med ett visst toleransintervall) och principen att inflationen normalt ska föras tillbaka till målet inom två år kan motiveras av ambitionen att skapa tydlighet och trovärdighet för inflationsmålet. Motiveringar och underlag till penningpolitiska beslut kommenteras och publiceras fortlöpande i inflationsrapporter, protokoll från penningpolitiska sammanträden, pressmeddelanden, presskonferenser och tal från direktions ledamöter. Riksbankschefen framträder dessutom två gånger per år inför riksdagens finansutskott för en diskussion om penningpolitiken. Allt detta syftar till att göra det möjligt att bilda sig rimliga förväntningar om den framtida penningpolitiken och att utvärdera Riksbankens tidigare penningpolitiska analyser och beslut.

Sammanfattning

Inflationen har ökat något mer än väntat den senaste tiden och förväntas stiga ytterligare något de kommande åren. På ett par års sikt bedöms inflationen vara nära 2 procent. Prognoserna bygger på antagandet att penningpolitiken gradvis blir mindre expansiv framöver. Uppgången i inflationen dämpas av att priserna på importerade varor endast stiger marginellt. Den inhemska inflationen bedöms däremot öka relativt snabbt framöver till följd bl.a. av att den inhemska kostnadsläget stiger snabbare.

BNP-tillväxten i Sverige har varit stark de senaste åren. Bedömningen är att tillväxten blir fortsatt hög i år och nästa år och att konjunkturen stärks. Takten i uppgången dämpas dock efterhand. Den internationella utvecklingen präglas av fortsatt hög BNP-tillväxt och måttliga prisökningar. Jämfört med bedömningen i februari väntas tillväxten i omvärlden bli högre. Prognosen för den svenska tillväxten i år har justerats upp marginellt. Konjunkturutsikterna för de kommande åren är dock i stora drag desamma som i inflationsrapporten i februari.

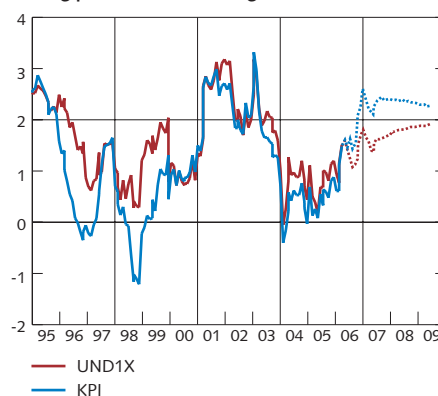
Inflationen stiger svagt framöver.

Inflationen i Sverige har under de senaste två åren varit låg, trots att BNP-tillväxten varit god och olje- och råvarupriserna stigit kraftigt. Det finns flera faktorer som bidragit till den låga inflationen, bl.a. en stark tillväxt i produktiviteten och en ökad import från lågkostnadsländer. Detta har lett till låga prisökningar och i vissa fall till prissäskningar på andra varor än energi. Det senaste året har inflationen dock börjat öka. Under senare tid har dessutom inflationsförväntningarna stigit. Till viss del beror den högre prisökningstakten på stigande priser på el, men även priserna på vissa importvaror har höjts i en snabbare takt än tidigare. Den inhemska inflationen, exklusive el, har däremot inte stigit alls i år. Jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport har inflationen under senare tid blivit något högre än väntat vilket framförallt beror på oväntat stora prisökningar på energi.

Bedömningen är att inflationen kommer att fluktuera runt dagens nivå det närmaste året och därefter stiga gradvis. På ett par års sikt väntas inflationen vara i linje med inflationsmålet på 2 procent (se diagram 1). Den importerade inflationen blir fortsatt låg framöver, dels till följd av att oljepriset och andra råvarupriser faller tillbaka, dels på grund av att den prispress som rått på andra importerade varor fortsätter. Däremot tilltar den inhemska inflationen relativt snabbt under de kommande åren (se diagram 2).

Under förra året steg det inhemska kostnadstrycket till följd av att tillväxten i produktiviteten mattades något. Under de kommande åren antas de inhemska produktionskostnaderna öka ytterligare något snabbare, i takt med att konjunkturen förbättras och löneökningstakten stiger. Det högre kostnadstrycket leder successivt till att de inhemska priserna stiger snabbare.

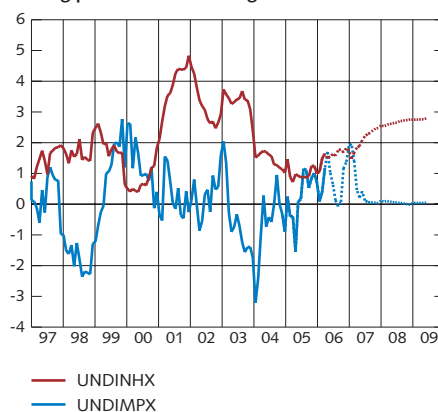
Diagram 1. UND1X och KPI
Årlig procentuell förändring



Anm. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem och rensat för direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner. Streckade linjer avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

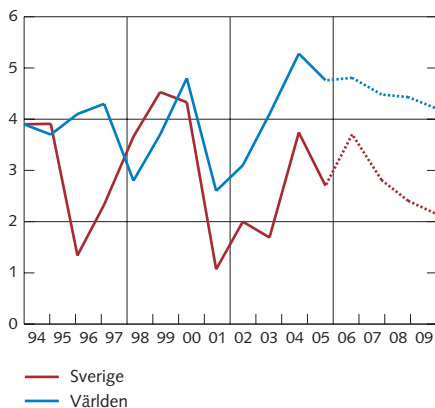
Diagram 2. Inhemska inflation (UNDINHX) och importerad inflation (UNDIMPX)
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser Riksbankens prognos

Källor: SCB och Riksbanken

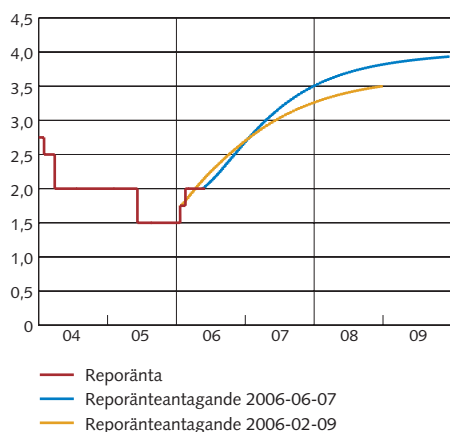
Diagram 3. BNP
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser Riksbankens prognos.

Källor: IMF, SCB och Riksbanken

Diagram 4. Implicita terminräntor
Procent



Anm. Implicita terminräntor är beräknade som ett genomsnitt för 15 dagar.

Källa: Riksbanken

■ ■ Förbättrad konjunktur.

BNP-tillväxten i Sverige har varit stark de senaste åren. Förra året var tillväxten nära 3 procent och i år bedöms den bli ännu högre (se diagram 3). Förstärkningen av konjunkturen beror i hög grad på en stark internationell utveckling och att tillväxten i produktiviteten varit hög. Den ekonomiska politiken har också stimulerat den inhemska efterfrågan. Dessa faktorer bidrar till att BNP-tillväxten blir relativt hög även nästa år och att konjunkturen därmed fortsätter att förstärkas. Tillväxten mattas dock något efterhand då bl.a. investeringstillväxten normaliseras i linje med ett historiskt konjunkturmönster. Penningpolitiken antas också bli mindre expansiv (se diagram 4). I slutet av detta år antas reporäntan enligt terminräntorna vara ungefär 2,75 procent och i slutet av 2009 cirka 4 procent. Dessutom avtar tillväxten i exporten när konjunkturuppgången i omvärlden dämpas.

Det finns flera skäl att tro att BNP-tillväxten i år blir hög. Utfallet för första kvartalet i år blev starkt. Dessutom tyder ett antal indikatorer som t.ex. den månatliga statistiken över utrikeshandeln med varor, industriproduktionen, omsättningen i detaljhandeln och Konjunkturinstitutets barometerdata, på en stark utveckling även under det andra kvartalet. Även utvecklingen på arbetsmarknaden indikerar att konjunkturen fortsätter att förstärkas. Enligt arbetskraftsundersökningarna (AKU) ökade sysselsättningen under årets första fyra månader jämfört med motsvarande period i fjol. Dessutom pekar statistik från andra källor, t.ex. uppgifter om lediga platser och varsel, på att efterfrågan på arbetskraft tilltar. Bedömningen är att sysselsättningen kommer att öka även framöver till följd av det förbättrade konjunkturläget och utökade arbetsmarknadspolitiska sysselsättningsåtgärder. Även arbetskraften tilltar under prognosperioden, vilket innebär att arbetslösheten sjunker relativt långsamt.

■ ■ Hög upplåning och låga realräntor.

Det finns även andra faktorer som talar för en fortsatt stark BNP-tillväxt. I ett historiskt perspektiv är ökningen i företagens och hushållens upplåning hög, penningmängden växer mycket snabbt och realräntorna är fortsatt låga. Börskurserna har den senaste tiden fallit och fluktuationerna har varit stora men fortfarande är börskurserna högre än genomsnittet under fjolåret. Samtidigt har huspriserna stigit snabbt och hushållens förmögenhet därmed ökat ytterligare. Detta torde tala för en fortsatt stark efterfrågeutveckling. Till viss del är denna utveckling ett resultat av den expansiva penningpolitiken. Efterhand antas dock räntorna successivt stiga och konjunkturuppgången dämpas. Detta förväntas leda till att utlåningen och huspriserna ökar långsammare.

Räntorna har stigit något de senaste månaderna men är fortfarande låga. I såväl euroområdet och USA som Sverige har 10-årsräntan sammantaget stigit med ungefär 0,5 procentenheter sedan februari. Fortsatt positiva signaler om konjunkturutvecklingen är

troligen förklaringen till uppgången. Därutöver är det möjligt att en normalisering av riskpremierna har inletts, då dessa varit nedpressade under en längre tid.

■ ■ Stark tillväxt i omvärlden.

Även i omvärlden fortsätter konjunkturen att förstärkas. I USA var BNP-tillväxten hög det första kvartalet i år och indikatorer tyder på en relativt stark utveckling även därefter, om än något mer dämpad. En fortsatt mycket stark utveckling har dessutom noterats i bl.a. Kina. Uppgången har nu breddats i och med att euroområdet och Japan växer snabbare. BNP i världen väntas öka med mellan 4 och 5 procent under de kommande åren. Ett relativt måttligt resursutnyttjande i kombination med fallande råvarupriser och fortsatt hög internationell konkurrens leder till att inflationen i omvärlden blir relativt låg.

■ ■ Små förändringar i inflationsprognosen.

Synen på utvecklingen i omvärlden är nu mer positiv än i februari. BNP-tillväxten i världen väntas bli högre under prognosperioden till följd av att tillväxtutsikterna i bl.a. Asien har förbättrats. Bedömningen av den svenska exportmarknadstillväxten har därför reviderats upp. En uppjustering har även gjorts av prognosen för oljepriset i linje med terminsprissättningen.

Prognosen för den svenska tillväxten har justerats upp marginellt för i år. En förskjutning har också skett mellan de olika efterfrågekomponenterna. Prognosen för exporten och investeringarna har skrivits upp något i år medan hushållens konsumtion och importen har justerats ned. Konjunkturutsikterna för de kommande åren är i stora drag desamma som i inflationsrapporten i februari.

Sysselsättningen väntas nu stiga något snabbare under de kommande åren. Även bedömningen av arbetskraften har reviderats upp. Det senare följer av starkare utfall än väntat, att hänsyn tagits till ett nytt säsongsmönster till följd av omläggningen av AKU-statistiken samt den snabbare tillväxten i sysselsättningen.

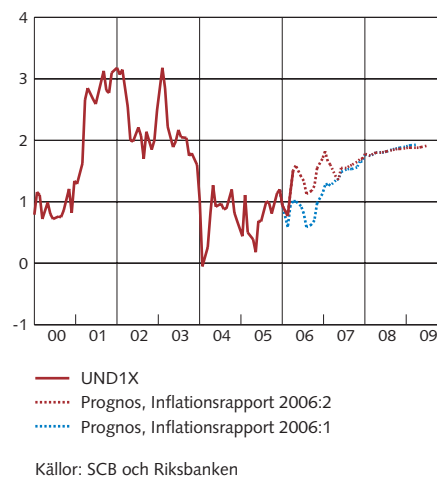
Enhetsarbetskostnaderna väntas bli lägre i år men i gengäld högre nästa år. Detta beror på att vissa kollektiva avgifter inte behöver betalas i år på grund av överskott i systemet. Nästa år försvinner dessa rabatter vilket gör att ökningstakten för kostnaderna tillfälligt drivs upp. Då detta är temporära variationer i kostnaderna väntas det inte påverka inflationen i någon större utsträckning.

Inflationen i Sverige bedöms på kort sikt bli något högre än vad som antogs i februari. Detta beror framförallt på att energipriserna stiger snabbare än vad som då antogs. För de kommande åren är inflationsprognosen i stort sett oförändrad.

■ ■ Balanserade risker.

Som alltid är prognoserna osäkra och det finns en risk att inflationen inte kommer att utvecklas i linje med huvudscenariot. Riskerna i bedömningen har varit aktuella under en längre tid, exempelvis bytes-

Diagram 5. UND1X
Årlig procentuell förändring



balansunderskottet i USA och motsvarande överskott i andra länder, oljepriset, konkurrenstrycket och löneutvecklingen. Vissa av dessa risker kan leda till att inflationen blir lägre än i huvudscenariot och vissa till att inflationen blir högre. När dessa risker vägs samman är bedömningen att riskerna för inflationen är balanserade. Vid utformningen av penningpolitiken måste dessutom risker förknippade med den höga ökningstakten i utlåningen och huspriserna vägas in.

Tabell 1. Inflationsprognosen i huvudscenariot
Årlig procentuell förändring

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

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 2. Nyckeltal
Procent och årlig procentuell förändring

Nyckeltal	2005	2006	2007	2008	2009
BNP OECD-19	2,6 (2,5)	2,8 (2,5)	2,5 (2,5)	2,5 (2,6)	2,4
KPI OECD-19	2,3 (2,4)	2,3 (2,1)	2,1 (2,1)	2,0 (2,1)	2,0
Råoljepris Brent, USD/fat, årsgenomsnitt	54,5	68,9 (63,0)	72,0 (61,7)	70,5 (60,2)	69,1
Marknadstillväxt för svensk export	6,8 (5,9)	7,1 (6,1)	6,3 (5,9)	6,1 (5,9)	6,0
Växelkurs, TCW-index, årsgenomsnitt	128,3 (128,3)	128,4 (127,4)	126,5 (124,5)	125,3 (122,9)	124,5
Reporänta, implicit					
termränta, årsgenomsnitt	1,7 (1,7)	2,1 (2,2)	3,1 (3,0)	3,7 (3,4)	3,9
10-årsränta	3,4 (3,4)	3,9 (3,7)	4,5 (4,3)	4,9 (4,7)	5,1
BNP	2,7 (2,7)	3,7 (3,5)	2,8 (2,8)	2,4 (2,4)	2,2
Sysselsatta personer	0,7 (0,7)	1,7 (1,5)	1,0 (0,6)	0,5 (0,2)	0,2
Öppen arbetslöshet, procent av arbetskraften	5,9 (5,9)	5,5 (5,0)	5,1 (4,8)	4,9 (4,6)	4,8
Timlön i hela ekonomin, KL	3,2 (3,3)	3,4 (3,6)	3,9 (3,9)	4,1 (4,1)	4,1
Enhetsarbetskostnad i näringslivet	1,4 (0,9)	0,2 (1,0)	2,9 (1,7)	2,0 (2,0)	2,0
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	2,8 (2,0)	2,2 (1,5)	2,0 (1,0)	2,1 (1,2)	1,9

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

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

■ Inflationens bestämningsfaktorer

De finansiella marknaderna

Sedan föregående inflationsrapport har utvecklingen på de internationella finansiella marknaderna präglats av en uppgång av långa räntor. De är dock fortfarande låga i ett historiskt perspektiv. De implicita terminsräntor som ligger till grund för antagandet om reporäntan i denna inflationsrapport, har stigit mot slutet av prognosperioden, jämfört med de som låg till grund för februari-rapporten.

Börskurserna har den senaste tiden uppvisat stora rörelser och har sammantaget fallit både i Sverige och internationellt sedan förra inflationsrapporten. Företagens och hushållens upplåning fortsätter att öka i hög takt, liksom huspriserna.

■ Högre implicit terminsränta i slutet av prognosperioden.

Liksom i de senaste inflationsrapporterna baseras prognoserna på att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna. För att minska inverkan av tillfälliga rörelser i prissättningen på de finansiella marknaderna används ett 15-dagars genomsnitt av terminsräntor t.o.m. den 7 juni. Jämfört med det genomsnitt som användes i föregående inflationsrapport är den nuvarande terminsräntan marginellt lägre under 2006, men cirka 0,10 procentenheter högre sett som ett genomsnitt 2006–2008 (se diagram 6). De implicita terminsräntorna uppgår till ca 2,75 procent i slutet av detta år och knappt 4 procent i slutet av 2009. De förväntningar som uppmätts enligt enkäter den 17 maj har också ökat sedan i januari, men understiger fortfarande de implicita terminsräntorna på 1–2 års sikt (se diagram 6).

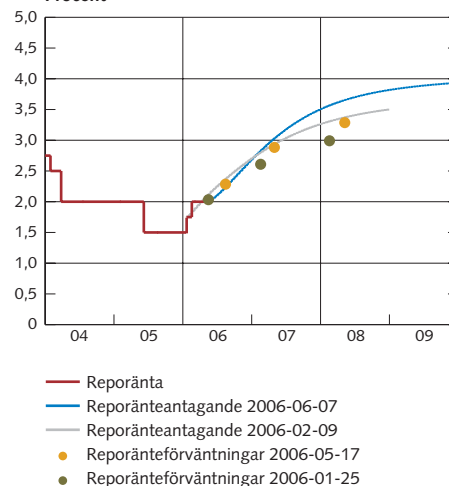
I USA har Federal Reserve fortsatt att höja styrräntan (Fed funds), som nu uppgår till 5 procent. Sedan föregående inflationsrapport har terminsräntorna stigit i USA, vilket tyder på att den amerikanska styrräntan förväntas höjas ytterligare något de närmaste månaderna (se diagram 7). I euroområdet har styrräntan (refiräntan) höjts till 2,75 procent. De implicita terminsräntorna indikerar att refiräntan framöver förväntas höjas mer än tidigare (se diagram 7).

■ Stigande långräntor.

De långa räntorna har stigit sedan föregående inflationsrapport, även om den senaste tidens börsoro har bidragit till en viss nedgång (se diagram 8). I såväl euroområdet och USA som Sverige har långräntorna sammantaget stigit med ungefär 0,5 procentenheter under perioden. Fortsatt positiva signaler om konjunkturutvecklingen, stigande oljepriser och förväntningar om en stramare penningpolitik är de främsta förklaringarna till uppgången i långräntor och implicita terminsräntor. Årets ränteuppgång kan också hänga samman med att en viss normalisering av de globalt låga riskpremierna har skett.

Enkätundersökningar ger konkreta uppskattningar av marknadsaktörernas förväntningar om den framtida reporäntan. De kan därför användas för att dela upp terminsräntan i förväntad reporänta och

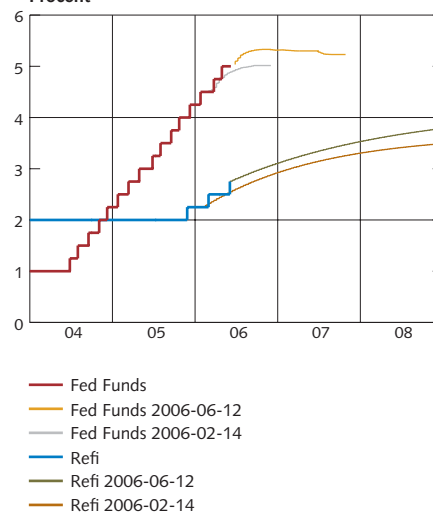
Diagram 6. Implicita terminsräntor och reporänteförväntningar
Procent



Anm. Implicita terminsräntor är beräknade som ett genomsnitt för 15 dagar. Reporänteförväntningarna är enligt Prosperas enkäter.

Källor: Prospera Research AB och Riksbanken

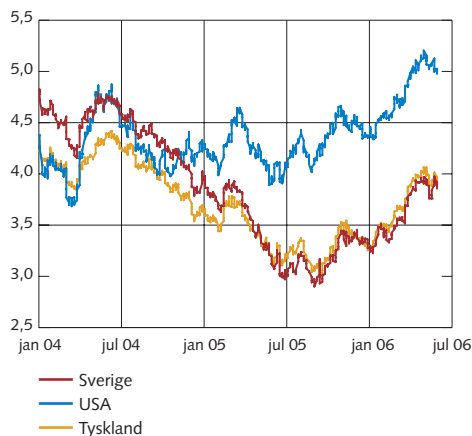
Diagram 7. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet och USA
Procent



Anm. Förväntningar beräknade enligt implicita terminsräntor för euroområdet och Fed funds-kontrakt för USA.

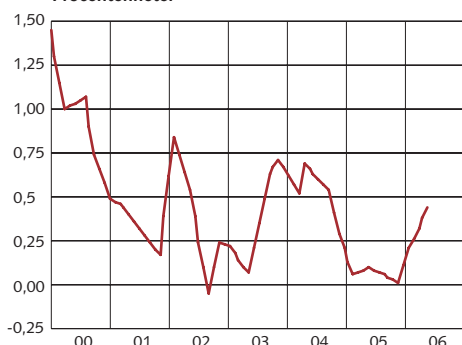
Källa: Riksbanken

**Diagram 8. Långa räntor
Procent**



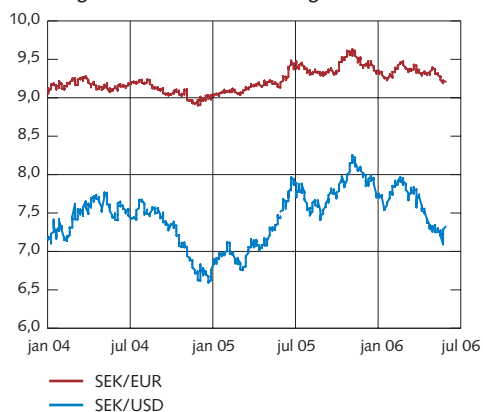
Anm. Statsobligationsräntor med 10-års löptid.
Källa: Riksbanken

**Diagram 9. Riskpremie i Sverige
Procentenheter**



Anm. Riskpremien är beräknad som skillnaden mellan implicita terminräntor och enkätförväntningar enligt Prospera på 2 års sikt.
Källor: Prospera Research AB och Riksbanken

Diagram 10. Växelkursutveckling



Källa: Riksbanken

riskpremie.² Efter att ha varit mycket liten under 2005 har skillnaden mellan enkätsvaren och de implicita terminräntorna ökat under året, vilket tyder på en ökad riskpremie (se diagram 9).

Prognosen är liksom tidigare att de långa räntorna i Sverige kommer att fortsätta stiga. Denna bedömning grundar sig på antagandet att konjunkturen fortsätter att förstärkas och att det sker en fortsatt normalisering av de låga riskpremierna. Den oväntat stora räntepågången sedan i februari gör att långränteprognosen för Sverige revideras upp något i förhållande till föregående inflationsrapport. Under 2006–2008 beräknas 10-årsräntan i genomsnitt vara cirka 0,2 procentenheter högre än tidigare. Revideringen är ungefär lika stor samtliga år.

■ ■ Kronan har stärkts något mot dollarn.

Dollarn har försvagats bl.a. mot euron sedan förra inflationsrapporten. Detta kan hänga samman med en mindre förväntad ränteskillnad mellan USA och euroområdet och en oro för det stora underskottet i den amerikanska bytesbalansen. Kronan har stärkts mot dollarn och i något mindre utsträckning mot euron (se diagram 10). I termer av det konkurrensvägda TCW-indexet har kronan i genomsnitt stärkts ungefär i linje med vad som förväntades i föregående inflationsrapport (se diagram 11).

Liksom tidigare är bedömningen att kronan skall appreciera under prognosperioden. En stark utlandsställning och goda relativa tillväxutsikter tenderar att gå hand i hand med en starkare real växelkurs. Sveriges starka utlandsställning och goda tillväxutsikter i förhållande till omvärlden är således faktorer som talar för att den reala växelkursen kommer att förstärkas. Även den nominella växelkursen väntas appreciera givet att inflationen i Sverige och omvärlden blir ungefär densamma.

Kronan väntas dock förstärkas i något mindre utsträckning än i föregående inflationsrapport (se diagram 11). Framförallt hänger det samman med osäkerheten kring utvecklingen av utlandsställningen och därmed den reala växelkursen.³ Det är möjligt att utlandsställningen inte är så stark som tidigare antagits, vilket talar för en mindre appreciering av växelkursen än i föregående prognos. Till slutet av 2009 bedöms SEK/TCW appreciera med cirka 4 procent jämfört med utfallet för första kvartalet i år.

■ ■ Fallande börskurser i världen.

Den senaste tiden har det skett stora kast på världens aktiebörser. Börskurserna har fallit såväl i Sverige som internationellt sedan förra inflationsrapporten (se diagram 12). Från årsskiftet till slutet av april utvecklades Stockholmsbörsen mycket starkt.

Frågan är om den senaste tidens börsnedgång representerar en vändning nedåt på världens börser eller om det är en mer tillfällig

2 Se även "Penningpolitiska förväntningar och terminspremier", Alsterlind J. och H. Dillén, Penning- och valutapolitik 2005:2.

3 Se även "Stora bytesbalansöverskott och svag utlandsställning – hur hänger det ihop?", Blomberg G. och M. Falk, Penning- och valutapolitik 2006:1.

nivåjustering. Aktieindex i Sverige har stigit mycket kraftigt de senaste tre åren. Samtidigt har företagets vinstutveckling varit mycket stark. P/E-talen, som visar aktiepriserna i förhållande till företagets vinst per aktie, har således varit relativt konstanta sedan 2004 (se diagram 13). I det avseendet skiljer sig utvecklingen de senaste åren väsentligt från utvecklingen åren kring millennieskiftet, då aktiepriserna också steg kraftigt. Värderingen i förhållande till både vinster och aktieprisindex ligger nu betydligt under nivåerna år 2000. Därtill är konjunkt-urutsikterna i världen fortsatt gynnsamma. Mycket tyder på att den senaste tidens börsfall inte är början på en kraftig korrigerings motsvarande den som inträffade 2000-2003. Den senaste tidens utveckling skulle snarare kunna spegla en ökad riskmedvetenhet på de finansiella marknaderna. Bedömningen av realekonomins utveckling baseras på antagandet att börskurserna i Sverige inte ska fortsätta stiga så snabbt som de gjort under senare år, utan mer i linje med långsiktigt historiska genomsnitt.

■ ■ Upplåningen och huspriserna växer kraftigt trots stigande räntor.

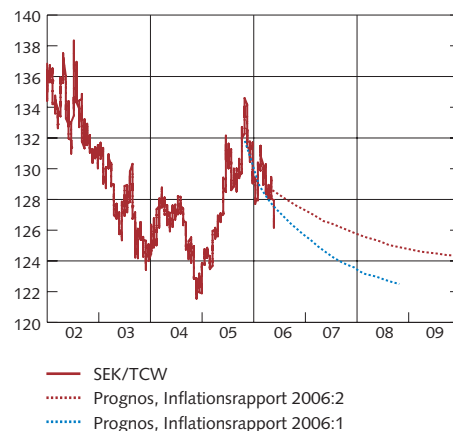
Allmänhetens upplåning fortsätter att öka snabbt. Den nedgång i ökningstakten för företagsupplåningen som skedde i januari visade sig vara tillfällig; i april var årstillväxten drygt 12 procent (se diagram 14). Även hushållens upplåning fortsätter att öka kraftigt, med över 13 procent i årstakt i april. Detta kan jämföras med genomsnittet sedan 1996 som är ca 8 procent. Huspriserna fortsätter också att stiga kraftigt. Under första kvartalet i år var priserna ca 13 procent högre än motsvarande kvartal förra året (se diagram 15). Huspriserna har uppvisat en genomsnittlig ökningstakt liknande den för hushållsupplåningen sedan 1996. Både hushållsupplåningen och huspriserna fortsätter alltså att uppvisa ökningstakter över historiska nivåer och som inte förefaller vara långsiktigt hållbara (se diagram 15).

Tillväxttakten i det breda penningmängdsaggregatet M3 har ökat kraftigt i Sverige under de senaste två åren (se diagram 16). I april var ökningen i årstakt cirka 18 procent. Det smalare penningmängdsmåttet, M0, som huvudsakligen utgörs av allmänhetens innehav av sedlar och mynt, har ökat i betydligt långsammare takt.

Ny definition av penningmängden

Penningmängden är mängden likvida medel som cirkulerar i samhället. Det finns flera olika mått på penningmängden som skiljer sig åt med avseende på hur snäv definitionen av likvida medel är. Från och med januari 2006 har Riksbankens penningmängdsmått – M0, M1, M2 och M3 – till stor del harmoniserats med ECB:s definitioner. En förändring jämfört med tidigare är att måtten omfattar likvida medel som är emitterade av inte enbart banker utan även andra finansinstitut som förmedlar krediter

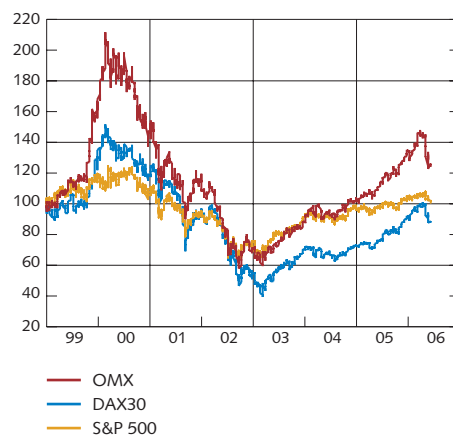
Diagram 11. Konkurrensvägd växelkurs, TCW Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Utfallen är dagskurser och prognoserna avser kvartalsgenomsnitt.

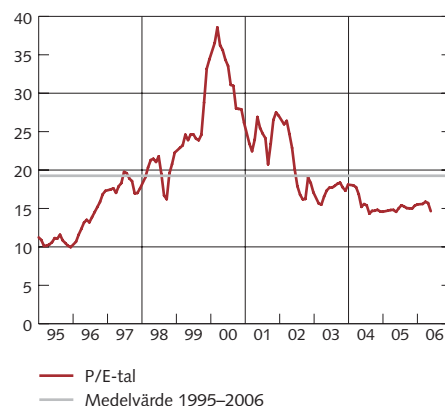
Källa: Riksbanken

Diagram 12. Aktieindex i Sverige, USA och Tyskland Index, 1999-01-01 = 100



Källa: Reuters EcoWin

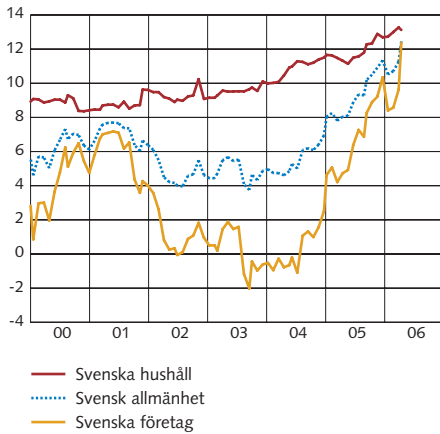
Diagram 13. P/E-tal för Stockholmsbörsen



Anm. P/E-talen är beräknade utifrån förväntade vinster.

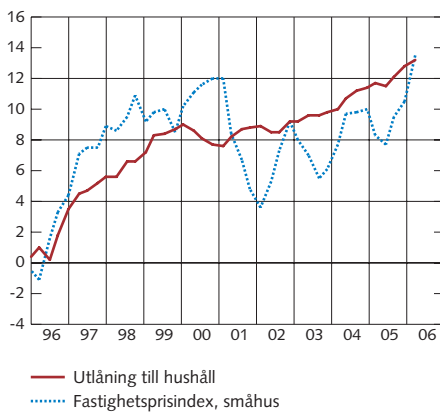
Källor: OMX, JCF och Riksbanken

Diagram 14. Kreditinstitutens utlåning till allmänheten, sektorsfördelad
Årlig procentuell förändring



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

Diagram 15. Småhuspriser och total utlåning till svenska hushåll
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 16. Penningmängden
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

och tar emot inlåning vilka sammantaget benämns Monetära Finansinstitut (MFI).

M0 är det mest likvida måttet och består av allmänhetens innehav av sedlar och mynt.

M1 är lika med M0 samt avistainlåning från svensk allmänhet i svenska MFI och Riksgäldskontoret. Avistainlåning definieras som dagslån och inlåning på transaktionskonton.

M2 är lika med M1 samt inlåning med vissa villkor från svensk allmänhet i svenska MFI och Riksgäldskontoret. Inlåning med vissa villkor omfattar inlåning med en uppsägningstid på upp till tre månader eller en löptid på upp till och med 2 år.

M3 är lika med M2 samt allmänhetens innehav av andelar i penningmarknadsfonder och räntebärande värdepapper med en löptid upp till 2 år utgivna av svenska MFI samt vissa typer av kortfristiga lån mot säkerhet (s.k. återköpsavtal).

Förenklat kan man säga att M2 motsvarar den gamla definitionen av M3.

Sedan en tid tillbaka har ökningstakten i M3 tilltagit och i april ökade M3 med 18 procent. Mer än 7 procentenheter av uppgången kan förklaras av ökningen i allmänhetens innehav av värdepapper utgivna av MFI, andelar av penningmarknadsfonder samt återköpsavtal. Utvecklingen av dessa aggregat är mycket volatil. Till skillnad från M3 fortsätter M0, som innefattar sedlar och mynt, att öka blygsamt, med ungefär 0,4 procent i april. M2, och likaså M3 enligt den gamla definitionen, ökade med ca 12 procent. Det beror framförallt på en ökning av den kortfristiga inlåningen.

Den kortfristiga inlåningen motsvarar cirka 75 procent av M2, och utgörs till stor del av inlåning från hushåll och företag. Hushållens inlåning ökade med ungefär 10 procent i april. Denna ökningstakt är hög, men i linje med utvecklingen under 2001 och 2002. Ökningstakten i företagsinlåningen har sedan en tid tillbaka varit hög men knappast anmärkningsvärd i ett historiskt perspektiv. Dagens situation skiljer sig dock genom att ökningstakten tilltar både för hushållen och för de icke-finansiella företagen samtidigt. Tidigare har ökningen av inlåningen för hushållen varit förhållandevis låg när inlåningen för företagen har ökat snabbt, och tvärtom.

Den starka penningmängdstillväxten beror således huvudsakligen på två faktorer. Den ena är att fler och mer volatila komponenter ingår i den nya definitionen på M3. Men även rensat från dessa effekter uppvisar penningmängden en hög ökningstakt vilket till stor del beror på uppgången i hushållens och företagens kortfristiga inlåning.

■ ■ Stigande realränta väntas dämpa ökningstakten i hushållsupplåningen och huspriserna.

De nominella långräntorna har stigit sedan i höstas. Inflationförväntningarna på lång sikt har under flera år legat stabilt runt 2 procent. Detta innebär att den reala långräntan också har stigit (se diagram 17). Inflationförväntningarna på kort sikt varierar i större utsträckning med utfallen av inflationen och har de senaste åren varit lägre än 2 procent. Att reporäntan varit oförändrad sedan februari, samtidigt som de kortsiktiga inflationförväntningarna har reviderats upp, innebär därför att den reala korträntan har sjunkit något de senaste månaderna (se diagram 17). I denna inflationsrapport antas att reporäntan höjs successivt. Riksbankens bedömning är att också de långa nominella räntorna stiger under prognosperioden. En utveckling mot historiskt mer normala räntenivåer även i reala termer kan förväntas leda till att tillväxten i huspriserna och hushållsupplåningen dämpas.

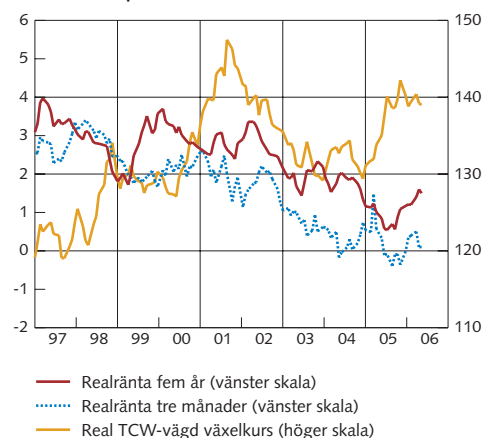
Kronans reala växelkurs har varit relativt stabil det senaste året, men på en betydligt svagare nivå än under 2003 och 2004 (se diagram 17). Försvagningen beror på att inflationen i Sverige har varit lägre än i omvärlden, samtidigt som kronan har försvagats i nominella termer. Riksbankens bedömning är att kronan stärks såväl nominellt som reallt de närmaste åren.

Sammantaget kan de finansiella förhållandena i Sverige karaktäriseras som fortsatt mycket expansiva. Låga realräntor och en förhållandevis svag krona innebär en stimulans till den ekonomiska aktiviteten. Ökningen i företagens och hushållens upplåning är fortsatt hög och penningmängden växer snabbt. Detta talar sammantaget för en stark efterfrågeutveckling framöver, även om Riksbankens bedömning är att de expansiva förhållandena dämpas under prognosperioden.

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport

- De implicita terminräntorna är något lägre under 2006, men cirka 0,1 procentenheter högre sett som ett genomsnitt 2006-2008.
- Den svenska långräntan beräknas bli cirka 0,2 procentenheter högre 2006-2008 än i föregående inflationsrapport.
- Prognosen för SEK/TCW revideras i något svagare riktning. Den nya prognosen innebär att kronan sammantaget beräknas appreciera cirka 4 procent från dagens nivå till slutet av 2009.

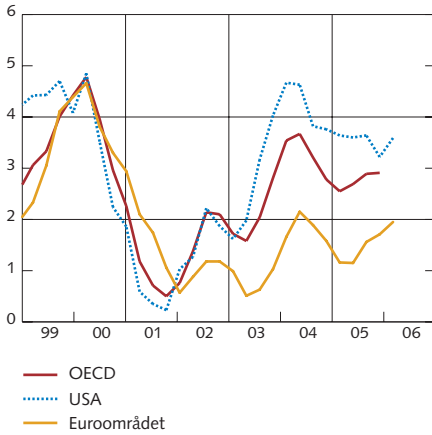
Diagram 17. Realräntor och real TCW-vägd växelkurs Procent respektive index, 1992-11-18=100



Anm. Vid beräkning av realräntorna har inflationförväntningar enligt Konjunkturinstitutets enkät HIP använts för 3-månadersräntan och Prosperas enkät för 5-årsräntan. Räntorna avser statsskuldväxlar med 3 månaders löptid och statsobligationer med 5 års löptid.

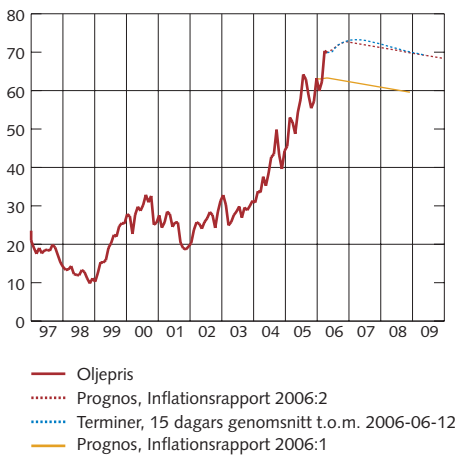
Källor: Konjunkturinstitutet, Prospera Research AB och Riksbanken

Diagram 18. BNP
Årlig procentuell förändring



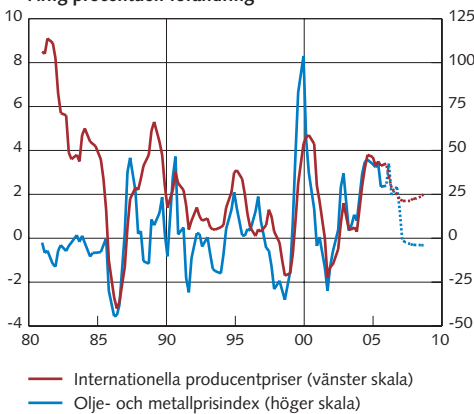
Källor: Eurostat, OECD och US Department of Commerce

Diagram 19. Oljepris, Brentolja
USD per fat



Källor: Intercontinental Exchange och Riksbanken

Diagram 20. Internationella producentpriser på bearbetade varor och olje- och metallprisindex
Årlig procentuell förändring



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

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

Den internationella utvecklingen

Den internationella konjunkturen har fortsatt att utvecklas starkt till följd av en snabb tillväxt i Asien, en gynnsam utveckling i USA och en viss uppgång i euroområdet. Framöver förutses den globala BNP-tillväxten bli fortsatt stark. Prognosen för den internationella BNP-tillväxten och marknadstillväxten för svenska exportvaror har reviderats upp betydligt jämfört med föregående inflationsrapport.

Stigande råvaru- och energipriser har bidragit till en högre global inflation. Priserna på energi och råvaror bedöms dock sjunka något framöver och den internationella konkurrensen väntas fortsätta verka dämpande på konsumentprisinflationen.

■ ■ God tillväxt i omvärlden.

Den internationella konjunkturen har varit stark de senaste åren. Starkast har utvecklingen varit i Asien, där den kinesiska ekonomin de senaste två åren har vuxit med omkring 10 procent och den indiska med omkring 8 procent i genomsnitt per år. I Japan har det skett en återhämtning efter en lång tid av relativt svag utveckling. BNP-tillväxten i USA dämpades förra året till 3,5 procent. Tillväxten är dock hög i jämförelse med andra industriländer och USA:s ekonomi fortsätter också i kraft av sin storlek att vara en viktig drivkraft i den globala konjunkturen. I euroområdet har utvecklingen varit dämpad de senaste åren, men en viss förbättring har kunnat skönjas sedan en tid tillbaka. Konjunkturen i Storbritannien och de nordiska länderna fortsätter att ge positiva tillväxtbidrag till den svenska exporten. Även i Ryssland, Östeuropa och mellanöstern har konjunkturen utvecklats gynnsamt. Tillväxtmarknadernas bidrag till den globala konjunkturen har ökat medan tillväxten i de etablerade industriländerna sammanlagt de senaste åren bara marginellt överstigit den genomsnittliga takten sedan slutet av 1980-talet.

■ ■ Oljepriset har fortsatt att stiga.

Oljepriset har stigit med drygt 10 dollar per fat sedan föregående inflationsrapport (se diagram 19). Även terminspriserna har stigit. Samtidigt är lagernivåerna i USA normala och IEA (International Energy Agency) har inte gjort några stora revideringar av sina prognoser för utbud och efterfrågan av olja i världen. Sannolikt hänger den senaste prisuppgången samman med utbudsrelaterade faktorer såsom oro över den framtida oljeproduktionen i Iran och Nigeria.

■ ■ Låg, men stigande global inflation.

Inflationen är låg i omvärlden, men det finns en oro för att de höga energi- och råvarupriserna slutligen får effekter på den underliggande inflationen. Förra året steg exempelvis de internationella producent-

priserna snabbt till följd av prisuppgången på olja och råvaror (se diagram 20). Den allra senaste tiden har den underliggande inflationen ökat i USA (se diagram 21). Även i euroområdet har den underliggande inflationen ökat den senaste tiden, dock från en lägre nivå. KPI-inflationen har det senaste året mestadels legat över det penningpolitiska målet (se diagram 22).

Samtidigt med prisuppgången på olja och råvaror har den ökade konkurrensen från bl.a. asiatiska lågkostnadsländer medfört en press nedåt på priset på andra varor. Dessa effekter från globaliseringen har åtminstone delvis motverkat de stigande energipriserna samtidigt som den internationella konjunkturutvecklingen varit god.

Prisökningstakten i producentledet och även i konsumentledet väntas minska under prognosperioden i takt med att priserna på olja och övriga råvaror väntas falla tillbaka något. De internationella producentpriserna steg med 3,4 procent förra året, en tillväxttakt som väntas minska till 2,6 procent i år. Detta innebär att producentpriserna väntas stiga något mer jämfört med föregående inflationsrapport. Upprevideringen beror på nya högre utfall och på att priserna på olja och vissa råvaror väntas bli högre framöver.

■ ■ Tillväxten drivs främst av ökad handel och gynnsamma finansiella förhållanden.

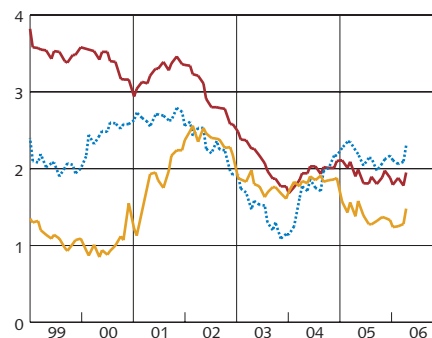
Tillväxttakten i världsekonomin väntas vara fortsatt hög under prognosperioden och endast avta något framöver. Drivkrafterna är en fortsatt globaliseringsprocess med ökad internationell handel och gynnsamma finansiella förhållanden, bl.a. i form av snabb kredit-tillväxt och förbättrade balansräkningar i företagssektorn. Räntorna väntas stiga, men vara fortsatt relativt låga. Sysselsättningen förutses stiga i alla större regioner. Investeringsaktiviteten i världsekonomin är också påfallande hög och bidrar till både ökad produktion och efterfrågan framöver (se diagram 23). BNP-tillväxten i världen har reviderats upp under prognosperioden, vilket är i linje med andra bedömares prognosrevideringar. Det är framförallt utvecklingen i de asiatiska ekonomierna som nu väntas bli starkare jämfört med tidigare prognos.

■ ■ Stark svensk exportmarknadstillväxt i år och de närmaste åren.

Importen av varor i de stora mottagarländerna av svensk export ökade oväntat starkt i slutet av förra året. Det var bl.a. i de nordiska länderna och i Storbritannien som importen ökade kraftigt. Även den ökade tillväxten på andra håll i världsekonomin bidrar till en ökad efterfrågan på svenska exportvaror.

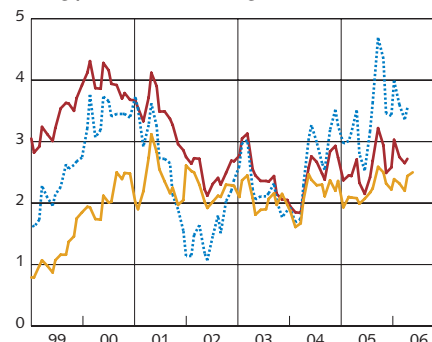
Mot bakgrund av att den globala ekonomin och den internationella handeln förutses fortsätta att växa i god takt förväntas också den svenska exportmarknadstillväxten utvecklas fortsatt gynnsamt framöver (se diagram 24). I år förutses den öka med drygt 7 procent för att sedan dämpas till en tillväxttakt på drygt 6 procent.

Diagram 21. KPI exklusive energi och livsmedel
Årlig procentuell förändring



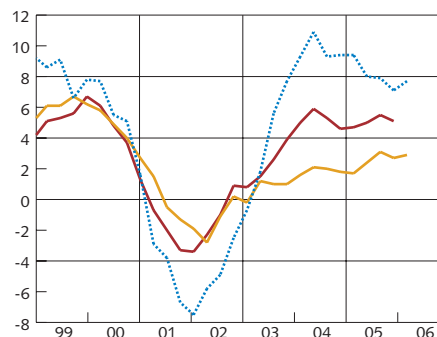
— OECD
 USA
 — Euroområdet
 Källa: OECD

Diagram 22. KPI
Årlig procentuell förändring



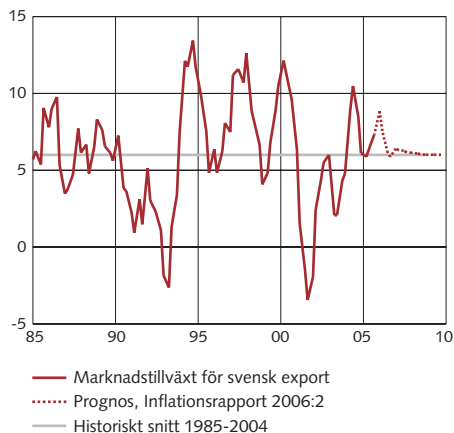
— OECD
 USA
 — Euroområdet
 Källa: OECD

Diagram 23. Investeringar
Årlig procentuell förändring



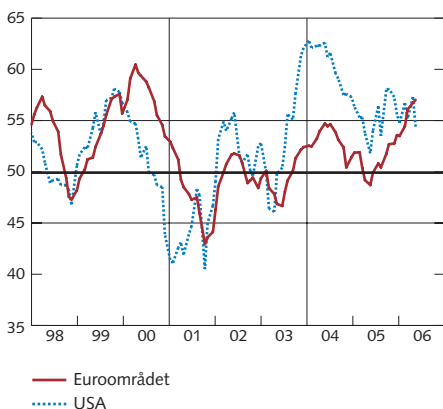
— OECD
 USA
 — Euroområdet
 Källor: Eurostat, OECD och US Department of Commerce

Diagram 24. Marknadstillväxt för svensk export
Årlig procentuell förändring



Anm. Sammanvägningen av den reala varuimporten i de länder som utgör den svenska exportmarknaden.
Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 25. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin
Index, oförändrad aktivitet = 50



Källor: Institute for Supply Management och NTC Research Ltd

■ ■ Konjunkturen i USA ser ut att dämpas något snabbare.

BNP-tillväxten i USA mellan det fjärde kvartalet förra året och det första kvartalet i år var ca 1,3 procent, eller 5,3 procent mätt i uppräknad årstakt. Tillväxten var något högre än i Riksbankens prognos i föregående inflationsrapport och motiverar en upprevidering av prognosen för 2006. Såväl den privata konsumtionen som företagsinvesteringarna utvecklades starkt. En mycket stark vinstutveckling innebär att företagen kan fortsätta att öka sina investeringar.

Den senaste ekonomiska statistiken indikerar samtidigt att konjunkturen har dämpats något. Situationen på arbetsmarknaden fortsatte att förbättras i april och maj om än i långsammare takt och nivå än på inköpschefsindex för både tillverkningsindustrin och tjänstesektorn sjönk i maj. Inköpschefernas index ligger dock kvar på nivåer som indikerar fortsatt tillväxt.

Andra faktorer som väntas bidra till en lugnare konjunkturutveckling är det höga oljepriset och en viss inbromsning på bostadsmarknaden det senaste året. Hushållens reala disponibelinkomstutveckling har också dämpats under senare tid. Hittills har hushållen till stor del kompenserat detta genom minskat sparande och ökad belåning.

Sammantaget förutses den amerikanska ekonomin växa med 3,4 procent i år vilket innebär att resursutnyttjandet väntas fortsätta att stiga. Framöver väntas tillväxttakten bli ungefär 3 procent per år.

■ ■ Konjunkturen fortsätter att förbättras i euroområdet.

Förtroendet inom företagssektorn i euroområdet ligger på en relativt hög nivå och de senaste indikatorerna t.ex. i termer av inköpschefsindex för tillverkningsindustrin tyder på en fortsatt god tillväxt (se diagram 25).

Tillväxten i euroområdet stärktes i början av året. Efter att ha ökat med 0,3 procent under fjärde kvartalet förra året jämfört med kvartalet innan ökade BNP med 0,6 procent det första kvartalet i år. Det var något högre än i bedömningen i förra inflationsrapporten och i linje med de indikationer om en något starkare tillväxt som den senaste tidens barometerundersökningar och hushållsenkäter visat. Industriproduktionen vände uppåt i mars. Hushållens konsumtion ökade snabbt under det första kvartalet efter en svag utveckling mot slutet av fjolåret. Även fjolårets försvagning av euron och de fortsatt gynnsamma finansiella förhållanden stimulerar tillväxten.

I Tyskland ökade BNP med 0,4 procent det första kvartalet jämfört med kvartalet innan. Den föreslagna momshöjningen i Tyskland i januari 2007 är en källa till osäkerhet i prognosen. Uppskattningarna av effekterna på konsumtion och tillväxt skiljer sig kraftigt åt mellan olika bedömare. De flesta bedömer att höjningen av mervärdesskatten leder till en lägre konsumtionstillväxt nästa år jämfört med i år. Riksbanken ansluter sig till denna bedömning och prognostiserar att tillväxttakten i Tyskland blir lägre nästa år än vad som antogs i föregående rapport. Samtidigt förefaller opinionen mot momshöjningen ha hårdnat i Tyskland och det är därför osäkert om höjningen genomförs alls.

Även om arbetslösheten har minskat i euroområdet de senaste åren bedöms resursutnyttjandet över lag fortfarande vara relativt lågt. BNP-tillväxten bedöms bli omkring 2 procent både i år och de kommande åren och resursutnyttjandet väntas öka långsamt. Penningpolitiken antas komma att föras i mindre expansiv riktning. Jämfört med föregående inflationsrapport antas skärpningen av penningpolitiken ske något snabbare.

■ ■ Den starka konjunkturutvecklingen i Asien fortsätter.

BNP-tillväxten i Kina under det första kvartalet var ca 10 procent i årstakt. Det är fortsatt främst investeringar och export som bidrar till tillväxten. Hushållens konsumtionstillväxt är dock mer dämpad. KPI-inflationen i årstakt har varit negativ under våren till följd av sjunkande priser på bl.a. livsmedel och kläder. Den allra senaste tiden har dock prisfallet dämpats.

I Japan har konjunkturen fortsatt att förbättras efter en lång period av låg tillväxt. BNP-tillväxttakten dämpades visserligen enligt preliminär statistik under det första kvartalet i år jämfört med fjärde kvartalet i fjol. En stor del av nedgången hänger samman med ett betydligt mindre bidrag till tillväxten från utrikeshandeln och lageruppbyggnad. Den inhemska efterfrågan är dock fortsatt stark, i synnerhet investeringsutvecklingen. Arbetslösheten fortsätter att sjunka och optimismen bland hushållen ökar. Den japanska centralbankens företagsbarometer "Tankan" tyder på att förtroendet inom företagssektorn i början av innevarande år är den högsta sedan den långvariga ekonomiska krisen inleddes i början av 1990-talet. Därtill är penningpolitiken fortsatt mycket expansiv och korta räntor ligger för närvarande nära noll procent men väntas stiga framöver enligt marknadens förväntningar.

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

BNP	2005	2006	2007	2008	2009
USA	3,5 (3,5)	3,4 (3,2)	3,0 (3,2)	3,1 (3,1)	3,1
Japan	2,7 (2,5)	2,9 (2,1)	2,2 (1,6)	1,8 (1,6)	1,5
Euroområdet	1,4 (1,3)	2,1 (1,9)	1,9 (2,1)	2,0 (2,2)	1,9
OECD-19	2,6 (2,5)	2,8 (2,5)	2,5 (2,5)	2,5 (2,6)	2,4
Världen	4,8 (4,2)	4,8 (4,0)	4,5 (3,8)	4,4 (3,8)	4,2

KPI	2005	2006	2007	2008	2009
USA	3,4 (3,4)	3,1 (2,8)	2,6 (2,5)	2,5 (2,5)	2,5
Euroområdet	2,2 (2,2)	2,3 (2,1)	2,1 (2,2)	1,9 (1,8)	1,9
OECD-19	2,3 (2,4)	2,3 (2,1)	2,1 (2,1)	2,0 (2,1)	2,0

	2005	2006	2007	2008	2009
Marknadstillväxt för svensk export	6,8 (5,9)	7,1 (6,1)	6,3 (5,9)	6,1 (5,9)	6,0
Internationella producentpriser	3,4 (3,4)	2,6 (2,4)	1,7 (1,6)	1,9 (1,8)	2,0
Råoljepris, USD/fat Brent	54,5	68,9 (63,0)	72,0 (61,7)	70,5 (60,2)	69,1

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. KPI avser HIKP för Tyskland, Storbritannien, Danmark, Finland samt euroområdet. BNP för Norge avser fastlandsekonomin. OECD-19 avser EU-15 exklusive Luxemburg samt USA, Kanada, Japan, Norge och Schweiz. 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 all svensk varuexport 2005. 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

- Till följd av en något starkare konjunkturutveckling än väntat, i synnerhet i Asien, har prognosen för den globala BNP-tillväxten reviderats upp betydligt både för i år och för de kommande åren.
- BNP-prognosen för USA för 2006 har reviderats upp med 0,2 procentenheter till följd av det starka utfallet för första kvartalet. Däremot har prognosen – mot bakgrund av signaler om en viss dämpning av konjunktoren – reviderats ned något för nästa år.
- BNP-prognosen för euroområdet har reviderats upp något för innevarande år till följd av ett något starkare utfall det första kvartalet. Med hänsyn till effekter på tillväxten längre fram av den finanspolitiska åtstramningen i Tyskland justeras dock tillväxtutsikterna ned något på lite längre sikt.
- Bedömningen av den svenska exportmarknadstillväxten har reviderats upp till följd av en stark importefterfrågan på några av de viktigaste svenska exportmarknaderna och av att den internationella tillväxten nu väntas bli högre.
- Oljeprisprognosen har reviderats upp med 10 dollar per fat över hela prognosperioden.

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige

Konjunkturuppgången kommer att fortsätta framöver men i en lugnare takt. Ökningstakterna i investeringar, produktion och sysselsättning dämpas successivt. Drivande i denna utveckling är bl.a. att tillväxten i produktiviteten har fallit och väntas stabiliseras på sin trendmässiga nivå. Kostnadstrycket kommer därmed även fortsättningsvis att vara något högre än tidigare. En fortsatt god efterfrågan förväntas medföra att produktionsresurserna i ekonomin tas ytterligare något mer i anspråk. Då läget på arbetsmarknaden därmed blir något mer ansträngt och löneökningstakten tilltar kommer kostnadstrycket att öka även av detta skäl.

Den bild av en lugnare tillväxttakt som tecknas i huvudscenariot innebär inte att konjunkturen vänder ned de närmaste åren. Efterfrågeutvecklingen väntas vara fortsatt god framöver och hushållens konsumtion ökar relativt starkt. Investeringar och export kommer enligt prognoserna också att öka.

Bedömningen av de allmänna utsikterna för tillväxten har inte ändrats i någon större omfattning jämfört med föregående inflationsrapport. Prognosrevideringarna som gjorts handlar framförallt om anpassningar till nya utfall.

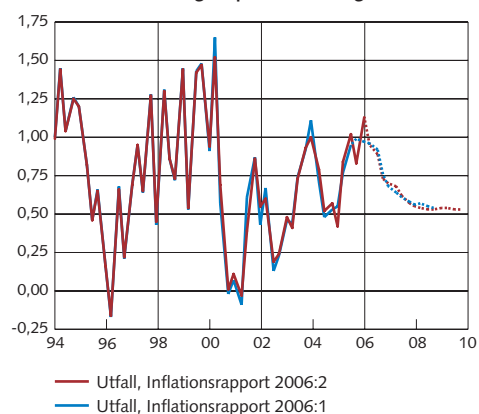
■ ■ Fortsatt uppgång sedan förra inflationsrapporten.

Konjunkturuppgången i den svenska ekonomin fortsatte under 2005. Produktionen ökade i god takt även om utvecklingen mattades något under slutet av fjolåret (se diagram 26). Nationalräkenskaperna visar att ökningstakten i hushållens konsumtion och investeringstillväxten i samtliga sektorer dämpades oväntat mycket under fjärde kvartalet. Exportutvecklingen, framförallt tjänsteexporten, var däremot överraskande stark.

Dämpningen av tillväxten sista kvartalet 2005 var dock tillfällig, vilket också olika konjunkturindikatorer signalerat. BNP-tillväxten stärktes betydligt under årets första kvartal. Investeringsutvecklingen tog fart efter avmattningen under avslutningen på 2005. Öväntat starka exportsiffror visar samtidigt att den internationella konjunkturuppgången även under senare tid har varit en av de främsta drivkrafterna bakom den svenska konjunkturuppgången. Hushållens konsumtion fortsatte däremot att utvecklas överraskande svagt.

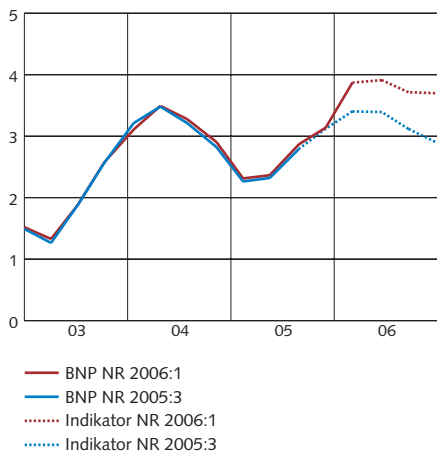
Vad gäller utvecklingen under det andra kvartalet i år har det kommit en del indikatorer för april och maj. Det gäller t.ex. den månatliga statistiken över utrikeshandeln med varor, industriproduktionen, orderingången, omsättningen i detaljhandeln och Konjunkturinstitutets månadsbarometer. Riksbanken använder statistiska metoder för att värdera informationen i sådana konjunkturindikatorer. Resul-

Diagram 26. BNP
Kvartalsförändringar i procent, säsongsrensade data



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

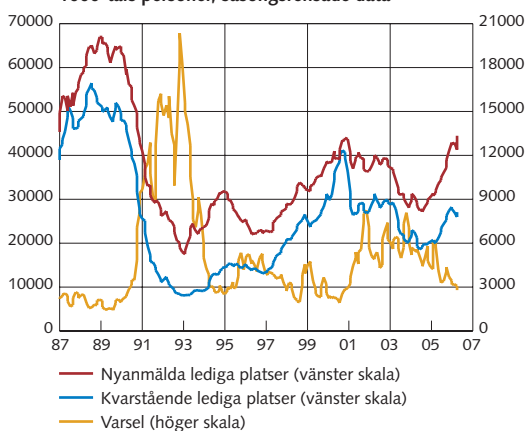
Diagram 27. BNP, utfall och prognos enligt indikatormodeller
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Diagrammet visar medelvärdet av de indikatorprognoser som beskrivs i fördjupningsrutan "BNP-indikatorer" i Inflationsrapport 2005:3.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 28. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel
1000-tals personer, säsongrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Kvarstående lediga platser avser platser med en varaktighet på mer än tio dagar.

Källa: AMS

taten från dessa s.k. indikatormodeller är att konjunktursignalerna är starkare än i samband med februarirapporten (se diagram 27).

Arbetsmarknadsstatistiken indikerar också att konjunkturuppgången fortsätter, även om en viss osäkerhet råder om styrkan i uppgången. Enligt arbetskraftsundersökningarna (AKU) för årets tre första månader steg sysselsättningen mätt i personer med 1,8 procent jämfört med motsvarande kvartal i fjol. Samtidigt var ökningen av arbetskraften oväntat stor vilket medförde att arbetslösheten inte minskade lika mycket som väntat. AKU från april indikerar en viss dämpning av uppgången i både sysselsättning och arbetskraft. Ett problem i sammanhanget är att metodförändringen förra året gör det svårt att utifrån AKU tolka utvecklingen på arbetsmarknaden den senaste tiden.

Men även statistik från andra källor än AKU talar för att efterfrågan på arbetskraft fortsätter att öka. Utvecklingen av t.ex. antalet nyanmälda lediga platser och varsel visar att arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras under inledningen av året (se diagram 28).⁴ SCB:s konjunkturstatistik visar på en uppgång i både antalet lediga jobb och vakanser under första kvartalet. Vidare talar anställningsplanerna enligt Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer för en fortsatt uppgång i antalet sysselsatta under andra kvartalet (se diagram 29).

■ ■ Konjunkturuppgången fortsätter framöver, men i lugnare takt.

Riksbankens bedömning är att konjunkturuppgången kommer att fortsätta framöver men efter hand i en lugnare takt. Det kommer att avspeglas i att ökningstakterna i investeringar, produktion och sysselsättning successivt dämpas. Drivande i denna utveckling är bl.a. arbetsproduktiviteten, dvs. produktionen per arbetad timme. Produktivitetstillväxten har varit oväntat stark de senaste åren. Det har medfört att produktionen har kunnat växa i snabb takt utan att kostnadstrycket i ekonomin (eller sysselsättningen) har ökat i någon större utsträckning.

Produktivitetstillväxten dämpades något under fjolåret och under prognosperioden förväntas den stabiliseras på en mer normal nivå sett ur ett långsiktigt perspektiv, dvs. den trendmässiga ökningstakten (se diagram 30). Nivån på denna ökningstakt verkar dock ha höjts under det senaste decenniet, antagligen tack vare bl.a. skärpt konkurrens och ökad användning av informations- och kommunikationsteknologi.⁵ Riksbanken har också successivt reviderat upp bedömningen av den trendmässiga produktivitetstillväxten.

⁴ Den senaste tidens ökning bör dock tolkas med försiktighet då Arbetsmarknadsstyrelsen (AMS) rapporterat att vissa lediga platser räknats flera gånger.

⁵ Se t.ex. Andersson, B. och M. Ådahl, "Den 'nya ekonomin' och svensk produktivitet på 2000-talet", *Penning- och valutapolitik* 1, 2005.

Att produktivitetstillväxten närmar sig mer normala nivåer innebär samtidigt att ekonomin uppvisar ett mer traditionellt konjunkturmönster där ökat resursutnyttjande går hand i hand med ökat kostnadstryck. Om utvecklingen däremot, som under senare år, påverkats av förändringar på ekonomins utbudssida, t.ex. via förbättrad produktivitetstillväxt, kan produktionskostnaden för företag falla trots att måtten på resursutnyttjande indikerar att läget blivit mer ansträngt.⁶

Att mäta resursutnyttjande är svårt och de olika mått som finns ger inte alltid en samstämmig bild. Mycket talar dock för att produktionsresurserna i ekonomin har börjat bli mer ansträngda under senare tid.⁷ Samtidigt har den starka produktivitetstillväxten hållit nere kostnadstrycket – enhetsarbetskostnaderna i näringslivet föll t.ex. 2003 och 2004. Under 2005 vände emellertid kostnadstrycket uppåt igen i samband med att produktivitetstillväxten dämpades.

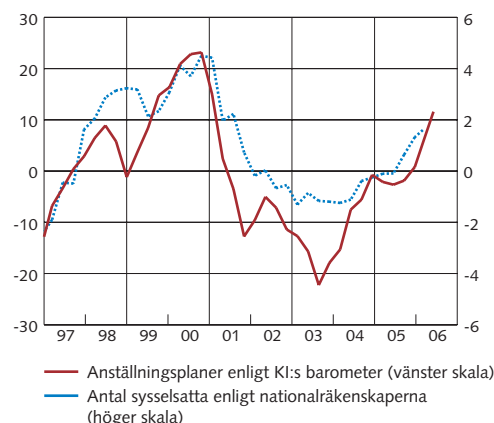
Liksom i fjol väntas produktionsmöjligheterna framöver inte förbättras av teknologiska faktorer i lika stor utsträckning som tidigare. Det gör att kostnadstrycket även framöver kommer att vara högre. Samtidigt förväntas en fortsatt god efterfrågan göra att ytterligare något mer av produktionsresurserna i ekonomin tas i anspråk. Då läget på arbetsmarknaden därmed blir något mer ansträngt och löneökningstakten tilltar något kommer kostnadstrycket att öka även av detta skäl. Efter hand väntas det bidra till att inflationstrycket i ekonomin drivs upp och därmed ökar behovet för penningpolitiken att stramas åt under prognosperioden, vilket också har antagits i prognosen.

Även vissa efterfrågefaktorer förväntas bidra till en lugnare konjunkturuppgång framöver. Den starka exportutvecklingen dämpas en aning under prognosperioden då den svenska exportmarknadstillväxten saktar in något. En annan faktor är att investeringsökningarna i näringslivet nu bedöms ha passerat toppen och kommer att dämpas under prognosperioden. Detta beror delvis på de antagna räntehöjningarna men också på att investeringsnivån nu är jämförelsevis hög (se diagram 31).

Det bör poängteras att den bild av en lugnare utveckling av ekonomin som tecknas i huvudscenariot inte innebär att konjunktoren vänder ned de närmaste åren. Efterfrågeutvecklingen väntas vara fortsatt god framöver och hushållens konsumtion förväntas öka starkt. Investeringar och export kommer enligt prognoserna också att öka, även om tillväxttakterna dämpas något av de skäl som nämnts ovan.

Sammantaget förväntas BNP öka med 3,7 procent under 2006. Tillväxttakten avtar sedan successivt från 2,8 procent 2007 till drygt två procent 2009 (se tabell 4).

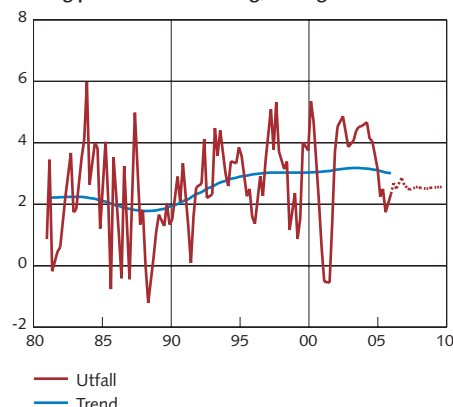
Diagram 29. Anställningsplaner och sysselsatta i näringslivet
Nettotal respektive årlig procentuell förändring



Anm. Av Riksbanken sammanvägda anställningsplaner. Nettotala definieras som skillnaden mellan andelen företag som uppgett en önskad ökning av antal anställda och andelen som uppgett en önskad minskning.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

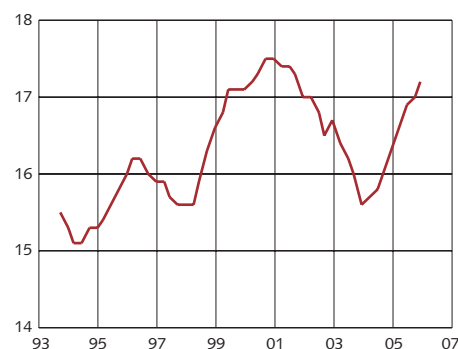
Diagram 30. Faktisk och trendmässig arbetsproduktivitet i näringslivet
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data



Anm. Trend beräknad med Hodrick-Prescott-filter. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 31. Fasta bruttoinvesteringar
Procent av BNP



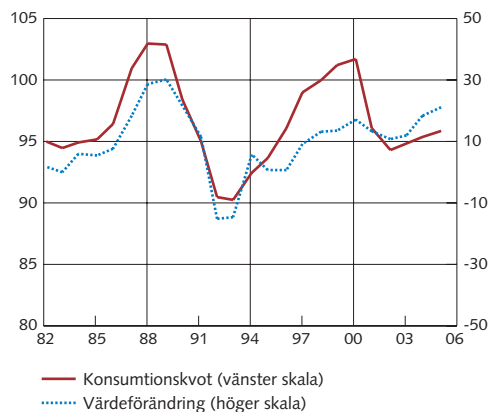
Anm. Fyra kvartals glidande medelvärde.

Källor: SCB och Riksbanken

⁶ Se vidare fördjupningsrutan "Resursutnyttjande, kostnader och inflation".

⁷ Se fördjupningsrutan "Resursutnyttjande, kostnader och inflation" i denna rapport samt fördjupningsrutan "Indikatorer på resursutnyttjandet" i Inflationsrapport 2004:2

**Diagram 32. Hushållens konsumtion och värdeförändring i real förmögenhet
Procent av disponibel inkomst**



Anm. Med real förmögenhet avses hushållens innehav av småhus och bostadsrätter. Värdeförändringar i bostadsstocken är beräknade som uppskattat värde året innan multiplicerat med småhusprisernas ökningstakt.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 4. Försörjningsbalans
Årlig procentuell förändring**

	2005	2006	2007	2008	2009
Hushållens konsumtion	2,4 (2,7)	2,6 (3,7)	3,3 (3,2)	2,8 (2,9)	2,7
Offentlig konsumtion	0,7 (0,0)	1,5 (1,6)	1,2 (0,7)	0,6 (0,6)	0,6
Fasta bruttoinvesteringar	8,5 (9,9)	6,2 (5,7)	3,5 (4,6)	2,8 (3,0)	2,0
Lagerinvesteringar, bidr.	-0,2 (-0,2)	-0,4 (0,1)	0,3 (0,1)	0,1 (0,0)	0,0
Export	6,4 (5,4)	7,9 (6,3)	6,0 (5,8)	6,0 (5,8)	5,5
Import	7,3 (6,3)	6,0 (7,1)	7,0 (6,5)	6,5 (6,2)	5,9
BNP	2,7 (2,7)	3,7 (3,5)	2,8 (2,8)	2,4 (2,4)	2,2
BNP, kalenderkorrigerad	2,7 (2,7)	3,9 (3,8)	2,9 (2,9)	2,3 (2,3)	2,2

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

Källor: SCB och Riksbanken

Jämfört med den konjunkturbild som tecknades i föregående inflationsrapport har bedömningen inte ändrats i någon större omfattning. Prognoserna för vissa BNP-komponenter har dock justerats en del, framförallt för innevarande år. De viktigaste justeringarna gäller exporten och hushållens konsumtion. Dessa prognosrevideringar handlar framförallt om anpassningar till nya utfall.

Den implicita terminsränteutveckling som prognoserna i denna rapport baseras på indikerar en större uppgång av räntenivån på tre års sikt än i föregående inflationsrapport. Detta har dock inte föranlett någon större nedrevidering av prognoserna eftersom det nu också finns förväntningar om en starkare internationell och inhemsk konjunkturutveckling.

■ ■ Stark utveckling av konsumtionen under prognosperioden.

Flera faktorer talar för att hushållens konsumtion kommer att utvecklas starkt under prognosperioden även om utvecklingen t.o.m. första kvartalet i år har varit överraskande svag.

Sysselsättningen väntas stiga under de kommande åren vilket medför en starkare utveckling av löneinkomsterna. Hushållens disponibla inkomster förväntas därför öka snabbare framöver, även om ökningstakten dämpas något i slutet av perioden.

Fastighetspriserna har fortsatt uppåt vilket har inneburit att hushållens reala förmögenhet, dvs. värdet av småhus och bostadsrätter, har ökat. Historiskt har det funnits ett klart samband mellan värdeförändringen på den reala förmögenheten och hushållens konsumtion i förhållande till disponibel inkomst (se diagram 32). Även värdet på de finansiella tillgångarna har stigit. Svängningarna på börserna har visserligen varit relativt dramatiska den senaste tiden och börsvärdena har då fallit. Men sett i ett längre tidsperspektiv har aktieprisindex stigit och därmed bidragit till en ökning av den finansiella förmögenheten (se diagram 33). Hushållens skuldsättning har också ökat snabbt bl.a. som ett resultat av stigande bostadspriser. Men även hushållens nettoförmögenhet har ökat och det kommer sannolikt att stimulera konsumtionen framöver.

Den snabba ökningen av hushållens upplåning förefaller åtminstone delvis ha drivits av de strukturella förändringar som skett under det senaste decenniet, inte minst etableringen av låginflationsekonomin. Det är mycket svårt att bedöma när en sådan anpassning är avslutad. I ett längre perspektiv är det dock ohållbart att hushållens skuldsättning och huspriserna fortsätter att öka i samma takt som under senare år.

I början av 2000-talet steg hushållens sparande kraftigt (se diagram 34). Orsaken till detta var sannolikt en kombination av faktorer, bl.a. nedgången på börsen, den demografiska situationen och även den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden som drev upp det s.k. försiktighetsparandet. De senaste två åren har hushållens sparkvot fallit tillbaka något. I år väntas sparkvoten stiga något igen men med ljusnande arbetsmarknadsutsikter kommer sannolikt hushållens försiktighetsparande att minska framöver. Dessutom minskar andelen av befolkningen med den högsta sparkvoten, dvs. gruppen 45-64 år, under perioden. Även detta talar för att sparkvoten kommer att minska så småningom.

Under konjunkturuppgången har hushållen hittills hållit tillbaka sin konsumtion i oväntad utsträckning och de senaste utfallen för konsumtionen har varit svagare än förväntat. Det har motiverat en förhållandevis stor nedjustering av prognosen för 2006. I år beräknas konsumtionstillväxten nu bli 2,6 procent. Med tanke på bl.a. inkomst- och förmögenhetsutvecklingen förväntas ändå hushållens konsumtion växa i ganska snabb takt under resten av 2006 och under 2007. Ökningstakten avtar därefter något under de följande åren i takt med att inkomstutvecklingen dämpas (se tabell 4 och diagram 34).

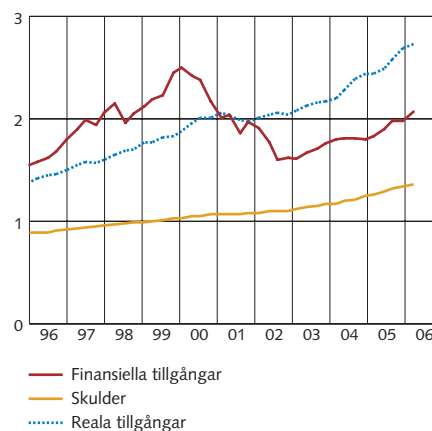
■ Svagare investeringsutveckling framöver.

Investeringarna i näringslivet bedöms nu ha passerat tillväxttoppen (se diagram 35). Den senaste investeringsenkäten indikerar att näringslivets investeringar fortsätter att öka i år, men i lugnare takt jämfört med fjolåret. När det gäller bostadsinvesteringarna tyder statistiken över nybyggande av lägenheter också på att utvecklingen kommer att dämpas alltmer framöver. I takt med stigande räntor och att företagen blir alltmer nöjda med nivån på produktionskapaciteten väntas ökningstakten för de fasta bruttoinvesteringarna i näringslivet fortsätta dämpas gradvis under prognosperioden.

För de offentliga investeringarna gäller det omvända. Efter de senaste årens svaga utveckling förväntas dessa istället börja stiga till följd av bl.a. ökat investeringsutrymme för kommunerna och statliga infrastruktursatsningar. Sammantaget är dock prognosen att ökningstakten för de totala fasta bruttoinvesteringarna dämpas gradvis under prognosperioden från drygt sex procent under 2006 ned till två procent under 2009.

Till följd av det nya utfallet för investeringarna det första kvartalet har investeringsprognosen justerats upp något på kort sikt. Mot bak-

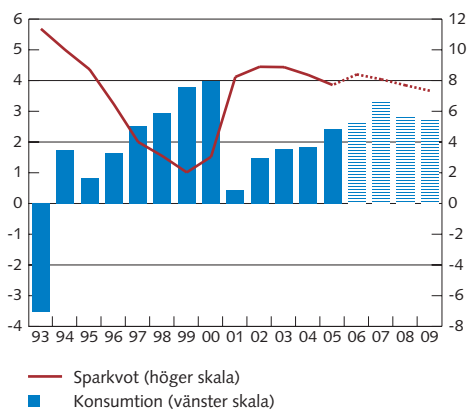
Diagram 33. Hushållens förmögenhet
Andel av årlig disponibel inkomst



Anm. Finansiella tillgångar exklusive bostadsrättsandelar och kollektivt försäkringssparande. Reala tillgångar avser småhus och bostadsrätter.

Källor: SCB och Riksbanken

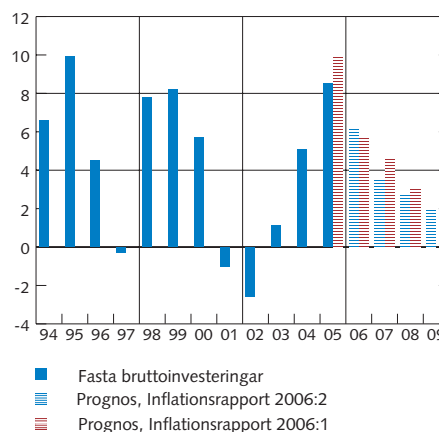
Diagram 34. Hushållens konsumtion och sparkvot
Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



Anm. Inklusive svenska kyrkan hela perioden. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

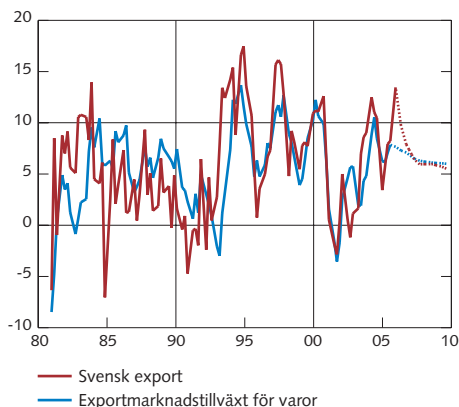
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 35. Fasta bruttoinvesteringar
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 36. Total svensk export och exportmarknadstillväxt
Årlig procentuell förändring



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

grund av att utgångsläget på så vis blir något starkare och att tendenserna i investeringsenkäten indikerar en framtida dämpning har dock prognosen för utvecklingen längre fram justerats ned (se diagram 35 och tabell 4). Jämfört med föregående inflationsrapport tecknas nu en något tydligare dämpning av investeringstillväxten de närmaste åren.

■ ■ Stabil utveckling av export och import.

En fortsatt stabil internationell konjunkturuppgång de närmaste åren kommer att lägga grunden för en god utveckling av exporten under prognosperioden. Ökningstakten dämpas något efter hand till följd av den förväntade förstärkningen av växelkursen (TCW-index) och lägre exportmarknadstillväxt (se diagram 36).

Jämfört med förra inflationsrapporten har utsikterna för exporten reviderats upp, framförallt för 2006. Det hänger till största delen samman med de starka utfallen för de två senaste kvartalen. Dessutom har exportmarknaden ökat snabbare än väntat och utsikterna framöver har justerats upp något. På marginalen har även den något svagare prognosen för kronans utveckling i TCW-termer bidragit till uppjusteringen av exportprognosen.

Även importen ökade mer än väntat under fjärde kvartalet 2005 men utvecklades sedan svagt i relation till den totala efterfrågan under första kvartalet i år. Prognosen för 2006 har därför reviderats ned i förhållande till bedömningen i inflationsrapporten i februari. För resten av perioden står sig prognosen i grova drag, dvs. importtillväxten väntas bli relativt hög på kort sikt för att sedan avta gradvis under prognosperioden i takt med att konjunkturen går in i en lugnare fas.

■ ■ Högre sparande i den offentliga sektorn.

Det finansiella sparandet i den offentliga sektorn uppgick 2005 till 2,8 procent av BNP vilket var högre än väntat. De främsta orsakerna var högre skatteintäkter (bl.a. bolagsskatter), lägre statliga utgifter (bl. a. kostnader för sjukskrivningar) och ett högre finansiellt sparande i kommunsektorn än väntat. Fjolårets utveckling bedöms även leda till att nivån på det finansiella sparandet är högre under hela prognosperioden än i föregående prognos. Sparandet förväntas sjunka till cirka 2 procent av BNP i slutet av prognosperioden, vilket är i linje med målet för de offentliga finanserna (se tabell 2 med nyckeltal i sammanfattningen). Sedan förra inflationsrapporten har regeringens Vårproposition presenterats. Förslagen väntas leda till en viss ökning av den offentliga konsumtionen och andra offentliga utgifter.

Den offentliga sektorns konsumtion blev högre 2005 än prognosen i föregående inflationsrapport. Utfallet för det fjärde kvartalet var högre än väntat men framförallt reviderades de första tre kvartalen upp. Bedömningen för utvecklingen under 2007 har justerats upp något, bl. a. som en följd av de nya förslagen i Vårpropositionen (se tabell 4).

Nytt säsongsmönster i AKU-statistiken

Metodförändringen i AKU gör att den senaste tidens utveckling på arbetsmarknaden är svårtolkad. Förra året steg den öppna arbetslösheten osedvanligt mycket under sommarmånaderna. Det kan tyda på att arbetslösheten enligt den nya AKU uppvisar ett annat säsongsmönster än tidigare. SCB har i sitt arbete med att länka data från gamla och nya AKU ännu inte tagit hänsyn till denna effekt, men arbete på detta område pågår.

För att ändå ta det nya säsongsmönstret i arbetslösheten i beaktande har Riksbanken valt att tillsvidare justera säsongrensningen av arbetslösheten (se diagram 37). Det påverkar även säsongsmönstret i arbetskraften. Den nya säsongrensningen innebär ett nivålyft av såväl den öppna arbetslösheten som arbetskraften under slutet av 2005 och början av 2006 vilket påverkar prognosen framöver. Årsmedelvärden för perioden före 2006 påverkas inte.

■ ■ Snabbare ökning av arbetskraften än väntat.

Sysselsättningen, i såväl timmar som personer, väntas öka i år till följd av en stark efterfrågan och utökade arbetsmarknadspolitiska sysselsättningsåtgärder. Antal sysselsatta kommer enligt prognosen att öka med cirka 70 000 personer i år varav ungefär 14 000 personer är sysselsättningsåtgärder. Under resten av prognosperioden bedöms efterfrågan fortsätta att öka och driva upp sysselsättningen, men ökningstakten dämpas successivt i takt med att konjunkturuppgången mattas av (se diagram 38 och tabell 5). Sysselsättningen mätt i antal personer väntas öka något snabbare än i februarirapporten, framförallt för 2007. Allt ljusare arbetsmarknadsutsikter tyder på att förhållandet mellan BNP-tillväxten och sysselsättningsutvecklingen nu börjar bli mer normal sett ur ett konjunkturperspektiv. Det har motiverat uppjusteringen av sysselsättningsprognosen.

Även arbetskraften väntas öka jämförelsevis starkt under prognosperioden (se diagram 38 och tabell 5). I tider då arbetsmarknadsläget stärks ökar traditionellt arbetskraftsdeltagandet. Grupper som tidigare avhållit sig från att söka jobb (t.ex. studerande) söker sig ut på arbetsmarknaden när utsikterna att få ett arbete ökar. Det finns dock faktorer som sannolikt kommer att begränsa arbetskraftsutbudet under prognosperioden. Exempelvis kommer andelen 25-59-åringar, dvs. den åldersgrupp som har högst arbetskraftsdeltagande, minska. Samtidigt förväntas bl.a. den demografiska utvecklingen medföra att både antalet reguljärt studerande och antalet sjuka utanför arbetskraften ökar något under prognosperioden. Under 2006 begränsas även arbetskraftsutbudet av en ökning i antalet personer i arbetsmarknads-

Diagram 37. Antal arbetslösa
1000-tals personer, säsongrensade data

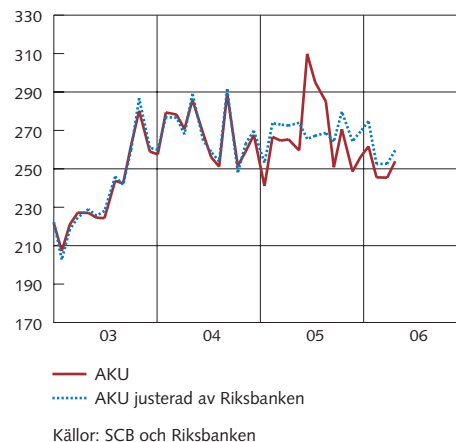


Diagram 38. Sysselsättning och arbetskraft
1000-tals personer, säsongrensade data

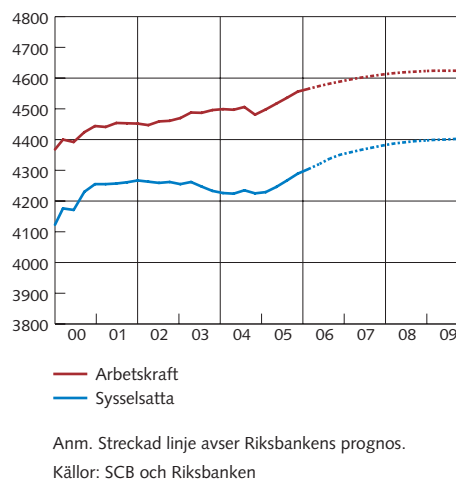
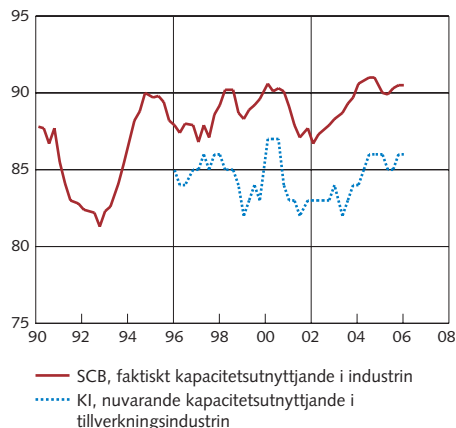
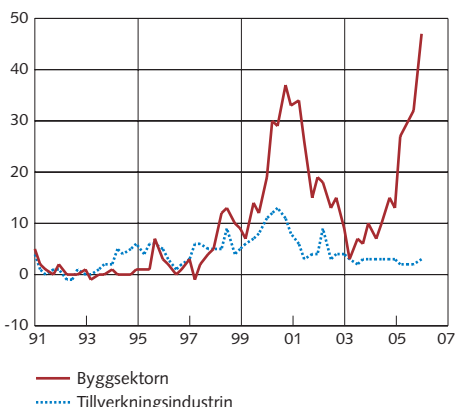


Diagram 39. Industrins kapacitetsutnyttjande
Procent, säsongrensade data



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

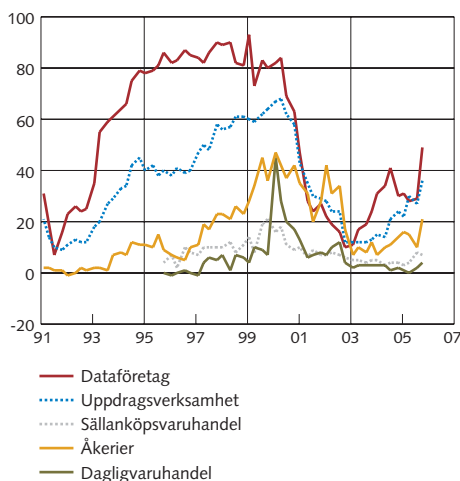
Diagram 40. Andel företag med brist på arbetskraft
Procent, säsongrensade data



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

Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 41. 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

politiska utbildningsprogram. Däremot väntas programvolymerna minska något igen under 2007.

Den oväntat stora ökningen av arbetskraften under första kvartalet och en ny bedömning av effekten av metodförändringen av AKU har motiverat en uppjustering av prognosen för i år. Även under resten av prognosperioden väntas en snabbare ökning av arbetskraften än i föregående bedömning vilket framförallt förklaras av justeringen av sysselsättningsprognosen (se tabell 5).

Tabell 5. Arbetsmarknadsprognos
Årlig procentuell förändring

	2005	2006	2007	2008	2009
Arbetade timmar, NR*	0,5 (0,4)	1,8 (1,7)	1,0 (0,9)	0,2 (0,2)	0,1
Sysselsatta	0,7 (0,7)	1,7 (1,5)	1,0 (0,6)	0,5 (0,2)	0,2
Arbetskraft	0,7 (0,7)	1,1 (0,5)	0,6 (0,3)	0,3 (0,1)	0,1
Öppen arbetslöshet, procent av arbetskraften	5,9 (5,9)	5,5 (5,0)	5,1 (4,8)	4,9 (4,6)	4,8
Arbetsmarknadspolitiska program, procent av arbetskraften	2,7 (2,7)	3,2 (3,3)	2,9 (3,1)	2,5 (2,6)	2,4

* Kalenderkorrigerade värden.

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken

Ökad arbetskraftefterfrågan väntas leda till att den öppna arbetslösheten minskar något under prognosperioden. Det ökade utbudet av arbetskraft håller dock tillbaka nedgången (se tabell 5). I förhållande till föregående inflationsrapport är prognosen för arbetslösheten nu något högre för kommande år. Den största delen av denna revidering förklaras emellertid av en ny bedömning av hur metodförändringen i AKU påverkar den *uppmätta* arbetslösheten. Den grundläggande synen på resursläget på arbetsmarknaden dessa år är därför i stort sett oförändrad jämfört med föregående inflationsrapport.

■ ■ Mer av ekonomins resurser tas i anspråk framöver.

Kapacitetsutnyttjandet i industrin ligger kvar på historiskt höga nivåer (se diagram 39), men andelen industriföretag som uppger att de har brist på arbetskraft är fortfarande mycket låg (se diagram 40). Inom flera tjänstebranscher har andelen företag som har brist på arbetskraft fortsatt att stiga det senaste kvartalet men bristtalen är överlag historiskt sett låga (se diagram 41). Det är bara inom byggbranschen som bristen på arbetskraft är hög – nära hälften av de tillfrågade företagen inom byggbranschen anser sig ha brist på arbetskraft (se diagram 40) och enligt konjunkturbarometern för maj har andelen ökat ytterligare.⁸ Framöver förväntas en fortsatt god efterfrågan göra att utnyttjandet av ekonomins resurser stiger ytterligare något mer.

■ ■ Produktivitetstillväxten stabiliseras runt sin långsiktiga nivå.

Produktivitetstillväxten dämpades under loppet av 2005 samtidigt som ekonomins resurser blev mer ansträngda (se diagram 30). Det är

8 Se fördjupningsrutan "Resursutnyttjande, kostnader och inflation" för en diskussion om olika mått på resursutnyttjande och situationen i dagsläget.

i linje med historiska konjunkturmönster, men avmattningen var något kraftigare än väntat. Produktivitetstillväxten återhämtade sig under det första kvartalet i år. Denna utveckling beror till stor del på att produktivitetstillväxten i industrin har ökat igen efter den konjunktorella dämpningen under 2005 (se diagram 42). Detta drivs av att industriproduktionen har ökat snabbare under inledningen av 2006 än under slutet av 2005 till följd av en stark exportefterfrågan. Under resten av prognosperioden bedöms produktivitetstillväxten utvecklas i linje med den trendmässiga utvecklingen.

■ ■ Stigande löneökningar och enhetsarbetskostnader.

De senaste årens svaga arbetsmarknad har haft en dämpande effekt på löneutvecklingen i näringslivet. Trots att sysselsättningen vände upp under förra året och nu väntas fortsätta att öka verkar utvecklingen ännu inte ha resulterat i något större tryck uppåt på lönerna.

Sedan inflationsrapporten i februari har preliminär konjunktur-lönestatistik för december 2005 till mars 2006 publicerats. Statistiken indikerade en löneökningstakt i hela ekonomin år 2005 på i genomsnitt 3,1 procent. I näringslivet steg lönerna med 3,2 procent under denna period medan motsvarande siffra för offentlig sektor var 2,9 procent. I takt med att retroaktiva löner utbetalas kommer löneökningstakten i offentlig sektor troligen att revideras upp något.

Brist på arbetskraft kommer sannolikt att driva upp lönerna inom byggsektorn under innevarande och nästkommande år. Byggsektorn står dock endast för 7 procent av lönesumman i näringslivet, vilket gör att den direkta effekten på lönerna i hela näringslivet endast påverkas marginellt av utvecklingen i denna sektor.

Lönerna väntas öka med 3,4 procent i år. Löneutvecklingen i näringslivet beräknas därefter fortsätta uppåt något för att nå drygt fyra procent i slutet av prognosperioden i takt med ökad efterfrågan på arbetskraft och ett högre resursutnyttjande (se diagram 43 och tabell 6). Lönerna inom offentlig sektor tros ha en liknande utveckling men med en något mer dämpad ökningstakt i slutet av perioden (se diagram 43). Jämfört med föregående inflationsrapport har prognosen för löneutvecklingen i offentlig sektor justerats ned något för innevarande år. Det beror på att de preliminära utfallen för löneutvecklingen i offentlig sektor 2005 inte reviderats upp i den utsträckning som tidigare väntades.

Enhetsarbetskostnaderna i näringslivet steg enligt nationalräkenskaperna snabbare än prognostiserat under 2005. Utvecklingen förklaras av både högre arbetskostnader och något svagare produktivitetstillväxt än väntat.

Ökningen av enhetsarbetskostnaderna blir tillfälligt mycket låg i år till följd av rabatter på de kollektiva avgifterna. Vid övergången till ett nytt avtalspensionssystem mellan Svenskt näringsliv och LO avsatte arbetsgivarna extra medel. Under senare tid har det visat sig

Diagram 42. Arbetsproduktivitets i tillverkningsindustrin och tjänstebranscher
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

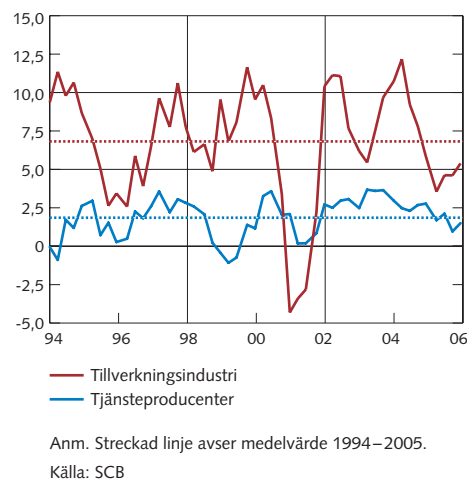


Diagram 43. Nominella timlöner
Årlig procentuell förändring

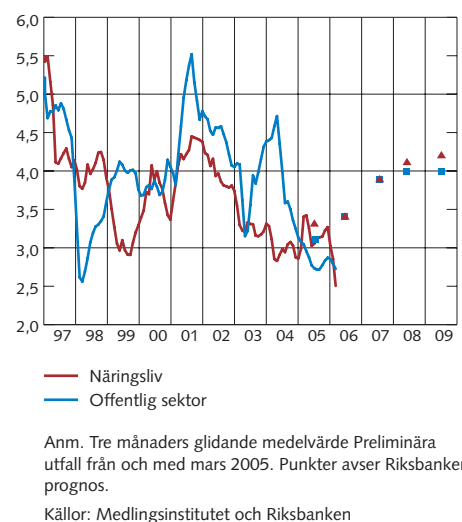
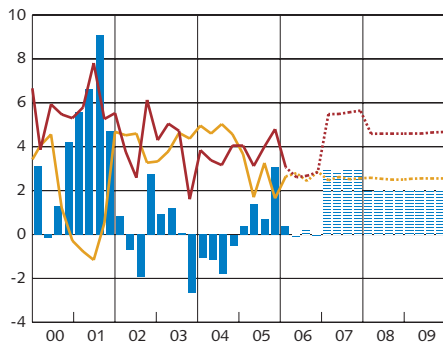


Diagram 44. Enhetsarbetskostnader i näringslivet
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



— Arbetskostnad per timme
— Produktivitet
■ Enhetsarbetskostnad

Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

att dessa medel inte längre behövs. Parterna har därför beslutat att befria arbetsgivarna från viss del av pensionsavgifterna. Nästa år väntas rabatterna försvinna vilket gör att den procentuella förändringen av enhetsarbetskostnaderna istället tillfälligt drivs upp. Eftersom detta är temporära variationer i enhetsarbetskostnaderna väntas detta inte påverka inflationen i någon större omfattning.

Bortsett från dessa tillfälliga effekter väntas enhetsarbetskostnaderna de kommande åren stiga ytterligare något i takt med att konjunkturen fortsätter att förstärkas och löneökningstakten tilltar (se diagram 44 och tabell 6).

Tabell 6. Prognoser för löner och enhetsarbetskostnader i näringslivet
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

	2005	2006	2007	2008	2009
Timlön, KL	3,3 (3,2)	3,4 (3,6)	3,9 (3,9)	4,1 (4,1)	4,2
Timlön, NR	3,9 (3,5)	4,0 (4,0)	4,3 (4,3)	4,5 (4,5)	4,6
Arbetsgivaravgifter, bidr.	0,0 (-0,2)	-1,2 (-0,2)	1,2 (0,0)	0,1 (0,1)	0,0
Arbetskostnad per timme, NR	3,9 (3,4)	2,8 (3,8)	5,5 (4,3)	4,6 (4,5)	4,6
Produktivitet	2,4 (2,5)	2,6 (2,8)	2,5 (2,6)	2,5 (2,5)	2,5
Enhetsarbetskostnad	1,4 (0,9)	0,2 (1,0)	2,9 (1,7)	2,0 (2,0)	2,0

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, kollektiva avgifter och löneskatter dividerat med säsongrensade totalt antal arbetade timmar. Enhetsarbetskostnad definieras som arbetskostnad dividerat med säsongrensat förädlingsvärde i fast pris.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Inflationsförväntningar

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

■ ■ Uppgång i hushållens inflationsförväntningar.

Företagens förväntningar på prisökningstakten har varit stabila sedan föregående inflationsrapport. Enligt Konjunkturinstitutets barometer i april väntas inflationen på ett års sikt vara 1,3 procent.

Sedan föregående inflationsrapport som publicerades i slutet av februari har hushållens inflationsförväntningar, enligt Konjunkturinstitutets mätningar, ökat med 0,5 procentenheter. Nu väntar sig hushållen en prisökningstakt på 2,0 procent på ett års sikt (se diagram 45).

Denna uppåtgående trend i förväntningarna på prisutvecklingen återfinns även bland penningmarknadens aktörer, parterna på arbetsmarknaden och bland inköpschefer. Enligt den senaste undersökningen från slutet av maj har inflationsförväntningarna ökat bland alla dessa grupper. På ett års sikt förväntas nu inflationen i genomsnitt bli 1,9 procent och 2,1 procent både på två och fem års sikt (se diagram 46 och tabell 7).

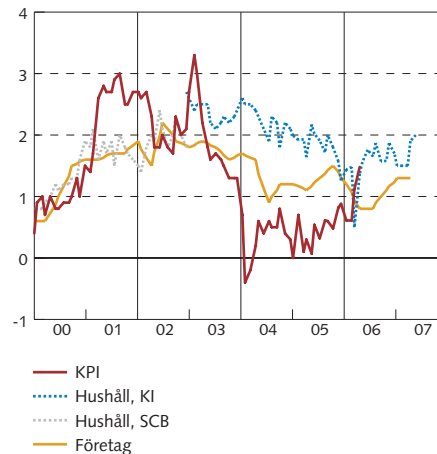
Tabell 7. Förväntad inflationstakt enligt olika undersökningar
Procent, medelvärde

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

Anm. *Anger undersökning genomförd av Prospera i maj. Resultat från föregående undersökning i februari 2006 anges inom parentes där inget annat anges.

Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera Research AB

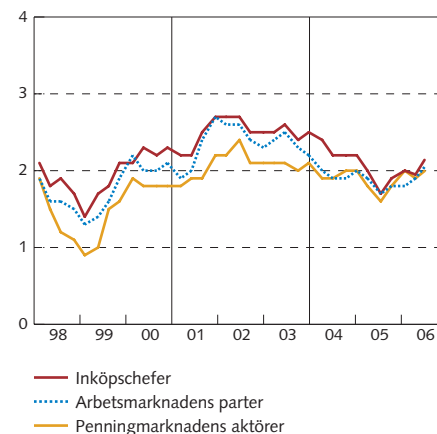
Diagram 45. Faktisk inflation (KPI) samt hushållens och företagens inflationsförväntningar på ett års sikt
Årlig procentuell förändring



Anm. Kurvorna för inflationsförväntningarna 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 46. 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

- Nya utfall har medfört att exporten och investeringarna har reviderats upp medan konsumtionen och importen har justerats ned för 2006. Sammantaget har BNP-tillväxten reviderats upp marginellt. För 2007–2008 är förändringarna små.
- Prognosen för sysselsättningen har justerats upp jämfört med föregående prognos. Även arbetskraften har reviderats upp till följd av starkare utfall än väntat, att hänsyn tagits till ett nytt säsongsmönster samt en snabbare tillväxt i sysselsättningen.
- Sammantaget är även arbetslösheten uppreviderad jämfört med februarirapporten. Den största delen av revideringen förklaras av en ny bedömning av hur metodförändringen i AKU påverkar den uppmätta arbetslösheten.
- Prognosen för timlönerna har reviderats ned i år till följd av överraskande svaga preliminära löneutfall. Det kan hänga samman med ökningen av utbudet på arbetskraft.
- Tillväxten för enhetsarbetskostnaderna i näringslivet har reviderats ned 2006 och upp 2007. Det beror till stor del på att nivån på de avtalade kollektiva avgifterna kommer att bli tillfälligt låg i år.

■ Inflationsbedömning

Inflationen har stigit de senaste månaderna. Det beror främst på stigande prisökningstakt på ett begränsat antal varugrupper men samtidigt finns det vissa tecken på att inflationstrycket har ökat mer generellt. Ett stigande kostnadstryck i ekonomin medför gradvis stigande inflation under prognosperioden. På ett par års sikt bedöms inflationen vara ungefär 2 procent. Den importerade inflationen exklusive oljeprodukter väntas dock fortsätta att vara mycket låg till följd av låga prisökningar på internationellt handlade varor och ökad import från länder med låg prisnivå. Liksom övriga prognoser i rapporten bygger bedömningen av inflationen på en gradvis höjning av reporäntan.

■ ■ Stigande inflation.

Flera faktorer har samverkat till de senaste årens låga inflation. Kostnadstrycket i ekonomin har varit lågt till följd av den starka tillväxten i produktiviteten och måttliga löneökningar. Den svaga prisutvecklingen på importerade varor och den gradvisa förstärkningen av växelkursen mellan 2002 och 2004 har sannolikt också dämpat inflationen med viss fördröjning. Inom vissa sektorer, såsom livsmedelshandeln, har ökad konkurrens bidragit till att ytterligare dämpa prisutvecklingen. Den inhemska inflationen har även hållits nere av att hyrorna ökat långsamt.

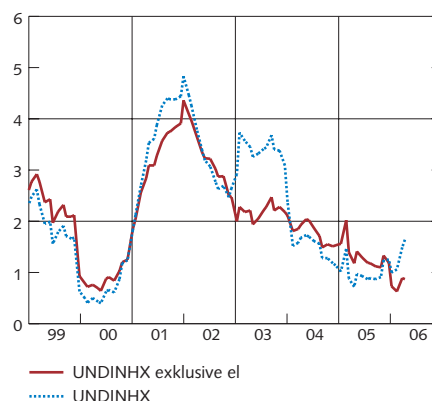
Hittills under 2006 har inflationen stigit. I maj uppgick inflationen till 1,6 procent mätt med såväl KPI som UND1X.⁹ Uppgången i inflationen hänförs bl.a. till en snabb ökningstakt i elpriset. Exklusive el har den inhemska inflationen (UNDINHX) inte stigit alls under 2006 (se diagram 47).

Priserna på el steg i maj med nästan 12 procent i årstakt. Den snabba ökningstakten förefaller i allt väsentligt bero på att förutsättningarna för produktionen av el har ändrats, både tillfälligt och mer varaktigt. En ovanligt kall vår och tillfälligt låga vattenmängder i de nordiska vattenmagasinen medförde att elpriserna steg kraftigt på elbörsen Nordpool från början av året fram till första veckan i maj. Dessutom bidrog ett stigande pris på utsläppsrätter till den snabba prisuppgången under våren. Under den senaste månaden har dock elpriserna fallit tillbaka kraftigt, bl.a. till följd av att priserna på utsläppsrätter sjunkit. En faktor av mer strukturell karaktär som har bidragit till de höga elpriserna är internationaliseringen av elmarknaden. Den innebär att de svenska elpriserna håller på att gradvis anpassas till en högre internationell prisnivå.

Högre importerad inflation har också bidragit till den högre inflationen. Konsumentpriserna på importerade varor exklusive oljeprodukter föll fortfarande i årstakt i maj men i långsammare takt än tidigare. Att takten i prissänkningarna dämpats är troligen delvis en följd av försvagningen av växelkursen under 2005. Svenska

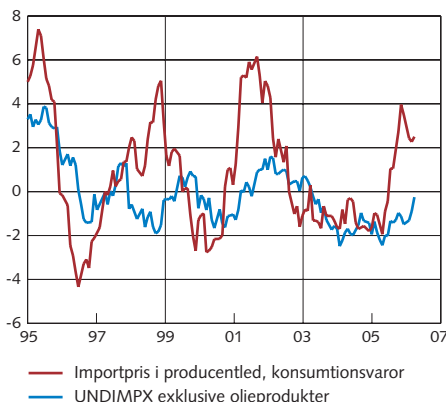
⁹ Prognoser och diagram i denna inflationsrapport baseras på inflationsutfall t.o.m april. Utfallet för maj var i linje med det förväntade.

Diagram 47. Inhemsk inflation (UNDINHX)
Årlig procentuell förändring



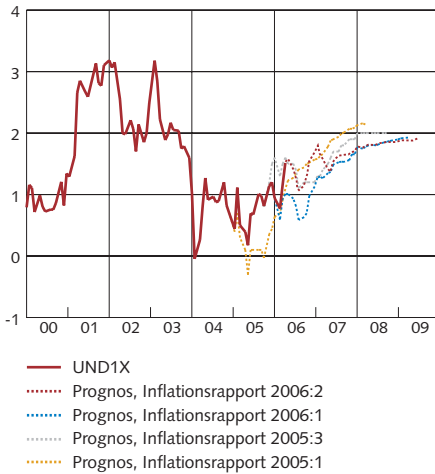
Anm. UNDINHX avser priser på i huvudsak inhemskt producerade varor och tjänster i UND1X.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 48. Importpris i producentled och i konsumentled (UNDIMPX)
Årlig procentuell förändring



Anm. UNDIMPX avser priser på i huvudsak importerade varor och tjänster i UND1X.
Källor: SCB och Riksbanken

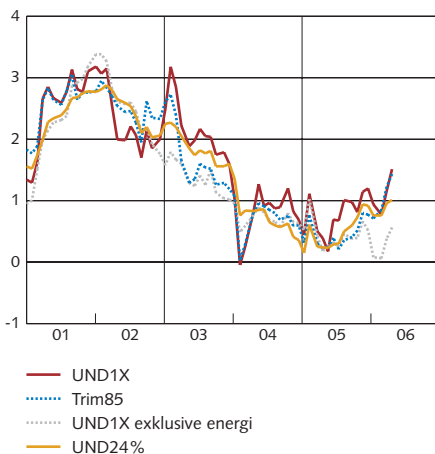
Diagram 49. UND1X, utfall och prognoser vid olika tillfällen
Årlig procentuell förändring



Anm. I Inflationsrapport 2005:1 byggde huvudscenariot på ett antagande om konstant reporänta i två år. I diagrammet visas den prognos som redovisades i en fördjupningsruta och som baserades på antagandet att reporäntan utvecklades i linje med de implicita terminräntorna.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 50. 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 avvikelsen mellan den årliga ökningstakten av det totala KPI och respektive undergrupp under de senaste 24 månaderna. I TRIM85 har de 7,5 procent högsta och de 7,5 procent lägsta årliga prisförändringarna under varje månad exkluderats.

Källor: SCB och Riksbanken

importörer utsattes redan 2005 för snabbare prisökningar på konsumtionsvaror än tidigare och med viss fördröjning verkar en del av dessa prisökningar ha slagit igenom på konsumentpriserna (se diagram 48).

Av de importerade varorna (exklusive oljeprodukter) är det framförallt priserna på kläder och skor som höjts i snabbare takt i år än under fjolåret. I maj var prisökningstakten på kläder och skor nästan 4 procent. Konsumentpriserna för övriga importerade varor föll med knappt 2 procent i årstakt. Att en ökande andel av importen kommer från lågkostnadsländer bedöms ha bidragit till de fallande importpriserna. Eftersom importen av kläder regleras med kvoter är dock möjligheten till ökad lågprisimport inom dessa varukategorier sannolikt begränsad. Det kan vara en förklaring till att dessa priser för närvarande ökar snabbare än andra importpriser. En annan orsak kan vara att försvagningen av växelkursen under 2005 med fördröjning har fått större genomslag på priser på kläder och skor än på andra importpriser.

■ ■ Högre inflation än väntat.

Jämfört med vad som antogs i föregående inflationsrapport har inflationen stigit något mer under våren. Den främsta orsaken är energipriserna. Att elpriset skulle stiga var väntat men uppgången har blivit överraskande stor. Därtill har priserna på bensin och villaolja fortsatt att öka med ungefär 10 procent i årstakt istället för att, såsom prognostiserat i februari, falla tillbaka.

Sett i ett lite längre perspektiv har dock inflationen under våren inte blivit oväntat hög (se diagram 49). Bedömningen i höstas var t.ex. att inflationen skulle vara ungefär 1,5 procent i början av 2006. Jämfört med den bedömningen har priserna på bensin och eldningsolja blivit högre än väntat samtidigt som prisökningarna på övriga importerade varor varit överraskande låga.

■ ■ Den underliggande inflationen stiger.

För att analysera hur inflationen utvecklas rensat för olika tillfälliga faktorer studerar Riksbanken ett antal mått på den s.k. underliggande inflationen. Syftet med de olika måtten är att på olika sätt urskilja den trendmässiga förändringen i den allmänna prisnivån. En vanlig metod är att rensa bort en del varor och tjänster vars priser ofta fluktuerar kraftigt på grund av tillfälliga faktorer såsom t.ex. energi. Det är också vanligt att beräkna den underliggande inflationen genom att med statistiska metoder ta bort eller minska betydelsen av varu- och tjänstegrupper vars priser generellt varierar mest. I diagram 50 visas olika mått på den underliggande inflationen.

Flera av måtten visar att den underliggande inflationen har stigit sedan mitten av 2005. Samtidigt framgick det ovan att det är ett begränsat antal varukategorier som bidragit till den stigande inflationen under 2006 (främst el, kläder och skor). Det brukar ibland ses som

tecken på att det inte rör sig om ett generellt sett högre inflationstryck utan om varuspecifika faktorer. El har dock en vikt på ca 5 procent och kläder och skor på ca 6 procent i UND1X. Det gör att snabbare prisökningar på dessa varugrupper tillsammans får en så pass stor betydelse för den uppmätta inflationen att det innebär en högre trendmässig inflation enligt vissa av måtten i diagram 50. När priserna på enskilda varor exkluderas ur beräkningar av inflationen måste man också beakta att det i praktiken är osäkert hur stor del av ökningen i dessa priser som beror på tillfälliga utbudsfaktorer respektive mer konjunkturrelaterade efterfrågefaktorer.

Under det senaste året har även vissa andra tecken på ett svagt stigande inflationstryck kunnat noteras. Producentpriser på konsumtionsvaror har stigit i snabbare takt än under tidigare år (se diagram 51). I april uppgick prisökningstakten på konsumtionsvaror i producentledet till runt 2 procent i årstakt. Det kan på sikt förväntas bidra till snabbare prisökningar även i konsumentledet. Det faktum att inflationsförväntningarna har stigit bland hushåll och företag talar också för att inflationstrycket i ekonomin är på väg upp.

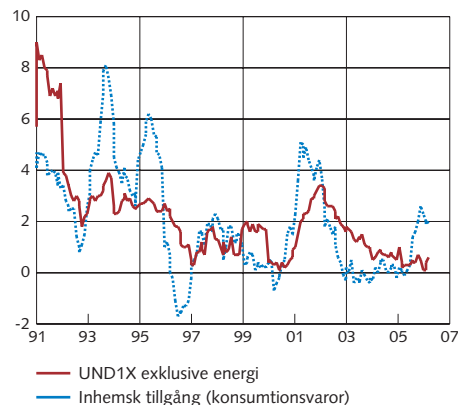
■ ■ Gradvis högre kostnadstryck.

Kommande år väntas inflationen stiga något för att på ett par års sikt uppgå till ungefär 2 procent. Under större delen av 2006 väntas dock UND1X-inflationen hålla sig kvar runt 1,5 procent. Prognosen gäller under antagandet att reporäntan stiger gradvis i linje med de implicita terminräntorna (se diagram 4).

På kort sikt bidrar den höga ökningstakten på energipriser (el och oljeprodukter) med knappt en procentenhet till inflationen. Under början av 2007 klingar denna effekt av och istället leder ett högre kostnadstryck till att inflationen stiger. Uppgången i inflationen dämpas av att priserna på importerade varor endast stiger marginellt. Den inhemska inflationen bedöms däremot stiga relativt snabbt till följd av uppgången i det inhemska kostnadsläget (se diagram 52). Dessutom beräknas hyresökningstakten normaliseras, delvis till följd av stigande räntor och högre energipriser.

Kostnadstrycket började stiga redan under förra året framförallt till följd av att tillväxten i produktiviteten dämpades. Det medförde att arbetskraftskostnaderna per producerad enhet i näringslivet började stiga i snabbare takt än under tidigare år. Kommande år väntas ett förbättrat arbetsmarknadsläge medföra något snabbare löneökningar. Samtidigt väntas tillväxten i produktiviteten vara ungefär oförändrad. Det leder till att ökningstakten i enhetsarbetskostnaderna tilltar ytterligare något under prognosperioden. Att enhetsarbetskostnaderna tillfälligt ökar endast svagt i år och mer nästa år till följd av rabatten på de kollektiva avgifterna 2006 väntas inte påverka inflationen i någon större omfattning.

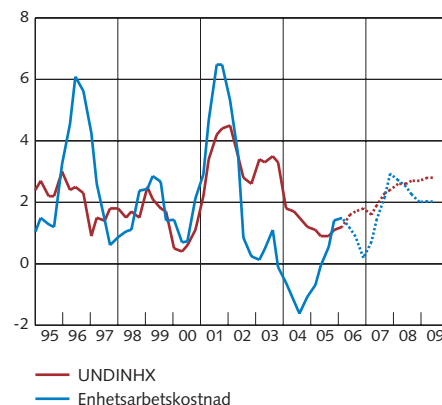
Diagram 51. Producentpriser på konsumtionsvaror och UND1X exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. Prisindex för inhemsk tillgång är en sammanvägning av importprisindex och hemmamarknadsprisindex inom systemet för producentprisindex.

Källor: SCB och Riksbanken

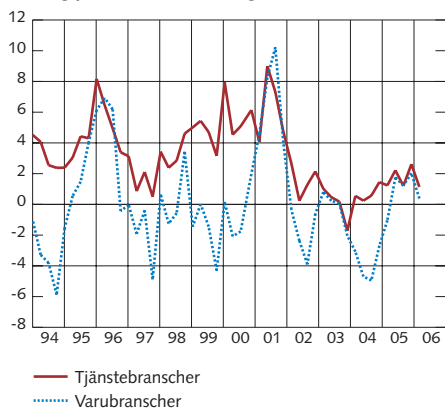
Diagram 52. Inhemsk inflation (UNDINHX) och enhetsarbetskostnad i näringslivet
Årlig procentuell förändring



Anm. UNDINHX avser priser på i huvudsak inhemskt producerade varor och tjänster i UND1X. Enhetsarbetskostnad är beräknad som fyra kvartals glidande medelvärde. Streckade linjer avser Riksbankens prognos.

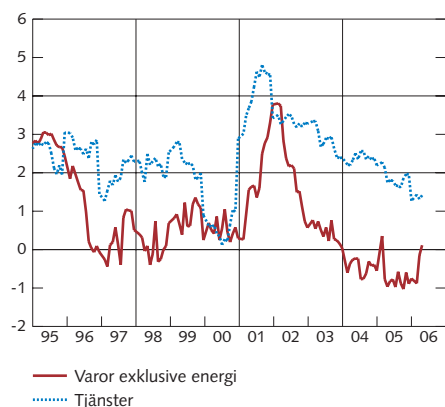
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 53. Enhetsarbetskostnad i varu- och tjänstebranscher
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Diagram 54. Prisökningstakt för varor och tjänster i UND1X
Årlig procentuell förändring



Anm. Prisökningstakten är beräknad exklusive effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner.

Källor: SCB och Riksbanken

Högre kostnadstryck inom varubranscher än tjänstebranscher

Mot slutet av prognosperioden väntas den inhemska inflationen uppgå till knappt 3 procent medan enhetsarbetskostnaderna i näringslivet väntas öka med 2 procent. Historiskt sett är det inte onormalt att den inhemska inflationen är högre än ökningstakten i enhetsarbetskostnaderna i näringslivet. Under 2000-talet har t.ex. den inhemska inflationen varit betydligt högre än ökningstakten i enhetsarbetskostnaderna i näringslivet (se diagram 52).

Att konsumentpriserna på detta sätt kan öka snabbare än näringslivets kostnader beror bl.a. på att kostnadsutvecklingen inom hela näringslivet inte är ett särskilt exakt mått på kostnadsutvecklingen för företag som är inriktade mot hemmamarknaden. Bland annat är andelen tjänster högre i den konsumtionskorg som ingår i den inhemska inflationen (UNDINHX) än i hela näringslivets produktion. Eftersom tillväxten i produktiviteten normalt är lägre inom tjänstebranscherna än inom varubranscherna blir en följd att löneökningar i ungefär samma storleksordning höjer kostnads-läget mer inom tjänstesektorerna än inom de varuproducerande sektorerna. Av diagram 53 framgår att enhetsarbetskostnaderna i tjänstebranscherna i genomsnitt ökat snabbare än i varubranscherna sedan 1994. Därtill kommer att bland varubranscherna är kostnadsutvecklingen överlag lägre i de branscher som är inriktade mot exportmarknaden än i de som riktar sig mot hemmamarknaden. Det beror huvudsakligen på att tillväxten i produktiviteten är hög i produktionen av den typ av varor som Sverige exporterar.

Att arbetskraftskostnaderna per producerad enhet ökat mer inom tjänstebranscherna än inom de varuproducerande branscherna har i sin tur bidragit till att tjänster i genomsnitt ökat snabbare i pris än varor. I diagram 54 har UND1X-inflationen delats upp i prisökningstakt på varor respektive tjänster (istället för i inhemska och importerad inflation). En ytterligare förklaring till att varupriser har ökat långsammare än tjänstepriser det senaste decenniet är troligen att den skärpta konkurrensen varit mer kännbar för varuproducerande företag än för företag inom tjänstesektorn. Detta bör ha bidragit till mer pressade vinstmarginaler inom varubranscherna än inom tjänstebranscherna.

■ ■ Låg importerad inflation under prognosperioden.

Priserna på importerade varor väntas utvecklas svagt under större delen av prognosperioden. Den hårda internationella konkurrensen

och det faktum att råvarupriserna väntas falla tillbaka medför att de internationella prisökningarna på bearbetade varor blir låga. Fortsatt substitution mot billigare varor och en appreciering av växelkursen bidrar också till att hålla tillbaka de svenska importprisökningarna. Riksbanken räknar dock med att de prisdämpande effekterna på importpriserna från detta håll avtar något under prognosperioden. Mot slutet av prognosperioden bedöms den importerade inflationen exklusive oljeprodukter vara knappt en halv procentenhet.

På kort sikt väntas den importerade inflationen inklusive oljeprodukter hållas upp av det höga oljepriset. Eftersom oljepriset antas falla tillbaka något dämpas den importerade inflationen längre fram av fallande priser på bensin och eldningsolja. Prisökningstakten på importerade varor inklusive oljeprodukter väntas på ett par års sikt vara nära noll (se diagram 55).

■ ■ Högre inflation på kort sikt men oförändrad på lång sikt jämfört med föregående inflationsrapport.

Inflationen väntas på kort sikt bli något högre än enligt bedömningen i februari. Det är främst en följd av att energipriserna, såväl elpriset som priserna på bensin och eldningsolja, stiger snabbare än vad som antogs i den föregående inflationsrapporten.

På ett par års sikt är inflationsprognosen däremot i stort sett densamma som i rapporten i februari. En något lägre importerad inflation balanseras av en marginellt högre inhemsk inflation.

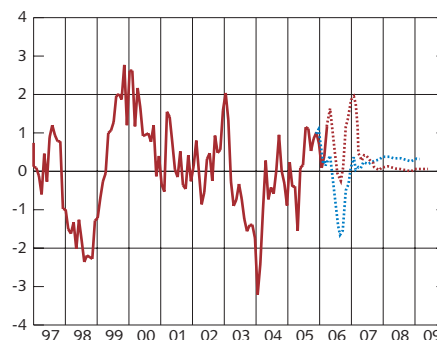
Att prognosen för den importerade inflationen reviderats ned beror på de senaste årens låga prisökningar på importerade bearbetade varor. Den nya bedömningen om en prisökningstakt nära noll är i linje med hur priserna på importerade varor har utvecklats sedan 1995 (se diagram 56). Denna förändrade syn på prisökningar på importerade varor motverkas bara delvis av att växelkursen nu väntas stärkas i något långsammare takt än i föregående prognos.

Den inhemska inflationen bedöms bli något högre på lite längre sikt till följd av att de högre energipriserna påverkar inflationen även indirekt via stigande kostnader för produktion och distribution.

■ ■ 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. Under prognosperioden väntas det högre ränteläget tillsammans med höjda energiskatter medföra att KPI-inflationen istället blir högre än UND1X-inflationen (se diagram 57).

Diagram 55. Importerad inflation (UNDIMPX)
Årlig procentuell förändring

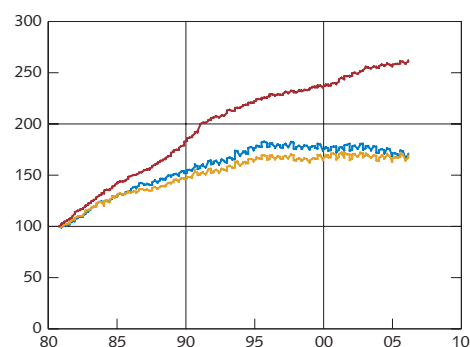


— UNDIMPX
 Prognos, Inflationrapport 2006:2
 Prognos, Inflationrapport 2006:1

Anm. UNDIMPX avser priser på i huvudsak importerade varor och tjänster i UND1X.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 56. UND1X och UNDIMPX
Index 1980 = 100

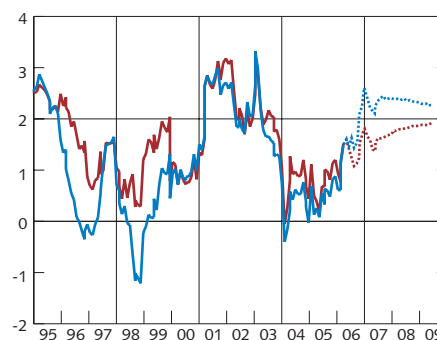


— UND1X
 — UNDIMPX exklusive oljeprodukter
 — UNDIMPX

Anm. UNDIMPX avser priser på i huvudsak importerade varor och tjänster i UND1X.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 57. KPI och UND1X
Årlig procentuell förändring



— UND1X
 — KPI

Anm. Streckade linjer avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

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

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

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. UNDIIMPX avser priser på i huvudsak importerade varor och tjänster i UND1X.

Källor: SCB och Riksbanken

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

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

Anm. Avrundningar kan göra att bidragen inte summerar.

Källor: SCB och Riksbanken

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport

- Högre energipriser medför högre inflation. Det påverkar framförallt inflationen på kort sikt men bidrar indirekt till lite högre inflation även på längre sikt.
- Prisökningstakten på importerade varor bedöms på sikt bli något lägre än vad som tidigare antagits. En längre tids låga utfall har föranlett revideringen.

Riskbilden

Den samlade bedömningen av olika risker är att sannolikheten för lägre inflation än i huvudscenariot är ungefär lika stor som sannolikheten för högre inflation.

Inflationsrapportens huvudscenariot 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, såsom de avspeglas i s.k. implicita terminräntor. Det finns dock alltid osäkerhet i bedömningen och vid penningpolitikens utformning tas därför hänsyn till risken att inflationen kan avvika från huvudscenariot.

Riskbilden är i grova drag densamma som i föregående inflationsrapport. Det handlar dels om risker förknippade med den internationella konjunkturen och det höga oljepriset, dels om hur pris- och löneutvecklingen i Sverige kommer att utvecklas i den fortsatta konjunkturförstärkningen. Till det kommer risker förknippade med den snabba ökningstakten i krediter och i priserna på bostäder.

■ ■ Globala obalanser medför risker för den internationella tillväxten.

I huvudscenariot bedöms uppgången i den internationella konjunkturen fortsätta under de kommande åren. En något långsammare tillväxt i USA motverkas av starkare tillväxt inom bl.a. euroområdet. De stora och växande sparandeobalanserna mellan USA och vissa asiatiska och oljeexporterande länder utgör dock en risk för att den globala tillväxten bromsar in snabbare. Obalanserna kommer att behöva korrigeras någon gång i framtiden och huvudscenariot bygger på att det sker genom en gradvis anpassning under lång tid mot högre sparande i USA och lägre sparande i överskottsländerna. Det finns dock en risk att anpassningen blir mer abrupt om t.ex. omvärldens vilja att investera i amerikanska tillgångar skulle minska drastiskt. Att dollarn har försvagats under våren kan hänga samman med osäkerhet på de finansiella marknaderna kopplad till underskottet i USA:s bytesbalans. Det har också kommit signaler den senaste tiden om att tillväxten i USA är på väg att dämpas i något snabbare takt, vilket kan betyda att anpassningen mot ökat sparande i den amerikanska ekonomin är på väg. Vid en tvär korrigerings av sparandeobalanserna kan följden bli en snabb uppgång i amerikanska räntor och en försvagad amerikansk konjunktur när konsumtion och investeringar dämpas. En snabb försvagning av dollarn, som en del i en sådan anpassning, kan bromsa tillväxten på andra håll i världen t.ex. i euroområdet. Det är svårt att bedöma vilka de samlade effekterna på Sverige skulle bli

av den här typen av snabba omsvängningar på bl.a. de finansiella marknaderna. Men det kan inte uteslutas att följden blir lägre tillväxt och därmed lägre inflation än i huvudscenariot.

■ ■ Osäkerhet om oljepriset och dess effekter på inflationen.

En annan risk hänger samman med det höga oljepriset som har fortsatt att stiga sedan inflationsrapporten i februari. I huvudscenariot antas oljepriset i stort sett stabiliseras på dagens höga nivå i linje med prissättningen på terminsmarknaden. Det är dock i grunden svårt att förutspå det framtida oljepriset och det kan inte uteslutas att det fortsätter att stiga. Det är också möjligt att en större del av uppgången än väntat visar sig bero på tillfälliga faktorer och att oljepriset faller tillbaka. Således finns en risk att en oväntad utveckling av oljepriset leder till lägre eller högre inflation än i huvudscenariot genom de direkta effekter på konsumentpriserna som oljepriset har.

Hittills har oljepriset stigit samtidigt som den internationella tillväxten utvecklats gynnsamt och inflationen exklusive energipriser varit fortsatt låg i de flesta länder. Bedömningen i huvudscenariot är att oljepriset kommer att ge begränsade inflationsimpulser. Det kan dock tänkas att merparten av de indirekta effekterna av det höga oljepriset ännu inte slagit igenom i konsumentpriserna och att effekterna via fördyrade produktions- och distributionskostnader framöver blir högre än väntat. Det gäller såväl världsekonomin som i Sverige och innebär följaktligen en risk för högre inflation än i huvudscenariot.

■ ■ Risk för starkare inhemsk efterfrågan.

Osäkerhet om styrkan i den inhemska efterfrågan utgör en uppåtrisk för inflationen. Bedömningen i huvudscenariot är att uppgången i den svenska konjunkturen fortsätter under prognosperioden men att den går in en lugnare fas framöver. Det är dock möjligt att konjunkturuppgången inte saktar in på väntat sätt. Penningpolitiken är expansiv även efter de räntehöjningar som genomförts. Med tanke på de låga räntorna har hushållens konsumtion ökat jämförelsevis svagt under senare år och fortfarande sparar hushållen en förhållandevis hög andel av sina inkomster. Om tillgångspriserna fortsätter att utvecklas gynnsamt och arbetsmarknaden att förbättras är det tänkbart att konsumtionen och därmed den inhemska efterfrågan ökar mer än väntat.

■ ■ Osäkerhet om löneutvecklingen.

I huvudscenariot leder uppgången i konjunkturen till att efterfrågan på arbetskraft fortsätter att öka och löneökningstakten tilltar, om än måttligt. Löneprognosen är dock behäftad med en hel del osäkerhet och utgör en risk för såväl högre som lägre inflation än i huvudscenariot. Det aktuella arbetsmarknadsläget är t.ex. ovanligt svårtolkat till följd av metodförändringen av AKU förra året. Sysselsättningen har ökat det senaste året men styrkan i uppgången är osäker.

Det är också osäkert hur en fortsatt förbättring av konjunkturen kommer att påverka takten i löneökningarna framöver. I huvudscenariot hålls nedgången i arbetslösheten tillbaka av att arbetsutbudet ökar när fler söker sig till arbetsmarknaden. Arbetsutbudet väntas förändras på ungefär samma sätt som i tidigare konjunkturcykler. Det är dock möjligt att arbetsutbudet ökar mer den här gången än i tidigare konjunkturuppgångar bl.a. till följd av ökade incitament för äldre att senarelägga pensionering. Det kan i sin tur leda till högre arbetslöshet och lägre löneökningar än i huvudscenariot. En potentiellt ökad arbetskraftsrörlighet från låglöneländer inom EU kan också bidra till att löneökningarna blir lägre än vid tidigare konjunkturuppgångar.

Men det är också möjligt att löneökningarna blir högre än i huvudscenariot. Huvuddelen av avtalen på arbetsmarknaden kommer att omförhandlas nästa år, vilket bedöms vara ett år med en gynnsam arbetsmarknadsutveckling. Det kan inte uteslutas att det t.ex. uppstår lönedrivande flaskhalsar i ekonomin som leder till högre löneökningar än väntat.

■ ■ Effekter av ökad konkurrens och andra förändringar på ekonomins utbudssida.

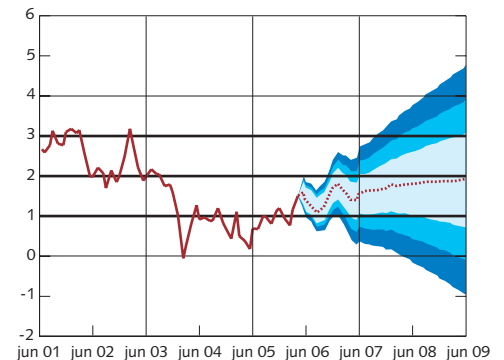
I huvudscenariot fortsätter tillväxten i ekonomin att vara stark samtidigt som inflationen ökar endast måttligt. Prognosen grundas på att den låga inflationen under senare år bl.a. är ett resultat av globaliseringen och hårdnande konkurrens. Dessa strukturella faktorer bedöms bidra till att hålla tillbaka inflationen även de närmaste åren. Hård konkurrens såväl globalt som på den svenska marknaden antas t.ex. fortsätta att verka återhållande på prisökningarna i olika led. Det är dock möjligt att de inflationsdämpande effekterna av den här typen av förändringar överskattats och att betydelsen av ett lågt resursutnyttjande under senare år på motsvarande sätt har underskattats. Det finns därför en risk att den starka efterfrågan och ett stigande resursutnyttjande kommer att leda till högre pris- och löneökningar än väntat, i synnerhet på ett par års sikt.

Sammanfattningsvis gör Riksbanken bedömningen att riskerna för lägre inflation än i huvudscenariot är ungefär lika stora som riskerna för högre inflation. Bedömningen framgår av diagram 58 och 59 som visar osäkerheten runt prognosen för UND1X- och KPI-inflationen.

■ ■ Risker med tillväxten i krediter och huspriser.

Det kan också finnas anledning att beakta andra risker som rör stabiliteten på de finansiella marknaderna och i den svenska ekonomin. Det kan handla om risker som är svåra att siffersätta och att tidsbestämma och som därför är svåra att fånga i prognoserna för realekonomin och inflationen de närmaste åren. Om de bedöms kunna leda till oönskad makroekonomisk instabilitet måste de dock ändå beaktas i

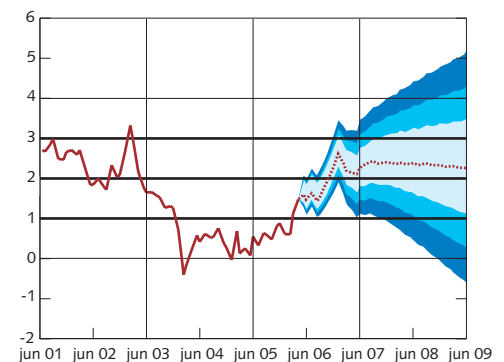
Diagram 58. UND1X med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



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 59. KPI med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket 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

de penningpolitiska besluten. Under de senaste åren har den snabba kreditexpansionen och de höga bostadspriserna haft viss betydelse för utformningen av penningpolitiken.

I Riksbankens huvudscenario sker en gradvis uppgång i ränteläget som dämpar ökningstakten i huspriser och utlåning. Det finns dock en risk att de senaste årens expansiva finansiella förhållanden med låga räntor och stigande huspriser har lett till alltför optimistiska förväntningar om räntor och bostadspriser i framtiden. Om så är fallet kan det uppstå en situation längre fram med en snabb och kraftfull anpassning nedåt i förväntningar och huspriser. Hushållen kan då finna sin skuldbörda för hög och därför öka sitt sparande. Följden kan bli ett kraftigt fall i efterfrågan, som kan vara svår att hantera med ekonomisk politik, och en lägre inflation.

Tabell 10. Inflationsprognos med beaktande av riskbilden
Årlig procentuell förändring

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

Anm. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 58–59. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken

Vad är en normal nivå på reporäntan?

Det allmänna ränteläget är för närvarande lågt i ett historiskt perspektiv, såväl i Sverige som i t ex euroområdet. I takt med ett stigande inflationstryck väntas ränteläget stiga. Vad som bör betraktas som mer normala räntenivåer är svårt att avgöra. Resultaten i denna ruta tyder på att en normal nivå för reporäntan antagligen ligger någonstans i intervallet 3 ½–5 procent. Erfarenheterna visar emellertid att reporäntan under ganska långa perioder kan hamna utanför även detta ganska breda intervall.

Exakt vad som bör betraktas som mer normala räntenivåer än dagens är svårt att avgöra, men samtidigt påverkas såväl ränte- som inflationsprognoser av vilka antaganden som görs om vad som är rimliga långsiktiga nivåer på nominella och reala räntor. De finansiella marknaderna är framåtblickande, och förväntningar om vilka förhållanden som kommer att gälla på lång sikt påverkar utvecklingen även på kort sikt. Omvänt gäller också att de långfristiga räntorna påverkas av förväntningar om hur centralbankerna kommer att förändra sina kortfristiga styrräntor.

Ett sätt att bilda sig en uppfattning om vad som är en normal räntenivå är att se på genomsnitt över långa perioder. Räntenivån kan förväntas variera med det allmänna konjunkturläget, men ser man på en tillräckligt lång tidsperiod som utmärks av ungefär lika mycket högkonjunkturer som lågkonjunkturer, bör man kunna få en uppfattning om vad som är ett normalt ränteläge (dvs. i ett normalt konjunkturläge). Den nominella räntan är lika med real ränta plus förväntad inflation. Det innebär att det kan ske förändringar i vad som betraktas som en normal räntenivå om det sker långsiktiga – icke konjunkturrelaterade – förändringar i det som påverkar realräntan eller inflationen. Förändringar i penningpolitiken världen över har t.ex. lett till varaktigt lägre inflation och därför också lägre nominalräntor jämfört med för 20–30 år sedan.

Ekonomisk teori säger att realräntan

bestäms bl. a. av tillväxten i ekonomin och hushållens s.k. tidspreferenser. Med tidspreferenser avses hur hushållen värderar konsumtion vid olika tidpunkter under livscykeln. Vanligtvis antas att individer strävar efter en förhållandevis jämn konsumtion över tiden, men också att de på marginalen har viss otålighet som gör att de ogärna skjuter sin konsumtion på framtiden. En väntad framtida inkomstökning kommer således att leda till en ökad efterfrågan på lån som gör det möjligt att konsumera åtminstone en del av den framtida inkomsten redan idag. Hur hög låneränta hushållen är villiga att betala beror både på tidspreferensen och på hur snabb tillväxten väntas bli. Ju högre tillväxt, desto mer konsumtion vill hushållen skifta från framtiden till idag.¹⁰ Ekonomisk teori talar därför för en relativt hög realränta om tillväxten är hög.

I en värld med fria kapitalrörelser bestäms inte den nominella räntenivån i varje land oberoende av de nominella räntorna i andra länder. Kapitalet tenderar att strömma dit ränteläget är högst, vilket begränsar skillnaderna i nominella räntor. Ett sätt att bilda sig en uppfattning om vad som är en normal nominell räntenivå kan vara att studera hur räntenivån varierar mellan länder och beräkna den genomsnittliga nominella nivån. Vissa ränteskillnader kan dock bestå under en lång tid till följd av olika risk- och likviditetspremier. För statlig upplåning inom OECD-kretsen är visserligen kreditriskerna små, men riskerna förknippade med valutakursfluktuationer kan vara stora, åtminstone på några års sikt. På lite längre sikt tenderar emellertid valutakursfluktuationer och inflationsskillnader att ta ut varandra och den nominella räntenivån i Sverige kan antagligen inte avvika särskilt mycket från det internationella ränteläget efter att hänsyn tagits till skillnader i inflationstakter (dvs. realräntorna kan förväntas vara ganska lika).¹¹ Räntenivåer som varit vanliga historiskt kan mot den bakgrunden ge en fingervisning om vad en normal nominell nivå bör vara.

Beräkningar av en långsiktig normal ränta

¹⁰ För en teoretisk diskussion om den långsiktiga realräntan, se fördjupningsruta "Begreppet real långsiktig jämviktsränta", i Inflationrapport 2000:3 samt Jonsson, M., "Realräntan och penningpolitiken", *Penning- och Valutapolitik* Nr 1, 2002, Sveriges riksbank.

¹¹ För en utförligare diskussion om en normal ränta i ett internationellt perspektiv, se t.ex. Archibald, J. och L. Hunter, "What is the neutral real interest rate, and how can we use it?", *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, Vol 64, No 3, 2001.

(real och nominell) försåras av att det de senaste årtionden skett stora förändringar i samhälls-ekonomi som lett till att långsiktiga relationer mellan olika ekonomiska variabler ändrats över tiden. Världens länder har gradvis blivit alltmer beroende av varandra, både genom den ekonomiska tillväxten i sig och till följd av minskade regleringar av internationella flöden av kapital, varor och tjänster. I Sverige och i många andra länder skedde dessutom omfattande avregleringar av de inhemska finansiella marknaderna under 1980-talet. Därtill kommer att nominella räntenivåer fallit sedan penningpolitiken blivit inriktad på att skapa låg och stabil inflation. De omfattande förändringar som skett har antagligen påverkat nivån på vad som kan betraktas som en långsiktig normal ränta (både realt och nominellt) och gör att historiska genomsnitt därför kan vara missvisande.

Ett annat problem vid beräkningar av vad som är en normal ränta är att det i varje land och varje tidpunkt inte finns en unik relevant ränta utan ett helt spektrum av räntor på olika nivåer som beror på kreditrisken hos låntagaren, lånens löptid och likviditeten i värdepapperen (i den mån det rör sig om standardiserade kontrakt som kan överlåtas och handlas på en marknad). Den s. k. avkastningskurvan beskriver hur räntan på lån beror på respektive låns löptid. Ur ett penningpolitiskt perspektiv är hela avkastningskurvan av intresse. Centralbankerna styr via sin penningpolitik i första hand de kortfristiga nominella räntorna, men effekterna av penningpolitiken på inflationen, via t.ex. konsumtion och investeringar, antas ofta till stor del gå via de mer långfristiga nominella räntorna.

I resten av denna ruta redovisas data som kan användas för att göra uppskattningar av ett intervall för en normal kortfristig nominell ränta.¹² Som påpekats ovan finns det ett stort antal problem med att göra sådana uppskatt-

ningar. Siffrorna måste tolkas försiktigt och leder inte till någon entydig slutsats.

Empiriska skattningar

En indikator på vad en normal real ränta ungefär bör vara ges av den långsiktiga reala tillväxten i ekonomin.¹³ Tabell R1 visar hur den reala BNP-tillväxten har varierat mellan olika länder och olika tidsperioder.¹⁴ I samtliga länder var tillväxten högre under 1960-talet än den varit sedan dess. I USA har tillväxten de följande decennierna legat stabilt kring 3 procent per år, vilket också är det oviktade genomsnittet för alla länderna i tabellen över hela perioden sedan 1960. Av tabell R2 framgår att sett över alla länderna i urvalet har den genomsnittliga konsumtionstillväxten under de olika decennierna legat nära den genomsnittliga BNP-tillväxten, alltså kring 3 procent. Skillnaderna mellan länderna är dock tidvis stora och tillväxten både i BNP och den privata konsumtionen har i genomsnitt varit högre i USA än i exempelvis Tyskland, Storbritannien och Sverige.

Tabell R3 visar att den internationella räntenivån var relativt låg under 1960-talet. Under detta decennium var även inflationen precis som på senare tid relativt låg vilket bidrog till att hålla nere de nominella räntenivåerna. Samtidigt var kreditmarknaderna starkt reglerade vilket gör att det inte går att använda räntedata från 1960-talet för att bilda sig en uppfattning om vad som är en normal räntenivå idag. 1970- och 1980-talen var perioder med hög inflation, vilket höjde de nominella räntorna världen över. Under 1980-talet avreglerades kreditmarknaderna och räntorna blev mer marknadsbaserade. Samtidigt var det offentliga sparandet negativt i flera länder, vilket kan ha bidragit till högre realräntor än på 1960- och 1970-talen (se tabell R4). På 1990-talet etablerades låginflationspolitiken och

12 För en diskussion om den långsiktiga realräntan, se fördjupningsruta "Realräntan och penningpolitiken", i Inflationsrapport 2000:1.

13 Standardteorier innebär att tillväxten och realräntan normalt ligger ganska nära varandra, men det exakta sambandet beror på vilka mer specifika antaganden om ekonomins funktionsätt som görs i de olika teorierna. Vissa teorier pekar på att det som är relevant för realräntan inte är BNP-tillväxten som i tabellerna R1 och R2, utan tillväxten per capita. Tillväxt i BNP och konsumtion per capita ligger normalt 0,5-1,0 procentenheter lägre än de i tabell R1 och R2.

14 Länderna är godtyckligt valda men är alla marknadsbaserade OECD-ekonomier som antingen tillhör de stora länderna (USA, Tyskland, Storbritannien) eller är länder som införde inflationsmål ungefär samtidigt som Sverige (Australien, Nya Zeeland). Länderna i urvalet är valda för att ge exempel på läget i ekonomier (och tidsperioder) utmärkta av olika grad av utrikeshandelsberoende, olika penningpolitiska regimer, etc.

de nominella räntorna återgick till lägre nivåer. Initiala trovärdighetsproblem för låginflationspolitiken bidrog dock troligen till att hålla upp räntorna under en tid, inte minst i Sverige. Sedan 1998 kan trovärdigheten för den nya penningpolitiska regimen i Sverige anses vara fullt ut etablerad, varför perioden från 1998 kan vara intressant att studera ur ett svenskt perspektiv.¹⁵ Genomsnittet för den korta nominella räntan i Sverige har legat på omkring 3,3 procent under senare år. Det är marginellt högre än i USA och Tyskland, men lägre än i Storbritannien, Kanada, Australien och Nya Zeeland.¹⁶ Den kortfristiga realräntan i Sverige har på senare år legat på genomsnittet för länderna i urvalet, 2,2 procent.

Skillnader i korträntor mellan olika länder kan under kortare perioder vara motiverade av att ekonomierna befinner sig i olika konjunkturfaser. En beräkning av normala räntenivåer bör därför försöka ta hänsyn till konjunkturella faktorer. Ett enkelt sätt att rensa för konjunkturrensens effekt på ränteläget är att anta att räntenivån bestäms av en s.k. Taylorregel.¹⁷ I denna antas att centralbankerna gör förändringar av styrränta med hänsyn till inflations- och BNP-utvecklingen. Enligt regeln ska centralbanken sätta sin styrränta på dess långsiktiga eller normala nivå när inflationen är lika med inflationsmålet och BNP-nivån ligger på sin potentiella nivå.

Mer formellt är Taylorregeln:

$$i_t = i^* + 1,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5(y_t - y_t^*) + \varepsilon_t$$

där i är den nominella styrräntan, i^* den nominella långsiktiga normala räntan, π inflationen, π^* inflationsmålet, y produktionen, y^* den potentiella produktionen och ε en avvikelse som tar hänsyn till att regeln inte gäller exakt.¹⁸

Genom att sätta in historiska data över nominella styrräntor (i), avvikelser från inflationsmålet ($\pi - \pi^*$) och det så kallade produktionsgapet ($y - y^*$) i denna ekvation kan den normala räntan i^* beräknas. Beräkningen blir en uppskattning av centralbankens uppfattning om den normala räntan i^* , givet antagandet att Taylorregeln ger en bra beskrivning av penningpolitiken.

Det finns både för- och nackdelar med att använda denna förhållandevis enkla specifikation för att beräkna den normala räntan i^* . Å ena sidan är det lätt att göra jämförelsen när beräkningen sker på samma sätt och med samma enkla formel för alla länder. Å andra sidan är Taylorregeln en alltför grov beskrivning av penningpolitiken för att ge ett precist mått på den normala styrräntan, inte minst eftersom det skett stora förändringar i penningpolitikens utläggning de senaste decennierna. Exempelvis har den relativa betydelsen av inflationen och den reala produktionen antagligen ändrats över tiden. Den penningpolitik som bedrivs idag är dessutom i stor utsträckning framåtblickande och baseras därför på prognoser snarare än på faktiskt observerade utfall på gapen. Trots dessa invändningar är resultaten av skattningarna av den normala styrräntan baserade på en Taylorregel intressanta. Överlag ger skattningarna samma bild som den nominella räntan i sig själv; räntenivån har fallit sedan 1980-talet i alla länder (se tabell R6). I både USA och Sverige ger Taylorregeln en normal styrränta under 1998–2005 som är högre än det genomsnittliga värdet på den korta räntan enligt tabell R3. Detta avspeglar att både inflationen och resursutnyttjandet varit relativt lågt i USA och Sverige under denna period, och att penningpolitiken därför varit "mer expansiv" än normalt, i termer av Taylorregeln. Taylorskattningen ger en normal, konjunkturrensad styr-

15 Enkätundersökningar ger vid handen att den nya regimen trovärdighet är etablerad under hösten 1996 i så måtto att förväntningarna om inflationen ett år fram i tiden ligger nära 2 procent. Prissättningen på penningmarknaden indikerar dock att förtroendet är etablerat först under vårvintern 1998 genom att skillnaden mellan räntorna på en svensk och en tysk 10-åring statsobligation då var nere på nivåer som har gällt sedan dess, dvs. en skillnad mindre än 0,5 procentenheter (se diagram R1).

16 Realräntan beräknad ex post, dvs. nominell ränta justerad för faktisk inflation snarare än förväntad, ger i stort sett samma bild relativt andra länder under 1998-2005. Kanadas realränta var dock lägre än den svenska som var 2,2 procent (se tabell R4). Under perioden 1996-2005 var genomsnittet för den svenska korta nominella räntan något högre än 1998-2005 (3,6 procent).

17 Se Taylor, J., "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 1993.

18 Taylors ursprungliga studie använde den långsiktiga realräntan. I uppställningen ovan ersätter en långsiktig nominell ränta och ett långsiktigt inflationsmål Taylors långsiktiga realränta. Produktionsgap är beräknade med hjälp av s.k. HP-filter på säsongrensade reala BNP-serier. Ändpunktsproblematiken i HP-skattningarna är reducerad genom att loggade BNP-serier först prognostiseras med hjälp av en AR(4)-process.

Källa: Riksbanken

Diagram R1. Ränteskillnad mellan svensk och tysk 10-årig nominell statsobligation
Procentenheter



ränta på 4,6 procent för perioden 1998–2005 i Sverige.¹⁹ Det är i mitten av intervallet bland länderna i tabell R5 under perioden 1998–2005 (3,7–5,7 procent).

Slutsats och några avslutande observationer

Bedömningar av vad som är en normal räntenivå är osäkra av flera skäl. Det har skett omfattande förändringar av samhällsekonomin under senare år och det är fortfarande svårt att särskilja vad som är långsiktiga eller strukturella förändringar och vad som är av mer cyklisk eller tillfällig karaktär. De siffror som redovisats ovan kan därför endast ge en fingervisning om vad som är en normal räntenivå. Resultaten i denna ruta tyder på att den genomsnittliga nivån på den nominella korträntan i Sverige under 1998–2005

(3,3 procent) har varit lägre än normalt, såväl i ett historiskt perspektiv som med hänsyn till konjunkturläget.

Den nominella räntan är lika med realräntan plus förväntad inflation. Realräntan har både historiskt och internationellt sett tenderat att ligga nära nivåer för ekonomins trendmässiga tillväxttakt. För Sveriges del betyder det ungefär 3 procent under senare tid. Med ett mål om 2 procents inflation skulle en normal nivå på den nominella räntan därmed vara kring 5 procent. Denna grova tumregel bortser emellertid bl.a. från skillnader mellan räntor med olika löptider. Centralbankers styrräntor är inga marknadsräntor och avser dessutom mycket kortfristiga lån. De ligger i regel lägre än kortfristiga marknadsräntor, som i sin tur och på senare tid ofta legat under 5 procent, se tabell R3. Skattningarna av Taylor-regler ger normala styrräntor på 3,7–5,7 procent, se tabell R5, vilket dock bör tolkas försiktigt med tanke på att såväl centralbankernas inflationsmål som produktionsgapet kan vara svårt att mäta. Sammantaget tyder siffrorna som redovisats i denna fördjupningsruta på att en normal nivå för reporäntan uppskattningsvis ligger någonstans i intervallet 3½–5 procent. Men som framgår både av förhållandena just nu och de historiska erfarenheterna i Sverige och andra länder kan reporäntan under ganska långa perioder hamna utanför även detta ganska breda intervall.

Tabell R1. Genomsnittlig BNP-tillväxt under olika tidsperioder
Procent

	1960–1969	1970–1979	1980–1989	1990–1999	1998–2005	1960–2005
USA	4,5	3,2	3,0	3,0	3,1	3,3
Tyskland	4,3	3,1	1,8	1,5	1,3	2,5
Storbritannien	3,0	2,4	2,3	2,1	2,7	2,5
Sverige	4,4	2,4	2,3	1,7	2,9	2,6
Kanada	5,4	4,1	3,0	2,4	3,4	3,5
Australien	4,7	3,2	3,3	3,2	3,5	3,5
Nya Zeeland	na	na	na	2,6	3,3	2,7
Oviktat genomsnitt	4,4	3,1	2,6	2,4	2,9	2,9

Anm. För Nya Zeeland är urvalet 1988–2005.

Källor: US Department of commerce, UK Office for National Statistics (ONS), Statistics Canada, Australian statistician, Statistics New Zealand, SCB, Federal statistical office Germany

19 Beräknat på kvartalsdata var inflationsgapet 1998-2005 i genomsnitt -1,0 procentenheter. Under samma period var reporänta i genomsnitt 3,2 procent. Om Tayloransatsen baseras på perioden 1996-2005 blir skattningen av jämviktsräntan 5,3 procent.

Tabell R2. Genomsnittlig konsumtionstillväxt under olika tidsperioder
Procent

	1960–1969	1970–1979	1980–1989	1990–1999	1998–2005	1960–2005
USA	4,5	3,4	3,2	3,2	3,7	3,5
Tyskland	na	na	na	1,7	1,0	1,3
Storbritannien	2,3	2,6	3,3	2,2	3,4	2,7
Sverige	3,6	2,1	1,7	1,0	2,4	2,1
Kanada	4,6	4,2	2,7	2,1	3,3	3,3
Australien	4,5	3,5	3,1	3,2	4,0	3,6
Nya Zeeland	na	na	na	2,5	3,8	2,9
Oviktat genomsnitt	3,9	3,2	2,8	2,3	3,1	2,8

Anm. För Nya Zeeland är urvalet fr o m 1988, för Tyskland fr o m 1992.

Källor: US Department of Commerce, UK Office for National Statistics (ONS), Statistics Canada, Australian Statistician, Statistics New Zealand, SCB, Federal Statistical Office Germany

Tabell R3. Genomsnittlig nominell ränta på 3-månaders statsskuldväxel under olika tidsperioder
Procent

	1960–1969	1970–1979	1980–1989	1990–1999	1998–2005	1960–2005
USA	4,0	6,3	8,8	4,9	3,1	5,0
Tyskland	na	4,8	6,0	5,4	3,2	5,6
Storbritannien	6,2	8,9	11,4	7,9	5,0	8,3
Sverige	5,5	6,4	11,7	8,0	3,3	7,4
Kanada	4,4	7,0	11,3	6,2	3,6	6,7
Australien	na	8,7	14,5	7,2	5,2	9,3
Nya Zeeland	na	na	14,6	8,1	6,0	8,2
Oviktat genomsnitt	5,0	7,0	11,2	6,8	4,2	7,2

Anm. Serierna på 3-månadersräntan är ofta inte fullständiga. För Tyskland startar serien i juli 1975, för Storbritannien i januari 1964, för Sverige i december 1962. För Australien är 3-månadersräntan en s.k. Bank bill och serien börjar i juni 1969. För Nya Zeeland är 3-månadersräntan en s.k. Deposit rate som börjar i december 1987.

Källor: OECD, Federal Reserve, SCB, Reserve Bank of Australia, Bank of Canada, Reserve Bank of New Zealand

Tabell R4. Genomsnittlig ex post real ränta på 3-månaders statsskuldväxel under olika tidsperioder
Procent

	1960–1969	1970–1979	1980–1989	1990–1999	1998–2005	1960–2005
USA	1,7	-0,5	3,5	1,9	0,8	1,4
Tyskland	na	0,9	3,2	2,9	1,8	2,4
Storbritannien	2,2	-2,9	4,3	4,3	2,6	2,0
Sverige	1,7	-1,8	4,0	4,8	2,2	2,2
Kanada	1,9	0,0	5,0	4,1	1,5	2,5
Australien	na	-0,5	6,5	4,7	2,6	3,3
Nya Zeeland	na	na	8,5	6,0	4,1	5,5
Oviktat genomsnitt	1,9	-0,7	5,0	4,1	2,2	2,8

Anm. Kort realränta definieras som räntan på en 3-månaders statsskuldväxel minus den genomsnittliga årliga inflationen de 12 senaste månaderna. Serierna på 3-månadersräntan är ofta inte fullständiga. För Tyskland startar serien i juli 1975, för Storbritannien i januari 1964, för Sverige i december 1962. För Australien är 3-månadersräntan en s.k. Bank bill och serien börjar i juni 1969. För Nya Zeeland är 3-månadersräntan en s.k. Deposit rate som börjar i december 1987.

Källor: OECD, Federal Reserve, SCB, Reserve Bank of Australia, Bank of Canada, Reserve Bank of New Zealand, Statistics Canada, Australian Bureau of Statistics, Statistics New Zealand, OECD, UK Office for National Statistics (ONS)

**Tabell R5. Beräknad nominell långsiktig normal styrränta utifrån en Taylorregel under olika tidsperioder
Procent**

	1960–1969	1970–1979	1980–1989	1990–1999	1998–2005	1960–2005
USA	4,2	7,1	10,0	5,0	4,3	6,2
Tyskland	4,1	5,3	5,7	5,7	4,4	5,1
Storbritannien	6,0	9,4	11,4	8,2	5,3	8,4
Sverige	5,1	6,3	9,3	5,8	4,6	7,4
Kanada	na	na	na	5,8	3,7	4,6
Australien	na	na	11,8	9,6	4,7	9,3
Nya Zeeland	na	na	18,8	11,4	5,7	10,8
Oviktat genomsnitt	4,9	7,0	11,2	7,4	4,7	7,4

Anm. Inflationsmål före dess att kvantitativa mål formellt trätt i kraft är definierade som det aktuella decenniets medelvärde i respektive land. T.ex. är inflationsmålet under 1960-talet i USA satt till 2,3 procent vilket är genomsnittet för den amerikanska inflationen mätt som 4 kvartals förändring i KPI under perioden 1960q1-1969q4. För Kanada gäller urvalet fr o m 1992, för Australien fr o m 1980 och för Nya Zeeland fr o m 1987.

Källor: OECD, Federal Reserve, SCB, Reserve Bank of Australia, Bank of Canada, Reserve Bank of New Zealand

Den här fördjupningsrutan syftar till att belysa sambanden mellan resursutnyttjande, kostnadsläge och inflation. Ett viktigt budskap är att det inte finns några enkla samband mellan dessa variabler. Exempelvis är resursutnyttjande inte en storhet som direkt kan observeras och nationalekonomisk teori erbjuder inte någon självklar definition. Resursutnyttjande kan alltså mätas på olika sätt och olika mått ger inte någon helt entydig bild. Vidare påverkas sambandet mellan resursutnyttjande och inflation av vilka störningar ekonomin utsätts för. Exempelvis har Sveriges ekonomi under senare år utsatts för en rad "positiva utbudsstörningar" som medfört fallande inflation och kostnadsläge utan att resursutnyttjandet fallit i motsvarande grad.

Förändringar i inflationstakten hänger samman med resursutnyttjandet och/eller kostnadsläget i ekonomin. Denna syn präglar ofta analyser som ligger till grund för prognoser och bedömningar av hur penningpolitiken bäst ska utformas. I den nationalekonomiska litteraturen beskrivs sambanden mellan inflation, resursutnyttjande och kostnadsläge ofta i termer av någon variant av den s.k. Phillipskurvan.

I den moderna "nykeynesianska" teorin beror inflationen på inflationsförväntningarna och företagens marginalkostnader. Phillipskurvan har då följande principiella utseende:

$$\pi = a \cdot \pi^e + b \cdot mc,$$

där π betecknar inflation, π^e hushållens och företagets förväntningar om inflationsutvecklingen, mc ett mått på företagets kostnader för att öka produktionen (deras reala marginalkostnad), och a och b är parametrar med positivt värde och som beror på flera olika faktorer som påverkar ekonomins funktionssätt, t.ex. graden av pristelhet. Den nykeynesianska teorin betonar alltså kostnadsläget (mer specifikt, företagets

reala marginalkostnad) som en viktig bestämningsfaktor av inflationstakten. Ett centralt antagande bakom denna teori är att företagen av olika skäl väljer att under längre perioder inte ändra sina priser. Men när de väl ändrar ett pris tar de hänsyn till vad inflationen och deras produktionskostnad förväntas bli i framtiden, dvs. under den tid priset väntas vara oförändrat.

Den nykeynesianska Phillipskurvan påminner om den traditionella Phillipskurvan. Skillnaden är att den nykeynesianska teorin betonar företagets kostnader medan den traditionella teorin betonar resursutnyttjandet som den centrala bestämningsfaktorn. Den traditionella Phillipskurvan brukar beskrivas på följande vis:

$$\pi = \pi^e + c \cdot y,$$

där y är något mått på resursutnyttjandet och c en parameter som är större än noll. Enligt den traditionella Phillipskurvan bestäms alltså inflationen av resursutnyttjandet och inflationsförväntningarna.²⁰

Skillnaden mellan de nykeynesianska och de traditionella Phillipskurvorna är inte nödvändigtvis så stora eftersom det finns ett visst samband mellan företagets reala marginalkostnad och graden av resursutnyttjande.²¹ I praktiken är det svårt att mäta både resursutnyttjande och kostnadsläge. Det förekommer ett antal olika mått med mer eller mindre starkt teoretiskt och empiriskt stöd.

Ett sätt att beskriva resursutnyttjandet som ofta används är att mäta skillnaden mellan den faktiska nivån på produktionen, BNP, och någon tänkt trendmässig nivå. Den trendmässiga nivån kan, i sin tur, beräknas på olika sätt och ges ibland beteckningen "potentiell" BNP eller "den långsiktigt hållbara" BNP-nivån. Skillnaden mellan faktisk och trendmässig produktion betecknas i dessa sammanhang "produktionsgap". Det är också vanligt att resursutnyttjandet i ekonomin mäts genom att man uppskattar

20 För en beskrivning av den traditionella Phillipskurvan se någon grundläggande lärobok i makroekonomi, t.ex. Mankiw, G., *Macroeconomics*, Worth Publishers, 2002.

21 Enligt nykeynesiansk teori finns det enbart under vissa förutsättningar ett direkt och enkelt samband. Det gäller t.ex. om det inte sker någon kapitalackumulering i ekonomin och om lönerna är helt flexibla. Se också Galí, J., R. Clarida, & M. Gertler, "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature* 37, 1999 för en beskrivning av den nykeynesianska teorin och sambandet mellan real marginalkostnad och resursutnyttjande.

Diagram R2. Andelen företag med fullt resursutnyttjande inom tre tjänstebranscher
Procent

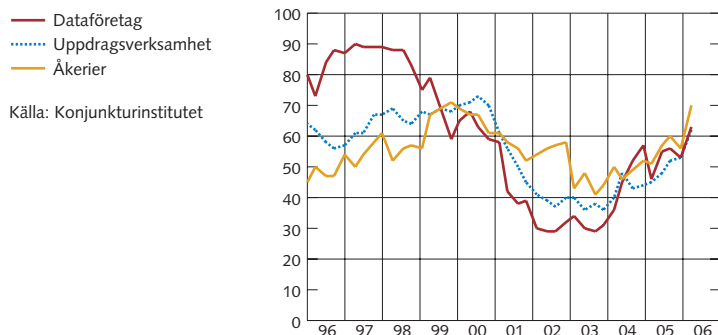
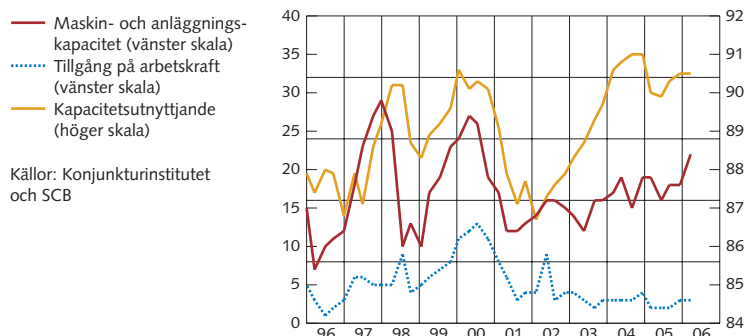


Diagram R3. Trängsta sektion och kapacitetsutnyttjande i tillverkningsindustrin, andel företag
Procent, säsongsrensade data



mängden lediga resurser på arbetsmarknaden eller utnyttjandet av befintlig produktionskapacitet i form av maskiner och byggnader i företagen (t.ex. genom enkätundersökningar).

Resursutnyttjande är alltså inte en storhet som direkt kan observeras och det är inte heller givet, utifrån nationalekonomisk teori, hur det ska definieras. Dessutom revideras historiska data ofta i efterskott. Bilden av hur högt resursutnyttjandet varit under en viss tid kan alltså komma att ändras ganska långt framåt i tiden i takt med att nya data kommer in och gamla data revideras. Detta gäller både för mått som utgår från BNP-data och mått som bygger på utnyttjandegraden av produktionsfaktorer.

I den resterande delen av den här fördjupningsrutan redovisas först några vanliga mått på resursutnyttjandet samtidigt som en bedöm-

ning görs av vad dessa mått säger om dagens konjunkturläge. Därefter visas hur sambanden mellan inflation, resursutnyttjande och kostnads-läge sett ut historiskt.

Resursutnyttjande i ett historiskt perspektiv

Diagram R2–R4 visar hur olika mått på resursutnyttjande i den svenska ekonomin har utvecklats under den senaste tioårsperioden. I diagram R2 och R3 redovisas graden av resursutnyttjande i några tjänstebranscher och tillverkningsindustrin enligt enkätundersökningar. Diagrammen tyder på att konjunkturen stod på topp någon gång under 2000 och att det därefter skedde en avmattning. I slutet av 2003 och början av 2004 började resursutnyttjandet, mätt på dessa sätt, åter stiga. Bilden är dock inte helt entydig. För det första är det oklart hur nivån på resursutnyttjandet i dagsläget förhåller sig till den förra konjunkturtoppen 2000. Ett par indikatorer tyder på ungefär lika högt resursutnyttjande nu som då, men den sammantagna bilden är ändå att det än så länge finns mer ledig kapacitet än år 2000. För det andra får man en annorlunda bild av resursutnyttjandet om man ser till bristen på arbetskraft i industrin (i diagram R3), som fortfarande är låg.

I diagram R4 visas hur BNP, sysselsättning och arbetade timmar avviker från sina respektive trender under de senaste 25 åren.²² Den exakta dateringen av konjunkturtoppar och konjunkturbotten skiljer sig något mellan serierna, men de ger överlag en ganska samstämmig bild. Återigen får vi en bild av ett konjunkturläge som stod på topp omkring 2000 och som därefter försvagades. Värt att notera är att vändpunktterna på arbetsmarknaden är något fördröjda i förhållande till produktionen. Den sammantagna bilden är att resursutnyttjandet för närvarande är lägre än 2000. Det året utmärktes av en högkonjunktur medan läget under 2006 kan, givet att prognoserna slår in, beräknas vara ungefär normalt (genomsnittligt).²³

²² Trendavvikelserna har beräknats med ett s.k. HP-filter. Serier som trendensats har förlängts med Riksbankens prognoser 2006–2009.

²³ I den ekonomiska litteraturen finns det många olika synsätt på vad som menas med ett " normalt " konjunkturläge. Det kan t.ex. betyda " jämvikt ", " genomsnitt ", " stabila priser ", etc. Se Rogerson, R., " Theory ahead of language in the economics of unemployment ", *Journal of Economic Perspectives* 11, 1997 för en diskussion om detta. I den här rutan används begreppet normal för att beskriva en situation då ekonomin varken befinner sig i en högkonjunktur eller i en lågkonjunktur

Sammanfattningsvis har utnyttjandet av ekonomins resurser stigit i Sverige under senare år och för närvarande fortsätter det att stiga. I ett historiskt perspektiv kan läget under 2006 betraktas som ungefär normalt. Inom tillverkningsindustrin är bristen på arbetskraft lika låg som i mitten på 1990-talet, men andra mått och läget i andra branscher tyder på ett högre resursutnyttjande. Total sysselsättning och arbetade timmar ligger inte uppenbart under sina långsiktiga trender, även om denna slutsats givetvis beror på hur man väljer att beräkna trenderna.

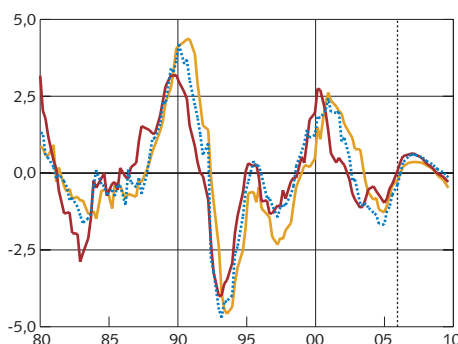
Resursutnyttjande och kostnadsläge

Medan flera olika mått på ekonomins resursutnyttjande tytt på ett allt starkare konjunkturläge under 2004 och 2005 har inflationen varit låg. Inledningsvis konstaterades att nykeynesiansk teori lyfter fram kostnadsläget, som en viktig drivkraft för inflationens utveckling.

I diagram R5 visas den faktiska utvecklingen av inflationen mätt med UND1X (kvar-talsdata) tillsammans med modellbaserade mått på den reala marginalkostnaden och produktionsgapet.²⁴ Marginalkostnaden beräknas som den reala arbetskraftskostnaden per producerad enhet, vilket i modellen i fråga är detsamma som arbetskraftskostnadernas andel av BNP. Produktionsgapet beräknas som skillnaden mellan faktisk BNP och BNP i långsiktig jämvikt (steady state). Vid beräkningen av detta mått har den långsiktiga trenden i BNP:s tillväxttakt tillåtit att variera över tiden.²⁵

Till att börja med kan man notera att det valda måttet på produktionsgap ger ungefär samma bild av konjunkturutvecklingen som måtten ovan i diagram R2–R4. I diagram R5 är vidare korrelationen mellan inflationen och produktionsgapet i samma kvartal lägre (0,15) än mellan inflationen och kostnadstrycket (0,35). Sambanden är starkare om man ser till

Diagram R4. BNP, sysselsättning och arbetade timmar
Procentuell avvikelse från trend

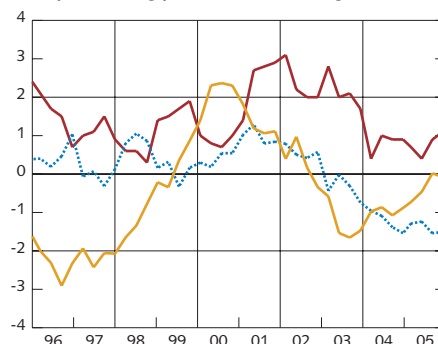


— Arbetade timmar
- - - BNP
— Sysselsätta

Anm. Heldragen linje efter lodrät streckad linje avser prognoser.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram R5. UND1X samt modellbaserade mått av produktionsgap och marginalkostnad
Procentuell avvikelse från trend (gap och kostnad) respektive årlig procentuell förändring (UND1X)



— UND1X
- - - Marginalkostnad
— Produktionsgap

Källa: Riksbanken

inflationen i ett visst kvartal och kostnadstrycket eller produktionsgapet några kvartal tidigare. Enligt diagram R5 tycks det i genomsnitt ha varit positiva samband så att stigande produktionsgap eller kostnadsläge har åtföljts av stigande inflation. Under 2004 och 2005 föll dock kostnadsläget medan produktionsgapet steg.

Enligt ekonomisk teori bör man inte förvänta sig stabila korrelationer över tiden, utan styrkan i sambanden beror på vad som händer med inflationsförväntningarna och vilka störningar ekonomin utsätts för. Det är ett skäl till att det inte finns något enkelt empiriskt samband mellan resursutnyttjandet och inflationen. Detsamma gäller förstås sambandet mellan inflation och real marginalkostnad. När man tolkar den ekonomiska utvecklingen är det därför av vikt att

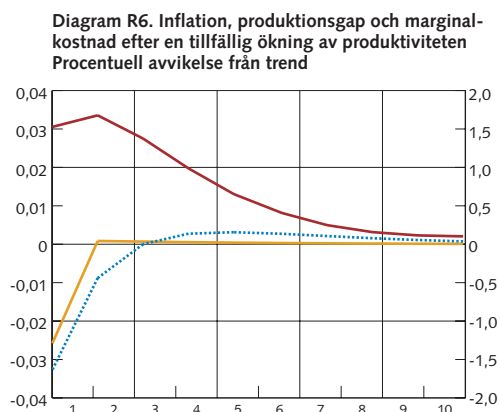
24 För en beskrivning av modellen se Adolfson, M., S. Laséen, J. Lindé och M. Villani, "Bayesian Estimation of an Open Economy DSGE Model with Incomplete Pass-Through", *Sveriges Riksbank Working Paper No. 179*, 2005.

25 Produktionsfunktionen i modellen ges av $Y = \varepsilon \cdot z^{1-\alpha} \cdot K^\alpha \cdot H^{1-\alpha} \cdot \theta$, där Y betecknar BNP, z en permanent produktivitetsschock, ε en tillfällig produktivitetsschock, K insats av kapitaltjänster, H antalet arbetade timmar, θ en fast produktionskostnad och α en parameter. Produktionsgapet definieras som BNP:s procentuella avvikelse från långsiktig jämvikt (steady state), dvs. $\ln Y - \ln Y^*$, där Y^* betecknar den trendmässiga nivån (steady state) på BNP. Notera att produktionsgapet påverkas av störningar till den långsiktiga trenden i BNP eftersom z varierar över tiden.

— Produktionsgap
(vänster skala)
 Inflation
(vänster skala)
 — Marginalkostnad
(höger skala)

Anm. Tidsaxeln visar kvartal
efter utbudsstörringen.

Källa: Riksbanken



identifiera vilken typ av störning som påverkat ekonomin vid olika tidpunkter.

Den situation som råder i Sverige just nu med ett förhållandevis normalt resursutnyttjande samtidigt som kostnadstrycket och inflationen är ovanligt låga är lättare att förstå om man i linje med nykeynesiansk teori ser till förändringar i utbudsförhållandena som en drivande faktor för utvecklingen.²⁶ Diagram R6 visar modellbaserade beräkningar av hur inflation, real marginalkostnad och produktionsgap påverkas av en tillfällig ökning av nivån på produktiviteten. Ökningen är tillfällig i så måtto att produktiviteten efter en tid återgår till sin normala nivå. Ökningen av produktiviteten minskar företagens kostnader vilket leder till fallande priser. Eftersom störningen är tillfällig påverkas inte den långsiktiga trendmässiga jämviktsnivån på BNP. De ökade produktionsmöjligheterna medför därför att både produktionen och produktionsgapet stiger. Sambandet mellan inflation och produktionsgap blir alltså negativt i detta fall och inte positivt som i traditionella tolkningar av Phillippsambandet. Detta exempel illustrerar att uppgångar i produktiviteten skulle kunna vara en orsak till att inflationen legat kvar på en låg nivå samtidigt

som konjunkturläget överlag förstärkts. Det betyder emellertid inte att förändringar i efterfrågan inte haft några effekter på inflationen och konjunkturläget.

Avslutning

Sammanfattningsvis har den här fördjupningsrutan diskuterat sambanden mellan inflation, kostnadsläge och olika mått på resursutnyttjandet, både teoretiskt och empiriskt. Viktiga budskap har dels varit att det inte finns några enkla samband mellan inflation, kostnadsläge och resursutnyttjande, dels att samband mellan olika ekonomiska variabler beror på vilka störningar som ekonomin utsätts för. Under senare år har inflationen varit låg samtidigt som olika mått på resursutnyttjandet visat på en konjunkturuppgång. Det tyder på att inflationen i Sverige påverkats av förändringar på ekonomins utbuds- sida, bl.a. ökad produktivitet (teknologiförbättringar), och inte bara av efterfrågeläget.

Det finns förstås även andra förhållanden som är viktiga att tänka på vid tolkningar av den svenska inflationsutvecklingen. Det låga kostnadstrycket i Sverige beror inte enbart på hög produktivitet utan även på att löneökningarna varit låga i ett historiskt perspektiv. Detta har rimligen i sin tur att göra med det relativt låga resursutnyttjandet på arbetsmarknaden, som i sin tur beror både på den goda produktivetsutvecklingen och den tidigare konjunkturförsvagningen i Sverige och internationellt. Inflationsutvecklingen har de senaste åren också i hög grad påverkats av låga importpriser. Sverige är en liten öppen ekonomi där cirka en tredjedel av hushållens konsumtion importeras och därför är importpriserna en viktig förklaringsfaktor.

²⁶ I både den nykeynesianska och den traditionella Phillippskurvan är inflationsförväntningarna en central bestämningsfaktor för inflationsutvecklingen. Under de senaste sex åren har dock inflationsförväntningarna på två års sikt varit relativt konstanta på runt två procent. Det tyder på att det inte är förändringar i hushållens och företagens inflationsförväntningar som förklarar de låga inflationsutfallen de senaste åren.