



# Inflationsrapport

SVERIGES RIKSBANK

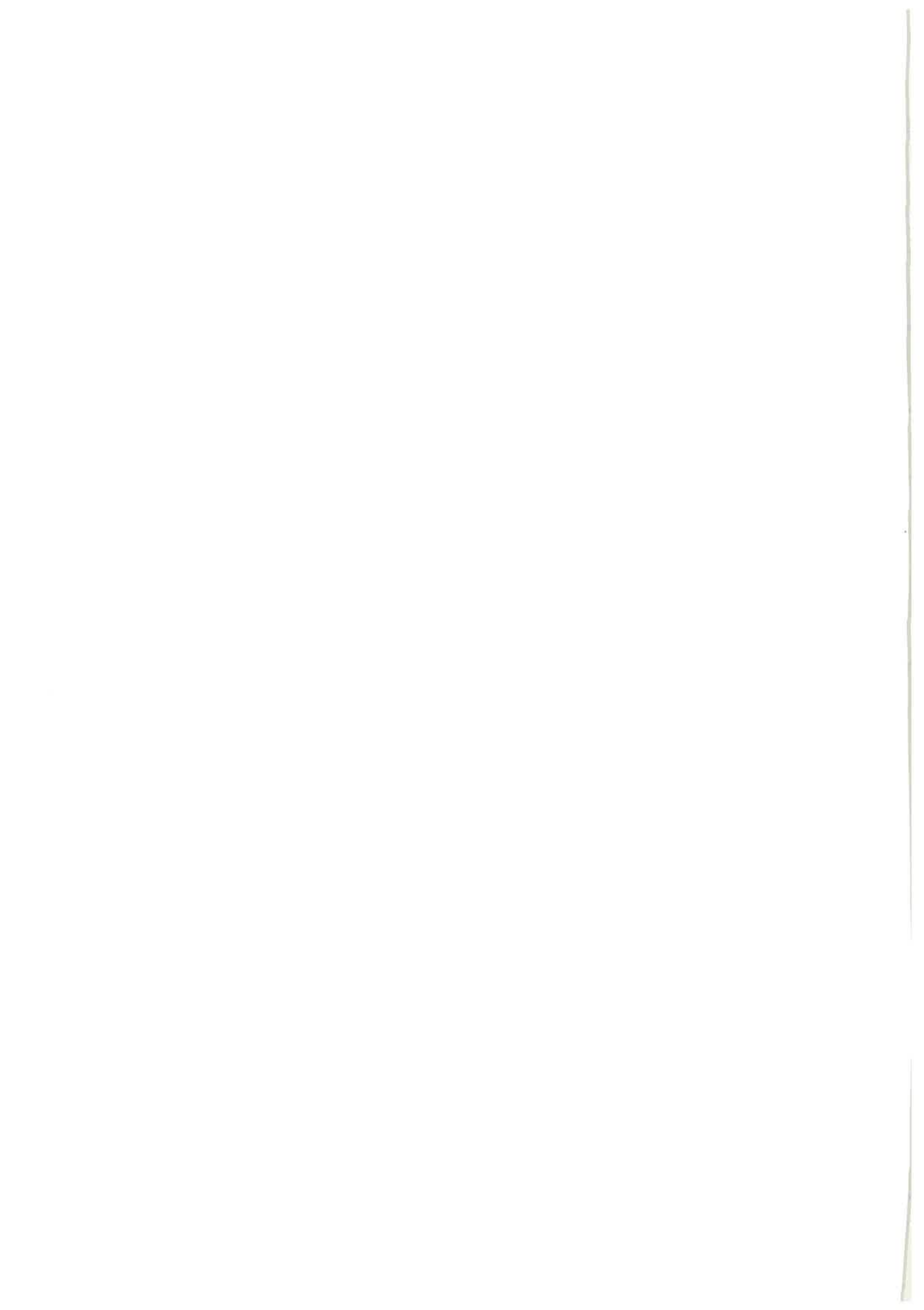


DECEMBER  
1996

4

# Innehåll

■ Förord	3
■ Sammanfattning	4
■ 1 Utvecklingen sedan föregående rapport	5
Inflationen	5
Faktorer av betydelse för den framtida inflationen	7
Peningpolitiken	19
■ 2 Inflationsbedömning december 1996	22
■ 3 Slutsatser för penningpolitiken	26
■ Bilaga	29



# Förord

I oktober 1993, för drygt tre år sedan, började Riksbanken publicera inflationsrapporter där våra bedömningar av den ekonomiska utvecklingen och inflationen redovisas. Detta är den elfte rapporten i ordningen. Från och med 1996 publiceras fyra rapporter per år.

Syftet med rapporterna är att ta fram underlag för penningpolitiska beslut, men också att sprida kännedom utanför Riksbanken om de bedömningar vi gör och därmed göra det lättare för utomstående att följa vår politik. Avsikten är också att uppmuntra till diskussion om penningpolitiska frågor.

Denna rapport följer samma uppläggning som de två föregående, från juni och september. Fokus är inställt på utvecklingen sedan föregående rapport och slutsatserna av denna utveckling för inflationsbedömningen och penningpolitiken. Avsikten är att

redovisa en sammanhållen bild av det perspektiv som vägleder politiken. I en diagrambilaga redovisas det statistiska underlagsmaterialet.

Arbetet med rapporten har i huvudsak utförts inom Riksbankens ekonomiska avdelning. Ansvariga har varit avdelningens chef Claes Berg och chefen för enheten för prisanalys Jonas Ahlander.

Inflationsrapporten har utgjort underlag för fullmäktiges penningpolitiska diskussion den 5 december 1996. Slutsatserna från diskussionen redovisas i kapitel 3.

*Stockholm i december 1996*

Urban Bäckström  
Riksbankschef

# Sammanfattning

■ Inflationen kommer att underskrida inflationsmålets nedre toleransgräns 1996. Den låga inflationen är i huvudsak en följd av ökat förtroende för den ekonomiska politiken, vilket medfört lägre räntor och starkare krona. Det finns dessutom tecken på att en skärpt konkurrens förbättrat prisbildningen.

■ Den information som framkommit sedan föregående rapport bekräftar bilden av en återhämtning i svensk ekonomi under 1996. Återhämtningen har främst skett genom en stark export- och investeringstillväxt. Även den privata konsumtionen förefaller nu ha vänt. Investeringarna har medfört att ekonomins produktionskapacitet ökat.

■ Tillväxtscenariot i de två närmast föregående inflationsrapporterna bedöms fortfarande vara sannolikt. Det är inte troligt att ekonomin under de kommande två åren överskrider den potentiella produktionsnivå där inflationen riskerar att ta fart.

■ Den information som inkommit om svensk ekonomi sedan september visar att inflationsutsikterna förbättrats. Inflationen bedöms i genomsnitt komma att vara knappt 1,5 procent under 1997 och ca 2 procent under 1998. Den registrerade inflationen förväntas stiga framför allt som en följd av att effekterna av lägre räntor och en starkare krona avtar.

■ Inflationen kan bli både lägre och högre än i huvudscenariot. Inflationsbenägenheten kan vara mindre än vi räknat med och leda till en lägre inflation än väntat. Konsumtionsefterfrågan kan stiga kraftigare än i huvudscenariot, vilket tillsammans med snabbt stigande lönekostnader skulle kunna leda till högre inflation.

■ Huvudscenariot talar för att penningpolitiken idag är relativt väl avvägd. Det ytterligare utrymme som eventuellt finns för att sänka reporäntan är begränsat. Reporäntan har sänkts kraftigt under året och många andra förändringar som är viktiga för den framtida inflationen har inträffat. Det behövs därför tid för att utvärdera vad som skett och för att analysera situationen. De analyser Riksbanken gör av inflationsförutsättningarna blir avgörande för penningpolitiken. Dessa analyser baseras dels på ny information om för inflationsutvecklingen strategiska variabler, dels på Riksbankens allmänna bedömning av hur inflationsbenägenheten i ekonomin utvecklas. Hur den bild som växer fram avtecknar sig i förhållande till analysen i denna rapport kommer att bestämma om reporäntan sänks ytterligare eller hålls oförändrad.

# Utvecklingen sedan föregående rapport

*I detta kapitel diskuteras den ekonomiska utvecklingen sedan föregående inflationsrapport, med betoning på förhållanden som påverkar den framtida inflationen. Först redovisas den senaste inflationsutvecklingen. Därefter analyseras faktorer av betydelse för den framtida inflationen som efterfråge- och utbudsförhållanden i ekonomin samt inflationsförväntningarna. Slutligen diskuteras den förda penningpolitiken.*

## Inflationen

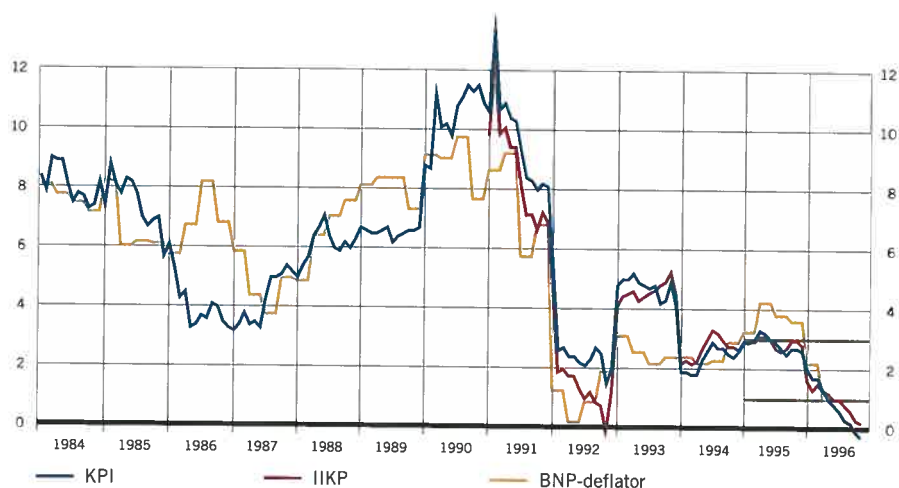
Inflationen har varit fortsatt låg under hösten. I november 1996 var inflationen mätt med KPI  $-0,3$  procent, vilket är lägre än i augusti då den uppgick till  $0,3$  procent. I oktober var årstakten också negativ,  $-0,1$  procent (se figur 1). Det EU-harmoniserade konsumentprisindexet (IIKP) visade en uppgång på  $0,2$  procent i november.

BNP-deflatorn, som är ett mått på prisutvecklingen på samtliga inhemskt producerade varor och

tjänster, ökade i stort sett i samma takt som KPI under andra kvartalet 1996. Uppgången under andra kvartalet 1996 var  $1,0$  procent. De fallande exportpriserna, till följd av den starkare kronan, har motverkats av prisutvecklingen på offentlig konsumtion. Den senare beror främst på stigande löner inom den offentliga sektorn. Priserna på investeringsvaror har däremot i stort sett legat stilla det senaste året.

Den fortsatta nedgången av inflationen mätt med KPI beror i stor utsträckning på att räntekost-

**Figur 1.**  
Konsumentprisindex, IIKP\*  
och BNP-deflatorn.  
Årlig procentuell förändring



\* Interimindex för internationella jämförelser av konsumentprisutvecklingen.

Anm. De horisontella linjerna för 1995 och 1996 anger Riksbankens toleransintervall för KPI. Källa: SCB.

naderna för egnahemsboende har minskat i allt snabbare takt (se figur 2). Den inhemskt genererade inflationen, som är ett mått på den underliggande inflationen, har också fallit något under hösten. Prisutvecklingen har blivit allt mer dämpad inom flera varu- och tjänsteområden, framför allt på livsmedel.

**Den fortsatta nedgången av inflationen beror i stor utsträckning på att räntekostnaderna för egnahemsboende har minskat i allt snabbare takt.**

Andra mått på den underliggande inflationen har, både enligt UND1 och UND2, fallit med ungefär en halv procentenhet mellan augusti och november till under 1 procent (se bilagan figur 3).<sup>1</sup> Sedan våren 1996 har den underliggande inflationen mätt på detta sätt varit högre än den registrerade inflationen. Det är främst de minskade räntekostnaderna för egnahemsboende som förklarar skillnaden.

**Den underliggande inflationen har, enligt UND1 och UND2, fallit med ungefär en halv procentenhet mellan augusti och november.**

<sup>1</sup> I båda måtten har effekter för indirekta skatter och subventioner samt räntekostnader för egnahem exkluderats från KPI. I UND2 har dessutom olje- och bensinpriser räknats bort.

Skillnaden mellan måtten på den underliggande inflationen och den inhemskt genererade inflationen, på ca 1 procentenhet, beror i huvudsak på att de förstnämnda omfattar importerade varor (exklusive ändrade indirekta skatter och subventioner).

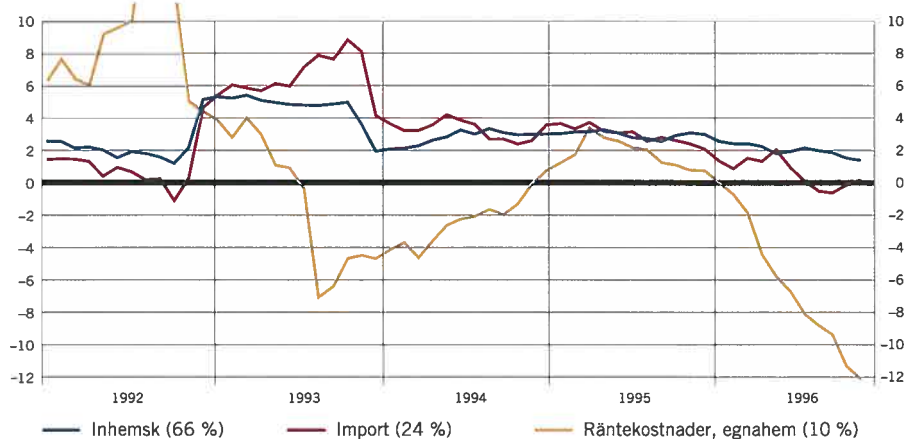
#### INFLATIONEN LÄGRE ÄN VÄNTAT

Under hösten, liksom under loppet av i stort sett hela 1996, har den registrerade inflationen varit lägre än väntat. Den genomsnittliga inflationen kommer 1996 att underskrida inflationsmålets undre toleransgräns med några tiondels procentenheter.

Till största delen beror överskattningen av inflationen på att KPI påverkats av effekter av engångskaraktär; lägre räntor och starkare växelkurs. I inflationsrapporten från i juni bedömdes exempelvis den registrerade inflationen uppgå till omkring 2 procent i slutet av 1996. Lägre räntor och importpriser uppskattas svara för ca två tredjedelar av skillnaden mellan junibedömningen och det faktiska utfallet. Den lägre inflationen under 1996 är således i stor utsträckning ett resultat av ett ökat förtroende för svensk ekonomisk politik.

**Den lägre inflationen under 1996 är i huvudsak ett resultat av ett ökat förtroende för svensk ekonomisk politik.**

**Figur 2.**  
Konsumentprisutvecklingen  
uppdelad på olika områden.  
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1996. Källor: SCB och Riksbanken.

Nedgången i den inhemskt genererade inflationen kan delvis förklaras av att ekonomin ännu inte nått sin potentiella produktionsförmåga. Effekterna på inflationen av ett negativt produktionsgap har också varit något större än vi räknat med.

Det finns även andra tecken på att prisbildningen förändrats mer permanent. En ökad inhemsk och internationell konkurrens, har tillsammans med de senaste årens låga inflation och nedgången av inflationsförväntningarna, förmodligen bidragit till ett förändrat prisbeteende. Inom handeln med dagligvaror och kläder förefaller dessa förändringar ha varit särskilt stora. Lågprisbutikernas marknadsandelar har ökat stadigt, samtidigt som exempelvis kläder alltmer importeras från nya leverantörsländer med lägre tillverkningskostnader.

Det är sannolikt inom dessa områden som ett ändrat konsumentbeteende och ökat prismedvetande givit störst effekter på prisbildningen. Det finns också liknande tecken inom handeln med hemelektronik och inom tjänstesektorn, bl.a. vad gäller transporter, resor och kommunikationer.

Det finns flera tänkbara skäl till denna utveckling; ökad konkurrens genom EU-medlemskapet och olika avregleringar har ökat omvandlingstrycket. Det är också möjligt att prismedvetenheten hos konsumenterna har ökat, i synnerhet vad gäller basvaror som kläder och livsmedel. I en ekonomi med låg och stabil inflation blir relativprisförändringar inom och mellan olika produktområden tydligare. Det leder till skärpt konkurrens och mindre möjligheter att automatiskt övervältra kostnader till konsumentprisledet.

---

**I en ekonomi med låg och stabil inflation blir relativprisförändringar inom och mellan olika produktområden tydligare.**

---

Återhämtningen i svensk ekonomi under de senaste fyra åren har skett genom en kraftig export- och investeringstillväxt. Samtidigt har konsumtionen utvecklats svagt. KPI är ett mått på prisutvecklingen på varor och tjänster i den privata konsumtionen. Den dämpade konsumentprisutvecklingen är därför också ett resultat av den svaga konsumtionsefterfrågan. Det är således svårt att dra definitiva slutsatser

om storleken på den minskade inflationsbenägenheten i nuvarande konjunkturfas.

Uthålligheten i den nuvarande låginflationsregimen har inte heller prövats under ekonomiska förhållanden som i högre grad karakteriseras av optimistiska förväntningar bland företag och hushåll, minskande arbetslöshet och stark konsumtions-tillväxt. De tecken som finns på att prisbildningen och inflationsbenägenheten har förändrats innebär emellertid att förutsättningarna att långsiktigt kombinera låg inflation och hög tillväxt har förbättrats.

## Faktorer av betydelse för den framtida inflationen

Den uppgång i svensk ekonomi som inleddes under början av 1996 har fortsatt under hösten. Under första halvåret var BNP ca 1,6 procent högre än under samma period 1995. Den höga export- och investeringstillväxten har fortsatt, liksom den svagare, men stabila uppgången av den privata konsumtionen. Anpassningen av lagren har hållit tillbaka produktionsuppgången.

### POSITIVA FÖRVÄNTNINGAR INOM INDUSTRIEN OCH TJÄNSTESEKTORN

Tillväxten i industriproduktionen fortsatte att tillta under hösten. Under första halvåret var den årliga tillväxttakten i genomsnitt ca 1,5 procent, men under tredje kvartalet ökade den till över 3 procent. Konjunkturinstitutets (KI) barometer ger dock en bild av en viss avmattning på hemmamarknaden och i synnerhet har byggkonjunkturen dämpats. Tillväxten i den internationellt orienterade delen av industrin har varit fortsatt god. Exporten har ökat med ca 6 procent under första halvåret.

Den höga investeringsaktiviteten har samtidigt fortsatt och under andra kvartalet ökade investeringarna med ca 15 procent (se bilagan figur 8). Detta har bidragit till att industrins produktionskapacitet ökat och att kapacitetsutnyttjandet inom industrin planat ut. Enligt KI:s industribarometer uppgick kapacitetsutnyttjande tredje kvartalet till 84



procent, vilket var oförändrat jämfört med tidigare under 1996.<sup>2</sup> Det faktiska kapacitetsutnyttjandet, enligt SCB, uppgick till 87,4 procent under andra kvartalet 1996, vilket var 0,5 procentenheter lägre än kvartalet dessförinnan (se bilagan figur 4).

---

**Såväl förväntningarna hos industriföretagen som orderingen pekar på en förstärkning av industrikonjunkturen.**

---

Såväl förväntningarna hos industriföretagen som orderingen pekar på en förstärkning av industrikonjunkturen framöver, främst till följd av ökad export. Skillnaderna mellan olika branscher är dock påtaglig. Förutsättningarna förefaller vara mest gynnsamma för teleproduktindustrin, sågverk och grafisk industri. Orderingen har däremot fallit inom massindustrin och vissa verkstadsbranscher.

---

**Även inom tjänstesektorn är förväntningarna förhållandevis optimistiska.**

---

Inom tjänstesektorn förefaller en viss förbättring av konjunkturen ha skett under tredje kvartalet 1996. Det är framför allt försäljningen inom partihandeln och inom branschen datakonsulter och dataservice som expanderar. Även förväntningarna om utvecklingen framöver är förhållandevis optimistiska.

---

**FORTSATT SVAGT INFLATIONSTRYCK  
I PRODUCENTLEDET**

Den lediga produktionskapaciteten inom industrin tillsammans med lägre priser på importerade insatsvaror under det senaste året har resulterat i en dämpad prisutveckling i producentledet på hemmamarknaden hittills under 1996. Under månaderna augusti–oktober var priserna ca 1,5 procent lägre än under samma period förra året (se bilagan figur 5). Inflationstrycket inom industrin är därmed fortsatt svagt.

Importpriserna steg emellertid något under hösten – drygt 1 procent mellan augusti och oktober – som en följd av stigande råoljepriser. Efter en uppgång med drygt 20 procent mellan slutet av augusti

och mitten av oktober till drygt 25 dollar per fat, föll råoljepriset (Brent) tillbaka till ca knappt 23 dollar per fat i slutet av november 1996. Bakom uppgången låg bl.a. minskade oljelager och osäkerhet om utvecklingen i Irak. Importpriserna var dock nästan 3 procent lägre i oktober 1996 än ett år tidigare. På hemmamarknaden motverkades prisuppgången på råolja och petroleumprodukter av fallande priser på metaller, trävaror och jordbruksprodukter.

---

**Importpriserna steg något under hösten som en följd av stigande råoljepriser, men är fortfarande lägre än för ett år sedan.**

---

---

**PENNINGMÄNGDS- OCH KREDITUTVECKLINGEN  
PEKAR MOT EN LUGN ÅTERHÄMTNING**

*Allmänhetens innehav av sedlar och mynt, M0*, är nära förknippat med konsumtionsutvecklingen. Detta smala penningmängdsaggregat är också en god inflationsindikator upp till ett och ett halvt år framåt (se fördjupningsruta, sid. 9). Efter sommaren har tillväxten i M0 tilltagit och var i oktober nästan 3 procent (se bilagan figur 11).

Den snabba ökningen i det *breda penningmängdsaggregatet M3* har fortsatt och i oktober 1996 var årstakten 10 procent (se bilagan figur 11). Som påpekats i tidigare rapporter beror detta till stor del på portföljomplaceringar inom hushålls- och företagssektorerna, mellan tillgångar som ingår i M3 (bankinlåning, repor och bankcertifikat) och de som inte ingår (statsskuldväxlar, bostadscertifikat och privatobligationer). Detta försvårar bedömningen av M3:s utveckling och dess konsekvenser för inflationen framöver.

Den fallande räntenivån har minskat hushållens efterfrågan på privatobligationer och andra räntebärande tillgångar (premieobligationer, allemanssparande och Riksgäldskonto). Andelen räntebärande tillgångar i hushållens innehav har fallit mellan oktober 1995 och oktober 1996. Hushållens totala räntebärande tillgångar ökade med endast 4 procent under denna period, medan bankinlåningen ökade med 8 procent. M3:s höga ökningstakt kan dock inte helt förklaras av en överflyttning från tillgångar som

<sup>2</sup> Dessa uppgifter anges endast i heltal.

inte ingår i M3. *Det bredaste likviditetsmättet* har följaktligen visat en svagt uppåtgående trend. Den årliga ökningstakten var ca 5,5 procent tredje kvartalet 1996 (se bilagan figur 11). Detta stöder uppfattningen om en viss återhämtning av ekonomin.

De svenska kreditinstitutens *utlåning till svensk allmänhet* ökade i oktober med drygt 1 procent jämfört med ett år tidigare. Det är första gången sedan början av 1993 som den årliga tillväxttakten har varit positiv. Det är framför allt bostadsinstituten som ökat sin utlåning, vilket dock till stor del beror på en överflyttning av krediter från andra långgivare som banker och försäkringsbolag. Bankernas utlåning till hushållssektorn minskade med över 8 procent i oktober jämfört med ett år tidigare (se bilagan figur 12).

**I oktober 1996 ökade kreditinstitutens utlåning till allmänheten på årsbasis för första gången sedan början av 1993.**

Den tidigare svaga tillväxten i penningmängds- och kreditaggregaten har således tilltagit något under hösten. Några tecken på en mer allmän uppgång av kreditefterfrågan i hushållssektorn föreligger dock inte. På det hela taget pekar penningmängds- och kreditutvecklingen fortfarande mot en dämpad om än stigande inhemsk efterfrågan. Den senaste utvecklingen av M0 kan möjligen vara ett tecken på en något snabbare uppgång.

**Penningmängds- och kreditutvecklingen pekar fortfarande mot en dämpad om än stigande inhemsk efterfrågan.**

## M0 SOM INFLATIONSINDIKATOR

En allmän uppfattning inom ekonomisk teoribildning är att inflation är ett monetärt fenomen och att penningpolitiken på sikt endast påverkar nominella variabler. Penningmängden bör därför innehålla viktig information om inflationen. Problemet i Sverige – och flera andra länder – har under senare tid varit att det inte funnits något stabilt samband mellan centralbankens styrräntor, penningmängden och inflationen.

Olika studier över den svenska utvecklingen antyder dock ett stabilt samband mellan M0 – som är allmänhetens innehav av sedlar och mynt – och inflationen mätt med KPI. Ett sätt att åskådliggöra sambandet mellan M0 och andra makrovariabler är att analysera efterfrågan på pengar som en funktion av prisnivån, konsumtionen och räntnivån. På kort sikt kan avvikelserna vara betydande,

men på längre sikt följer KPI-utvecklingen och M0 varandra relativt väl.<sup>3</sup>

Konsumtionens genomslag på den långsiktiga utvecklingen av M0 är anmärkningsvärt lågt. Detta återspeglar förmodligen de förändrade betalningsvanor som den tekniska utvecklingen på det finansiella området möjliggjort. En allt större andel av betalningarna sker numera på elektronisk väg och M0:s andel av konsumtionen har fallit kontinuerligt sedan 1950-talet. Betalkort används framför allt för större betalningar medan kontanter fortfarande används för mindre betalningar. En ökad tillgång till kontanter via bankomater har också minskat behovet av ett större kontantnehav. Denna process har emellertid varit långsam och

<sup>3</sup> Det är svårt att skatta en stabil efterfrågefunktion för det bredare penningmängdsaggregatet M3. M0 innehåller rena betalningsmedel till skillnad från M3 där också långsiktigt banksparande ingår. Till följd av portföljomflyttningar mellan bankinlåning och värdepapper har utvecklingen av M3 varit instabil, vilket minskat dess värde som inflationsindikator.

behöver inte ha försämrat M0:s användbarhet som inflationsindikator.

I en ny studie av Riksbanken, i samarbete med IMF<sup>4</sup>, utvärderas prognosförmågan för ett antal finansiella inflationsindikatorer i Sverige. En sådan indikator bör kunna förutsäga den framtida inflationen tillräckligt långt fram i tiden för att penningpolitiken ska kunna reagera på dess signaler. Penningpolitiken antas i allmänhet uppnå sin maximala effekt inom ett till två år.

Den använda metoden baseras på s.k. icke-strukturella VAR-modeller.<sup>5</sup> Dessa modeller kan vara känsliga för vilka variabler som ingår i systemet. Av detta skäl har både bivariata modeller, där endast prognosvariabeln och indikatorerna ingår, och multivariata modeller, där även real BNP och terms of trade ingår, skattats. De senare variablerna antas representera inhemska och utländska reala störningar.

Det genomgående resultatet är att M0 före-

faller vara en användbar inflationsindikator. Även det bredare penningmängdsaggregatet M3 innehåller information om den framtida inflationen, även om precisionen förfaller vara betydligt mindre. M0 har som högst förklaringsvärde sex kvartal framåt i tiden. Det kan förefalla märkligt att allmänhetens kontantnehav har ett högt förklaringsvärde så långt fram i tiden, bl.a. eftersom M0:s prognosförmåga för privat konsumtion är betydligt svagare och inte sträcker sig längre fram än något kvartal. Detta kan dock tolkas som att det tar upp till ett år innan en ökad efterfrågan får effekt på inflationen.

<sup>4</sup> Baumgartner, J., Ramaswamy, R., och Zettergren, G., "Monetary Policy and Leading Indicators of Inflation in Sweden", kommande arbetsrapport, Sveriges riksbank.

<sup>5</sup> Denna VAR-modell skiljer inte på endogena och exogena variabler. Varje variabel antas vara en funktion av laggade värden av samtliga ingående variabler. Denna typ av modell är användbar när ekonomisk teori inte ger någon entydig indikation på orsakssambandens riktning eller exakta dynamiska struktur.

#### BLANDADE SIGNALER PÅ ARBETSMARKNADEN

Antalet öppet arbetslösa har säsongrensat i stort sett varit oförändrat under perioden september–november 1996 jämfört med tremånadersperioden dessförinnan (se bilagan figur 9). Den samlade arbetslösheten, dvs. öppet arbetslösa och personer i arbetsmarknadspolitiska åtgärder, har däremot minskat jämfört med sommarmånaderna. Sedan början av 1996 har den samlade arbetslösheten ökat och var i november ca 12 procent, vilket är 0,7 procentenheter högre än ett år tidigare. Antalet kvarstående lediga platser har liksom antalet varsel om uppsägning minskat de senaste månaderna.

**Den samlade arbetslösheten har minskat något under perioden september–november 1996 jämfört med sommarmånaderna.**

Sysselsättningen har fortsatt att minska under hösten. Under perioden september–november var syssel-

sättningen ca 31 000 personer färre, säsongrensat, än under månaderna juni–augusti. Det är framför allt inom den offentliga sektorn och byggnadsindustrin som sysselsättningen minskat. Antalet arbetade timmar var dock något högre under perioden september–november 1996 än under månaderna juni–augusti.

#### STÖRSTA LÖNEÖKNINGARNA INOM INDUSTRIEN

Löneökningstakten i ekonomin som helhet var i genomsnitt 6 procent under de tre första kvartalen 1996 (se tabell 1). Ökningstakten har hittills i år varit ungefär lika hög i den privata som i den offentliga sektorn. Inom den privata sektorn har lönerna ökat snabbast i industrin, med över 7 procent, och i branscher med företagsinriktade tjänster. Löneutvecklingen utöver avtalen förefaller ha tilltagit inom industrin, men är fortfarande lägre än under 1980- och början av 1990-talet. Inom mer hemmamark-

nadsinriktade branscher som byggverksamhet och handel var löneökningarna mindre, mellan 4 och 5 procent.

De avtalsmässiga löneutbetalningarna utföll senare under året 1995 än 1996. Detta har hittills under 1996 tillfälligt påverkat den registrerade löneökningstakten i vissa delar av den privata sektorn. Även den registrerade löneökningstakten inom den statliga sektorn och landstingssektorn inkluderar två avtalshöjningar. Inom landstingssektorn kan dessutom överföringen av viss verksamhet till kommunerna förklara den högre ökningstakten.

Arbetskraftskostnaderna per producerad enhet har ökat allt snabbare hittills under 1996 och var ca 5 procent högre under tredje kvartalet än ett år tidigare (se bilagan figur 10). Detta är en följd framför allt av att lönekostnaderna stigit, men också av en svagare tillväxt av arbetsproduktiviteten.

Flertalet av de löneavtal som tecknades under 1995 är på tre år. Huvuddelen av avtalsförhandlingarna kommer därför att koncentreras till våren 1998. Det gäller för stora delar av tillverkningsindustrin och flertalet kommun- och handelsanställda. Avtal inom flera viktiga delar av arbetsmarknaden löper dock ut redan mot slutet av 1996 och under 1997. Vid årsskiftet 1996/97 löper bl.a. pappersindustrins och finanssektorns avtal ut och under våren och sommaren 1997 skall avtal slutas inom byggnadsindustrin och för handelstjänstemännen. Det finns också avtal

som sträcker sig längre än tre år, framför allt inom den offentliga sektorn. Lärarnas och den kommunala vårdpersonalens avtal löper ut först år 2000.

#### Från inflations- och sysselsättningssynpunkt är det avgörande att lönebildningen snabbt anpassas till en ekonomi med låg inflation.

I föregående rapport bedömdes den hittills registrerade löneutvecklingen avspegla sysselsättningsutvecklingen, de höga inflationsförväntningarna och den höga vinstnivån inom industrin när avtalen slöts. Risken finns dock att löneökningarna också avspeglar att lönebildningen ännu inte anpassats till låginflationsekonomi. Från inflations- och sysselsättningssynpunkt är det avgörande att anpassningen snabbt kommer till stånd.

#### ÖKAD KONSUMTIONSTILLVÄXT

Konsumtionstillväxten, som var relativt dämpad under första hälften av 1996, tilltog under hösten. Sammantaget ökade den privata konsumtionen med i genomsnitt ca 1 procent på årsbasis under första halvåret 1996 (se bilagan figur 6).

Under första halvåret 1996 var detaljhandelsomsättningen nästan 1 procent lägre än året dessförinnan. Därefter har omsättningen tenderat att stiga och tredje kvartalet 1996 var den årliga tillväxttakten drygt 1 procent. Konsumtionstillväxten under sensommaren och hösten berodde till stor del på

**Tabell 1.**

Löneutveckling i olika sektorer. Årlig procentuell förändring

	1993	1994	1995	Kv 1-3 96/ kv 1-3 95
Privat sektor	3,0	2,6	4,0	6,4
varav industri	3,4	3,7	4,8	7,5
varav handel	2,8	1,5	4,0	5,1
varav byggverksamhet	3,8	2,8	3,9	4,1
Stat	7,3	2,8	2,5	5,0
Kommun	3,1	3,2	1,0	5,4
Landsting	3,6	3,6	2,8	6,1
<b>Totalt</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>6,0</b>

Källor: SCB, Kommunförbundet och Landstingsförbundet samt beräkningar Inom Riksbanken.

ökade inköp av bilar. En ökande direktimport svarade för största delen av uppgången.

Dessutom har tjänstekonsumtionen ökat stadigt. Det har främst varit fler restaurangbesök och charterresor som bidragit till detta. Även konsumtionen av teletjänster och finansiella tjänster har ökat.

Hushållens förväntningar om den egna ekonomiska utvecklingen – som samvarierat väl med den privata konsumtionen – blev under 1996 något mer optimistiska till och med tredje kvartalet (se bilagan figur 7). Därefter har utvecklingen vänt i mer pessimistisk riktning. Det är sannolikt den fortsatt höga totala arbetslösheten som ligger bakom detta.

---

**Hushållens förväntningar om den egna ekonomiska utvecklingen har på senare tid vänt i mer pessimistisk riktning.**

---

Omsättningen på egnahemsmarknaden har ökat de senaste månaderna. Under månaderna september–

november såldes drygt 10 procent fler hus än ett år tidigare. Egnahemspriserna har varit i stort sett oförändrade sedan början av sommaren 1996. Under september–november var de dock i genomsnitt ca 3 procent högre än motsvarande månader 1995 (se bilagan figur 13).

---

**De faktorer som talar för en starkare återhämtning av konsumtionen har ännu så länge endast bidragit till en försiktig återhämtning av den privata konsumtionen.**

---

De faktorer som talar för en starkare återhämtning av konsumtionen – hushållens förmögensituation, ökade reallöner, fallande räntor och ett uppdämt konsumtionsbehov av varaktiga varor – har ännu så länge endast bidragit till en försiktig återhämtning av den privata konsumtionen. Det verkar fortfarande vara så att pessimismen bland hushållen begränsar konsumtionsefterfrågan.

## EFFEKTER PÅ INFLATIONEN AV EN SNABB KONSUMTIONS- UPPGÅNG

### *Internationella erfarenheter*

Ett antal förutsättningar för ökad privat konsumtion är uppfyllda i Sverige. Det sedan länge uppdämda konsumtionsbehovet skulle därför kunna resultera i att den privata konsumtionen ökar snabbt. En sådan konsumtionsuppgång skulle i sin tur kunna leda till ett ökat framtida inflationstryck. Historiska samband mellan privat konsumtion och inflation i Sverige kan dock ha förändrats som en följd t.ex. av de strukturella reformer som genomförts och bidragit till en minskad inflationsbenägenhet. Dessa samband ger i så fall bristfällig vägledning för den framtida utvecklingen.

En möjlighet att belysa sambandet mellan ökad konsumtion och prisökningar är att studera

utvecklingen av inflationspåverkande faktorer som arbetskraftskostnader, importpriser och produktionsgap i länder som genomfört liknande strukturella reformer och som tillfälligt upplevt kraftiga konsumtionsökningar under de senaste åren. Förutsättningarna i olika länder är som regel inte jämförbara och definitiva slutsatser kan därför inte dras för Sverige. Det kan likväl vara värdefullt att dra lärdom av internationella erfarenheter.

I *Danmark* ökade den privata konsumtionen med knappt 7 procent 1994 och i *Finland* med drygt 4 procent 1995. I Danmark var det konsumtionen som ledde konjunkturuppgången, medan den ökade konsumtionen i Finland följde på en exportledd uppgång. Inte i något av länderna ledde konsumtionsökningen till synbara effekter på inflationen. I Finland föll till och med inflationen under loppet av 1995.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Detta var bland annat en följd av att livsmedelspriserna föll med upp till 10 procent 1995 i samband med Finlands EU-inträde.

I både Danmark och Finland var förutsättningarna för låg inflation goda när konsumtionen började stiga. Det fanns gott om lediga resurser i ekonomin, samtidigt som inte bara arbetskraftskostnaderna utan även importpriserna ökade betydligt, eller föll som i Finland.

Konsumtionen har ökat snabbt även i *Irland* och *Norge* de senaste åren, utan att inflationen stigit. Även om situationen i dessa länder är mer speciell än i de övriga<sup>7</sup>, så är gemensamt för dessa fyra länder att den tillfälliga konsumtionsuppgången skett i en från inflationssynpunkt gynnsam ekonomisk miljö. Bland dessa faktorer kan nämnas att produktionsgapen (med undantag för Norge) var negativa och att arbetskraftskostnadernas ökningstakt begränsades. I samtliga länder skedde det sistnämnda genom att staten mer eller mindre aktivt ingrep i löneförhandlingarna.

I *Nya Zeeland* ökade inflationen med 2 procentenheter efter en konsumtionsökning på över 4 procent 1994. Detta skedde trots att importpriserna föll. Nya Zeelands ekonomi kännetecknades då av en hög tillväxt och ett högt kapacitetsutnyttjande.

<sup>7</sup> Irland har varit en av Europas snabbast växande ekonomier, både ekonomiskt och befolkningsmässigt, och i Norge har oljeexploateringen givit extra draghjälp åt ekonomin.

Arbetskraftskostnadernas ökningstakt var samtidigt kring 5 procent. I tabell 2 sammanfattas utvecklingen av de olika variablerna för de fem länderna.

En snabbt ökande konsumtion kan främst förväntas vara inriktad på varaktiga varor. I små öppna ekonomier är importandelen av varaktiga varor som regel mycket hög. Det innebär att när den privata konsumtionen ökar är det inte i första hand inhemska resurser som tas i anspråk. Detta kan tala för ett mer begränsat genomslag på inflationen av en temporär konsumtionsökning. Även konkurrenssituationen i handelsledet är av betydelse för prisgenomslaget.

Denna genomgång illustrerar att en ökad konsumtion inte nödvändigtvis behöver leda till stigande priser om andra faktorer av betydelse för inflationen utvecklas gynnsamt. Det förefaller främst vara två faktorer som är väsentliga för bibehållen låg inflation; ledig kapacitet i ekonomin och en anpassning av ökningstakten av arbetskraftskostnaderna till fortsatt prisstabilitet. Med tanke på läget i Sverige för närvarande talar de lediga resurserna för ett begränsat KPI-genomslag av en tillfällig konsumtionsuppgång. Den i ett internationellt perspektiv snabba löneutvecklingen riskerar å andra sidan att leda till ett högre prisgenomslag vid en ökad efterfrågan.

**Tabell 2.**

Utvecklingen av några faktorer av betydelse för inflationen i fem länder

	Danmark 1993-95	Finland 1994-95	Norge 1994-95	Irland 1994-95	Nya Zeeland 1994-95
Konsumtion	↗	↗	↗	↗	↗
Produktionsgap	-	-	0	-	+
ULC*	→	→	→	↘	↗
Importpriser	→	↘	↘	↗	↘
Inflation	→	↘**	→	→	↗***

\* Arbetskraftskostnader per producerad enhet (unit labour costs).

\*\* Fallande livsmedelspriser vid EU-inträdet.

\*\*\* Inflationsmålet överskreds.

#### STATENS LÅNEBEHOV MINSKAR SNABBT

Statens lånebehov för 1996 beräknas uppgå till 26 miljarder kronor<sup>8</sup>, vilket är 113 miljarder kronor mindre än 1995. I november 1996 var lånebehovet under de senaste 12 månaderna 23 miljarder kronor (se figur 3). Det minskade lånebehovet beror till en del på tillfälliga effekter<sup>9</sup>, men också på en hygglig tillväxt, starkare växelkurs, lägre räntor och de pågående saneringsprogrammen. De senare omfattar totalt 126 miljarder kronor för åren 1995–98. Förbättringen av statens finanser har skett snabbare än många förutsett, framför allt till följd av ökande skatteintäkter. Det avspeglar möjligen en starkare konjunkturutveckling än väntat.

Lånebehovet beräknas vara ungefär lika stort 1997 som 1996, trots att stora engångseffekter från 1996 faller bort. Den underliggande utvecklingen är fortsatt stark och Maastrichtvillkoret om ett underskott i de offentliga finanserna på högst 3 procent av BNP kommer sannolikt att kunna uppfyllas.

#### Maastrichtvillkoret om ett underskott på högst 3 procent av BNP kommer sannolikt att uppfyllas.

Genom höjda skatter och minskade transfereringar inom ramen för de pågående saneringsprogrammen har hushållssektorns köpkraft reducerats.<sup>10</sup> Denna effekt på efterfrågan har dock i varje fall delvis mot-

verkats av lägre räntor som är en följd bl.a. av ett ökat förtroende för den ekonomiska politiken. Även hushålls- och företagssektorns förväntningar om framtiden har påverkats av den finanspolitiska inriktningen, vilket i sin tur kan ha fått effekter på konsumtion och investeringar.

#### De efterfrågedämpande effekter och de trovärdighetsvinster som finanspolitiken medfört har motiverat sänkningar av reporäntan.

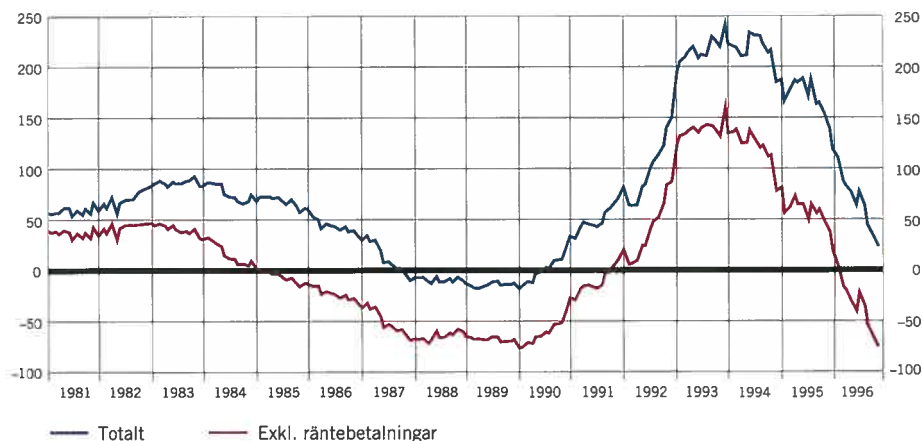
Den samlade effekten på efterfrågan och inflation av finanspolitiken är svår att utvärdera. Klart är dock att de efterfrågedämpande effekter och de trovärdighetsvinster (lägre inflationsförväntningar och starkare krona) som finanspolitiken medfört under det senaste året förbättrat inflationsutsikterna och därmed motiverat sänkningar av reporäntan.

<sup>8</sup> Riksgäldskontorets prognos från december 1996.

<sup>9</sup> För 1996 kan nämnas överföring av Kärnavfallsfonden (19 miljarder kronor), omläggning av momsutbörden (ca 14 miljarder kronor), återbetalning av bankstöd (4 miljarder kronor) och inlösen av aktier i Nordbanken (5 miljarder kronor). Samtidigt bortfaller engångseffekter från 1995 på ca 17 miljarder kronor.

<sup>10</sup> Ändrade skatter och transfereringar beräknas ha minskat hushållens reala disponibla inkomster med drygt 7 procent åren 1993–96, varav knappt hälften avser 1996.

**Figur 3.**  
Statens lånebehov, totalt och exklusive räntebetalningar.  
Ackumulerade tolvmånderstal, miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret.

#### DET NEGATIVA PRODUKTIONSGAPET BESTÅR

I föregående rapport redovisades tre olika metoder att beräkna produktionsgapet; Whittaker-Henderson-filtret, Unobserved Component-metoden och produktionsfunktionsansatsen. Även beräkningar med uttillkommen och reviderad tidigare publicerad statistik<sup>11</sup> visar att den faktiska produktionsnivån i ekonomin hittills under 1996 varit lägre än den potentiella nivån. Andra kvartalet 1996 var produktionsgapet enligt dessa mått mellan 0,5 och 3,5 procent (se figur 4).

Den reviderade statistiken har medfört att de olika måtten på produktionsgapet visar en marginellt annorlunda utveckling de senaste åren i jämförelse med de beräkningar som redovisades i september.<sup>12</sup> Den starkare faktiska BNP-utvecklingen under 1994 och 1995 kan vara ett tecken på att ekonomins tillväxtförmåga har förbättrats och på att ekonomins inflationsbenägenhet varit mindre än vad som tidigare förutsetts.

#### Det finns lediga resurser i ekonomin som kan tas i anspråk utan att inflationstrycket ökar.

Det finns lediga resurser att tillgå i ekonomin som kan tas i anspråk utan att inflationstrycket ökar. För en sådan slutsats talar beräkningarna av produktionsgapet, kapacitetsutnyttjandet inom

industrin, konsumtionsefterfrågan och arbetsmarknadsläget.

#### FÖRVÄNTNINGAR OM EN INFLATION PÅ 2 PROCENT DE KOMMANDE FEM ÅREN

Hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt har stabiliserats och var 1,7 procent i november 1996 (se bilagan figur 14). I juli 1996 var den väntade KPI-ökningen 1,9 procent. Industrins förväntningar på ett års sikt har också varit i stort sett oförändrade mellan andra och tredje kvartalet, kring 1,5 procent. Även inflationsförväntningarna inom tjänstesektorn har varit stabila. Den väntade inflationen har dock legat på en något lägre nivå, drygt 1 procent.

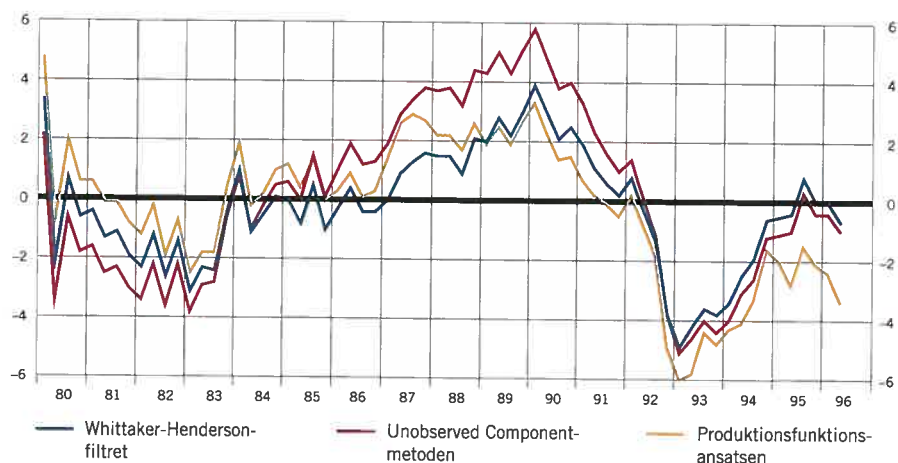
Bland aktörer på arbets-, varu- och penningmarknaderna föll inflationsförväntningarna ytterligare något i november jämfört med augusti 1996 (se bilagan tabell 2). Det gäller samtliga tillfrågade grupper i Prosperas undersökning. På upp till två års

<sup>11</sup> Reviderade data för 1994–1995. Revideringen innebär att BNP 1994 ökade med 3,3 procent och 1995 med 3,6 procent, vilket är en upprevidering med 0,7 procentenheter för 1994 och med 0,6 för 1995.

<sup>12</sup> Beräkningarna med PF-ansatsen har förfinats något sedan föregående rapport genom dels en annan säsongrensningmetod, dels en ny trendframskrivning av totalfaktorproduktiviteten. Detta har lett till ett större produktionsgap och en annan tidsprofil än tidigare och understryker PF-ansatsens känslighet för de antaganden som måste göras för ett stort antal variabler. Revideringen av nationalräkenskaperna har påverkat gapets storlek endast marginellt.

Figur 4.

Produktionsgapet med tre olika metoder – Whittaker-Henderson-filtret (WH)\*, Unobserved Component-metoden (UC) och produktionsfunktionsansatsen (PF)\*\*.



\* WH-filtret baseras på en framskrivning av BNP med KI:s prognos för 1996, 1997 och 1998 på 1,5, 2,7 resp. 2,4 procent samt med 2,5 procent för 1999.

\*\* Baseras på en skattning av jämviktsarbetslösheten på 6,5 procent för 1995–96 i Giorno et al., "Estimating potential output, output gaps and structural budget balances", OECD Working Paper, No. 152 1995. Källa: Riksbanken.



sikt förväntas den genomsnittliga inflationen bli drygt 1,5 procent och ca 2 procent de kommande fem åren. Samtliga grupper förväntar sig med andra ord en inflation i linje med Riksbankens mål också på fem års sikt.

För att illustrera hur den väntade profilen för inflationsutvecklingen ser ut har inflationsförväntningarna för år två respektive år tre till fem beräknats implicit från de redovisade enkätsvaren. Detta har gjorts för några olika undersökningstillfällen sedan oktober 1994, då undersökningarna inleddes. Beräkningarna för penningmarknadsaktörerna visar att den väntade utvecklingsbanan för inflationen har mer än halverats under de senaste två åren (se figur 5). Nedväxlingen i inflationsförväntningarna är likartad för samtliga tillfrågade grupper. I takt med att förväntningarna justerats ned har även samstämmigheten mellan och inom de olika grupperna ökat.

Aragons undersökning i början av november visade att inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer i stort sett var oförändrade jämfört med föregående två undersökningar (augusti och maj) både på två och fem års sikt (se bilagan figur 15). Förväntningarna både på två och fem års sikt var något högre än i Prosperas undersökning. En förklaring kan vara att Aragons undersökning genomfördes innan KPI-statistiken för oktober hade publicerats.

Externa bedömares prognoser för den genomsnittliga inflationen för 1996 och 1997 har reviderats ned något sedan förra inflationsrapporten. Förmodligen är detta i huvudsak en följd av att den registrerade inflationen fortsatt att falla under hösten. Den genomsnittliga prognosen var i november strax över 1 procent för 1996 och ca 2 procent för 1997 (se bilagan, figur 16).

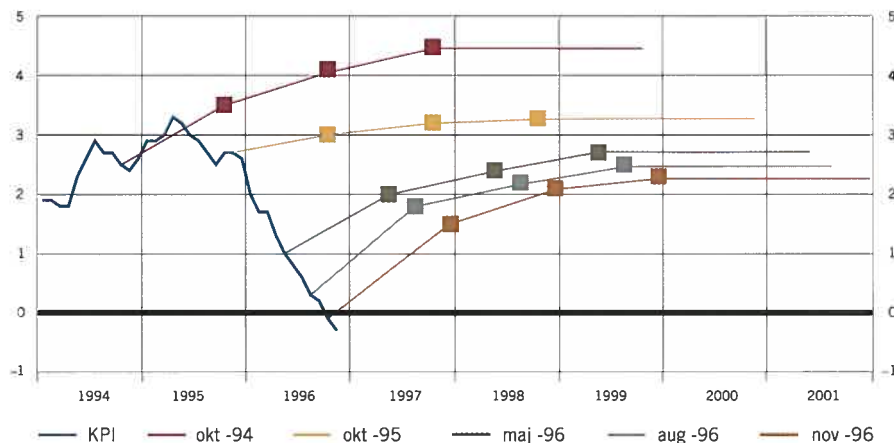
Sammantaget visar de olika enkätundersökningarna att det finns förväntningar om en inflation i linje med inflationsmålet på 2 procent de närmaste åren. Detta stöds även av externa bedömares prognoser. För drygt ett år sedan var den väntade genomsnittliga inflationen på fem års sikt över 3 procent, enligt både Prosperas och Aragons undersökningar.

#### FINANSIELLA PRISER SPEGLAR

##### TROVÄRDIGHETEN

Finansiella priser, som de kommer till uttryck i växelkurs och räntor, innehåller information om de förväntningar som finns om penningpolitikens utformning och den framtida inflationen. De långa räntorna avspeglar förtroendet för den ekonomiska politiken samtidigt som de är av betydelse för kredit efterfrågan. Växelkursen är av betydelse för prisutvecklingen, direkt via importpriserna och indirekt genom att den påverkar efterfrågan i de internationellt inriktade delarna av ekonomin. Samtidigt är

**Figur 5.**  
Inflationsförväntningar hos penningmarknadsaktörer\*.  
Procent



\* Inflationsbanorna utgör den förväntade utvecklingen på ett år, två år respektive tre till fem års sikt. De två sistnämnda uppgifterna har beräknats implicit från enkätsvaren. Källor: SCB och Prospera Research.

den en indikator på den förväntade inflationsutvecklingen i Sverige i förhållande till andra länder.

Avkastningskurvan visar den förväntade *genomsnittliga* utvecklingen av förhållanden som påverkar räntenivån till en viss förfallodag för olika löptider. En avistaränta påverkas t.ex. direkt av förväntningar om räntor på placeringar med kortare löptider. En terminsränta påverkas däremot i princip bara av förväntningar om de relevanta ekonomiska förhållandena på likviddagen. Den implicita terminsräntekurvan är därmed en mer lättolkad indikator än avkastningskurvan på den förväntade framtida utvecklingen av korta räntor, inflation och växelkurs.<sup>13</sup>

#### **På de finansiella marknaderna finns förväntningar om lägre korta räntor.**

Sedan föregående inflationsrapport har den implicita terminsräntekurvan fortsatt att skifta nedåt (se bilagan figur 17). På de finansiella marknaderna finns således förväntningar om lägre korta räntor i framtiden. Även i Tyskland och USA har terminsräntekurvan skiftat ned (se bilagan figur 18).

*De kortaste löptiderna* kan sägas vara en indikator på marknadens bedömning av hur penningpolitiken kommer att utvecklas. Marknaden räknar med att botten för reporäntan förväntas vara kring 3,9<sup>14</sup> procent våren 1997.

På *medellång sikt* (ca ett till två år) har de implicita terminsräntorna fallit med 1–1,5 procentenheter sedan förra inflationsrapporten. För ett år sedan var de 2–3 procentenheter högre (se bilagan figur 17). Nedgången avspeglar sannolikt till viss del en nedrevidering av investerarnas bedömning av inflationen på medellång sikt. Lägre inflationsförväntningar innebär också förväntningar om lägre korta räntor i ett medelfristigt perspektiv, i förhållande till bedömningen i september. Detta har förstärkt nedgången av de implicita terminsräntorna. Ytterligare en förklaring till de sjunkande medelfristiga terminsräntorna är ett ökat förtroende för svensk ekonomi.<sup>15</sup> Inflationsförväntningarna har även reviderats ned internationellt, vilket bidragit till lägre räntor i Europa.

*De långa implicita terminsräntorna* ger en bild av de finansiella placerarnas långsiktiga inflationsförväntningar och är därmed i huvudsak en indikator på trovärdigheten för den ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet.

Ett sätt att bedöma de långsiktiga inflationsförväntningarna är att studera skillnaden mellan långa nominella terminsräntor och reala implicita terminsräntor.<sup>16</sup> De sistnämnda kan beräknas från de marknadsnoterade realränteobligationerna.<sup>17</sup>

Sedan förra inflationsrapporten har den förväntade långsiktiga inflationen beräknad på detta sätt sjunkit med ca 1 procentenhet till ca 4,3 procent (se bilagan figur 20). Detta visar att inflationsmålet inte verkar vara fullt trovärdigt på lång sikt. Sannolikt är så fallet även om man beaktar att en inflationsriskpremie, dvs. den extra realavkastning som investerarna kräver på nominella obligationer, bidrar till den stora skillnaden mellan de nominella och reala terminsräntorna. Det innebär att denna beräkningsmetod normalt ger en säkrare vägledning om riktningen på inflationsförväntningarna än om deras absoluta nivå.

Som beskrivits i tidigare inflationsrapporter kan den långa terminsräntedifferensen gentemot Tyskland vara ett annat, mer lättolkat sätt att kvantifiera den ekonomiska politikens trovärdighet.<sup>18</sup> De implicita terminsräntorna (med likvid om tio år) har sjunkit med 0,7 procentenheter sedan föregående inflationsrapport, medan terminsräntedifferensen mot Tyskland har sjunkit med 0,5 procentenheter till 0,5 procentenheter (se bilagan figur 21). Den minskade differensen kan tolkas som att tilltron till den ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet har ökat.

<sup>13</sup> Se t.ex. Svensson, Lars E.O., Ekonomisk debatt 1993, årgång 21, nr 3.

<sup>14</sup> Enkel årsränta.

<sup>15</sup> Förtroendet för inriktningen mot prisstabilitet kan formaliseras med hjälp av s.k. regimskiftespremier, se Dillén, H., "Regime Shift Premia in the Swedish Term Structure: Theory and Evidence", arbetsrapport nr 28, Sveriges riksbank.

<sup>16</sup> Den långa terminsräntan ska i detta fall ses som den idag överenskomna tioårsräntan om sju år.

<sup>17</sup> Skillnaden mellan långa nominella och reala avistaräntor avspeglar den förväntade genomsnittliga inflationen under hela löptiden. Det är således även i detta sammanhang mer åskådligt att använda implicita terminsräntor.

<sup>18</sup> Det förutsätter att den tyska penningpolitiken är fullt trovärdig.

Terminsräntedifferensen mot Tyskland har fortsatt att samvariera med kronans utveckling mot den tyska marken. Kronkursen har under senare tid varit förhållandevis stabil (se bilagan figur 19 och 21.) Den

ökade stabilitet som kronan har uppvisat sedan i våras innebär att importprisernas inverkan på den framtida inflationen bör bli mindre än tidigare.

## EMU-FÖRVÄNTNINGARNAS BETYDELSE FÖR SVENSKA OBLIGATIONS RÄNTOR

Bakom nedgången i de svenska obligationsräntorna sedan sommaren 1995 ligger ett ökat förtroende för den ekonomiska politiken. Ibland framförs argumentet att denna utveckling har förstärkts av konvergenshandel. Med konvergenshandel menar man att förväntningar om medlemskap i den europeiska valutaunionen (EMU) leder till att räntorna i potentiella medlemsländer konvergerar mot den tyska räntenivån.

I vilken utsträckning förväntningarna om ett svenskt medlemskap i EMU 1999 har påverkat räntorna kan analyseras genom att utnyttja det faktum att sådan information huvudsakligen berör terminsräntor med likvid efter 1999. Annan räntepåverkande information antas påverka terminsräntorna med likvid både före och efter starten för

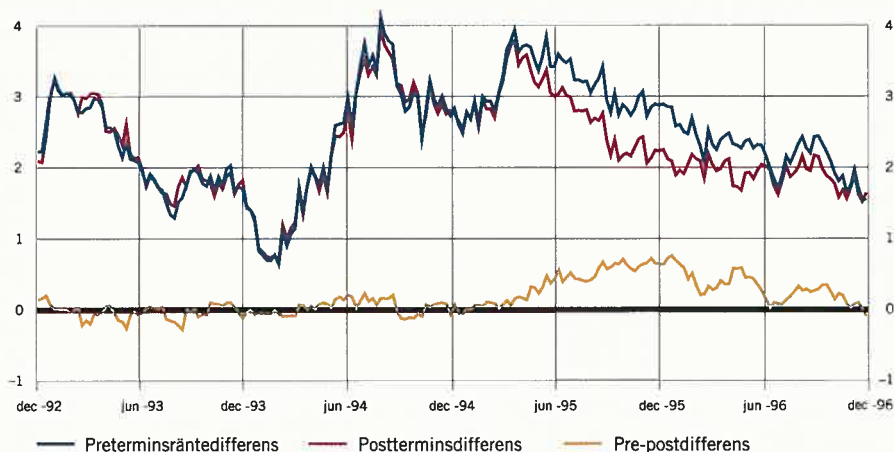
EMU. Det är alltså troligt att *skillnaden* mellan terminsräntor strax före 1999 och strax efter 1999 i stor utsträckning avspeglar investerarnas sannolikhetsbedömning av ett svenskt medlemskap i EMU 1999 och hur ett medlemskap påverkar räntorna.

En annan viktig utgångspunkt är att den svenska räntenivån vid ett EMU-medlemskap kommer att sammanfalla med räntenivåerna i de övriga medlemsländerna eftersom växelkursrisken elimineras.<sup>19</sup> Detta implicerar att svenska och tyska terminsräntor med likvid efter den 1 januari 1999 borde sammanfalla om investerarna var fullt övertygade om att Sverige kommer att delta i EMU från början.

Av detta resonemang följer att det är av intresse att studera terminsräntedifferensen till Tyskland strax före 1999, preterminsräntedifferensen, res-

<sup>19</sup> En viss ränteskillnad mellan olika länders statspapper kan emellertid uppstå på grund av kredit- och likviditetspremier. Eftersom de kan antas vara ganska små, bortser vi från dem i detta sammanhang.

**Figur 6.**  
Pre- och postterminsräntedifferens gentemot Tyskland\*.  
Procentenheter



\* Likviddagarna för pre- och postterminsräntedifferenserna är den 1 juni 1998 respektive den 1 juni 1999.  
Källa: Riksbanken.

pektive strax efter 1999, postterminsräntedifferensen, (se figur 6).<sup>20</sup> Det kan först konstateras att pre- och postterminsräntedifferenserna i stort sett sammanföll före januari 1995 då Sverige blev medlem i EU. Det indikerar att potentiella trovärdighetsvinster förknippade med ett eventuellt EMU-medlemskap inte diskonterades i de svenska postterminsräntorna före EU-inträdet.

Under 1995 minskade postterminsräntedifferensen betydligt mer än preterminsräntedifferensen. Det kan tolkas som att förväntningarna ökade hos investerarna om ett svenskt medlemskap i EMU. Skillnaden mellan pre- och postterminsräntedifferenserna ökade, till som mest ca 75 räntepunkter. Detta kan grovt sägas utgöra EMU-förväntningarnas bidrag till den totala nedgången i

postterminsräntedifferensen på knappt 2 procentenheter under 1995, efter att den internationella finansiella oron i samband med Mexikokrisen ebbat ut. Under 1996 har skillnaden mellan pre- och postterminsräntedifferenserna mot Tyskland minskat. Det är därför för närvarande svårt att konstatera att förväntningar om ett svenskt EMU-medlemskap bidrar till lägre räntor i Sverige under 1996. Det förefaller snarare vara ett allmänt ökat förtroende för den svenska ekonomiska politiken som ligger bakom räntenedgången.

<sup>20</sup> Denna metod är tämligen enkel och förmår inte urskilja alla tänkbara alternativ efter 1999: a) Sverige med i EMU bestående av ett färre antal länder, b) Sverige med i EMU bestående av ett större antal länder, c) Sverige utanför EMU bestående av ett färre antal länder och d) Sverige utanför EMU bestående av ett större antal länder.

## Penningpolitiken

Penningpolitikens mål är prisstabilitet. Detta har Riksbanken operationaliserat som en årlig ökning av konsumentprisindex med 2 procent, med ett toleransintervall på  $\pm 1$  procentenhet. Eftersom penningpolitiska åtgärder påverkar inflationen med eftersläpning baseras utformningen av penningpolitiken på inflationsbedömningen ett till två år framåt.

Under 1996 har inflationen blivit lägre än vad Riksbanken tidigare räknat med i inflationsrapporterna. Genom att inflationsbedömningen i rapporterna baseras på oförändrade räntor överskattas prisutvecklingen på kort sikt när räntekostnaderna för egnahemsboende minskar. En annan faktor är att kronan har stärkts med mer än 15 procent sedan den var som svagast våren 1995, vilket givit sjunkande importpriser i konsumentledet.

---

**Att inflationen under 1996 blivit lägre än vad Riksbanken tidigare räknat med beror i stor utsträckning på faktorer av engångskaraktär.**

---

Dessa faktorer kan dock inte helt förklara att inflationen fallit mer än väntat under 1996. Det är möj-

ligt att inflationsbenägenheten i ekonomin minskat så som tidigare har diskuterats.

Förtroendet för den ekonomiska politiken har stärkts under det senaste året, vilket bl.a. medfört att inflationsförväntningarna minskat och att kronan blivit starkare. Samtidigt har tillväxten inte överstigit den nivå som genererar inflationsimpulser. Utsikterna har därför bedömts som goda att inflationen kommer att utvecklas i linje med inflationsmålet under de närmaste åren.

---

**Förtroendet för den ekonomiska politiken har stärkts under det senaste året vilket medfört lägre inflationsförväntningar och en starkare krona.**

---

Mot bakgrund av de successivt förbättrade inflationsutsikterna har Riksbanken fortsatt att sänka reporäntan under hösten till 4,35 procent. Reporäntan är därmed 4,56 procentenheter lägre än när perioden med räntesänkningar inleddes i januari 1996 (se figur 7).

Penningpolitiken påverkar ekonomin huvudsakligen genom växelkurs- och ränteutvecklingen. Det är den sammanvägda effekten av realräntan och den reala växelkursen – de monetära förhållandena –

som är av betydelse för den framtida efterfrågan och inflationen.

Mellan slutet av september och början av december sjönk räntan på en tioårig statsobligation med ca 0,6 procentenheter (se bilagan figur 22). Räntan på en tremånaders statsskuldväxel föll med 0,7 procentenheter under samma period, medan kronans nominella effektiva växelkurs föll med ca 1,5 procent (se bilagan figur 19).

Realräntan (ex ante)<sup>21</sup> har fallit sedan förra inflationsrapporten. Hittills under 1996, till och med november, har den fallit med över 3 procentenheter till 2,9 procent (se figur 8). Ett annat realräntemått (ex ante), som innehåller den femåriga obligationsräntan korrigerad för finansiella placerares förväntningar på fem års sikt (Aragon), visar ett fall på drygt 1,5 procentenheter hittills under 1996, till 3,7 procent i november.

Mellan september och november 1996 föll den

reala växelkursen med omkring 0,2 procent, medan den nominella växelkursen föll med 0,4 procent. Hittills i år har den reala växelkursen stärkts med 0,4 procent (se figur 8).

Realräntan har – oavsett hur den beräknas – fortsatt att falla, samtidigt som den reala växelkursen är något svagare än i september. Sammantaget har de monetära förhållanden således blivit något mer expansiva sedan föregående rapport. Denna utveckling blir ännu tydligare om perspektivet förlängs till början av året.

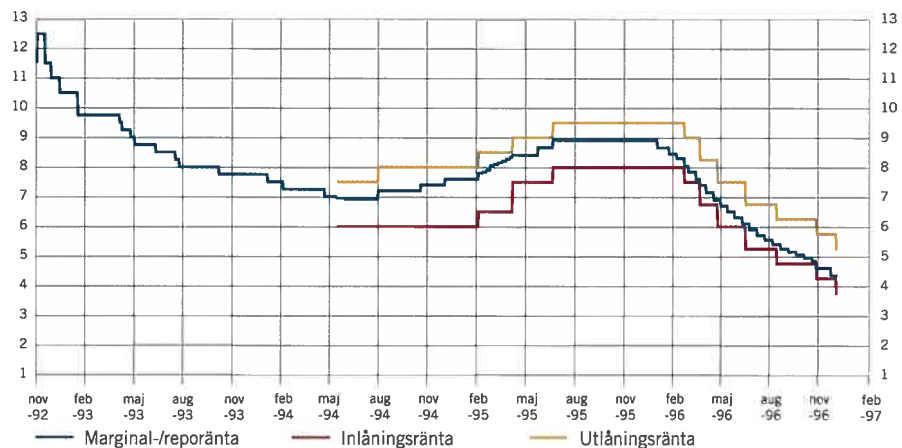
---

**De monetära förhållandena har blivit något mer expansiva sedan föregående rapport.**

---

<sup>21</sup> Detta mått utgörs av en nominell ränta på en tremånaders statsskuldväxel korrigerad för den av hushållen förväntade KPI-utvecklingen under det kommande året.

**Figur 7.**  
Riksbankens styrräntor.  
Procent

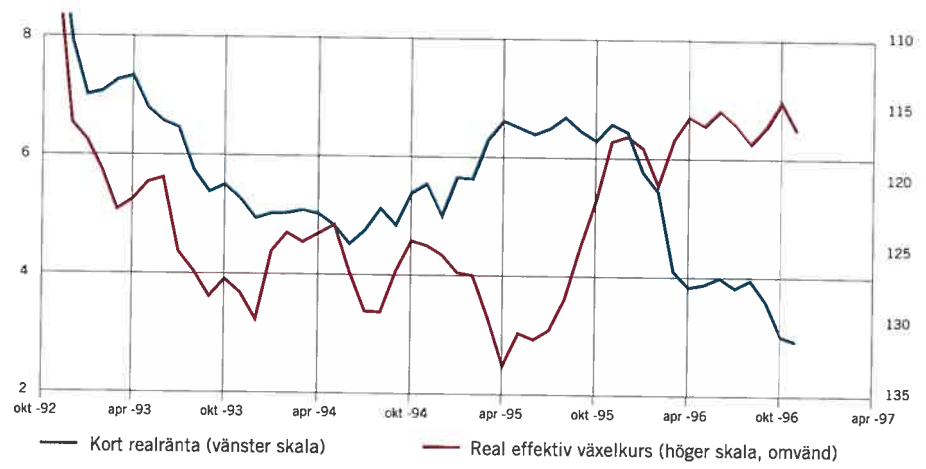


Källa: Riksbanken.



**Figur 8.**

Realränta (tre månader) och  
real effektiv växelkurs (TCW).  
Procent och index:  
oktober 1992=100



Källa: Riksbanken.

# Inflationsbedömning december 1996

*I detta kapitel presenteras bedömningen av inflationsutvecklingen de närmaste åren samt några tänkbara alternativa utvecklingsbanor. Dessa framtidsutsikter baseras på analysen i föregående kapitel. I nästa kapitel diskuteras slutsatserna för penningpolitiken av de olika möjliga utvecklingsbanorna för inflationen.<sup>22</sup>*

De grundläggande inslagen i en bedömning av den framtida inflationen är dels efterfråge- och utbudsförhållanden på olika marknader, dels förväntningarna om den framtida inflationen. Räntorna och växelkurserna är viktiga i detta sammanhang eftersom de har betydelse för utvecklingen av efterfrågan och priser samt påverkas av förtroendet för den ekonomiska politiken.

## ÅTERHÄMTNING UNDER 1996

Den information om den ekonomiska utvecklingen i Sverige som framkommit sedan föregående rapport bekräftar bilden av en återhämtning av svensk ekonomi under 1996. Återhämtningen har främst skett genom en stark export- och investeringstillväxt. Investeringarna har i sin tur medfört en expansion av ekonomins produktionskapacitet. Inflationsimpulserna från industrin har därmed varit svaga och har tillsammans med den starkare kronan inneburit att priserna i producentledet fallit. Den ökade orderingången till industrin och den optimism i företagen, som bl.a. framkommer i KII:s industribarometrar, är tecken på att industrikonjunkturen vänt uppåt. Den

privata konsumtionen har också ökat under 1996, men i en mer dämpad takt. Den offentliga konsumtionen har minskat och lagerutvecklingen har bidragit till att reducera den totala ökningen av produktionen (BNP).

Förutsättningarna för en fortsatt stark exportutveckling under de närmaste åren är gynnsamma. Konkurrenskraften inom de expansiva delarna av industrin är god och företagen förefaller i stor utsträckning ha anpassat sina priser på exportmarknaderna. Exporttillväxten har också allt mer inriktats på snabbt expanderande regioner. I takt med att den europeiska konjunkturen tar fart finns det ytterligare möjligheter för en uthållig exporttillväxt. Det bör kunna ge fortsatt positiva återverkningar på investeringsviljan, framför allt inom industrin.

---

**I takt med att den europeiska konjunkturen tar fart finns det ytterligare möjligheter för en uthållig exporttillväxt.**

---

Förutsättningarna är gynnsamma också för en ökad konsumtionsefterfrågan. Detta har dock ännu inte givit upphov till någon större ökning av den privata konsumtionen. Hushållens förväntningar har till och med blivit mer pessimistiska under hösten. Det senare ska dock inte övertolkas; internationella erfaren-

<sup>22</sup> Inflationsbedömningen baseras på antaganden om en oförändrad ekonomisk politik (inklusive oförändrade styrräntor). Den TCW-vägda kronkursen förutsätts förstärkas något från nivån 115 under de närmaste åren.

heter visar att stämmningsläget i hushållssektorn kan vända snabbt.

En mer grundläggande fråga är om den ökade osäkerheten om den ekonomiska framtiden har inneburit att hushållens sparbetende förändrats. Flera faktorer talar för att det kan vara fallet; ökade självrisiker i transfereringssystemen, högre arbetslöshet och ökad osäkerhet om framtida pensionssystem är exempel på detta. Sammantaget talar det mesta för att den dämpade, men stabila konsumtionstillväxten fortsätter, i den utsträckning som hushållens reala disponibla inkomster ökar. En tillfällig neddragning av sparkvoten kan emellertid inte uteslutas.

---

**Den dämpade, men stabila konsumtionstillväxten fortsätter, i den utsträckning som hushållens reala disponibla inkomster ökar.**

---

Tillväxten i penningmängdsaggregatet M0 – som visar en god samvariation med inflationen upp till ett och ett halvt år framåt – har tilltagit något under hösten. Utvecklingen av penningmängds- och kreditaggregaten bekräftar bilden av en dämpad om än stigande inhemsk efterfrågan och ett svagt inflationstryck.

Mot ovanstående bakgrund bedömer vi att det tillväxtscenario som presenterats i Riksbankens två närmast föregående inflationsrapporter fortfarande är det mest sannolika för den ekonomiska utvecklingen i Sverige de närmaste två åren. Det innebär en accelererande tillväxt som uppgår till närmare 4 procent för 1996 och 1997 sammantaget. Under 1998 väntas tillväxttakten tillta ytterligare något.

Vi bedömer det ändå inte som sannolikt att ekonomin under de närmaste två åren överskrider den potentiella produktionsnivå där inflationen riskerar att ta fart. Detta beror inte bara på efterfrågeutvecklingen, utan också på att investeringstillväxten hittills under 1996 fortsatt att vara stark.

---

**Vi bedömer det inte som sannolikt att ekonomin under de närmaste två åren överskrider den potentiella produktionsnivå där inflationen riskerar att ta fart.**

---

Inflationsförväntningarna – så som de framkommer i enkäter och prognoser – har varit stabila och i vissa

fall till och med minskat något sedan september. Den väntade inflationen om ett år ligger kring 1,5 procent och under de närmaste fem åren i genomsnitt kring 2 procent, dvs. i linje med Riksbankens inflationsmål.

Den senaste lönestatistiken bekräftar den bedömning som gjordes i föregående rapport att den underliggande löneökningstakten har stigit till över 5 procent under 1996. Även lönetillväxten utöver avtalen har tilltagit något inom industrin. Så länge den inhemska efterfrågan är dämpad är det dock svårt för företagen att fullt ut föra vidare de ökade lönekostnaderna till priserna. Resultatet blir snarare rationaliseringar, ökad produktivitet och i vissa fall minskad sysselsättning. Inflationsbedömningen baseras – liksom i föregående rapport – på att utfallet av de kommande löneförhandlingarna påverkas av de lägre inflationsförväntningarna och den faktiska produktivitets- och vinstutvecklingen.

---

**Riksbanken räknar med att inflationen under 1997 och 1998 följer en bana som är lägre än vad som tidigare antagits.**

---

Strukturella förändringar av olika slag har sannolikt bidragit till att ökade kostnader och stigande efterfrågan inte påverkar prisutvecklingen på samma sätt som tidigare genom att konkurrensförhållandena skärpts i ekonomin. På flera produktmarknader finns också tecken på att prisbildningen har förändrats. Dessa tecken – tillsammans med att den registrerade inflationen fortsatt att vara lägre än väntat – innebär att Riksbanken räknar med att inflationen under 1997 och 1998 följer en bana som är lägre än vad som tidigare antagits.

#### LÄGRE INFLATION I HUVUDSCENARIOT

Den utveckling vi bedömer som mest sannolik innebär att KPI:s årliga ökningstakt stiger till mellan 0,5 och 1 procent i januari 1997. Detta beror i huvudsak på ändrade indirekta skatter och subventioner (bl.a. höjda energi- och tobaksskatter och minskade läkemedelssubventioner). Dessa väntas höja den genomsnittliga konsumentprisnivån 1997 med ca 0,5 procent.



Under resten av 1997 är det troligt att inflationen successivt stiger till 1,5–2 procent, i takt med att prisseffekterna av kronförstärkningen under 1995 och räntenedgången faller ur KPI:s tolv månaderstal. Vi bedömer att den registrerade inflationen ligger kring 2 procent under 1998, trots att ändrade skatter och subventioner väntas bidra till en högre prisnivå med ca 0,5 procent även detta år.

Engångseffekterna på den registrerade inflationen av höjda indirekta skatter och minskade subventioner under 1997 och 1998 kommer till viss del att motverkas av att räntekostnaderna för egna hemsboende även fortsättningsvis kan förväntas minska. Under 1996 har främst den rörliga delen av länestocken påverkats. I takt med att de fasta bostadslånen omsätts till en lägre ränta kommer hushållens räntekostnader att fortsätta minska, dock i en långsammare takt än under 1996.

---

**Sammantaget bedömer vi att inflationen i genomsnitt kommer att vara knappt 1,5 procent under 1997 och ca 2 procent under 1998.**

---

Sammantaget bedömer vi att inflationen i genomsnitt kommer att vara knappt 1,5 procent under 1997 och ca 2 procent under 1998.

Inflationsbedömningen för de kommande två åren innebär att det underliggande inflationstrycket förutses bli i stort sett oförändrat eller öka endast marginellt. En dämpad, men successivt stigande konsumtion bedöms inte leda till en nämnvärt högre inflation. Inte heller antas de höga lönekostnaderna föras vidare till priserna i någon större omfattning. Den stigande registrerade inflationen antas därmed framför allt bero på att de tillfälliga ränte- och växelkurseffekterna successivt faller ur den registrerade inflationen. Samtidigt tillkommer prishöjande effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner i viss omfattning. Den registrerade inflationen närmar sig därmed den underliggande inflationen i Sverige och den inflation som råder i övriga Europa.

#### TVÅ SIDOALTERNATIV

Det finns naturligtvis möjligheter eller risker för att inflationen blir både lägre och högre än vad som skisserats ovan.

- För det första kan *inflationsbenägenheten* ha ändrats på ett mer påtagligt sätt än vi räknat med. I så fall kan inflationen förbli låg även om aktiviteten i ekonomin tilltar ytterligare under de närmaste åren. Det är samtidigt möjligt att – i takt med att olika reformer och regeländringar successivt påverkar prisbildningen och efter en allt längre period med låg inflation – hushållens och företagens beteende fortsätter att förändras.

---

**Sidoalternativ 1: att inflationen i slutet av 1998 skulle kunna vara kring 1 à 1,5 procent.**

---

Det är mot denna bakgrund tänkbart att den inhemskt genererade inflationen kommer att falla och därmed kompensera för att de tillfälliga nedpressande effekterna avtar. Det är därför möjligt att inflationen – givet den förda penningpolitiken – i slutet av perioden skulle kunna vara kring 1 à 1,5 procent.

- För det andra är det möjligt att *konsumtionsefterfrågan* kan komma att stiga kraftigt. Internationella erfarenheter har visat att förändringar i hushållssektorns stämningsslag kan generera en snabb efterfrågeökning. Mot bakgrund av de stigande lönekostnaderna i Sverige hittills under 1996 är det inte uteslutet att en snabb och oväntad konsumtionsuppgång kan leda till en stigande inflation.

En ökning av konsumtionen med uppemot 4 à 5 procent per år under 1997 och 1998 skulle kunna innebära att inflationen stiger jämfört med huvudalternativet. I ett sådant scenario skulle den kunna nå en nivå kring 2,5 procent i slutet av 1997 och 2,5 à 3 procent under 1998. Om en anpassning av lönebildningen till en ekonomi med låg inflation inte kommer till stånd kan det öka sannolikheten för detta scenario. Det negativa produktionsgapet är dock en faktor som bör motverka en sådan inflationsuppgång.

---

**Sidoalternativ 2: att inflationen uppgår till ca 2,5 procent i slutet av 1997 och 2,5 à 3 procent under 1998.**

---

Sammanfattningsvis bedöms inflationsutsikterna för de kommande åren ha förbättrats jämfört med tidigare rapporter. Särskilt tydligt är detta när perspektivet begränsas till åren 1996–1997. Även prognosen för 1998 är något lägre. Det har blivit tydligare att prisbildningen förändrats inom en del områden till följd av låga inflationsförväntningar och en ökad inhemsk och internationell konkurrens.

Även med en något ökad aktivitet under de kommande åren bedöms det underliggande inflationstrycket i stort sett vara stabilt.

---

**Inflationsutsikterna för de kommande åren har förbättrats jämfört med bedömningen i tidigare rapporter.**

---

Den registrerade inflationen kan således förväntas stiga från nuvarande nivåer – framför allt som en följd av att effekterna av lägre räntor och en starkare krona avtar – till i genomsnitt ca 1,5 procent 1997 och ca 2 procent 1998.

# Slutsatser för penningpolitiken

## Inflationsmålets tillämpning

*En god ekonomisk utveckling förutsätter låg inflation. Det är Riksbankens uppgift att värna om penningvärdet. Riksbanken har valt att arbeta med ett explicit prisstabilitetsmål. Ökningen i konsumentprisindex ska begränsas till 2 procent, med ett toleransintervall på  $\pm 1$  procentenhet.*

Penningpolitiken påverkar inflationen med full effekt först efter ett till två år. Detta innebär att penningpolitiken måste baseras på en bedömning av den framtida inflationen.

En bedömning av inflationsutvecklingen på upp till två års sikt är inte okomplicerad. Utgångsläget i ekonomin är inte alltid entydigt. Resursutnyttjandet kan t.ex. vara svårbedömt. Inflationsbenägenheten i ekonomin är en annan osäkerhetsfaktor. Penningpolitikens effekter på efterfrågan och inflation kan också vara svåra att förutse, eftersom tidigare samband kan ha förändrats i och med övergången till rörlig växelkurs och ett prisstabilitetsmål.

Ekonomin kan också slå in på *nya banor* som inte kunde förutses när penningpolitiken utformades. Om den ekonomiska utvecklingen ter sig oförenlig med inflationsmålet anpassas penningpolitiken så att inflationen gradvis kommer i linje med målet. En ambition att hålla inflationen i linje med målet även i det mycket korta perspektivet skulle i en sådan situation kunna innebära mer drastiska – och kanske

orimliga – penningpolitiska åtgärder, som i sin förlängning skulle kunna destabilisera ekonomin.

Oförutsedda inflationspåverkande händelser kan också vara av mer *tillfällig karaktär*. Det kan gälla skatter och subventioner som plötsligt ändras, kronkursen kan försvagas temporärt, eller också kan det internationella ränteläget för en tid ändras med återverkningar på de svenska räntorna och räntekostnaderna i KPI.

I och med att Riksbanken utformar penningpolitiken med tanke på inflationsutvecklingen ett till två år framåt i tiden är tillfälliga, oförutsedda inflationspåverkande händelser av underordnad betydelse för de penningpolitiska besluten. Detta gäller dock bara om den ekonomiska politiken i stort präglas av trovärdighet. I annat fall finns risk för att tillfälliga störningar kan komma att ge varaktiga effekter på inflationen genom stigande inflationsförväntningar.

Riksbanken har tidigare framhållit att inflationsmålet bör utvärderas i ett årligt perspektiv. Bakgrunden är att tillfälliga effekter då ges mindre vikt i

utvärderingen av inflationsmålet samtidigt som det tydligare framgår att det tar tid för penningpolitiken att motverka en oväntad inflationsutveckling.

---

**Under normala omständigheter ska effekterna av oväntade händelser i ekonomin på den genomsnittliga inflationen rymmas inom inflationsmålets toleransintervall.**

---

Även i ett årligt perspektiv kan den genomsnittliga inflationen komma att avvika från 2 procent eftersom osäkerhet om penningpolitikens transmissionsmekanism, utgångsläget i ekonomin och den framtida utvecklingen alltid får ett visst genomslag också på de årliga genomsnitten. Under normala omständigheter ska emellertid effekterna av oväntade händelser i ekonomin på den genomsnittliga inflationen rymmas inom inflationsmålets toleransintervall.

#### INFLATIONEN UNDER TOLERANSINTERVALLETS NEDRE GRÄNS 1996

Sedan inflationsmålet aviserades i januari 1993 har inflationen mätt med KPI i genomsnitt varit 2,7 procent. Under 1995 uppgick den genomsnittliga inflationen till 2,9 procent, vilket var högre än inflationsmålet om 2 procent men inom toleransintervallet. En bidragande orsak till den höga inflationen under 1995 var den kraftiga kronförsvagningen från maj 1994 till april 1995. Samtidigt var inflationsförväntningarna oroande höga. Inflationen överskred också tillfälligtvis den övre toleransgränsen i april 1995.

Under 1996 har en omvänd situation uppstått. Inflationen mätt med KPI har blivit lägre än vad Riksbanken förutsåg i början av året. I november var den registrerade inflationen -0,3 procent och den nedre toleransgränsen för inflationsmålet underskreds därmed för sjätte månaden i rad. Den genomsnittliga inflationen 1996 kommer också att underskrida inflationsmålets nedre toleransgräns med några tiondelar av en procentenhet.

Det är i huvudsak tillfälliga effekter av minskade räntekostnader och lägre importpriser som bidragit till att den nedre toleransgränsen för inflationsmålet underskridits. Dessa beror i sin tur på att förtroendet för den ekonomiska politiken har förbättrats avsevärt sedan sommaren 1995. I grund och botten är den

mycket låga registrerade inflationen och det faktum att den nedre toleransgränsen för inflationsmålet underskridits följer av en utveckling som måste betecknas som god.

---

**Den mycket låga inflationen och att den nedre gränsen för inflationsmålet underskridits är följden av en utveckling som måste betecknas som god.**

---

Obligationsräntorna har sjunkit påtagligt till följd av en ökad tilltro till Sverige som ett låginflationsland med goda statsfinanser och en internationell räntenedgång. Samtidigt har reporäntan sänkts med över 4,5 procentenheter. Detta har medfört att prisutvecklingen på kort sikt kommit att överskattas i Riksbankens inflationsrapporter eftersom bedömningarna baseras på oförändrade styrräntor. Det förbättrade förtroendet för svensk ekonomi har också påverkat kronkursen i positiv riktning. Sedan april 1995 har kronan stärkts med över 15 procent, vilket bidragit till sjunkande importpriser i konsumentledet.

Under det kommande året kommer effekterna av minskade räntekostnader och lägre importpriser successivt att klinga av. Dessa effekter har därmed ingen större betydelse för penningpolitikens framtida utformning. Den låga inflationen under hösten kan emellertid inte helt förklaras med tillfälliga ränte- och växelkurseffekter på KPI. Den fortsatta nedgången av de inhemska konsumentprisernas ökningstakt är delvis en följd av att ekonomin ännu inte har nått sitt fulla kapacitetsutnyttjande. Det finns också tecken på att inflationsbenägenheten i ekonomin har gått ner till följd av strukturella förändringar av prisbildningen och en förbättrad trovärdighet för inflationsmålet. De reporäntesänkningar som Riksbanken genomfört sedan föregående inflationsrapport skall ses mot denna bakgrund.

Den realekonomiska bilden är i stort oförändrad jämfört med det huvudscenario som presenterades i föregående inflationsrapport. Uppfattningen att det inte är troligt att ekonomin överskrider sin potentiella produktionsförmåga under de kommande två åren kvarstår också. Risken för att den inhemskt genererade inflationen tar fart bedöms därmed som liten.

#### HUVUDSCENARIO OCH ALTERNATIV

I huvudscenariot förutses att inflationen stiger successivt till 1,5–2,0 procent under slutet av 1997 för att ligga kring 2 procent under 1998. Varje bedömning av den framtida inflationen bygger dock på risker och sannolikheter. Det är därför fruktbart att arbeta med olika alternativscenarier.

Tänkbart är att inflationsbenägenheten i ekonomin är ännu lägre än vad som nu kan förutses. Den inhemskt genererade inflationen kan i så fall sjunka ytterligare och kompensera för att de tillfälliga effekterna på KPI avtar. En lägre inflation kan också bli resultatet om produktionsgapet är större än vad Riksbanken i dagsläget räknar med eller om återhämtningen av svensk ekonomi blir mer utdragen än vad som förutses. Tecken i dessa riktningar skulle motivera en lättnad i penningpolitiken för att uppnå inflationsmålet.

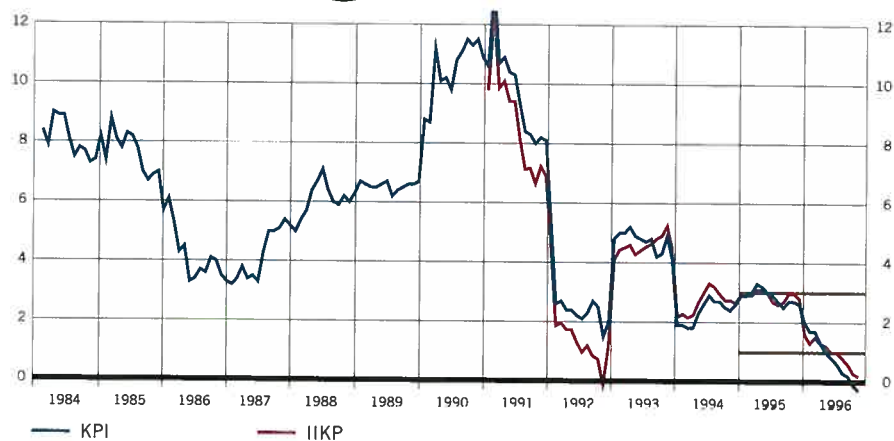
Inflationen kan också bli högre än vad som idag förutses. En stark konsumtionsuppgång under de kommande åren kan medföra att inflationen närmar sig den övre toleransgränsen mot slutet av 1998. Effekterna av en konsumtionsuppgång kan förstärkas om lönebildningen inte anpassas till låginflationspolitiken. Om löneökningarna 1997 och 1998 skulle bli av samma storlek som 1996 kan de leda till att

inflationsmålet överskrids, även om den ekonomiska utvecklingen i övrigt följer huvudscenariot. Det finns därför anledning att noga följa hur löneförhandlingarna fortlöper. Tecken på en utveckling i mer inflationsdrivande riktning skulle motivera en stramare penningpolitik för att uppnå inflationsmålet.

Huvudscenariot talar för att penningpolitiken idag är relativt väl avvägd. Det ytterligare utrymme som eventuellt finns för att sänka reporäntan är begränsat. Reporäntan har sänkts kraftigt under året och många andra förändringar som är viktiga för den framtida inflationen har inträffat. Det behövs därför tid för att utvärdera vad som skett och för att analysera situationen. De analyser Riksbanken gör av inflationsförutsättningarna blir avgörande för penningpolitiken. Dessa analyser baseras dels på ny information om för inflationsutvecklingen strategiska variabler, dels på Riksbankens allmänna bedömning av hur inflationsbenägenheten i ekonomin utvecklas. Hur den bild som växer fram avtecknar sig i förhållande till analysen i denna rapport kommer att bestämma om reporäntan sänks ytterligare eller hålls oförändrad.

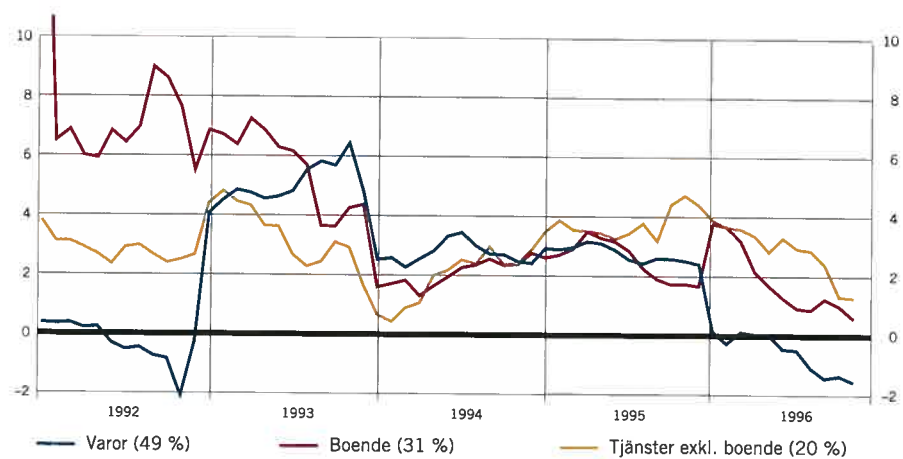
# Bilaga

**Figur 1.**  
Konsumentprisindex (KPI)  
och IIKP\*.  
Årlig procentuell förändring



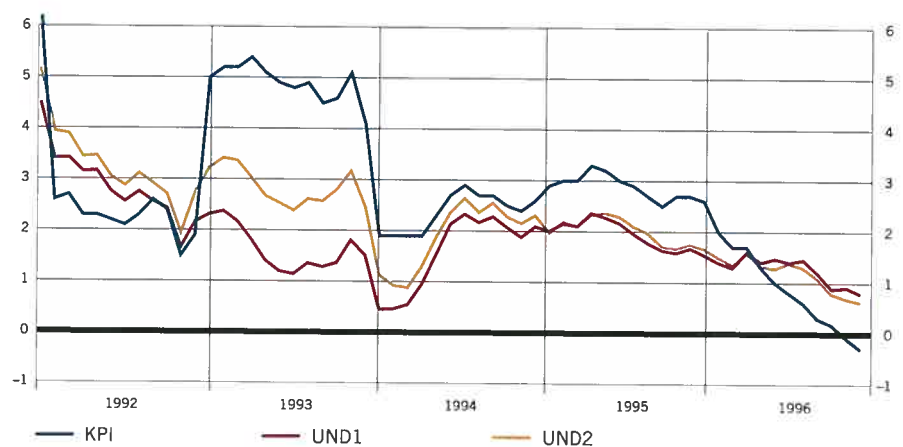
\* Interimindex för internationella jämförelser av konsumentprisutvecklingen.  
Anm. De horisontella linjerna för 1995 och 1996 anger Riksbankens toleransintervall för KPI. Källa: SCB.

**Figur 2.**  
KPI för olika produkt-  
områden.  
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1996. Källor: SCB och Riksbanken.

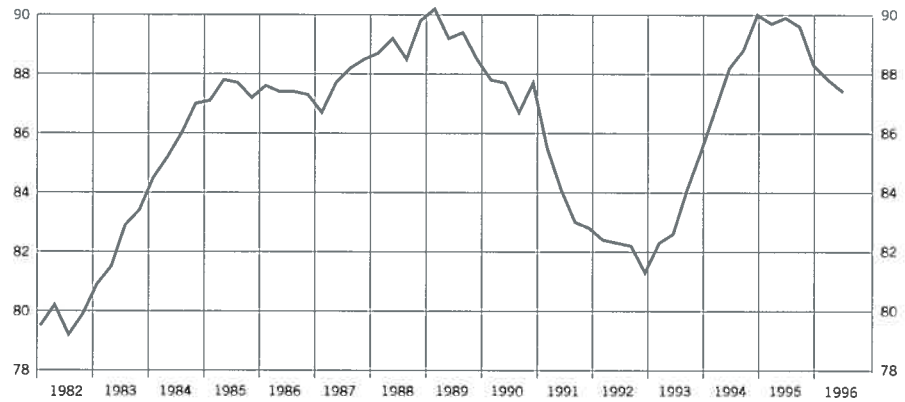
**Figur 3.**  
KPI och underliggande  
inflation.  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

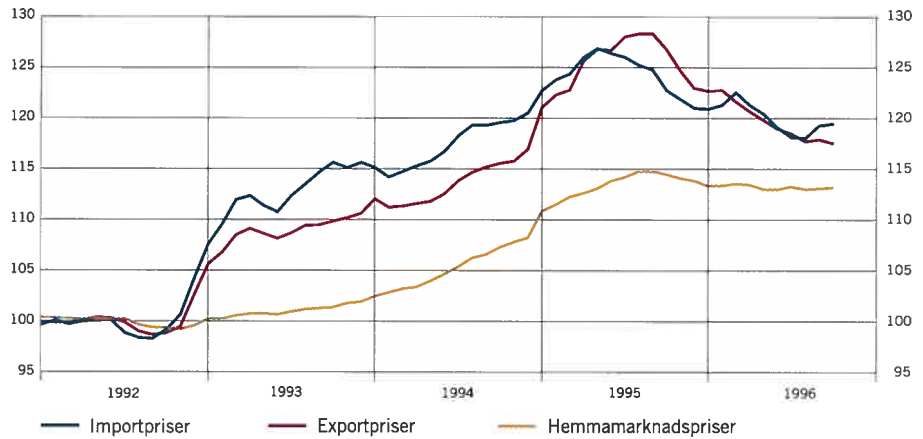


**Figur 4.**  
Kapacitetsutnyttjande inom industrin.  
Procent



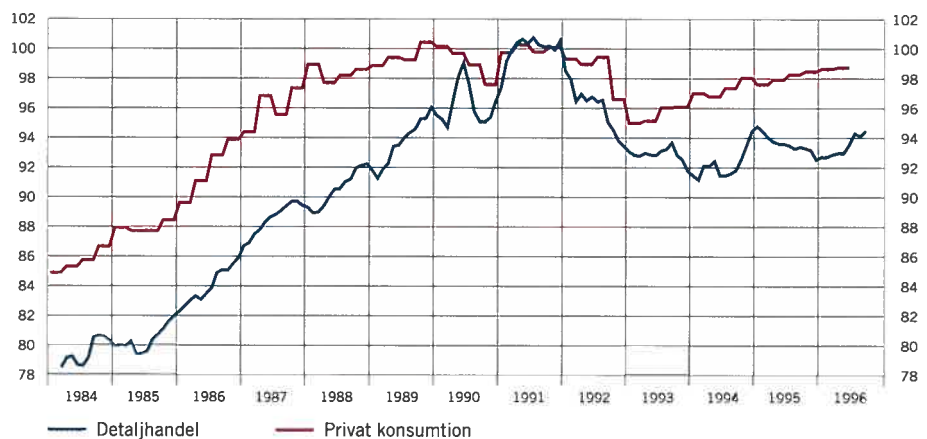
Källa: SCB.

**Figur 5.**  
Import-, export- och hemmamarknadspriser.  
Index: 1992=100



Källa: SCB.

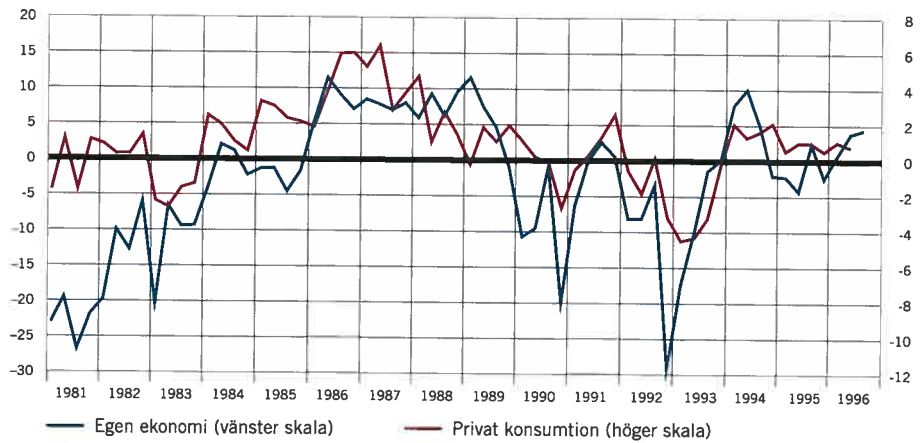
**Figur 6.**  
Privat konsumtion och omsättning i detaljhandeln.  
Volym, säsongkorrigerade kvartalsdata respektive  
tremånaders glidande medeltal,  
index: 1991=100



Källa: SCB.

**Figur 7.**

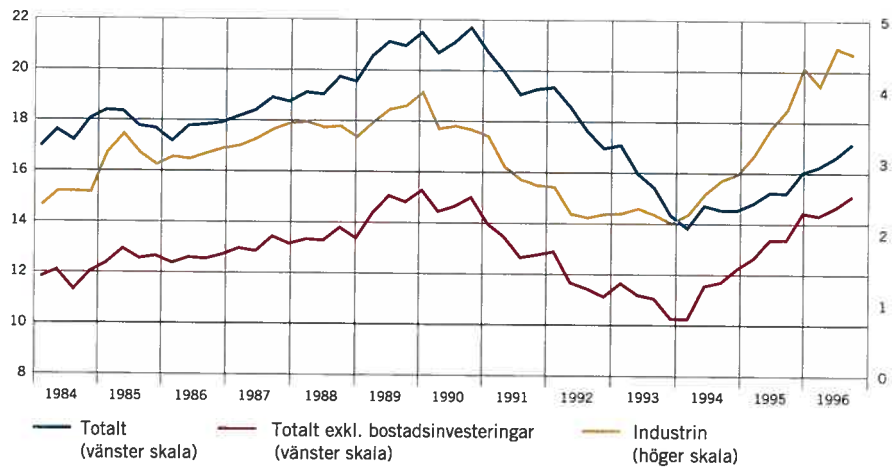
Hushållens förväntningar om den egna ekonomin\* och privat konsumtion. Nettotal och årlig procentuell förändring



\* I oktober 1995 genomfördes en omläggning av HIP-statistiken. I figuren redovisas dock data beräknade enligt den gamla metoden. Källa: SCB.

**Figur 8.**

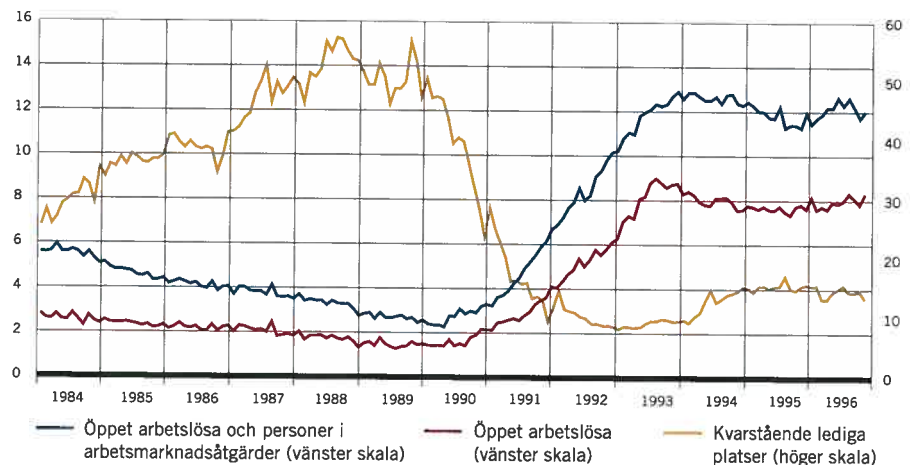
Bruttoinvesteringar; totalt, exklusive bostadsinvesteringar och i industrin, som andel av BNP. Säsongsrensade volymer, procent



Källa: SCB:s nationalräkenskaper.

**Figur 9.**

Arbetslöshet och vakanser. Säsongsrensade data, procent respektive 1000-tal personer



Källor: SCB och AMS.



**Tabell 1.**

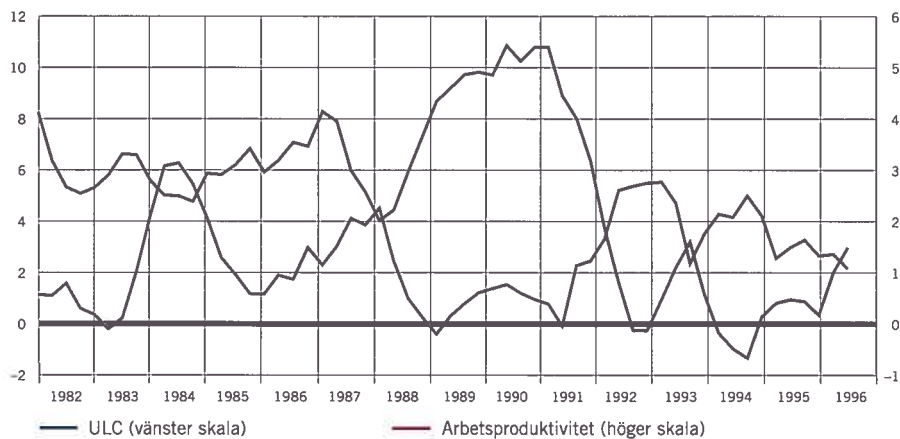
Löneutveckling i olika sektorer.  
Årlig procentuell förändring

	1993	1994	1995	Kv 1-3 96/ kv 1-3 95
Privat sektor	3,0	2,6	4,0	6,4
varav industri	3,4	3,7	4,8	7,5
varav handel	2,8	1,5	4,0	5,1
varav byggverksamhet	3,8	2,8	3,9	4,1
Stat	7,3	2,8	2,5	5,0
Kommun	3,1	3,2	1,0	5,4
Landsting	3,6	3,6	2,8	6,1
<b>Totalt</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>6,0</b>

Källor: SCB, Kommunförbundet och Landstingsförbundet samt beräkningar inom Riksbanken.

**Figur 10.**

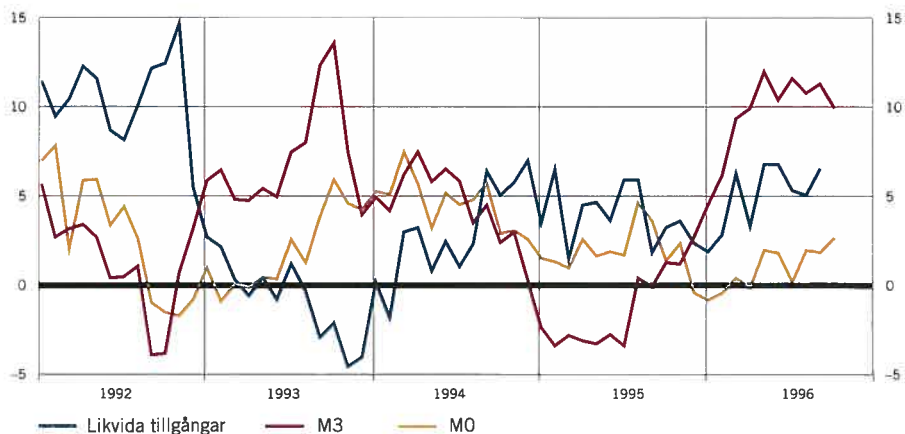
Arbetskraftskostnader per producerad enhet (ULC) och arbetsproduktivitet. Fyra kvartals glidande medeltal, årlig procentuell förändring



Källa: SCB:s nationalräkenskaper.

**Figur 11.**

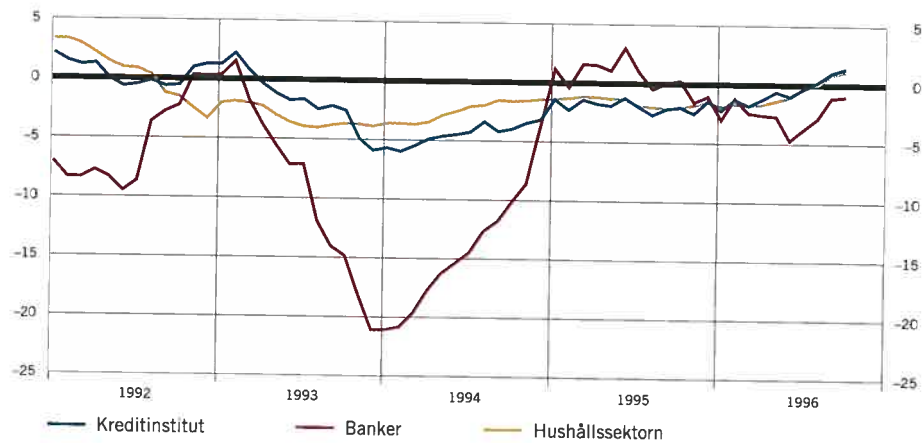
Penningmängd och likviditet. Årlig procentuell förändring



Anm. Likviditetsaggregatet omfattar innehav av M3, certifikat, statsskuldväxlar, allemanssparande, riksgäldskonto samt premie- och privatobligationer. Källa: Riksbanken.

**Figur 12.**

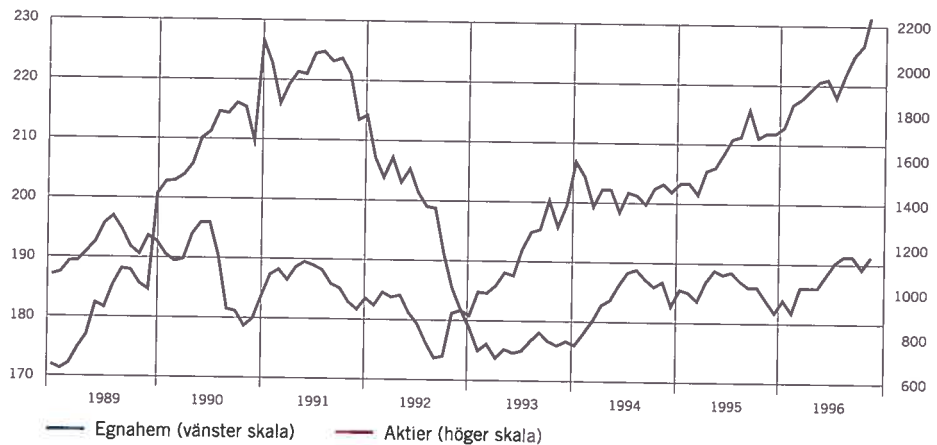
Kreditinstitutens utlåning till svensk allmänhet och hushållssektorn samt bankernas utlåning. Årlig procentuell förändring



Anm. Statistiken inkluderar bankernas återköpsavtal (repo) med allmänheten från och med januari 1995. Bostadsinstitutens utlåning har justerats för överföring av statliga bostadslån till bostadsinstituten i juli 1995. Källa: Riksbanken.

**Figur 13.**

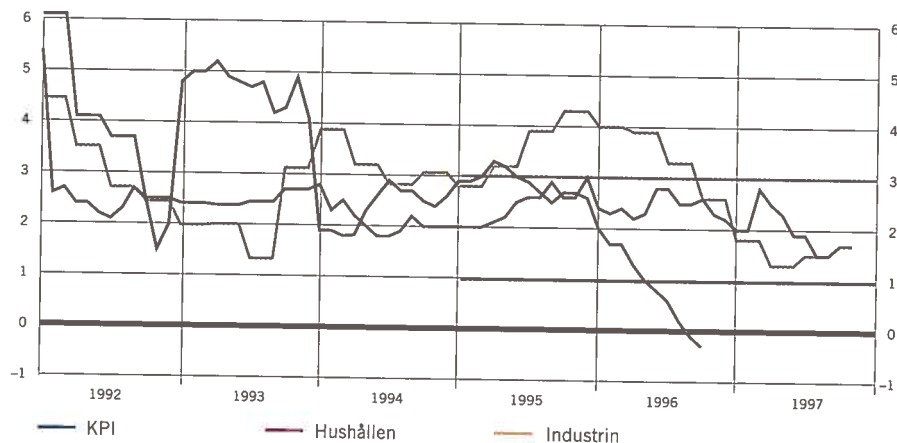
Prisindex egna hem, löpande priser (index: 1981=100) och Stockholms fondbörs generalindex\* (index: 1979-12-30=100)



\* Senaste observationen 1996-11-30. Källor: SCB och Stockholms fondbörs.

**Figur 14.**

KPI samt hushållens\* och industrins inflationsförväntningar\*\*. Årlig procentuell förändring



\*Från och med 1996 exkluderas de tio mest extrema svaren på båda sidor i hushållens förväntningar. Tidigare redovisas svar inom intervallet 0-15 procent.

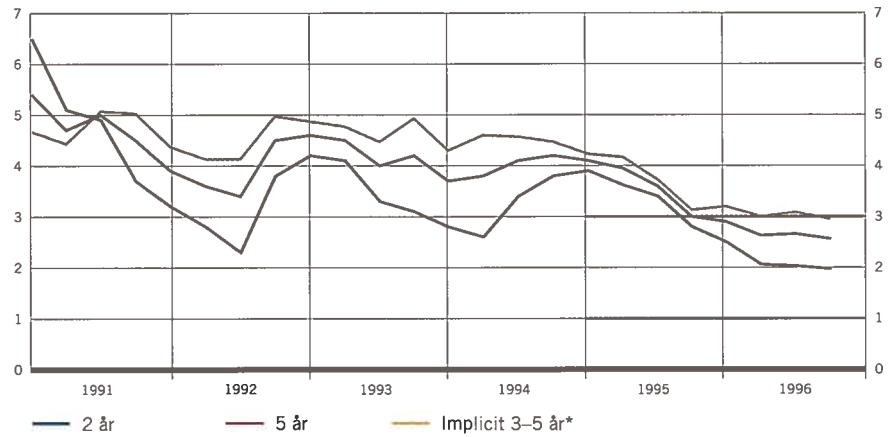
\*\*Kurvorna har förskjutits framåt tolv månader för att motsvara den tidpunkt som inflationsförväntningarna avser.

Anm. De horisontella linjerna för 1995, 1996 och 1997 anger Riksbankens toleransintervall för KPI. Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.



**Figur 15.**

Årliga inflationsförväntningar hos placerare på obligationsmarknaden, de närmaste två resp. fem åren.  
Percent



\*Genomsnittlig förväntad inflation för perioden tre till fem år framåt i tiden, beräknat av Riksbanken.  
Anm. De horisontella linjerna för 1995 och 1996 anger Riksbankens toleransintervall för KPI.  
Källa: Aragon Fondkommission.

**Tabell 2.**

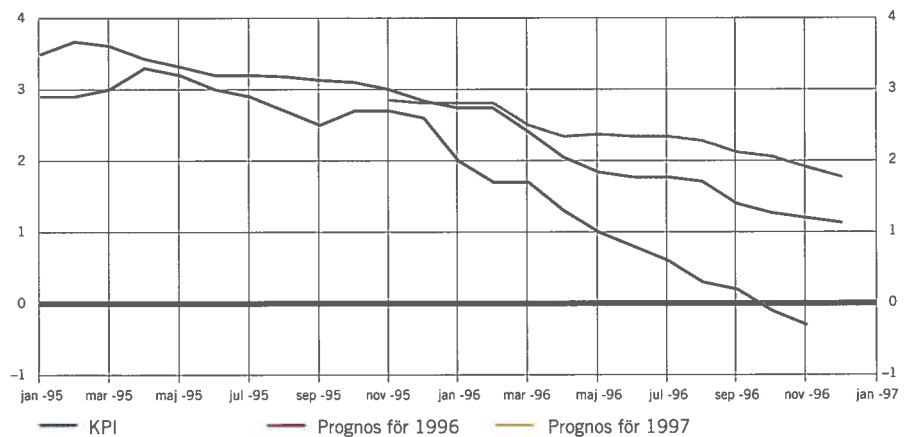
Inflationsförväntningar november 1996 samt förändring jämfört med september 1996 inom parentes.  
Medelvärden i procent

Kategori	Ändring av KPI (per år)		
	-1 år	-2 år	-5 år
Penningmarknadsaktörer	1,5 (-0,3)	1,8 (-0,2)	2,1 (-0,2)
Arbetsgivarorganisationer	1,3 (-0,5)	1,5 (-0,4)	1,9 (-0,3)
Arbetsstagarorganisationer	1,4 (-0,3)	1,6 (-0,3)	2,1 (-0,2)
Inköpschefer i industriföretag	1,3 (-0,2)	1,6 (-0,2)	2,0 (-0,1)
Inköpschefer i handelsföretag	1,4 (-0,2)	1,6 (-0,2)	2,0 (-0,3)

Källa: Prospera Research AB.

**Figur 16.**

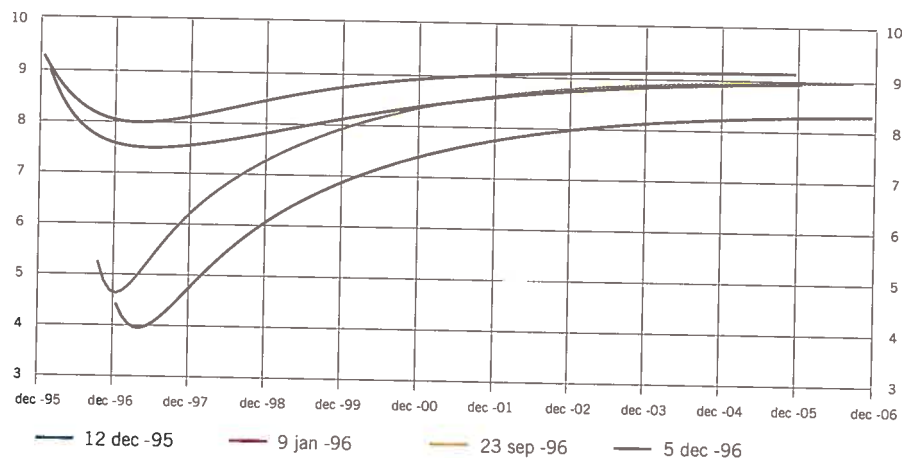
Sammanvägning av inflationsprognoser från olika prognosmakare.  
Percent



Källor: Riksbanken och respektive prognosmakare.

**Figur 17.**

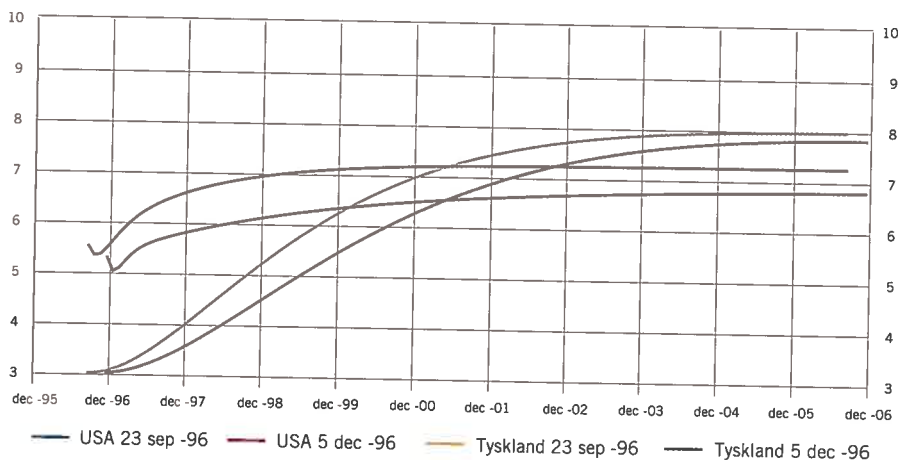
Implicita terminräntor  
den 12 december 1995,  
den 9 januari 1996, den  
23 september 1996 och  
den 5 december 1996.  
Effektiv årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

**Figur 18.**

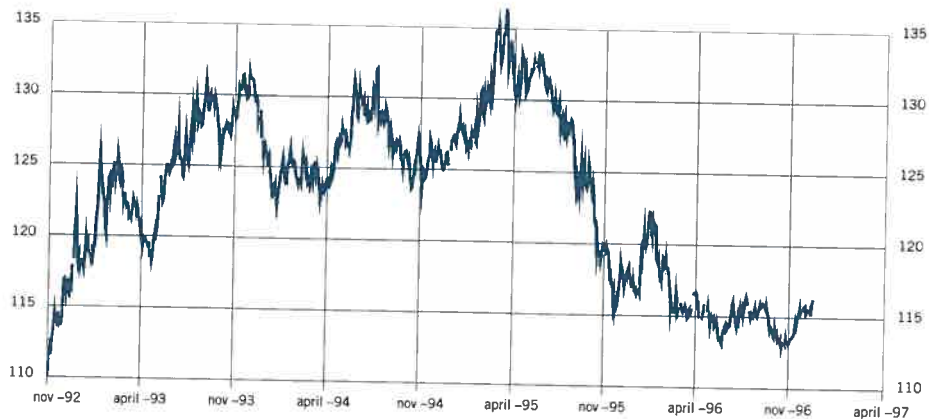
Implicita terminräntor  
för USA och Tyskland  
den 23 september och  
den 5 december 1996.  
Effektiv årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

**Figur 19.**

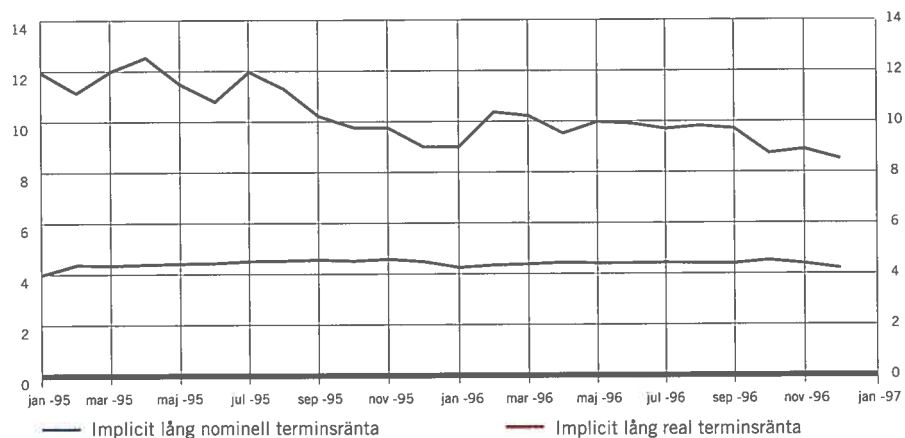
Nominell effektiv växel-  
kurs (TCW-vägd). Index:  
18 november 1992=100



Källa: Riksbanken.

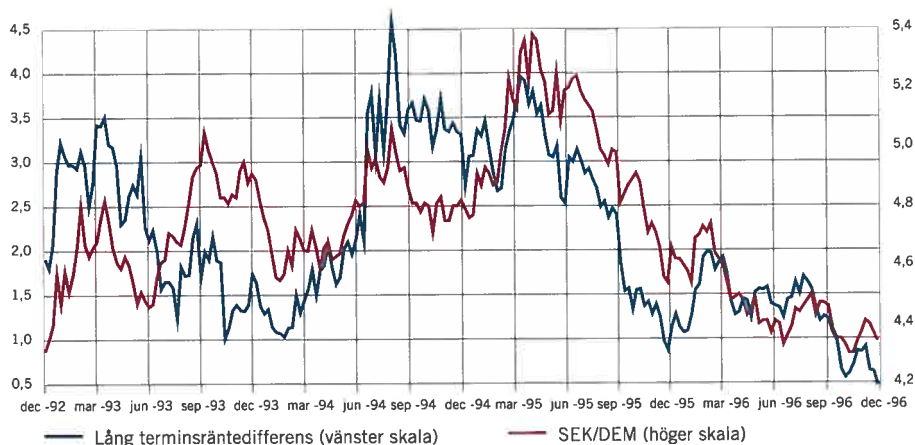


**Figur 20.**  
Implicita långa (tio år)  
reala och nominella  
terminsräntor.  
Procent



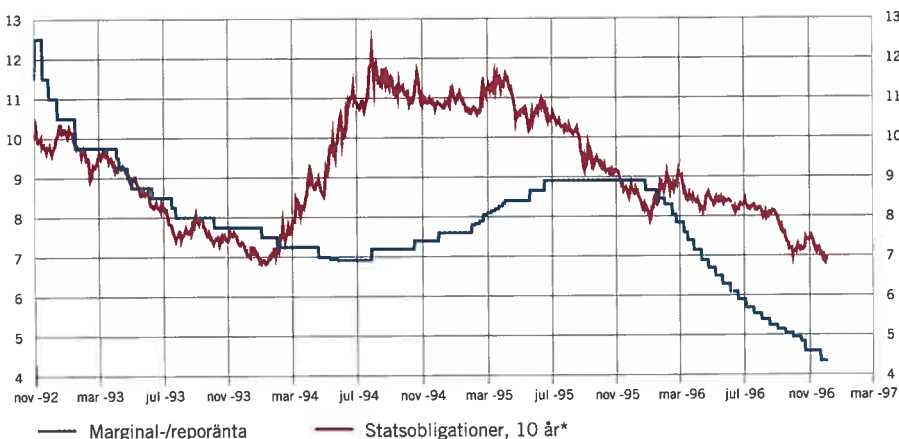
Källor: Riksgäldskontoret och Riksbanken.

**Figur 21.**  
Lång terminsräntedifferens  
(tio år) gentemot Tyskland  
och kronans kurs mot den  
tyska marken.  
Procentenheter resp.  
SEK/DEM



Källa: Riksbanken.

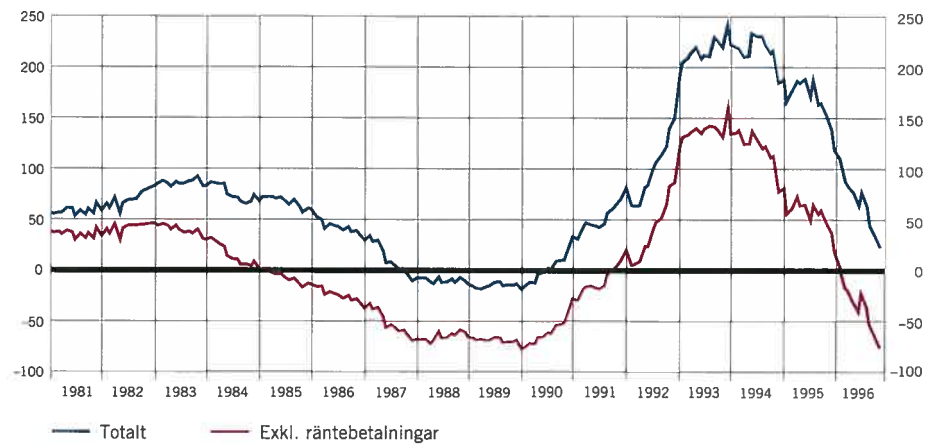
**Figur 22.**  
Räntor.  
Dagsnoteringar, procent



\*Svensk tioårig statsobligationsränta avser för 1992 obligationslån 1030 med förfall 2001-06-15, för 1993 obligationslån 1033 med förfall 2003-05-05 och för 1994-1995 obligationslån 1035 med förfall 2005-02-09. Källa: Riksbanken.



**Figur 23.**  
Statens lånebehov, totalt  
och exklusive räntebetal-  
ningar. Ackumulerade  
tolvmånaderstal, miljarder  
kronor



Källa: Riksgäldskontoret.







