

# Inflation och inflationförväntningar i Sverige

EKONOMISKA AVDELNINGEN

OKTOBER 1993



**SVERIGES  
RIKSBANK**



# INNEHÅLL

## *Förord*

<i>1. Prisutvecklingen till och med september 1993</i>	3
KONSUMENTPRISINDEX	3
BNP-DEFLATORN	4
UNDERLIGGANDE INFLATION	5
TILLGÅNGSPRISER	6
FÖRDJUPNING - UNDERLIGGANDE INFLATION	7
<i>2. Aktuellt inflationstryck</i>	9
PRODUKTIONSGAP	9
INDUSTRIPRODUKTIONEN	10
KAPACITETSUTNYTTJANDE INOM INDUSTRI	10
<i>3. Inflationstryck på längre sikt</i>	12
ARBETSMARKNAD OCH LÖNEUTVECKLINGEN	12
PRODUKTIVITETSUTVECKLINGEN	14
IMPORTPRISER OCH VÄXELKURS	14
KOMPONENTUPPDELNING AV DEFLATORN FÖR SLUTLIG ANVÄNDNING	16
PENNINGMÄNGDENS UTVECKLING	18
KREDITEFTERFRÅGAN	20
<i>4. Inflationförväntningar och inflationsprognoser</i>	21
IMPLICITA TERMINSRÄNTEKURVOR	23
<i>5. Penning- och finanspolitik</i>	25
PENNINGPOLITIKEN	25
PENNINGPOLITIKEN DET SENASTE ÅRET	25
PENNINGPOLITIKENS EFFEKT PÅ DEN TOTALA EFTERFRÅGAN	26
FINANSPOLITIKEN	26
<i>6. Satsatser</i>	29



---

## Förord

Övergången till rörlig växelkurs den 19 november 1992 innebar inte någon förändring av det övergripande målet för penningpolitiken. Riksbankens penningpolitik inriktas på att uppnå prisstabilitet, under beaktande av den ekonomiska situationen och dess förväntade utveckling.

Riksbankens penningpolitik har en medel och långsiktig inriktning. Det beror på att penningpolitiska åtgärder får full effekt på den ekonomiska aktiviteten och prisutvecklingen först efter ett till två år. Detta synsätt var vägledande när Riksbanken i januari 1993 meddelade inflationsmålet:

”Riksbanken preciserar målet för penningpolitiken som att förändringen i konsumentprisindex från och med 1995 begränsas till 2 procent, med en tolerans om  $\pm 1$  procentenhet. Detta svarar mot den nuvarande underliggande inflationstakten.

Under såväl 1993 som 1994 inriktas penningpolitiken på att förhindra att den inflationsimpuls som uppstår till följd av deprecieringen av kronan och förändringar av de indirekta skatterna, leder till en ökning i den underliggande inflationstakten.”

Motivet för att starkt betona inflationsmålet är att en stabil prisnivå ger den bästa förutsättningen för en långsiktigt hållbar ekonomisk tillväxt med stigande reallöner och hög sysselsättning. Dessutom motverkas en godtycklig inkomst och förmögenhetsfördelning.

För att utvärdera hur penningpolitiken skall utformas för att långsiktigt säkerställa en låg inflationstakt använder sig Riksbanken av en

rad indikatorer på den ekonomiska aktiviteten och förväntad framtida inflation. I skriften ”Penningpolitiska indikatorer”, publicerad i juni 1993, redovisades arbetet med penningpolitiska indikatorer och vilka slutsatser som då kunde dras om inflationsutvecklingen.

I denna skrift redovisas Riksbankens analys av det aktuella inflationstrycket och av inflationsförväntningarna i oktober 1993.

Prisutvecklingen beskrivs med hjälp av flera olika mått. En diskussion av olika sätt att beräkna begreppet ”underliggande inflation” redovisas. Utvecklingen av gapet mellan potentiell och aktuell produktion analyseras. Inflationsprognoser av och inflationsförväntningar hos olika aktörer i ekonomin presenteras. Avslutningsvis ges en bedömning av vad indikatorerna säger om inflationsutvecklingen och inflationsförväntningarna i ett medelfristigt perspektiv.

Rapporten har utarbetats på ekonomiska avdelningen under ledning av Yngve Lindh och Alexander Nilson. I arbetet har också deltagit Jonas Ahlander, Bengt Hansson och Niklas Wellfelt. Värdefulla kommentarer har erhållits från Claes Berg, övriga medarbetare på ekonomiska avdelningen, finansmarknadsavdelningen, penning och valutapolitiska avdelningen samt betalningsbalansavdelningen. Bedömningen avslutades den 25 oktober 1993.

Krister Andersson

Stockholm i oktober 1993



# 1. Prisutvecklingen till och med september 1993

Inflationen kan mätas på olika sätt. I detta avsnitt beskrivs förändringen av konsumentprisindex (KPI), BNP-deflatorn och av vissa tillgångspriser. Dessutom redovisas olika mått på den underliggande inflationen, i vilka hänsyn bland annat tas till temporära effekter på prisnivån av indirekta skatter, subventioner samt övergången till rörlig växelkurs.

## KONSUMENTPRISINDEX

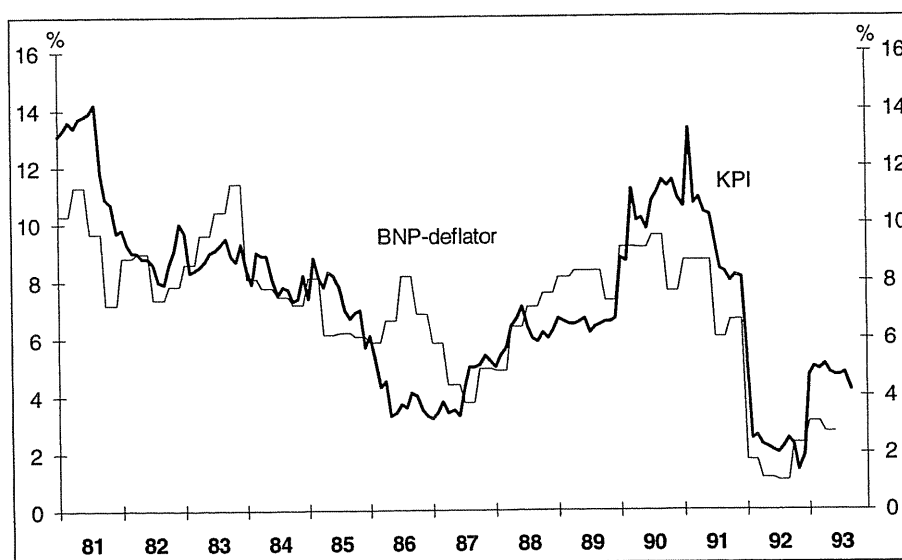
Inflationen, mätt som KPI:s förändring under en 12-månadersperiod, visade en ökningstakt på 4,2 procent i september 1993.

Inflationstakten har därmed sakta avtagit från en nivå kring drygt 5 procent. Se figur 1.

Vid årsskiftet 1992/93 ökade inflationstakten markant. Uppgången var främst ett resultat av faktorer som i princip ger engångseffekter på prisnivån, till exempel ändrade indirekta skatter och subventioner, samt höjda importpriser till följd av kronans fall. Samtidigt visade konsumentprisutvecklingen inom olika områden stor spridning, vilket framgår av figur 2.

Staplarna i figur 2 visar prisutvecklingen mätt som 12-månaderstal vid tre olika tillfällen: september 1992 samt mars och september 1993, dels exklusive effekter av ändrade produktanknutna indirekta skatter och subventioner, dels inklusive dessa effekter.<sup>1</sup>

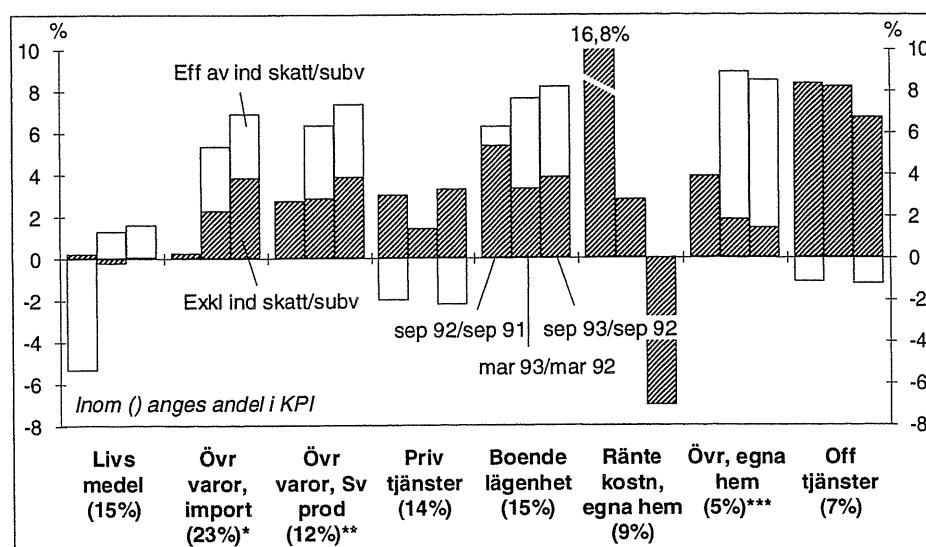
FIGUR 1. KONSUMENTPRISINDEX OCH BNP-DEFLATORN  
*Procentuell förändring i årstakt*



Källa: SCB.

<sup>1</sup> Effekterna har beräknats under förutsättning att ändrade indirekta skatter och subventioner får fullt genomslag på prisnivån. Effekterna av sänkta arbetsgivaravgifter från årsskiftet 1992/93 har dock inte exkluderats från respektive produktområde.

FIGUR 2. KONSUMENTPRISUTVECKLINGEN INOM OLIKA OMRÅDEN  
12-månaderstal



\* Varor som huvudsakligen importeras, t.ex. kläder, skor, möbler, bensin, eldningsolja, fordon, radio och TV.

\*\* Varor som huvudsakligen produceras i Sverige, t.ex. hushållsartiklar, tobaksvaror, tidningar.

\*\*\* El, försäkringar samt övriga skatter och avgifter

Källor: SCB och Riksbanken.

Bortsett från effekterna av ändrade skatter och subventioner har livsmedelspriserna varit i stort sett oförändrade. Även prisutvecklingen inom den relativt löneintensiva privata tjänstesektorn har varit dämpad under det senaste året. Till detta har sannolikt sänkningen av arbetsgivaravgifterna från årsskiftet 1992/93 och den svaga inhemska efterfrågan bidragit.

Jämförelsen visar också att prisnivån på varor som i huvudsak produceras i Sverige höjts i stort sett lika mycket som på varor som väsentligen importeras, trots den kraftiga krondeprecieringen. Den offentliga tjänstesektorn och hyresmarknaden uppvisar en ännu större prishöjningstakt, mellan 5 och 8 procent. Kommunernas svaga ekonomiska situation har medverkat till denna utveckling.

## BNP-DEFLATORN

Ett alternativt inflationsmått är BNP-deflatorn, som visar prisutvecklingen på inhemska producerade varor och tjänster.<sup>2</sup> Se figur 1.

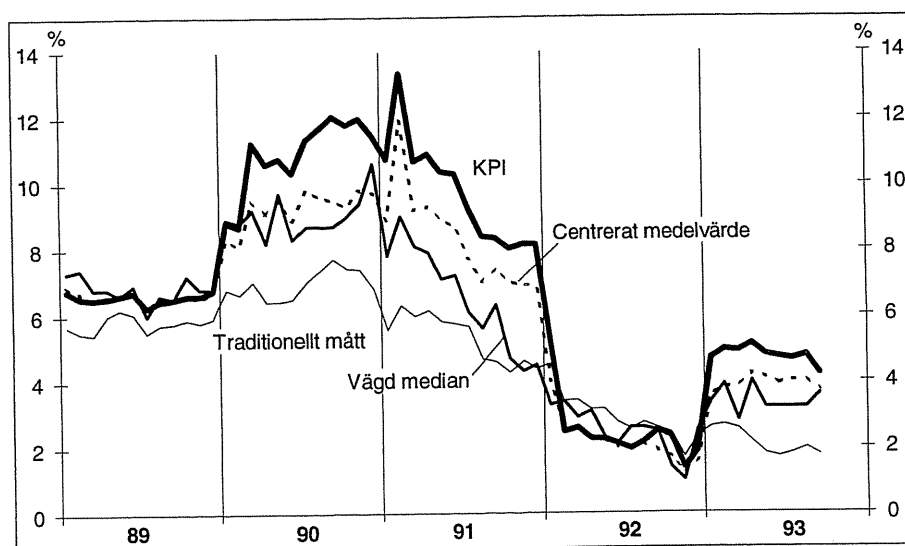
KPI och BNP-deflatorn har utvecklats likartat under de senaste åren. Båda visar en stigande inflation under slutet av 1980-talet, därefter en snabb nedgång från 1991, samt en ökad prisutvecklingstakt under 1993.

Under vissa perioder skiljer sig dock inflationstakten avsevärt mätt med de två måtten. Det gäller bland annat under åren 1986, 1989 och 1991. Även för 1993 är avvikelsen stor. Skillnaderna beror på att ändrade importpriser endast påverkar BNP-deflatorn indirekt genom ändrade priser på insatsvaror i produktionen. Däremot ingår priser på importerade konsumtionsvaror direkt i KPI.

<sup>2</sup> Detta avser BNP-deflatorn i SCB:s nationalräkenskaper. Förutom prisändringar avspeglar denna förändringar i BNP:s sammansättning.



FIGUR 3. KPI OCH UNDERLIGGANDE INFLATION  
12-månaderstal



Källor: SCB och Stockholms fondbörs.

Dessutom utgör indirekta skatter och subventioner en större andel av KPI än av BNP-deflatoren. Att BNP-deflatoren ökade väsentligt mindre (2,8 procent) än KPI (4,6 procent) mellan 2:a kvartalet 1992 och 2:a kvartalet 1993 kan således förklaras av både höjda importpriser, till följd av kronans depreciering och ändrade indirekta skatter.

En fördel med BNP-deflatoren som inflationsmått är att prisutvecklingen mäts för en större del av ekonomin, än KPI, som endast avser varor och tjänster i den privata konsumtionen. En nackdel är däremot att BNP-deflatoren publiceras med större tidsintervall. BNP-deflatoren publiceras kvartalsvis med ungefär ett kvartals eftersläpning, medan KPI publiceras månadsvis med en månads eftersläpning. Ytterligare en nackdel med BNP-deflatoren är att den ofta revideras kraftigt. Dessa nackdelar gör BNP-deflatoren mindre lämplig som indikator för penningpolitiken.

### UNDERLIGGANDE INFLATION

Tillfälliga relativprisändringar, till exempel orsakade av ändrade indirekta skatter, oljeprischocker eller växelkursändringar, komplicerar analysen av den långsiktiga eller

underliggande inflationsutvecklingen. I syfte att eliminera sådana kortsiktiga effekter beräknas olika mått på den underliggande inflationen.

I figur 3 visas den underliggande inflationen beräknad på tre olika sätt. Först redovisas ett traditionellt mått i vilket prisseffekterna av ändrade indirekta skatter och subventioner, samt importprisseffekter till följd av växelkursändringar, exkluderats från KPI. Även räntekostnader för egna hem har exkluderats eftersom ränteoron förra hösten gav kraftiga tillfälliga effekter på den aggregerade prisnivån.

De andra två måtten avser dels ett centrerat medelvärde, dels den vägda medianen<sup>3</sup> av prisändringarna inom olika produktområden. I beräkningen av det centrerade medelvärdet har produktområden med de största prisfluktuationerna exkluderats i efterhand. Varor och tjänster som representerar 85 procent av innehållet i KPI har använts. På sidan

<sup>3</sup> Den vägda medianen beräknas genom att den genomsnittliga prisutvecklingen för olika produktgrupper ingående i KPI först tas fram. Därefter beräknas medianen av dessa prisändringar där hänsyn tas till produktgruppernas relativa vikt i KPI.

7 ges en utförligare diskussion kring definitioner av underliggande inflation och olika sätt att beräkna denna.

Samtliga mått på den underliggande inflationen visar en ökningstakt kring 2 procent i slutet av 1992. De visar också att inflations-takten ökade under inledningen av 1993. Det traditionella måttet visar därefter en nedgång i inflationstakt, till knappt 2 procent, medan de övriga måtten ligger kvar på ungefär samma årstakt som i början av året, dvs. kring 3-4 procent.

Liksom under åren 1990 och 1991, då skattereformen ledde till kraftiga relativprisändringar inom betydande produktområden, ger måtten på underliggande inflation en något splittrad bild under 1993.

Det traditionella måttet underskattar troligen utvecklingen under 1993 eftersom det är de totala förändringarna av skatter, subventioner och importpriser som har exkluderats. Samtidigt överskattar de två andra måtten utvecklingen. Relativprisändringarna till

följd av ändrade indirekta skatter, subventioner och importpriser ingår delvis i dessa mått, då dessa störningar ger prishöjande effekter inom en stor del av ekonomin.

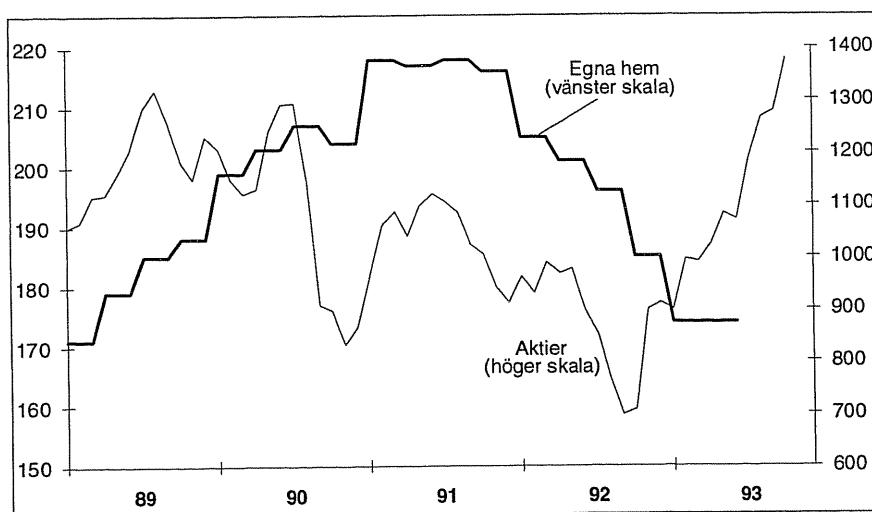
En bedömning utifrån de tre måtten på underliggande inflation är att den för närvarande ligger i intervallet 2-3 procent.

## TILLGÅNGSPRISER

Prisutvecklingen på fastigheter, aktier och andra tillgångar är viktiga för den ekonomiska utvecklingen, via effekter på investeringar och privat konsumtion. Tillgångspriserna påverkar därmed även inflationen. Att analysera styrkan och tidsprofilen i detta indirekta samband är dock komplicerat.

En allmän förändring i tillgångspriserna utgör ofta, men inte alltid, en signal om förändrad inflationstakt. Svårigheterna vid tolkningen beror delvis på att prisändringar på tillgångar kan vara tillfälliga. Orsaken kan vara att preferenser för en viss tillgång eller förväntningar om det framtida ränteläget

FIGUR 4. FASTIGHETSINDEX, EGNA HEM, LÖPANDE PRISER OCH STOCKHOLMS FONDÖRS AKTIINDEX\*  
Index 1981 = 100 resp. 30 dec 1979 = 100



\* Senaste observationen 1993-10-19  
Källor: SCB och Stockholms fondbörs

förändrats. Att lägga alltför stor vikt vid tillgångspriser skulle därför leda till tvära kast i penningpolitiken.

Även om det därmed inte är självklart vilken vikt tillgångspriserna skall tillmätas som indikator för inflationens utveckling, har de allmänt sett stor betydelse för ekonomin. I figur 4 redovisas prisutvecklingen för två centrala tillgångslag; aktier och egna hem.

På aktiemarknaden har prisuppgången varit kraftig under 1993. I mitten av oktober nådde de nominella aktiekurserna en högre nivå än någonsin tidigare. Priserna på egna hem har fallit markant under de senaste åren. Prisedgången fortsatte under första kvartalet. Under andra kvartalet upphörde priset enligt SCB:s fastighetsprisindex. För perioden därefter finns tills vidare endast mäklarstatistik att tillgå. Dessa uppgifter, som är osäkra, tyder på en stabilisering av prisnivån.

Tillgångspriser ingår delvis i beräkningen av KPI genom att prisutvecklingen på egna hem beaktas. Syftet är att ändrade egnahemspriser ska slå igenom i KPI i den takt som fastigheter byter ägare. Prisförändringar på fastighetsmarknaden påverkar därmed KPI med en viss eftersläpning i förhållande till marknadsprisernas utveckling.

## **FÖRDJUPNING - UNDERLIGGANDE INFLATION**

Begreppet underliggande inflation används ofta utan att någon exakt definition av begreppet ges. Gemensamt för de olika definitioner som används är att de som regel avser den långsiktiga eller trendmässiga inflations-takten.

En ökad inflation, som ett resultat av att efterfrågan är större än utbudet i ekonomin, bör skiljas från relativprisändringar som endast innebär engångshöjningar av prisnivån. För penningpolitiken är det viktigt att avgöra om en förändring av den registrerade inflationen är tillfällig eller om den är en långsik-

tig process. Därför är det viktigt med mått på den underliggande inflationen.

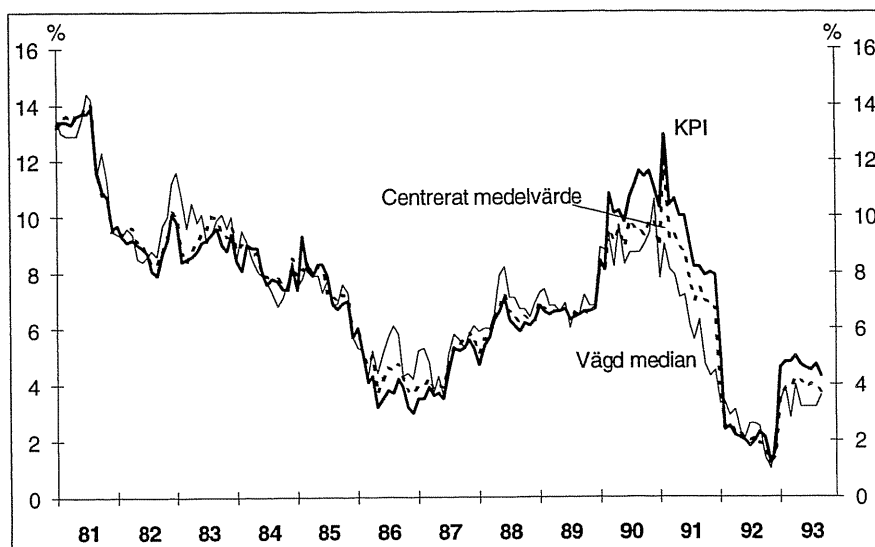
Den traditionella beräkningsmetoden innebär att priser på produkter som uppvisar kraftiga rörelser, eller tillfälligt påverkas av politiska beslut, exkluderas från det ordinära konsumentprisindexet. Livsmedels- och energipriser, indirekta skatter och offentliga taxor utgör exempel på områden som exkluderas i olika länder. I figur 3, sidan 5, visas ett mått som har beräknats på detta sätt. I måttet har effekterna av ändrade indirekta skatter och subventioner samt importpriser till följd av växelkursändringar exkluderats från KPI. Storleken på dessa effekter har beräknats under antagandet att de får fullt genomslag på konsumentprisnivån. Särskilda antaganden har gjorts för att bestämma tidsprofilen av effekternas genomslag. Utöver dessa effekter har en delpost i KPI - räntekostnader för egna hem - exkluderats.

Genom att på förhand utesluta prisutvecklingen på vissa produkter finns det en risk att viktig information om inflationen förbises. Antaganden om effekterna till följd av en depreciering eller en skatteändring innebär därför en osäkerhet i beräkningarna.

En alternativ metod för beräkning av underliggande inflation bygger på att i efterhand exkludera priser som har fluktuerat särskilt kraftigt. I stället för att beräkna medelvärdet på samtliga prisändringar används endast de centrala observationerna i fördelningen (centrerat medelvärde). En variant av metoden är att beräkna medianvärdet genom att ta fram de genomsnittliga prisändringarna för olika produktgrupper. Med hänsyn taget till produktgruppernas andel i KPI, beräknas sedan medianvärdet (vägd median).

Naturligtvis finns det en risk för att information går förlorad även med denna metod, vilket bland annat beror på hur stor del av KPI som exkluderas i beräkningarna av det centrerade medelvärdet. Riksbanken har, i

FIGUR 5. KONSUMENTPRISINDEX (KPI), CENTRERAT MEDELVÄRDE  
OCH VÄGD MEDIAN  
*12-månaderstal*



Källor: SCB och Riksbanken.

samarbete med SCB, tagit fram dessa mått på den underliggande inflationen. I figur 5 ovan redovisas dessa mått tillsammans med KPI från 1981.

Under tre perioder har den underliggande inflationen kortsiktigt avvikit från KPI; vid oljeprisfallet 1986, i samband med skattereformen 1990/91 samt 1993 efter övergången till rörlig växelkurs. Efter devalveringarna i början av 1980-talet låg den underliggande inflationen på i stort sett samma nivå som KPI:s utvecklingstakt. Under den här perioden inträffade tillfälliga prisstörningar som påverkade den aggregerade prisnivån såväl uppåt som nedåt. Betydande prishöjningar på importerade varor till följd av de-

valveringarna åren 1981 och 1982 motverkades av bland annat sänkta räntekostnader och ett internationellt prisfall på metaller, i huvudsak guld. Detta förklarar att relationen mellan underliggande och registrerad inflation inte är densamma som idag.

En viktig generell penningpolitisk slutsats av jämförelsen mellan KPI:s utveckling och dessa mått, är att KPI på sikt utgör en god indikator på den underliggande inflationen.

Det kan slutligen konstateras att i beräkningar av underliggande inflation ingår alltid osäkra bedömningar och antaganden. Av dessa skäl kan det vara en fördel att använda flera mått på den underliggande inflationen och inte förlita sig på ett enda.

## 2. Aktuellt inflationstryck

För bedömningen av det omedelbara inflationstrycket ger utvecklingen i den reala ekonomin god information. Utvecklingen av olika mått på kapacitetsutnyttjandet i ekonomin är därvid centrala.

### PRODUKTIONSGAP

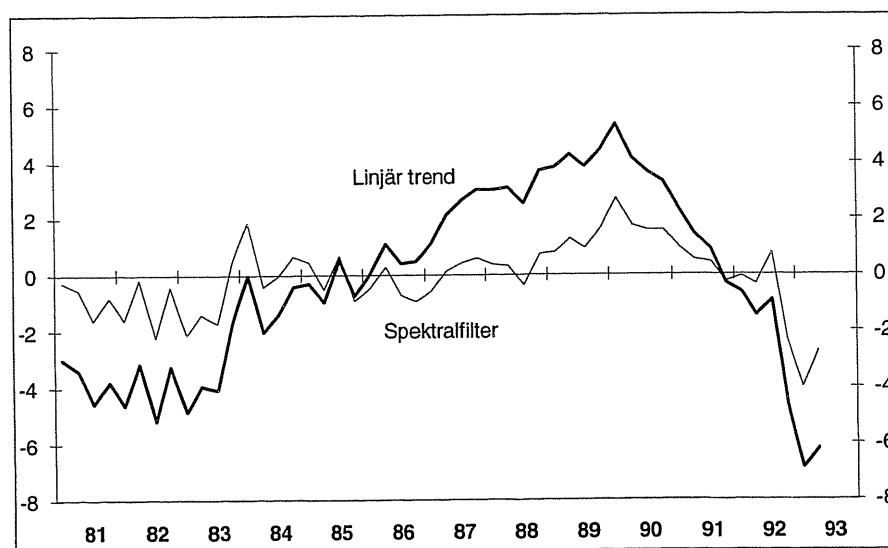
Utformningen av penningpolitiken är beroende av den förväntade aktivitetsnivån i ekonomin. När kapacitetsutnyttjandet i ekonomin är högt tenderar inflationstakten att stiga, medan det omvända gäller vid ett lågt kapacitetsutnyttjande. Det är därför centralt att beräkna hur faktisk produktion förhåller sig till långsiktig, potentiell produktion. Det är emellertid förenat med betydande osäkerhet att beräkna potentiell produktion därför att den inte är en direkt observerbar va-

riabel. I praktiken måste olika antaganden göras om karaktären av de störningar som ekonomin utsatts för. Det är viktigt att särskilja permanenta störningar från tillfälliga störningar.

Vid Riksbanken har två mått på potentiell produktion framtagits (se figur 6). Utgångspunkten för det första måttet är ett antagande om att ekonomin på lång sikt växer i enlighet med en linjär trend. En avvikelse från denna trend kan tolkas som en störning av tillfällig karaktär från ekonomins efterfrågesida. Metoden ger en grov approximation av avvikelsen.

En mer generell metod för att uppskatta potentiell produktion utnyttjar avancerade statistiska spektralfilter.<sup>1</sup> Till skillnad från potentiell BNP beräknad i enlighet med linjär trend, kan metoden ses som ett försök att beakta såväl permanenta utbudsstörningar som tillfälliga efterfrågestörningar. Med hjälp av metoden kan BNP delas upp i en

FIGUR 6. AVVIKELSE MELLAN FAKTISK OCH POTENTIELL BNP  
*Procentenheter*



Källa: Riksbanken.

<sup>1</sup> Henderson-Whittaker "type A" filter, även känt som Hodrick-Prescott-filter.

långsiktig del relaterad till tillväxten och en cyklisk del.

Som framgår av figur 6 skiljer sig storleken på produktionsgapet markant mellan de två måtten. Måttet som bygger på spektralfiltret visar genomgående ett mindre produktionsgap än måttet som bygger på en linjär trend. Det beror på att med spektralfiltret tillåts nivå på den potentiella produktionen att påverkas av graden av kapacitetsutnyttjande. Ett lågt kapacitetsutnyttjande minskar den potentiella produktionen. En naturlig tolkning är att ett lågt kapacitetsutnyttjande leder till att produktionskapaciteten utvecklas svagare än vid fullt kapacitetsutnyttjande. Det beror dels på att kapital skrotas, dels på att arbetslöshet innebär en förlust av yrkesmässigt kunnande.

Riksbankens beräkningar av produktionsgapet, som sträcker sig till och med andra kvartalet 1993, indikerar att detta inte längre ökar. Trots att produktionsgapet inte ökat under året visar dock båda måtten på en väsentligt lägre aktivitetsnivå än under konjunkturedgången i början av 1980-talet.

Dessa beräkningar ger en bild av produktionsgapet vid en viss tidpunkt. Långsiktigt

stiger den potentiella produktionen. Den genomsnittliga tillväxttakten har sedan 1970 varit ca 1,5 procent per år.

## INDUSTRIPRODUKTIONEN

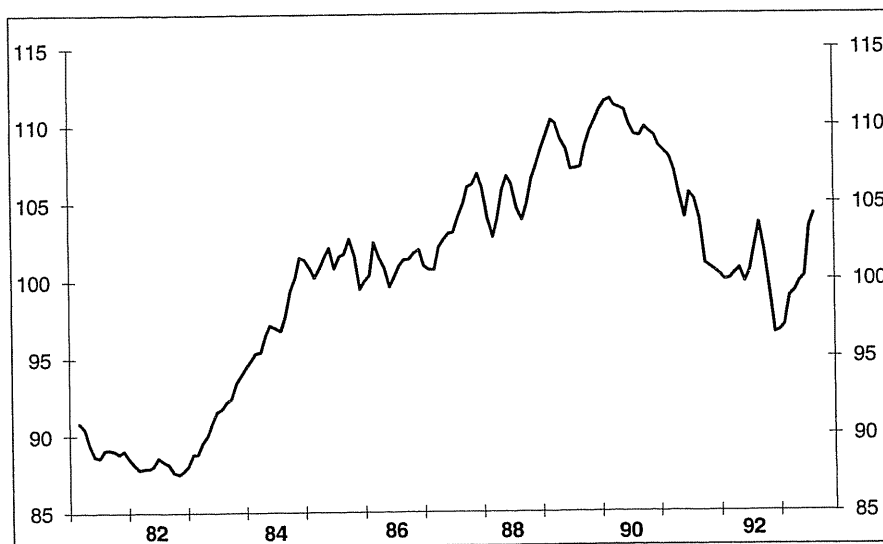
Ett alternativt sätt att bedöma produktionsaktiviteten i ekonomin är att se på industriproduktionens utveckling.

Industriproduktionen föll med ca 3 procent under 1992 men har ökat stadigt under loppet av 1993. (Se figur 7.) Att industrikonjunkturen vänt upp beror främst på den ökade export som deprecieringen av kronan ger upphov till. Den goda efterfråge- och konkurrenssituationen för den exportinriktade delen av industrin tyder på en fortsatt stigande produktionsnivå.

## KAPACITETSUTNYTTJANDET INOM INDUSTRIEN

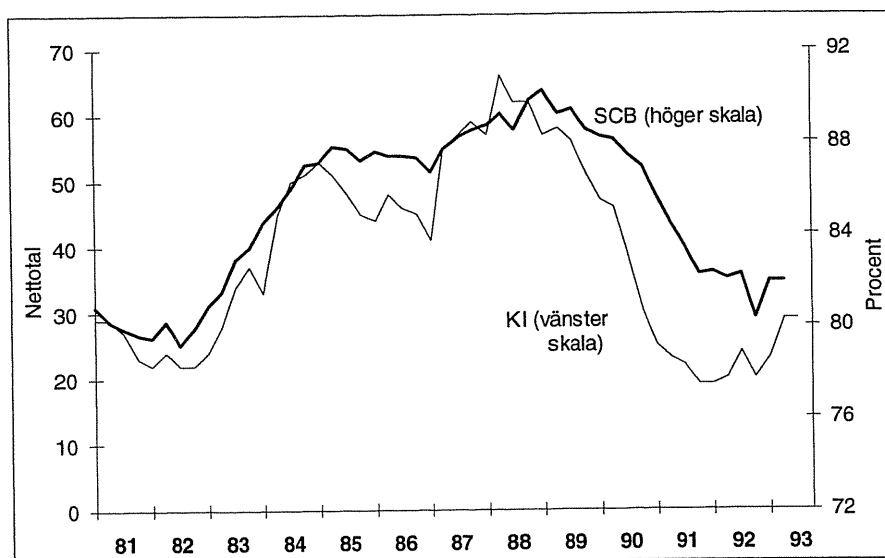
Ökad produktionsvolym har rapporterats från allt fler industriföretag under de senaste kvartalen. Uppgången i efterfrågan och produktion har också inneburit en viss ökning av resursutnyttjandegraden. Det visar såväl Konjunkturinstitutets som SCB:s mått på kapacitetsutnyttjandet. (Se figur 8.)

FIGUR 7. INDUSTRIPRODUKTIONEN  
*Index 1992=100, glidande 3-månaderstal*



Källa: SCB.

FIGUR 8. KAPACITETSUTNYTTJANDE INOM INDUSTRIEN  
*Nettotal resp. procent*



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Sammantaget visar dessa indikatorer att produktionen fortfarande ligger under sin potentiella nivå, men att en vändning uppåt har ägt rum. Kapacitetsutnyttjandet stiger och produktionsgapet har minskat något.

### 3. Inflationstryck på längre sikt

För bedömningen av inflationstrycket på längre sikt, omkring ett år framåt i tiden och därefter har utvecklingen av en rad reala och finansiella variabler visat sig vara goda indikatorer. De är vakanser, löner, importpriser, penningmängd och utlåning till allmänheten.

#### ARBETSMARKNADEN OCH LÖNEUTVECKLINGEN

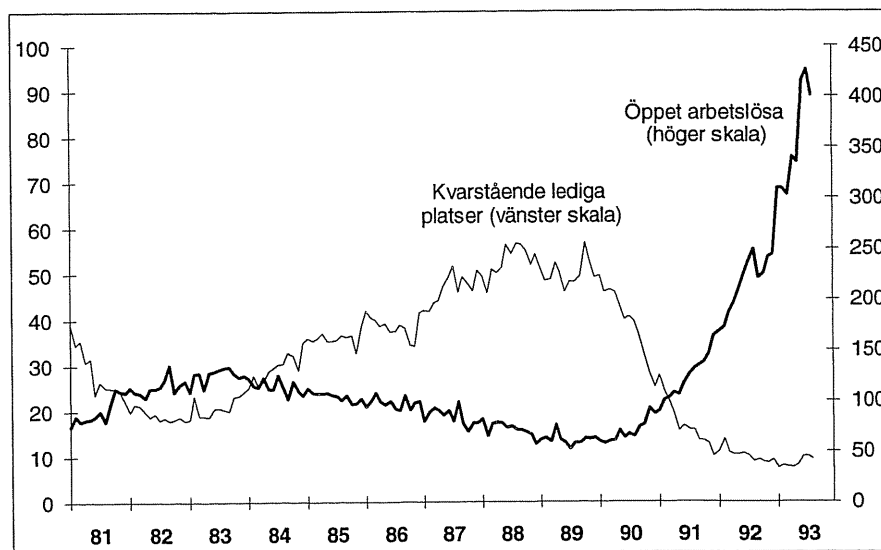
I augusti och september minskade antalet öppet arbetslösa något, främst till följd av skolstarten och återupptagna arbetsmarknadspolitiska åtgärder. Den totala arbetslösheten, som inkluderar personer i arbets-

1989. (Se figur 9)<sup>1</sup>

I takt med försämringen av arbetsmarknadsläget har löneökningarna avtagit snabbt. Under överhettningssperioden i slutet av 1980-talet och början av 1990-talet steg den årliga löneökningstakten till över 10 procent. Därefter har den avtagit inom såväl industrin som totalt sett. Andra kvartalet 1993 var löneökningstakten ca 4 procent. Därefter har löneökningstakten fortsatt att minska inom industrin och var i augusti 2,4 procent. Se figur 10 nedan.

Den nya kortperiodiska lönestatistiken<sup>2</sup> – som endast finns heltäckande sedan tredje kvartalet 1991 – ger samma bild av löneutvecklingen, även i andra sektorer. (Se tabell 1)

FIGUR 9. ÖPPET ARBETSLÖSA OCH KVARSTÅENDE LEDIGA PLATSER  
1000-tal personer, säsongrensade data



Källor: SCB och AMS.

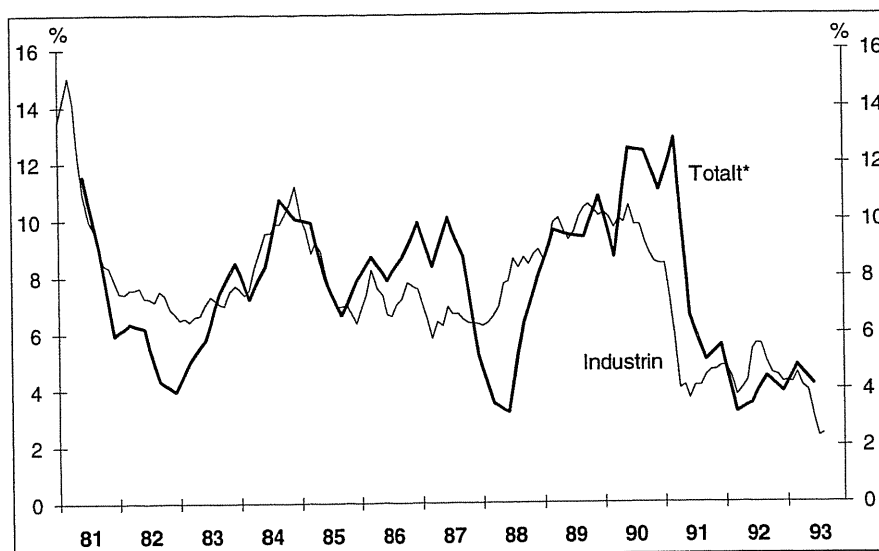
marknadsåtgärder, har i stort sett varit oförändrad sedan årets början. Samtidigt har antalet kvarstående lediga platser, vakanser, upphört att minska för första gången sedan

<sup>1</sup> Figuren avser säsongrensade uppgifter, men eftersom säsongmönstret inte varit stabilt under perioden fångar de vanligaste säsongrensningssmetoderna inte upp dessa förändringar helt.

<sup>2</sup> Statistik som sammanställs av SCB avseende löner från olika avtalsområden.



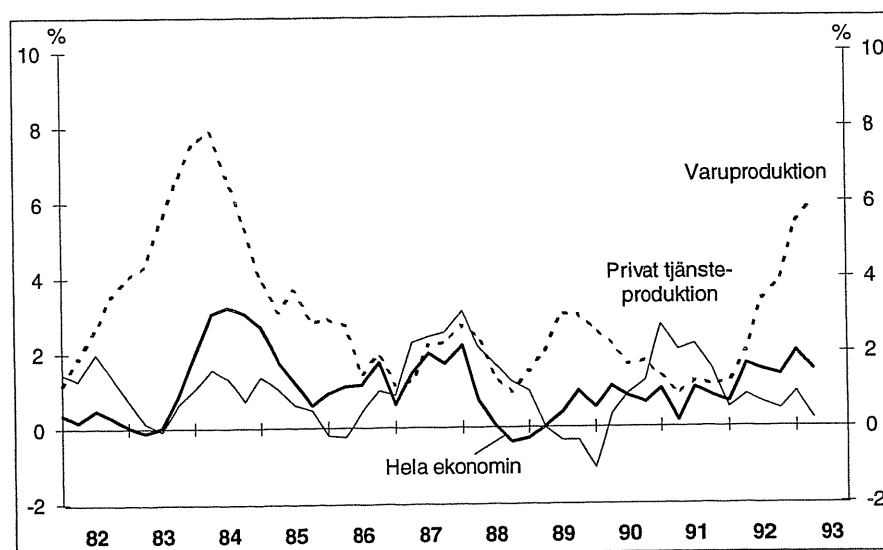
FIGUR 10. LÖN PER ARBETAD TIMME, TOTALT OCH INOM INDUSTRIEN  
*Årlig procentuell förändring*



\* 6 månaders glidande medeltal

Källor: SCB:s nationalräkenskaper och lönestatistik.

FIGUR 11. ARBETSPRODUKTIVITET, PRODUKTION PER ARBETAD TIMME  
*Årlig procentuell förändring, 4 kvartals  
 glidande medeltal.*



Källa: SCB:s nationalräkenskaper

TABELL 1 LÖNEUTVECKLING I OLIKA SEKTORER  
*Procentuell förändring*

	2:a halvåret 1992/ 2:a halvåret 1991	1:a halvåret 1993/ 1:a halvåret 1992
Privat sektor	4,5	3,3
varav arbetare	4,1	3,1
varav tjänstemän	5,0	3,5
Stat	-0,1	5,2
Kommun	3,5	3,0
Landsting	6,8	4,6
TOTALT	4,0	3,5

Källor: SCB, Kommunförbundet, Landstingsförbundet och Riksbanken.

I genomsnitt var lönerna 3,5 procent högre under första halvåret 1993 än under samma period förra året. Inom staten respektive landstingen var ökningen ca 5 procent, och i övriga sektorer drygt tre procent. Den höga ökningstakten i den statliga sektorn var tillfällig och beror på att avtalsmässiga löneökningar genomfördes under första halvåret

Generellt sett påverkas den genomsnittliga löneutvecklingen av den kraftigt fallande sysselsättningen. Eftersom det i stor utsträckning är lägre avlönade som förlorat jobben resulterar det i en högre genomsnittlig lönenivå, även när inga individuella löneökningar skett. Detta innebär att lönestatistiken i viss mån överskattar den underliggande löneutvecklingen. Lönekostnaderna för företagen utvecklas dessutom ännu svagare, till följd av att arbetsgivaravgifterna sänktes från årsskiftet 1992/93.

### **PRODUKTIVITETSUTVECKLINGEN**

Hur starkt löneökningarna slår igenom i ökade priser beror bland annat på produktivitetens utvecklingen. Sedan början av 1992 har arbetsproduktiviteten ökat markant i den varuproducerande sektorn, som exempelvis jordbruk, gruvor och tillverkningsindustri. Mellan andra kvartalet 1992 och andra kvartalet 1993 ökade produktiviteten med

knappt 6 procent, från att i början av 1992 ha legat på 2 procent (Se figur 11).

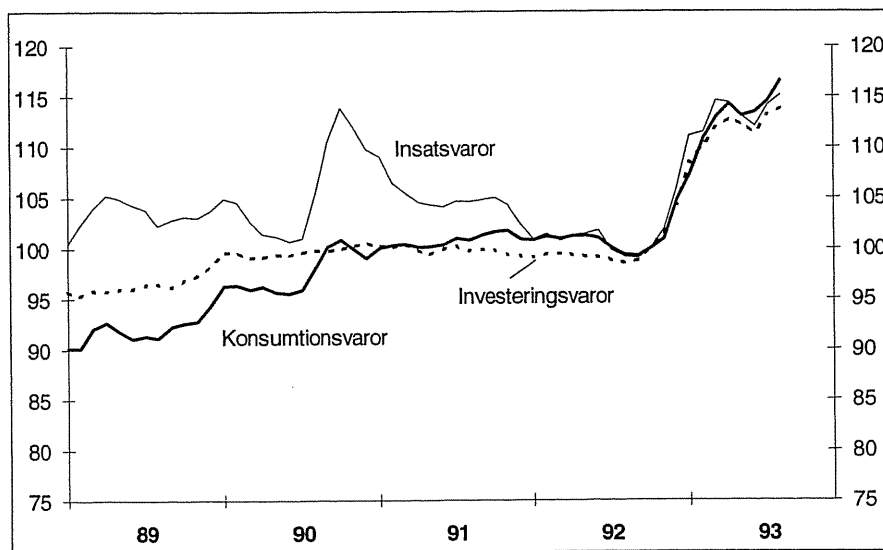
Denna utveckling kan till stor del förklaras av att sysselsättningen, räknat i antalet arbetade timmar, fallit snabbare än produktionen. Under första halvåret 1993 har dock minskningen av varuproduktionen upphört, medan antalet arbetade timmar fortsatt att minska. När det gäller den privata tjänsteproduktionen, till exempel detaljhandel, kommunikationer, bank och försäkringar samt bostäder, visar produktiviteten däremot inte några tecken till att öka.

En mycket måttlig lönekostnadsutveckling, tillsammans med produktivitetens ökning i stora delar av ekonomin, bör innebära begränsade inflationsimpulser från arbetsmarknaden under en tid framöver. Däremot har kronans fall bidragit till kraftiga kostnadshöjningar för företagen genom högre importpriser.

### **IMPORTPRISER OCH VÄXELKURS**

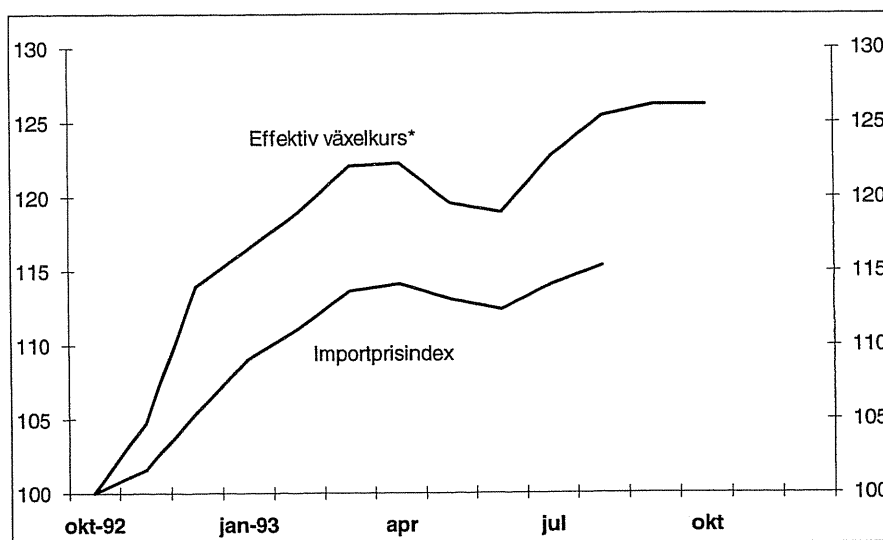
Producentprisstatistiken till och med augusti visar att importpriserna i genomsnitt har höjts med ca 15 procent sedan oktober 1992. Jämfört med augusti 1992 har de stigit med ca 17 procent. Statistiken tyder också på att deprecieringen givit ungefär lika stora priseffekter för olika varugrupper sedan oktober förra året. (Se figur 12).

FIGUR 12. IMPORTPRISUTVECKLINGEN FÖRDELAD  
PÅ VARUGRUPPER  
*Index oktober 1992=100*



Källa: SCB.

FIGUR 13. UTVECKLINGEN AV EFFEKTIV VÄXELKURS\*  
OCH IMPORTPRISINDEX  
*Index oktober 1992=100*



\* Generaltullstyrelsens omräkningskurser för valutor, vägt med valutornas importandel

Källor: SCB, Generaltullstyrelsen och Riksbanken.

Under perioden oktober 1992 till oktober 1993 försvagades kronan med knappt 21 procent<sup>3</sup> gentemot våra viktigaste konkurrentländers valutor, vägda med hänsyn till respektive andel i importen. En jämförelse av växelkurs- och importprisutvecklingen visas i figur 13 ovan.<sup>4</sup>

Med en så kraftig depreciering finns det sannolikt ett behov hos företagen att ytterligare höja priserna. Importprishöjningarna på insats- och investeringsvaror påverkar dock producent- och konsumentpriserna med viss fördröjning. Den svaga efterfrågan har sannolikt bidragit till att processen har förskjutits framåt i tiden och att vissa prishöjningar kommer först när konjunkturen vänder uppåt.

### **KOMPONENTUPPDELNING AV DEFLATORN FÖR SLUTLIG ANVÄNDNING**

Ett förenklat sätt att analysera effekterna av faktorer av betydelse för inflationen är att dela upp deflatorn för total slutlig användning.<sup>5</sup> Komponenterna i denna prisdeflator är lönekostnader, bruttodriftsöverskott, nettot av indirekta skatter och subventioner, samt importpriser. Även om denna metod

har sina uppenbara brister<sup>6</sup> ger den en indikation om varifrån prisimpulserna har kommit under de senaste åren.<sup>7</sup>

I figur 14 visas de olika komponenternas bidrag till prisdeflatorn under åren 1989-1993. Samtliga komponenter utom importprisdeflatorn avser per producerad enhet.

Kalkylen visar att ökningen av lönekostnaderna per producerad enhet i allt större utsträckning bidrog till inflationen fram till och med 1990/91. Därefter har lönekostnadsökningarna bidragit relativt måttligt till inflationsutvecklingen. Importpriserna gav negativa bidrag till prisutvecklingen 1992, men beräknas under 1993 bidra till ca hälften av inflationen.

Även nettot av indirekta skatter och subventioner gav ett negativt bidrag 1992, bland annat beroende på att momsen på livsmedel, inrikes resor m.m. sänktes från årsskiftet. Ändrade indirekta skatter och subventioner väntas dock ge fortsatta negativa bidrag.

Bruttodriftsöverskottet per producerad enhet gav väsentliga bidrag till prisutvecklingen såväl 1991 som 1992 och väntas göra det även i år. Det kraftiga BNP-fallet de senaste åren har inträffat samtidigt som bruttodriftsöverskottet har hållits uppe, räknat per producerad enhet. Dessutom har margina-

<sup>3</sup> Detta motsvarar ett indexvärde på 126 ( $26/126=0,206$ ).

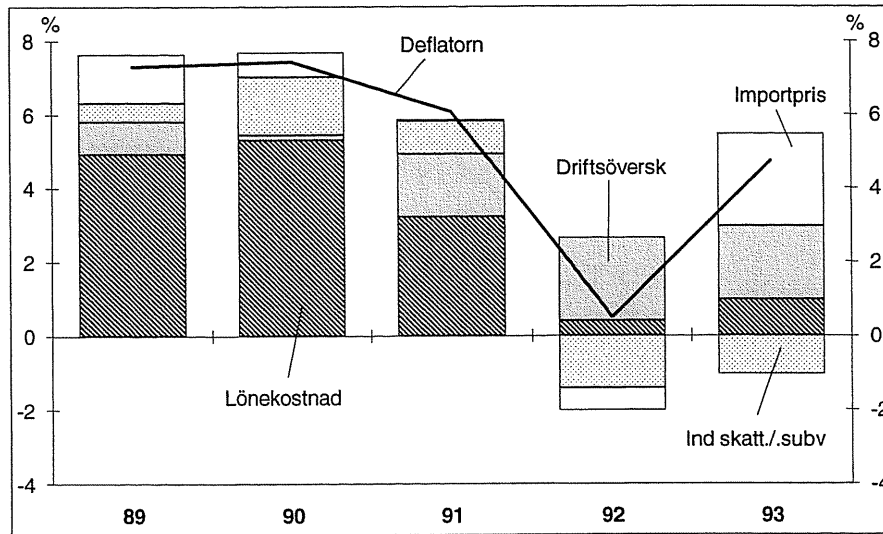
<sup>4</sup> Genomförandet av EG:s inre marknad innebär att det från och med i år inte finns någon tillgänglig handelsstatistik i EG-länderna. En sådan statistik skulle behövas för att mer ingående kunna analysera importpriseffekterna till följd av deprecieringen.

<sup>5</sup> Summan av BNP-deflatorn och importprisdeflatorn.

<sup>6</sup> Till exempel antas komponenternas utveckling under ett visst år endast bidra till prisutvecklingen under samma år. Dessutom är sambanden mellan inflationen och de olika komponenterna mycket förenklade.

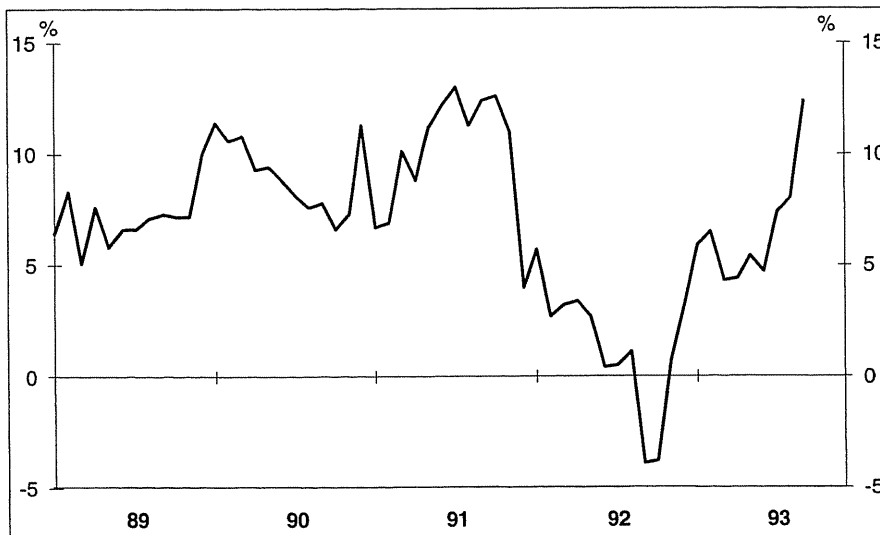
<sup>7</sup> I deflatorn för total slutlig användning ingår importprisutvecklingen direkt, till skillnad från i BNP-deflatorn som endast återspeglar prisutvecklingen på varor och tjänster producerade i landet. Båda deflatorerna täcker en större del av prisutvecklingen i ekonomin än KPI, som endast visar prisutvecklingen för den privata konsumtionen. Samtliga dessa inflationsmått visar emellertid en likartad trendmässig utveckling under de senaste åren, även om nivåerna varierar något.

FIGUR 14. BIDRAG TILL DEFLATORN FÖR TOTAL  
SLUTLIG ANVÄNDNING  
*Procentenheter*



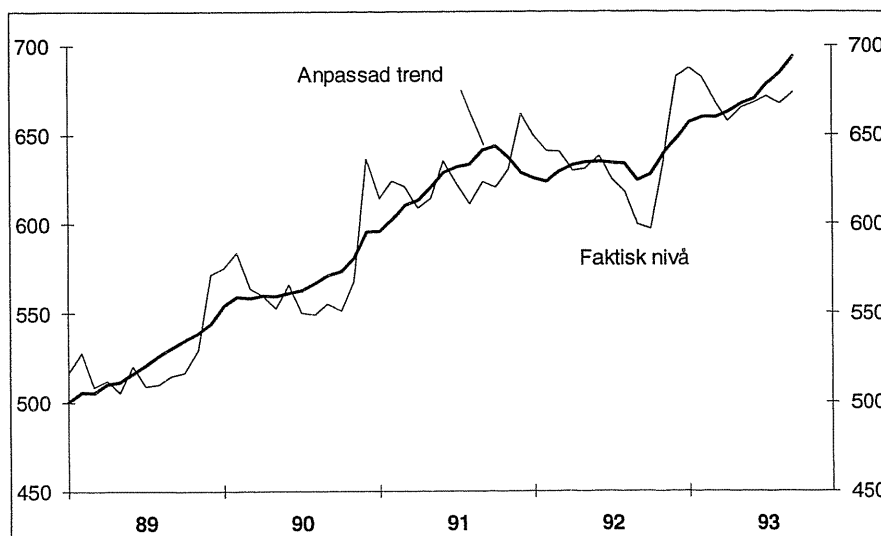
Källor: SCB och Riksbanken.

FIGUR 15. PENNINGMÄNGDEN  
*12-månaderstal*



Källa: Riksbanken.

FIGUR 16. PENNINGMÄNGDEN, FAKTISK NIVÅ  
OCH ANPASSAD TREND<sup>8</sup>  
*Miljarder kronor.*



Källa: Riksbanken.

lerna kunnat hållas uppe relativt väl på hemmamarknaden. I år kommer deprecieringen dock att ge betydande effekter på bruttodriftsöverskottet, dock endast inom en mindre sektor av ekonomin. Detta motverkas samtidigt av försämrade vinstmarginaler i andra delar av ekonomin.

### PENNINGMÄNGDENS UTVECKLING

Penningmängdens utveckling är i allmänhet en god indikator på inflationen. Beräkningar på Riksbanken visar att förändringar i den svenska penningmängden (M3) tidigare påverkat inflationen med en fördröjning på fem till sju kvartal. Penningmängden mäter svensk allmänhets tillgodohavanden i likvida tillgångar i svensk och utländsk valuta. Till ca 85 procent består penningmängden av inlåning i kronor. Övriga komponenter är sedlar och mynt, inlåning i utländsk valuta, bankcertifikat samt tillgångar på postgiro. Tillväxten i M3 mätt i tolv månaderstäl avtog successivt under 1992 för att vara negativ

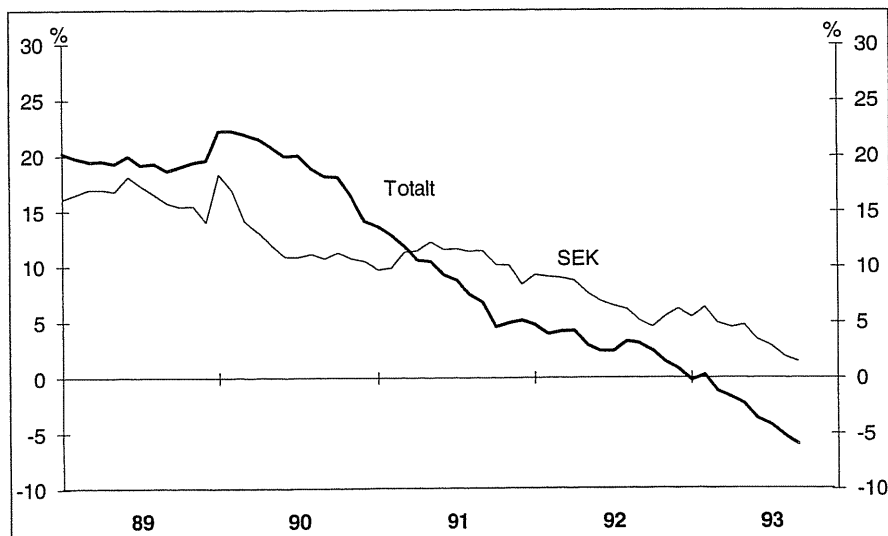
under september och oktober. Därefter steg tillväxttakten för att under första halvåret variera kring 5 procent. Under tredje kvartalet 1993 ökade den och var i september 12,3 procent. (Se figur 15).

För tolkningen av penningmängdens förändring 1993 har den svaga utvecklingen i M3 1992 en avgörande betydelse. Sensommaren 1992 präglades av ett högt och variabelt ränteläge, vilket ökade hushållens och i synnerhet företagens benägenhet att placera i räntebärande värdepapper, vilka inte ingår i M3. Detta skedde delvis på bekostnad av bankinlåning i kronor, vars tillväxttakt därför dämpades betydligt. Sedan oktober 1992 har tillväxten i inlåning från företag tilltagit, mätt som tolv månaderstäl, medan tillväxten i hushållens bankinlåning varit svag. Den positiva tillväxten i M3 under 1993 kan således i huvudsak förklaras av ökad bankinlåning från företag.

Figur 16 visar en trendmässig ökning av M3 under det senaste året. Den kompletterar bilden som ges av tolv månaderstalen i figur 15.

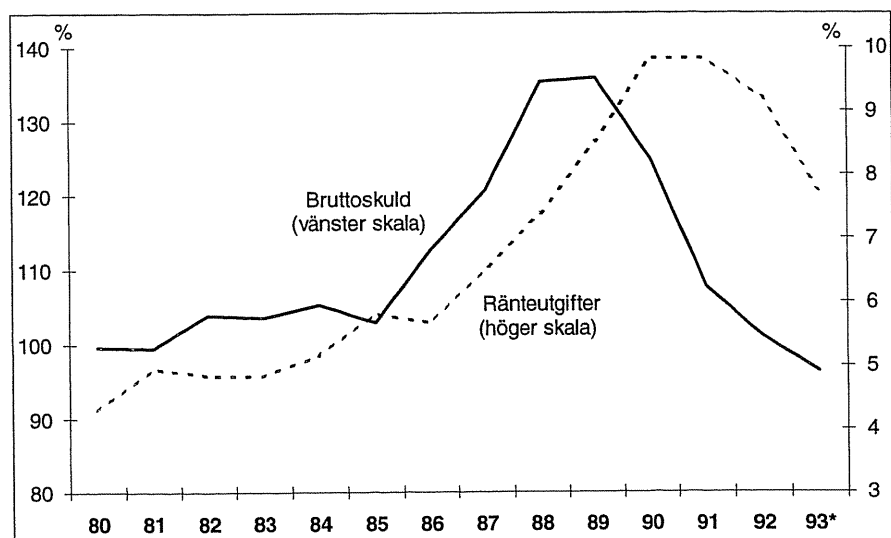
<sup>8</sup>En trend har anpassats till penningmängdsutvecklingen med hjälp av ett så kallat Kalman-filter. Detta är besläktat med det spektrafilter som används vid beräkningen av den trendmässiga BNP-utvecklingen i avsnitt 3.

FIGUR 17. KREDITINSTITUTENS UTLÅNING TILL SVENSK ALLMÄNHET\*, TOTALT OCH I SEK  
*12-månaderstal*



\* Utlåningsstocken har korrigerats för valutakursändringar och befarade kreditförluster  
Källa: Riksbanken.

FIGUR 18. HUSHÅLLENS BRUTTOSKULD OCH RÄNTEUTGIFTER EFTER SKATT I FÖRHÅLLANDE TILL DISPONIBEL INKOMST  
*Procent*



\* prognos Riksbanken  
Källor: SCB och Riksbanken.

---

Den ökade inlåningen från företag är en spegelbild av att företagens innehav av statskuldväxlar successivt har minskat. Det är i sin tur en effekt av det sjunkande ränteläget och av mer förmånliga villkor för specialinlåningen. Företagens amorteringar har dock haft en något dämpande effekt på tillväxten i inlåningen. Inlåningen från hushållen har också ökat under det senaste året, om än svagt. Därutöver har hushållens sparande i alternativa sparformer som exempelvis försäkringssparande tilltagit.

### **KREDITEFTERFRÅGAN**

Bankernas utlåning har en viss samvariation med inflationen med ungefär ett års förskjutning. Sambandet är dock inte lika stabilt som det mellan förändringar av M3 och inflationen. Speciellt var samvariatio svag under slutet av 1980-talet.

Kreditefterfrågan har under den senaste tolv månadersperioden varit mycket svag, samtidigt som betydande amorteringar skett. (Se figur 17).

Under första halvåret 1993 har allmänheten gjort stora nettoamorteringar av skulder, främst i utländsk valuta. Detta är en fortsättning på den skuldsaneringsprocess som pågått under de senaste åren. Under perio-

den december 1992 till och med september 1993 minskade bankernas, bostadsinstituten och finansbolagens totala utlåning till allmänheten i svenska kronor med drygt 30 miljarder. Företagens upplåning direkt i utlandet har under samma period ökat med ca 10 miljarder kronor, samtidigt har dock företag nettoamorterat lån i utländsk valuta i svenska kreditinstitut för 80 miljarder kronor.

Hushållens skuldsanering har pågått i hög takt under flera år. Skuldsättningen i förhållande till såväl inkomster som förmögenheter är nu nere på nivåer som rådde under 1980-talets första hälft. (Se figur 18). Även hushållens ränteutgifter efter skatt i förhållande till inkomsterna visar samma utveckling.

Bland företagen startade skuldsaneringen senare, men också den har skett i hög takt. Normalt finansierar företagen sin expansion huvudsakligen med lånade medel. Det var dock ej fallet 1992 och är det i ännu mindre utsträckning under 1993. Företagens sparande är nu kraftigt positivt. Huvuddelen av företagens skuldsanering sker därmed med internt genererade medel. Därutöver har också en betydande skuldsanering skett genom konkurser.



## 4. Inflationsförväntningar och inflationsprognoser

Inflationsförväntningar kan ses som prognoser på framtida inflation och därmed hur väl målet om prisstabilitet kommer att uppfyllas i framtiden. De kan också uppfattas som mått på hur stram penningpolitiken förväntas vara i framtiden och utgör därmed ett mått på politikens trovärdighet.

Ett sätt att mäta inflationsförväntningar är att studera olika inflationsprognoser. I detta avsnitt görs först en sammanställning av KPI-prognoser från S-E-Banken, Svenska Handelsbanken, Nordbanken, Industriförbundet och Konjunkturinstitutet. Medianvärdet av prognoserna har beräknats.<sup>1</sup> Resultaten ger en grov bild av hur prognosekonomernas inflationsförvänt-

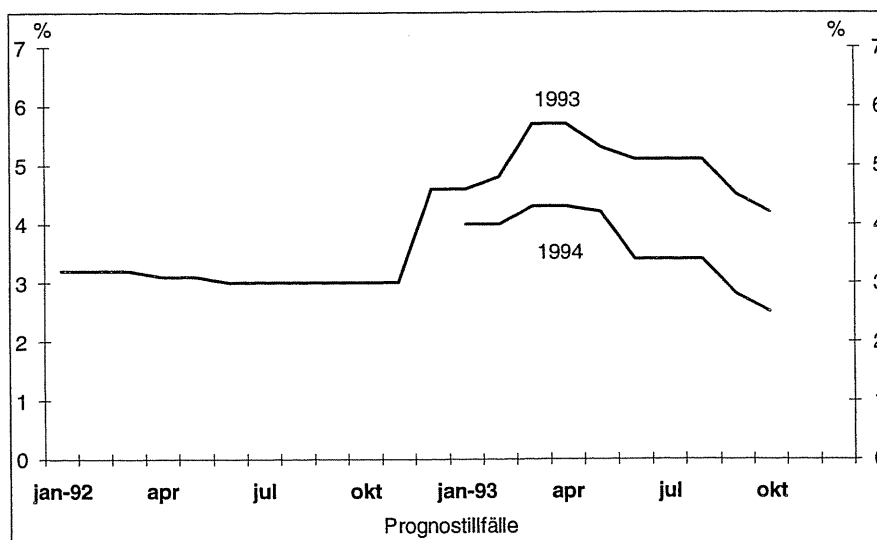
ningar förändras över tiden. Det visas i figur 19.

Sammanställningen visar att prognosekonomernas medianprognos, avseende KPI för perioden december 1992 till december 1993, steg efter kronans fall i november 1992, från ca 3 procent till 4,6 procent. I mars i år steg medianprognosen ytterligare till knappt 6 procent. Därefter har ekonomernas inflationsförväntningar för 1993 successivt reducerats till 4,2 procent i oktober. Samtidigt förväntades en höjning av KPI med 2,5 procent under 1994.

Prognosekonomernas inflationsförväntningar för den årliga prisökningstakten är därmed tillbaka på den nivå som gällde innan kronans fall.

Hushållens inflationsförväntningar mäts med hjälp av en undersökning av hushållens inköpsplaner (HIP) som genomförs av SCB.<sup>2</sup> Hushållen tillfrågas bland annat om hur de

FIGUR 19. KPI-PROGNOSENER FÖR 1993 OCH 1994  
*December-december, medianvärden*

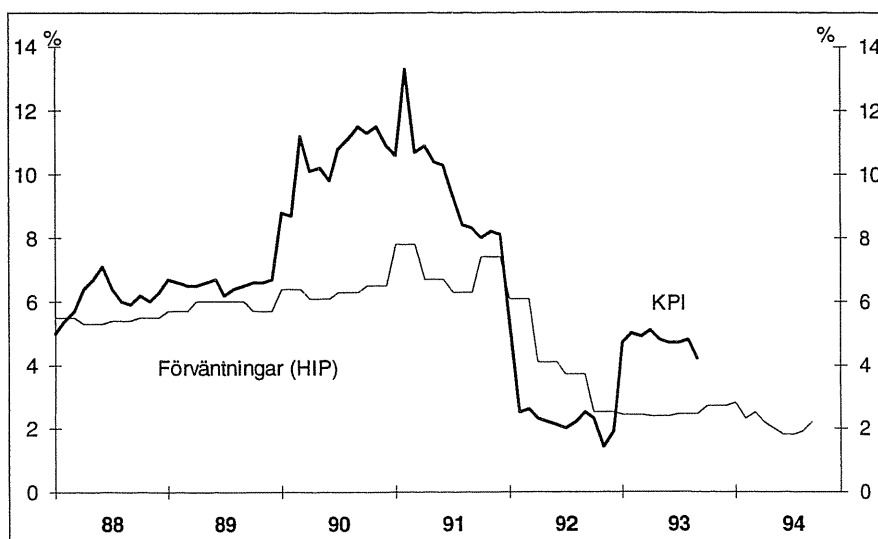


Källor: Konjunkturinstitutet, S-E-banken, Nordbanken, Handelsbanken, och Industriförbundet.

<sup>1</sup> När ingen ny prognos finns tillgänglig antas den senast utförda gälla.

<sup>2</sup> Undersökningen omfattar ett urval av 2100 hushåll och genomförs månadsvis sedan januari 1993. Tidigare genomfördes undersökningen kvartalsvis.

FIGUR 20. KPI OCH HUSHÅLLENS INFLATIONS-  
FÖRVÄNTNINGAR (HIP)  
*12-månaderstal*



Källa: SCB.

tror att prisnivån kommer att utvecklas de kommande 12 månaderna.

De senast publicerade resultaten visar att hushållens förväntar sig att prisnivån kommer att höjas med i genomsnitt 2,2 procent mellan september 1993 och september 1994.<sup>3</sup> Se figur 20 ovan.

I samband med kronans fall steg hushållens inflationsförväntningar endast i mycket begränsad omfattning. I oktober 1992 låg förväntningarna på 2,7 procent och i januari 1993 på 2,8 procent. Utvecklingen under åren 1990 och 1991 visar dock att hushållen i hög grad tycks bortse från engångshöjningar av prisnivån, till följd av exempelvis ändrade indirekta skatter och subventioner, när de bildar sina inflationsförväntningar. Det är sannolikt att detta även gäller tillfälliga prisetffekter till följd av övergången till rörlig växelkurs. Det är därför inte helt ade-

kvat att jämföra prognosekonomernas och hushållens inflationsförväntningar, eftersom ekonomernas prognoser avser KPI. De kan därför inte bortse från engångshöjningar av prisnivån.

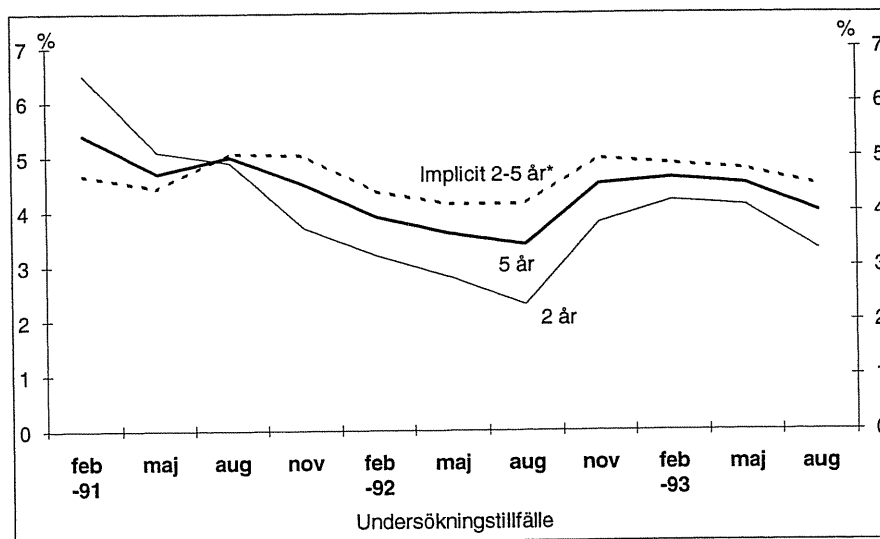
Sedan februari 1991 genomför Aragon Fondkommission kvartalsvis en undersökning av inflationsförväntningarna hos svenska och internationella placerare på obligationsmarknaden. Dessa tillfrågas om vad de tror att medelinflationen per år väntas bli de följande två respektive fem åren.<sup>4</sup>

Placerarnas inflationsförväntningar har successivt reducerats, efter att ha stigit i samband med kronans fall. I augusti 1993 förväntade placerarna att inflationen de kommande två åren i medeltal skulle bli 3,3 procent. (Se figur 21.)

<sup>3</sup> Endast svar mellan 0 och 15 procent ingår i dessa beräkningar. Sammanställningar där samtliga svar ingår (inkl. extremvärden) ger dock samma bild av hushållens inflationsförväntningar.

<sup>4</sup> De placerare som ingår i undersökningen grupperas i försäkringsbolag, interbankhandlare, industriföretag, utländska kunder samt fondbolag. Från varje grupp tillfrågas fyra företag vid varje undersökningstillfälle.

FIGUR 21. INFLATIONSFÖRVÄNTNINGAR HOS PLACERARE  
PÅ OBLIGATIONSMARKNADEN  
*Medeltal av förväntad årlig inflation de närmaste två resp. fem  
åren, från när undersökningen gjordes.*



\* Avser genomsnittliga inflationsförväntningar för perioden 2 till 5 år framåt i tiden och är beräknade utifrån Aragon's undersökning.  
Källa: Aragon fondkommission.

Vid samma tidpunkt förväntade sig prognosekonomerna att KPI skulle stiga med i genomsnitt 4,3 procent under loppet av åren 1993 och 1994, dvs. 1 procentenhet mer än vad placerarna förväntade sig. Jämförelsen är dock inte rättvisande då förväntningarna inte avser samma tidsperiod.

Placerarnas förväntningar de kommande fem åren var i augusti 1993 4 procent per år. På några års sikt förväntar sig således placerarna en ökad inflation. Inflationsförväntningarna är, enligt enkäten, ännu inte nere på nivån innan kronans fall varken på två eller fem års sikt.

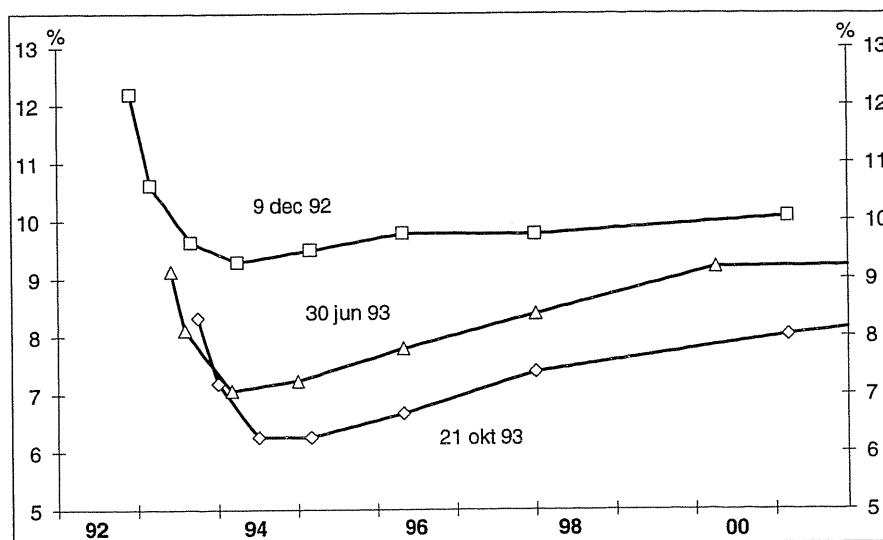
En jämförelse av förväntningarna på två och fem års sikt visar att placerarna förväntar sig en inflation på i genomsnitt 4,5 procent per år under perioden augusti 1995-augusti 1998. Inflationsförväntningarna på denna, något längre, sikt har inte minskat lika mycket som förväntningarna på 2 års sikt.

Det kan också konstateras att placerarna i genomsnitt inte räknar med att Riksbankens inflationsmål kommer att uppnås från 1995.

### IMPLICITA TERMINSRÄNTEKURVOR

Genom att studera en sekvens av implicita terminsräntekurvor ges en indikation om hur inflationsförväntningarna förändras mellan olika tidpunkter. Den implicita terminsräntekurvan kan tolkas som den förväntade framtida utvecklingen över tiden av de korta räntorna. I figur 22 visas tre olika kurvor, från 9 december 1992, 30 juni och 21 oktober 1993. I stort har hela terminskurvan skiftat ner kraftigt under perioden. I grova drag rör det sig om ett parallellt skift ned av kurvan med 2-3 procentenheter för löptider upp till fem år. Detta kan tolkas som att inflationsförväntningarna på några års sikt har reviderats ned väsentligt.

FIGUR 22. IMPLICITA TERMINSRÄNTEKURVOR 9 DECEMBER 1992  
30 JUNI OCH 21 OKTOBER 1993  
*Effektiv årsränta.*



Källa: Riksbanken.

Under tredje kvartalet 1993 har motsvarande skift nedåt varit ca 1 procentenhet. Det bör dock observeras att fallet avstannade under den senare delen av kvartalet. Dock har en svag vridning av kurvan skett, med fortsatt fallande implicita terminsräntor på de längre löptiderna.

I likhet med Aragons undersökning indikerar de implicita terminsräntekurvorna att marknaden förväntar sig en ökad inflationstakt efter 1994.

En reservation vad gäller tolkningen av förändringar i de implicita terminskurvorna bör dock göras. Det går inte helt att avgöra om det är förändringar i inflationsförväntningar eller av termins- eller inflationsriskpremiens storlek som förorsakar skift i terminsräntorna. Metoden förutsätter också att den förväntade framtida realräntan inte förändras kraftigt under den aktuella perioden. Måttet bör därför endast betraktas som en indikation på förändringar i inflationsförväntningarna.

## 5. Penning- och finanspolitik

### PENNINGPOLITIKEN

Penningpolitikens instrument, förändringar i marginalräntan, påverkar de korta marknadsräntorna medan de längre marknadsräntorna i huvudsak påverkas av förväntningar om framtida inflation och realräntor. Dessa i sin tur påverkas av förväntningar om den framtida ekonomiska utvecklingen och den ekonomiska politikens utformning. Emellertid ger dagens penningpolitik även signaler om den framtida. Den försiktighet som Riksbanken har iakttagit vad gäller räntepolitiken har haft som syfte att reducera inflationsförväntningarna och få till stånd en varaktig räntenedgång. De långa räntorna har sjunkit avsevärt, och den implicita terminräntekurvan har skiftat nedåt över tidsperioden. (Se figur 22, sidan 24.) Det är en indikation på att penningpolitikens trovärdighet har stärkts under året. Utvecklingen av växelkursen har emellertid varit mindre fördelaktig.

Penningpolitiska förändringar ger effekter på inflationen med en tidsfördröjning på ett till

två år. Det betyder att penningpolitiken måste föras med motsvarande tidsperspektiv. Penningpolitiken måste framför allt bedrivas utifrån den förväntade utvecklingen så att prisstabilitet uppnås på medellång sikt.

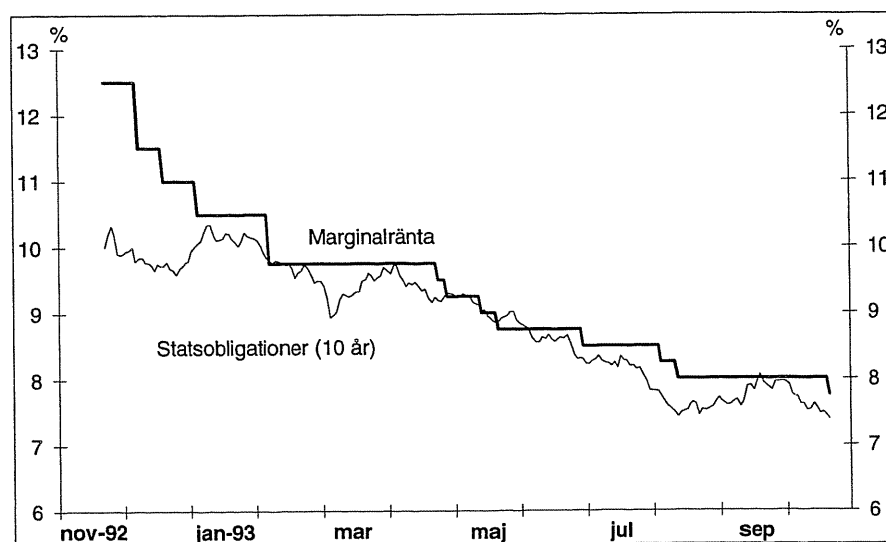
### PENNINGPOLITIKEN DET SENASTE ÅRET

Efter övergången till rörlig växelkurs den 19 november 1992 preciserades inflationsmålet och en försiktig strategi vad gäller sänkningar av marginalräntan påbörjades. Räntan har sänkts i ett antal små steg. Från utgångsläget den 19 november 1992 till och med oktober 1993 har marginalräntan sänkts 12 gånger från 12,5 procent till 7,75 procent i oktober.

Perioden kan indelas i tre delar. Från november 1992 till början av februari 1993 sänktes marginalräntan i något större steg. Fyra sänkningar på 0,5-1 procentenhet genomfördes. Från slutet av april till mitten av augusti följde sju sänkningar, var och en på 0,25 procentenheter. Marginalräntan sänktes med ytterligare 0,25 procentenheter den 21 oktober. (Se figur 23.)

Syftet med politiken har varit att utnyttja det utrymme som den låga aktivitetsnivån, skuldsaneringsprocessen och det ökade pri-

FIGUR 23. MARGINALRÄNTAN OCH RÄNTAN PÅ 10-ÅRIGA  
STATSOBLIGATIONER SEDAN 19 NOVEMBER 1992  
*Dagsnoteringar, procent*



vata sparandet ger, utan att bidra till osäkerhet och inflationsförväntningar och därmed stigande långa räntor och försvagad växelkurs. De långa räntorna har också fallit avsevärt. Strax före deprecieringen låg 10-års räntan på 11,2 procent. Den 19 oktober 1993 hade den sjunkit till 7,4 procent, alltså ett fall på 3,8 procentenheter. Under samma period minskade räntedifferensen gentemot tyska obligationsräntor från 3,8 till 1,5 procentenheter.

De långa räntorna har fallit kraftigt under 1993. Vid några tillfällen under 1993 har de emellertid stigit under några veckor med upp till 1 procentenhet. Sådana uppgångar inträffade under året i januari, februari, mars och september.

I januari kan uppgången troligen hänföras till den naturliga osäkerhet om penningpolitiken som uppstod efter bytet av växelkursregim.

I februari sänkte Riksbanken marginalräntan med 0,75 procentenheter. Detta visade sig vara en alltför kraftig sänkning. Så kort tid efter att kronan blev rörlig rådde fortfarande osäkerhet om penningpolitikens inriktning och mål. Den stora marginalräntesänkningen kan av marknaden ha tolkats som att Riksbanken hade skiftat till en annan strategi för penningpolitiken och att ytterligare stora sänkningar var att vänta. De korta räntorna föll kraftigt, de långa steg och växelkursen försvagades. Detta ledde till att Riksbanken den 25 februari intervenerade på penningmarknaden. Den korta räntan steg påtagligt medan den långa föll och kronan stärktes.

Ränteuppgången i mars kan ses som en test på den sammantagna stabiliseringspolitikens trovärdighet. Vid denna tidpunkt fanns en oro i marknaden för regeringens möjligheter att få parlamentariskt stöd för sitt förslag till budgetsanering. Den långa räntan steg och

växelkursen försvagades. Oron dämpades inte förrän regeringens förslag fick stöd i Riksdagen.

Ränteoron i september kan återigen i huvudsak kopplas till osäkerheten om den statsfinansiella utvecklingen. Intresset riktades, inte minst från internationellt håll, mot det stora upplåningsbehovet. Det fanns dessutom en osäkerhet om tidsprofilen för saneringen av statsfinanserna.

### **PENNINGPOLITIKENS EFFEKT PÅ DEN TOTALA EFTERFRÅGAN**

För bedömningen av penningpolitikens stramhet måste hänsyn tas både till räntornas och växelkursens effekt på den totala efterfrågan i ekonomin.

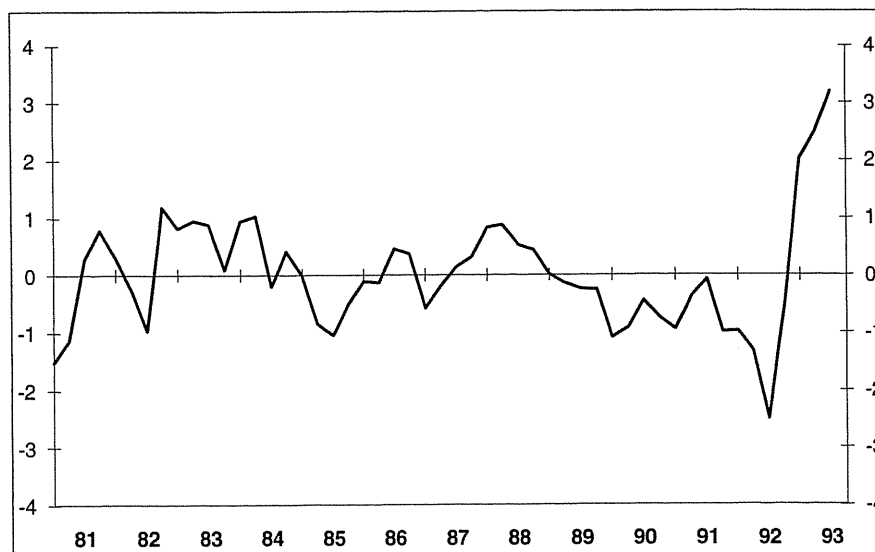
Penningpolitikens sammantagna effekt av sänkta räntor och försvagad växelkurs bidrar för närvarande med en betydande stimulans på den aggregerade efterfrågan. I figur 24 visas penningpolitikens "teoretiska" effekt på den totala efterfrågan.<sup>1</sup> Grafen visar penningpolitikens sammantagna effekt, ej beaktat vilken budgetpolitik som förs eller utvecklingen av utländsk efterfrågan. Grafen visar en mycket stor omsvängning av penningpolitiken från åtstramning till kraftig stimulans i samband med bytet av växelkursregim. Under tredje kvartalet ökade penningpolitikens stimulerande effekt ytterligare genom att den korta räntan sjönk med 0,6 procentenheter och växelkursen försvagades med 6 procentenheter mot ecu-index. Det svaga efterfrågeläget och uppgången av det privata sparandet har möjliggjort denna stora lättnad av penningpolitiken utan att prisstabiliteten äventyrats.

### **FINANSPOLITIKEN**

Det stora statliga budgetunderskottet ökar osäkerheten i den ekonomiska politiken och

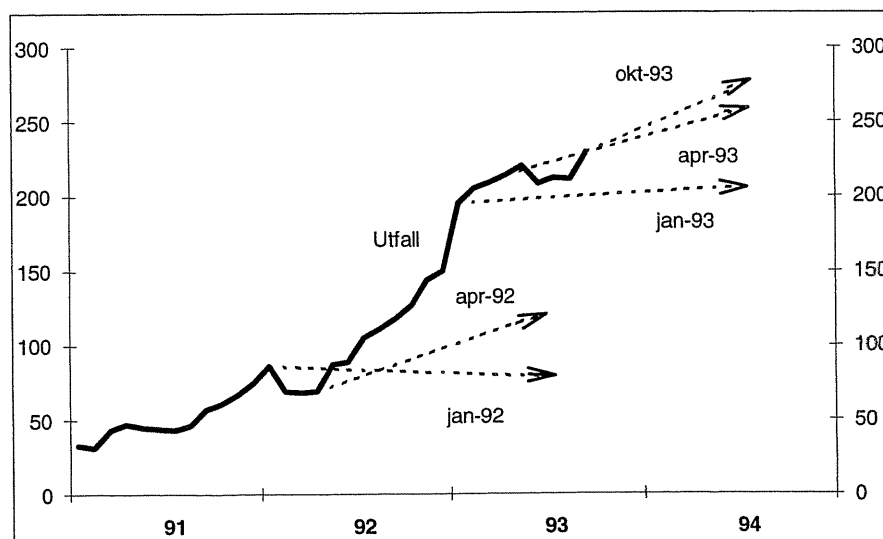
<sup>1</sup> I Hansson "En strukturell modell" i "Penningpolitiska indikatorer" utgiven av Riksbanken i juni 1993 ges en beskrivning av hur denna "teoretiska" effekt är beräknad.

FIGUR 24. PENNINGPOLITIKENS "TEORETISKA" EFFEKT  
PÅ TOTALA EFTERFRÅGAN PÅ 1 ÅRS SIKT  
*Procentenheter*



Källa: Riksbanken.

FIGUR 25. PROGNOSER OCH UTFALL FÖR  
STATENS LÅNEBEHOV\*  
*Miljarder kronor, ackumulerade  
tolvmånaderstal*



\* Figuren visar bland annat att lånebehovet under 12- månadersperioden till och med april 1992 uppgick till 69 miljarder kronor. I kompletteringspropositionen från samma månad antog Finansdepartementet ett lånebehov på 120 miljarder kronor för budgetåret 1992/93. Utfallet för 12-månadersperioden till och med juni 1993 blev 208 miljarder kronor.

Källa: Finansdepartementet, Riksgäldskontoret.

---

bidrar till att hålla räntenivån uppe. Vid flera tillfällen under året har politisk osäkerhet om möjligheten att minska underskottet och osäkerhet om underskottets storlek i sig lett till stigande räntor och försvagad växelkurs.

Det statsfinansiella läget har försämrats starkt de två senaste åren. Statens lånebehov är omfattande, och har både 1992 och 1993 överstigit det prognostiserade värdet. Finansdepartementet beräknar att lånebehovet uppgår till 270 miljarder kronor budgetåret 1993/94. (Se figur 25.) För budgetåret 1994/95 beräknas lånebehovet falla till 225 miljarder kronor.

Statskulden har ökat från 48 procent av BNP vid utgången av 1991 till 61 procent vid utgången av 1992. I slutet av 1993 beräknas den uppgå till 79 procent av BNP och kan vara lika stor som BNP i slutet av 1995. Internationellt är budgetunderskottet för närvarande det största bland OECD-ländernas och endast Italien, Belgien, Irland, Grekland och Kanada har större statsskuld i förhållande till BNP.

Budgetunderskottet består av en konjunkturrell del, som beror av lågkonjunkturen. Till exempel ökar utgifterna för arbetslösheten och minskar intäkterna från moms och inkomstskatter därför att hushållens inkomster för tillfället är låga. Den övriga delen av budgetunderskottet är strukturellt i den meningen att det kommer att kvarstå även när konjunkturen vänder uppåt. Enligt beräkningar på Riksbanken utgör det strukturella underskottet mer än hälften av 1993 års underskott. Om denna del av underskottet inte minskar kommer det att generera ökande räntebetalningar och ackumulera en allt större statskuld. Därmed hotar det att tränga ut offentlig service eller ge grogrund för ökade inflationsförväntningar, höjda räntor och försvaga växelkursen, vilket på sikt leder till svag tillväxt och låg sysselsättning. Endast ett beslutsamt saneringsprogram kan förhindra en sådan utveckling.



## 6. Slutsatser

Penningpolitikens roll är att skapa gynnsamma förutsättningar för uthållig tillväxt och hög sysselsättning genom att verka för stabila priser. Det är i detta sammanhang som arbetet med penningpolitiska indikatorer skall ses. Eftersom en penningpolitisk åtgärd får full effekt på den ekonomiska aktiviteten först efter ett till två år måste åtgärden ses i ett medel- och långsiktigt perspektiv. För att uppnå prisstabilitet på medellång sikt använder Riksbanken sig av ett flertal indikatorer.

I analysen av inflationsutvecklingen är det värdefullt att studera inflationstrycket sett över olika tidsperspektiv. Indikatorerna för det omedelbara inflationstrycket visar att detta är svagt. Alla mått på prisutvecklingen - KPI, BNP-deflatoren och de olika måtten på underliggande inflation - visar att prisutvecklingen för närvarande är dämpad. Industriproduktionen och kapacitetsutnyttjandet har ökat men det finns fortsatt ett betydande produktionsgap som utövar en dämpande effekt på prishöjningstendenser.

De flesta indikatorer visar på ett svagt inflationstryck också med ett tidsperspektiv på ett år och därefter. Arbetsmarknaden kännetecknas av hög arbetslöshet även om antalet vakanser har ökat något. Den stora deprecieringen av kronan har resulterat i att importpriserna stigit med ca 17 procent. På grund av det svaga efterfrågeläget, delvis till följd av ökat hushållssparande och skuldsaneringsprocessen, har prisgenomslaget, mätt som KPI, blivit begränsat. I takt med att konjunkturen förväntas förbättras under 1994 kan priserna komma att öka. En starkare krona det närmaste året skulle minska risken för kraftiga prishöjningar.

Penningmängden, mätt som M3, är i allmänhet en god indikator på inflationen på ett till två års sikt. Däremot skulle M3 inte

vara ett tillfredställande intermediärt mål för penningpolitiken. Det beror på att efterfrågan på pengar är betydligt starkare relaterad till förändringar i BNP än till förändringar i den korta räntan. Därmed kan den korta räntan endast användas för att gradvis lotsa tillbaka penningmängden vid en eventuell avvikelse från målbanan.<sup>1</sup> Den trendmässiga utvecklingen i M3 har varit stark under det senaste halvåret. För att göra en bedömning av hur denna tillväxttakt påverkar inflationen måste den relateras till den reala utvecklingen. BNP beräknas stiga med ca 2 procent 1994 och ännu något mer 1995. Relationen mellan penningmängdstillväxten och den reala tillväxten enligt Riksbankens prognos indikerar att inflationen kan komma att ligga nära den övre gränsen för Riksbankens inflationsmål 1995. Kreditefterfrågan har däremot utvecklats svagt.

De olika indikatorerna för inflationsförväntningarna med ett tidsperspektiv över 2 år kan tolkas som att Riksbanken ännu inte lyckats övertyga marknadsaktörerna om att inflationsmålet kommer att uppnås. Den implicita terminsräntekurvan har skiftat ner under året men har blivit något brantare. Samtidigt som de korta marknadsräntorna fallit kraftigt förväntas räntenivån på några års sikt inte vara i motsvarande mån lägre, dvs. en ränteuppgång förväntas.

De långa räntorna har dock fallit med ca 4 procentenheter sedan perioden strax innan kronan började flyta. Räntedifferensen mot Tyskland, som för närvarande har hög inflationstakt, har också minskat men är fortsatt omkring 1,5 procentenheter.

En jämförelse av förväntningarna på 2 till 5 års sikt, baserat på Aragons undersökning, visar att placerarna förväntar sig en inflation på i genomsnitt 4,5 procent per år under perioden augusti 1995 till augusti 1998. Dessa värden ligger över Riksbankens inflationsmål. Det är därför angeläget att förtro-

<sup>1</sup> Se "Penningpolitiska indikatorer", juni 1993.

---

endet för penningpolitiken stärks och att dessa förväntningar inte uppfylls.

Den kraftiga deprecieringen av kronan samt de ökade tudelningstendenserna i svensk ekonomi innebär också en risk att inflationsförväntningarna åter kan komma att stiga. Vid nuvarande nivå på kronkursen innebär det att den underliggande inflationen kan komma att öka under 1994 och 1995. För att förhindra en sådan utveckling är det angeläget att förtroendet för den ekonomiska politiken stärks. Därmed skapas också bättre förutsättningar för en starkare krona och därmed lägre prishöjningsimpulser.

Penningpolitiken kommer även i fortsättningen att ha en långsiktig inriktning för att öka förtroendet för politiken. Den realekonomiska utvecklingen är självfallet viktig. Efter det att kronan började flyta har penningpolitiken lagts om i en kraftigt expansiv riktning, men det dröjer innan det får fullt

genomslag i ekonomin. Vi ser emellertid redan många tecken på en konjunkturvändning. Den ekonomiska politiken måste bedrivas så att hänsyn tas till utvecklingen även på några års sikt. De ekonomiska problemen uppstod inte över en dag och det kommer att ta många år att lösa dem.

Sammanfattningsvis kan konstateras att det omedelbara inflationstrycket är lågt. Samma bild ger flera av indikatorerna på lite längre sikt. Nuvarande kronkurs utgör, om den skulle bli bestående, en risk. Importpriserna kommer då att fortsätta att stiga och vissa priser på varor producerade i Sverige kommer på grund av den förbättrade konkurrenssituationen också att höjas, dvs. inflationen ökar. Vid nuvarande depreciering kan den underliggande inflationen komma att stiga. Den ekonomiska politikens utformning är därför avgörande för prisutvecklingen.