



# Inflationsrapport

2003:1

# Innehåll

- FÖRORD 3
  
- INFLATIONSBEDÖMNING 5
  - Sammanfattning 5
  - Huvudscenario 7
  - Riskbild 17
  - Utvecklingen bortom prognoshorizonten 20
  
- INFLATIONENS BESTÄMNINGSFAKTORER 27
  - Finansiella marknader 27
  - Internationell utveckling 30
  - Efterfråge- och utbudsförhållanden i svensk ekonomi 35
  - Inflationsförväntningar 44
  - Avregleringar, politiska beslut och tillfälliga effekter 45

## *Fördjupningsrutor*

- Den senaste tidens inflationsutveckling 11
- Elpriset och inflationen 13
- Ekonomiska konsekvenser av en militär konflikt i Irak 23
- Inflationsprognos med stigande reporänta 46
- Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2000-2002 47



# ■ Förord

Målet för Riksbankens penningpolitik är att begränsa inflationen till 2 procent med en tolerans för avvikelser från denna nivå på  $\pm 1$  procentenhet.

Riksbanken använder sig av flera olika sätt att kommunicera penningpolitiska frågor och ställningstaganden. I inflationsrapporten återges Riksbankens samlade syn på inflationsutsikterna i rådande läge. I pressmeddelanden redovisas direktionens penningpolitiska överväganden och beslut. Inom direktionen kan det finnas olika åsikter om inflationsutsikterna framöver. I protokollen redovisas direktionsmedlemmarnas bedömningar och individuella ställningstaganden till olika förslag och det fattade beslutet.

Inflationsrapporten återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 6 och den 12 mars 2003. Inflationsrapporten utgör bakgrund till Riksbankens penningpolitiska beslut den 17 mars. Eventuella meningsskiljaktigheter i synen på inflationsutvecklingen redovisas i det särskilda protokoll från direktionens sammanträde den 17 mars som kommer att publiceras den 28 mars 2003.

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

Syftet med inflationsrapporten är att ta fram underlag för penningpolitiska beslut samt sprida kännedom och kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör och därmed underlätta för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken. Ytterligare ett syfte är att uppmuntra till diskussion kring penningpolitiska frågor.

I denna inflationsrapport presenteras Riksbankens syn på inflationsutsikterna t.o.m. första kvartalet 2005. För att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitiken utgår analysen från att reporäntan hålls oförändrad under samma tid.

I kapitel 1 presenteras Riksbankens samlade bedömning av inflationsutsikterna i huvudscenariot och i riskbilden. I kapitel 2 diskuteras den mest sannolika utvecklingen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer. Rapporten innehåller också flera fördjupningsrutor vars syfte är att förmedla en djupare kunskap i olika frågor som är viktiga för inflationsbedömningen och penningpolitikens utformning. I en av dessa fördjupningsrutor redovisas ett underlag för en utvärdering av penningpolitiken under 2000-2002.

*Stockholm i mars 2003*

Lars Heikensten

RIKSBANKSCHEF



# ■ Inflationsbedömning

*I detta kapitel görs en sammanfattande bedömning av inflationsutsikterna t.o.m. första kvartalet 2005 under förutsättning att reporäntan hålls oförändrad på 3,75 procent.*

## Sammanfattning

Under slutet av förra året utvecklades inflationen i stort sett i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport. I år har inflationen dock stigit mer än väntat till följd av framförallt höjda elpriser men också till viss del av stigande oljepriser. Elprisuppgången förklaras bl.a. av stor brist i elbolagens vattenmagasin efter den torra sommaren (se fördjupningsrutan "Elpriset och inflationen"). I januari uppgick inflationen under det senaste året mätt med KPI till 2,8 procent och med UND1X till 2,6 procent. Energiprisuppgången bedöms i allt väsentligt bli tillfällig och redan under våren väntas inflationen börja falla tillbaka.

Bortsett från energipriserna föll KPI- och UND1X-inflationen till 1,7 respektive 1,8 procent i januari (se fördjupningsruta "Den senaste tidens inflationsutveckling"). Nedgången berodde till viss del på fallande livsmedelspriser. Ett mindre ansträngt resursutnyttjande och lägre ökningstakt i arbetskraftskostnaderna bidrog troligtvis också. Pristrycket från omvärlden har samtidigt varit lågt. Under prognosperioden bedöms det finnas en del lediga resurser och kostnadstrycket bli relativt svagt. Den importerade inflationen väntas öka bara marginellt bl.a. till följd av en förstärkning av kronan. Inflationen exklusive energipriser förväntas uppgå till omkring 2 procent under hela prognosperioden. I slutet av perioden, när effekterna av energiprisförändringarna klingat av, bedöms också ökningstakten i KPI som helhet uppgå till ungefär 2 procent medan inflationen mätt med UND1X ligger något lägre på 1,8 procent.

Den ekonomiska tillväxten i både Sverige och omvärlden återhämtade sig något under fjolåret men återhämtningen förefaller ha dämpats mot slutet av året. I viss utsträckning var den svagare utvecklingen väntad, men i de stora euroländerna var försämringen kraftigare än beräknat. I andra delar av världen, främst Asien, var tillväxten god. Anpassningen av företagens och hushållens balansräkningar i spåren av den kraftiga nedgången på aktiemarknaden under de senaste två åren har hållit tillbaka såväl investeringar som konsumtion. Den säkerhetspolitiska utvecklingen alltsedan terrordåden i september 2001, men framförallt det senaste halvåret, har därutöver troligtvis bidragit till ökad pessimism och skapat en osäkerhet som hämmat den ekonomiska aktiviteten och världshandeln. Det är framför allt risken för ett krig i Irak som legat bakom denna utveckling.

Dessa faktorer förväntas fortsätta att påverka ekonomin framöver, vilket medför att återhämtningen bedöms ske något långsammare än vad som antogs i föregående inflationsrapport, trots att räntorna fallit och finanspolitiken i USA förts i en mer expansiv riktning. Världsmarknadstillväxten väntas inledningsvis bli något mer dämpad, framförallt till följd av en svagare utveckling i euroområdet. Mot slutet av prognosperioden beräknas den dock åter nå mer normala tillväxttal. Detta ger en något sämre utveckling för svensk export i år. Industrikonjunkturen i Sverige bedöms också bli något svagare till följd av en

lägre inhemsk efterfrågan. Även fortsatta problem inom bl.a. telekommunikationssektorn antas verka återhållande. Lägre aktiepriser, höjda skatter, högre arbetslöshet och en fortsatt osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen bedöms bidra till en något lägre konsumtionsökning. Den osäkerhet som nu råder väntas även medföra att investeringsuppgången förskjuts något framåt i tiden. Prognosen för tillväxten i Sverige 2003 har därför reviderats ned.

Den grundläggande konjunkturbilden som presenterades i december, med en fortsatt gradvis återhämtning av konjunkturen, består dock. Expansiv ekonomisk politik, företagens lagercykler och, för svensk del, även en relativt svag krona talar för en ökad ekonomisk aktivitet. I huvudscenariot antas att de ekonomiska konsekvenserna av Irakkrisen blir begränsade och att den osäkerhet som hämmat den ekonomiska aktiviteten dämpas märkbart under andra halvåret i år (se även rutan "Ekonomiska konsekvenser av en militär konflikt i Irak"). Sammantaget väntas tillväxten i OECD-området uppgå till omkring 2 procent i år och drygt 2,5 procent per år under resten av prognosperioden. Motsvarande siffror för Sverige är 1,7 procent 2003 och 2,4 procent 2004 och 2005.

Nya skattningar av produktionsgapet baserade på reviderade nationalräkenskaper och andra indikatorer på resursutnyttjandet tyder på att det finns en del lediga resurser i Sverige i dagsläget. Detta bedöms vara fallet i än högre grad i Europa och USA. De prognostiserade tillväxttakterna för Sverige, Europa och USA medför att resursutnyttjandet förblir relativt måttligt under hela prognosperioden (se diagram 1). De nedreviderade tillväxtutsikterna i Sverige i kombination med de nya nationalräkenskaperna tyder på att resursutnyttjandet är, och har varit, något mindre ansträngt än enligt tidigare bedömningar. Det bör dock betonas att uppskattningar av resursutnyttjandet är förenade med stor osäkerhet.

Det relativt måttliga resursutnyttjandet i världsekonomin bedöms medföra att pristrycket i omvärlden, trots något högre oljepriser, blir svagt. Först mot slutet av prognosperioden, när kapacitetsutnyttjandet stiger, väntas de internationella exportpriserna öka med närmare 2 procent. En starkare växelkurs för kronan bedöms därutöver dämpa inflationseffekterna i Sverige av de stigande internationella priserna. Men apprecieringen i år väntas bli mindre än enligt tidigare bedömning, vilket tillsammans med högre oljepriser medför att importpriserna ökar något mer än tidigare väntat på kortare sikt. Under 2004 antas den importerade inflationen utvecklas något svagare än i förra bedömningen, främst till följd av att oljepriset faller tillbaka.

Lönekostnadsökningarna i näringslivet väntas bli något lägre än i tidigare prognoser till följd av en något högre arbetslöshet framöver. De reviderade nationalräkenskaperna tyder på att produktivitetstillväxten i svensk ekonomi under 1990-talet var något snabbare än tidigare beräknat. Mot den bakgrunden bedöms produktiviteten även i år kunna utvecklas något starkare än i tidigare bedömningar. Sammantaget bedöms detta ge något lägre ökningstakt i arbetskraftskostnaderna än tidigare beräknat.

För prognosperioden som helhet bedöms således ett mindre ansträngt resursutnyttjande och något lägre arbetskraftskostnader i näringslivet bidra till en lägre inflation jämfört med bedömningen i december. I genomsnitt bedöms dock KPI öka med 2,5 procent i år jämfört med 2,1 procent

enligt prognosen i december, vilket till övervägande del beror på de höjda energipriserna. Under 2004 dras genomsnittet ned av lägre energipriser och väntas uppgå till 1,5 procent. UND1X-inflationen beräknas bli 2,4 procent i år och 1,2 procent 2004. Exklusive energi förväntas UND1X-inflationen i genomsnitt bli ca 2 procent båda åren.

På ett års sikt (mars 2004) bedöms UND1X-inflationen i huvudscenariot uppgå till 0,8 procent och på två års sikt (mars 2005) till 1,8 procent. Motsvarande siffror för KPI är 1,0 respektive 2,0 procent (se diagram 4 och tabell 1).

Riskbilden har också betydelse för utformningen av penningpolitiken. Den främsta nedåtriskan för svensk inflation hänger samman med osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden. Främst handlar det om risken för en svagare ekonomisk tillväxt i euroområdet. Mot detta står risken för att inflationen kan bli högre än i huvudscenariot dels till följd av större prisspridningseffekter från de höga energipriserna, dels till följd av att utfallet i avtalsrörelsen som inleds under hösten kan bli högre än väntat. Till detta kommer en risk för större negativa effekter på tillväxten av den säkerhetspolitiska situationen. Den medför både uppåtrisker för inflationen förknippade med pris- och kostnadsstegringar, och nedåtrisker relaterade till efterfrågeläget. Sammantaget bedöms riskbilden vara balanserad.

Huvudscenariot förutsätter att de negativa makroekonomiska följdverkningarna av Irakkrisen blir begränsade. Hur ett eventuellt krig kan komma att utvecklas och hur långvarigt det kan bli är dock mycket svårt att bedöma. Hotet om ett militärt angrepp på Irak skapar en osäkerhet som påverkar såväl förtroendeklimat som börsutveckling. Det är därför även svårt att tolka konjunktursignalerna korrekt. Ju längre Irakkrisen drar ut på tiden desto större är risken för allvarigare realekonomiska effekter för världsekonomin. Den säkerhetspolitiska situationen skapar därför en genuin osäkerhet och inrymmer hot som inte på vanligt sätt har kunnat vägas in i riskanalysen.

## Huvudscenario

I början av 2002 visade konjunkturen tydliga tecken på en förbättring. Den ekonomiska politiken var expansiv i många länder, bl.a. i Sverige. Företagens lagercykler talade för att botten i konjunkturedgången var nådd och en ökad efterfrågan på varaktiga konsumtionsvaror i USA och även i Sverige pekade på en förbättrad konjunkturutveckling. Enligt de preliminära utfall för 2002 som hittills redovisats blev tillväxten ungefär som väntad, med undantag för euroområdet där utvecklingen ser ut att ha blivit svagare. Samtidigt tycks tillväxtförloppet ha blivit något annorlunda. Återhämtningen kom av sig och tillväxten dämpades under andra halvåret. Dämpningen av den ekonomiska aktiviteten beror på dels en fortsatt uppgång i den privata sektorns sparande i spåren av den kraftiga nedgången på aktiemarknaden under de senaste två åren, dels den säkerhetspolitiska utvecklingen.

Aktiepriserna har fallit med ca 20 procent i Europa och med ca hälften så mycket i USA sedan föregående inflationsrapport. Nedgången kan tolkas som att de finansiella marknadsaktörerna förväntar sig en fortsatt svag utveckling. Till följd av den fortsatta osäkerheten bedöms tillgångspriserna utvecklas något svagare i år, för att därefter stiga i linje med den



tidigare bedömningen. De långa obligationsräntorna har fallit med ca 0,6 procentenheter i euroområdet och USA sedan föregående inflationsrapport. De sämre tillväxtutsikterna talar för att räntorna även framöver blir något lägre än tidigare bedömning.

#### ■ ■ Stigande oljepriser och stor osäkerhet i spåren av Irakkrisen.

En faktor som talar för en något mer dämpad tillväxt framöver är oljepriset, som i dagsläget är ca 10 USD/fat högre än prognosen i den senaste inflationsrapporten. Det höga oljepriset beror på flera faktorer, främst ökad osäkerhet inför ett eventuellt krig i Irak och utgången av detta men också av att utbudet dämpats av strejkerna i Venezuela, världens femte största oljeproducent, i slutet av förra året. Samtidigt har den kalla vintern på norra halvklotet ökat efterfrågan. Sammantaget har detta bidragit till att oljelagren i USA är de lägsta på närmare 30 år. Terminspriserna har också stigit på senare tid (se diagram 2). Under början av detta år bedöms oljepriserna ligga kvar på dagens nivå. Därefter väntas de återgå till de nivåer som noterades under hösten före den kraftiga uppgången, vilket också är i linje med terminspriserna på längre sikt. Oljepriset bedöms i genomsnitt under 2003 uppgå till knappt 28 USD/fat, vilket är ca 4 USD/fat högre än i bedömningen i december.

#### ■ ■ Återhämtningen i världsekonomin blir mer utdragen...

Den osäkerhet som råder i världsekonomin till följd av börsfallen och Irakkrisen och dess återverkningar gör det svårare än vanligt att tolka olika konjunkturindikatorer och att förutsäga den ekonomiska utvecklingen. Allt fler indikatorer förefaller emellertid peka på en mer utdragen och långsam konjunkturåterhämtning. Utvecklingen det närmaste året bedöms därför bli något mer dämpad än vad som prognostiserades i december. Det finns dock inte skäl att ändra den grundläggande konjunkturbilden som presenterades då. Det mesta talar alltså för att konjunkturen förstärks under 2003.

Internationellt är det framförallt utsikterna för euroområdet som ser något sämre ut jämfört med bedömningen i december. Industrikonjunkturen och konsumtionsutvecklingen försvagades märkbart i slutet av förra året. Arbetslösheten stiger samtidigt som den svaga budgetutvecklingen begränsar det finanspolitiska handlingsutrymmet. Den starkare eurokursen och det högre oljepriset väntas dessutom dämpa återhämtningen i industrikonjunkturen. Det faktum att inflationen inte dämpas mer kan indikera att den potentiella tillväxten är lägre än tidigare bedömt, vilket i så fall kan hämma tillväxten ytterligare.

#### ■ ■ ... men fortgår trots allt.

I USA finns det tecken på att återhämtningen fortgår. Hushållens konsumtion stimuleras av bl.a. en expansiv ekonomisk politik med skattesänkningar och låga räntor. En återhämtning i industrikonjunkturen kunde skönjas mot slutet av förra året, då både produktion och investeringar ökade. Detta skulle kunna tyda på att anpassningen av kapitalstockarna, efter överinvesteringarna i vissa branscher under slutet av 1990-talet, nu lider mot sitt slut. Framåtblickande indikatorer såsom inköpschefsindex pekar också på en uppgång i industrikonjunkturen. Fortsatt låga räntor och den svaga dollarutvecklingen antas ge industrin stöd medan det

höga oljepriset däremot verkar dämpande. Arbetsmarknadsläget har dock försämrats men antas stabiliseras under andra halvåret i år.

Sammantaget bedöms tillväxten i omvärlden bli något svagare i år jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Tillväxten tilltar dock mot slutet av året och bedöms under 2004 och 2005 uppgå till omkring 2,5 procent i Europa och till 3–3,5 procent i USA. Till följd av osäkerheten i spåren av Irakrisen och den något lägre tillväxten i euroområdet bedöms handeln och världsmarknadstillväxten i år bli svagare än tidigare beräknat. I slutet av prognosperioden väntas marknadstillväxten nå den genomsnittliga nivån på ca 7 procent.

I omvärlden tycks kapacitetsutnyttjandet, arbetsmarknadsläget och andra mått på resursutnyttjandet tyda på att det finns lediga resurser. Till följd av en förhållandevis låg efterfrågan bedöms det finnas lediga resurser i de stora ekonomierna under hela prognosperioden och prisökningarna förväntas därför bli relativt måttliga. På kort sikt väntas likväl inflationen stiga till följd av högre energipriser. Den internationella exportprisutvecklingen bedöms dock bli fortsatt svag och först mot slutet av prognosperioden väntas den uppgå till ca 2 procent.

I likhet med tidigare bedömningar väntas kronan stärkas under prognosperioden. Detta dämpar effekten på den svenska inflationen från det stigande internationella pristrycket. Jämfört med prognosen i december bedöms emellertid kronförstärkningen komma något senare under innevarande år. Till en del förklaras detta av att den allmänna oron på de finansiella marknaderna världen över troligen påverkat kronan negativt i början av året. Pensionsfondernas köp av utländska värdepapper har sannolikt också bidragit till att kronan utvecklats svagt.

### ■ ■ Hushållens konsumtion ökar långsammare.

Den konjunkturåterhämtning i Sverige som inleddes i början av 2002 stannade av mot slutet av året. Exporten utvecklades svagt och industriproduktionen stod och stampade. Nya barometerdata tyder också på en något sämre utveckling framöver jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Hushållens förväntningar om den egna ekonomins utveckling har blivit mer pessimistiska under hösten. Höjda skatter, stigande elpriser, högre arbetslöshet, fallande aktiepriser och ihållande osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen och utgången av Irakrisen tycks ha påverkat hushållens framtidstro mer negativt än väntat. Konsumtionstillväxten framöver väntas därför bli något lägre än tidigare beräknat.

Det finns ännu få tecken på en uppgång i industrikonjunkturen. Inköpschefsindex och barometerdata antyder dock en stigande optimism och i vissa branscher som vanligtvis ligger tidigt i konjunkturcykeln, såsom metall, stål och skog, bedöms produktionen öka. Den allra senaste tiden har också en förbättring noterats för telekomprodukter. Byggkonjunkturen är dock fortsatt svag, trots höga huspriser och bostadsbrist i storstadsregionerna.

Sammantaget bedöms tillväxten i svensk ekonomi uppgå till 1,7 procent i år, vilket är lägre än i föregående bedömning. Under resten av prognosperioden antas tillväxten uppgå till 2,4 procent per år, vilket är stort sett oförändrat jämfört med föregående prognos. Tillväxtens sammansättning bedöms dock bli något annorlunda. Konsumtionen väntas öka något långsammare och nettoexporten snabbare.

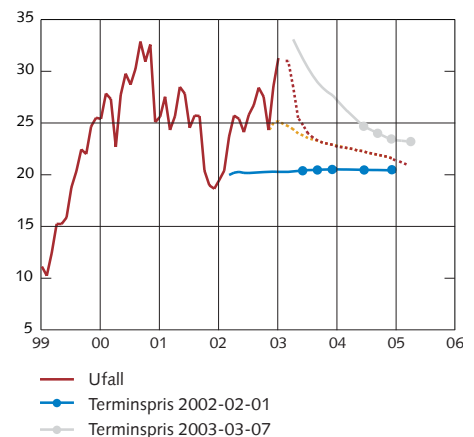
**Diagram 1. Produktionsgap för euroområdet, Sverige och USA. Procent**

— PF USA  
— HP Sverige  
— HP Euroområdet

Anm. HP är det s.k. Whittaker-Henderson eller Hodrick-Prescott-filtret. BNP-serierna har trendrensats med ett s.k. HP-filtret. PF är den s.k. produktionsfunktionsansatsen.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, NiGEM, SCB, US Department of Commerce och Riksbanken.

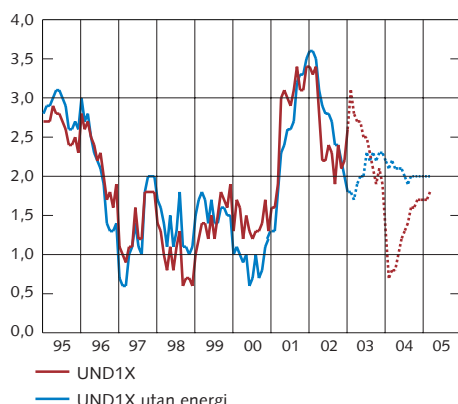
**Diagram 2. Oljepriser, spotpriser och terminspriser vid olika tidpunkter samt prognos. Brent, USD/fat**



Anm. Gul streckad linje avser Riksbankens prognos i IR02:4. Röd streckad linje avser Riksbankens prognos i IR03:1.

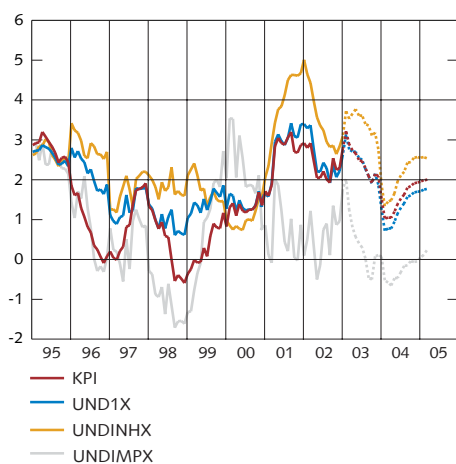
Källor: IPE och Riksbanken.

Diagram 3. UND1X med och utan energi.  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 4. Olika inflationsmått, utfall och prognos.  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

På arbetsmarknaden fortsatte antalet arbetade timmar och övertidsuttaget att minska under slutet av förra året. En fortsatt nedgång i sysselsättningen väntas i år och först mot slutet av 2003 antas utvecklingen vända och antalet arbetade timmar stiga. Den något svagare efterfrågan i ekonomin i år bedöms medföra en något högre arbetslöshet. Nya skattningar av produktionsgapet, baserade på reviderade nationalräkenskaper, liksom övriga indikatorer på resursutnyttjandet i ekonomin tyder också på att det finns mer lediga resurser i ekonomin än tidigare beräknat. Bedömningen i huvudscenariot innebär att det finns lediga resurser i ekonomin under hela prognosperioden och att det har en viss dämpande effekt på inflationsutvecklingen jämfört med tidigare prognoser.

Löneökningstakten har varit något lägre än väntat. Den högre arbetslösheten bedöms medföra en något lägre löneökningstakt både i år och nästa år jämfört med bedömningen i december. De reviderade nationalräkenskaperna tyder på att produktivitetstillväxten i ekonomin har varit högre än tidigare beräknat under större delen av 1990-talet. Även i fjol utvecklades produktiviteten gynnsamt. Mot denna bakgrund bedöms produktiviteten även i år öka lite snabbare än i tidigare prognoser, vilket tillsammans med de något lägre lönekostnadsökningarna ger lägre tillväxt i enhetsarbetskostnaderna i näringslivet. Detta bidrar till ett något lägre inflationstryck under prognosperioden. Samtidigt bör det noteras att de samlade lönekostnaderna väntas öka med drygt 4,5 procent i år, vilket är högre än vad svensk ekonomi klarar av i ett längre perspektiv.

#### ■ ■ Elpriserna höjer inflationen kraftigt på kort sikt.

I slutet av förra året steg elpriserna till rekordhöga nivåer till följd av extremt låga vattennivåer i kraftmagasinen. Ny information från de stora elbolagen visar att de har höjt eller planerar att höja elpriserna med drygt 20 öre/kWh, vilket bedöms medföra en direkt effekt på inflationen med drygt 1 procentenhet under första kvartalet i år. Elpriserna bedöms gradvis falla tillbaka under våren och då dämpas inflationen påtagligt (se fördjupningsrutan "Elpriset och inflationen").

Den genomsnittliga UND1X-inflationen bedöms i år bli 0,5 procentenheter högre än i bedömningen i december, vilket främst förklaras av de högre el- och oljepriserna. Bortsett från energipriserna bedöms dock UND1X-inflationen i genomsnitt bli ett par tiondels procentenheter lägre än i tidigare bedömning till följd av ett mindre ansträngt resursläge och lägre arbetskraftskostnader. På ett års sikt bedöms UND1X-inflationen i huvudscenariot endast uppgå till 0,8 procent. Den låga inflationen beror främst på att energipriserna väntas falla tillbaka. På två års sikt bedöms UND1X-inflationen uppgå till 1,8 procent. Motsvarande bedömningar för KPI-inflationen är 1 procent på ett års sikt och 2 procent på två års sikt.

Tabell 1. Inflationsprognos i huvudscenariot.  
Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt			Tolvmånaderstal			
	2002	2003	2004	mar 2003	mar 2004	dec 2004	mar 2005
KPI	2,4 (2,4)	2,5 (2,1)	1,5 (2,2)	2,9 (2,1)	1,0 (2,1)	1,9 (2,2)	2,0
UND1X	2,5 (2,5)	2,4 (1,9)	1,2 (1,9)	2,8 (1,9)	0,8 (1,8)	1,7 (1,9)	1,8
UNDINHX	3,5 (3,5)	3,4 (2,9)	2,0 (2,7)	3,5 (2,7)	1,5 (2,7)	2,6 (2,7)	2,5
UNDIMPX	0,5 (0,5)	0,5 (0,0)	-0,3 (0,2)	1,2 (0,2)	-0,6 (0,0)	0,0 (0,1)	0,2

Anm. Siffrorna inom parentes visar motsvarande prognos i föregående inflationsrapport. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egna hem och direkta effekter av ändrade skatter och subventioner. UNDINHX avser bara priser på i huvudsak inhemska varor i UND1X. UNDIMPX avser priser på i huvudsak importerade varor i UND1X.

Källor: SCB och Riksbanken.

## Den senaste tidens inflationsutveckling

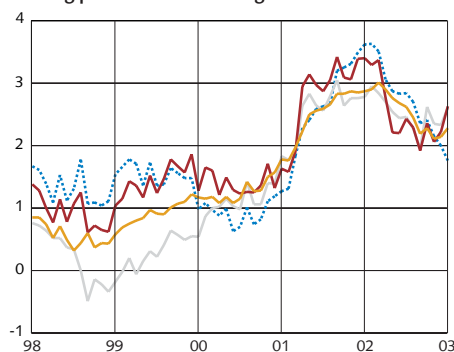
Under våren 2001 började inflationen stiga efter att ha varit stabil under ett antal år. Riksbanken gjorde bedömningen att en stor del av denna uppgång kunde hänföras till ett antal lätt identifierbara s.k. utbudsstörningar som bl.a. medförde högre energi- och livsmedelspriser. Även bortsett från de högre energi- och livsmedelspriserna steg dock inflationen vilket bedömdes ha sin förklaring i en svag produktivitet utveckling och ett förhållandevis högt resursutnyttjande. Lägre energi- och livsmedelsprisökningar var viktiga förklaringar till att inflationen sedan föll kraftigt under våren 2002. Till detta kom en bättre produktivitet utveckling och ett lägre resursutnyttjande.

Denna bild har i viss mån bekräftats av de nya reviderade nationalräkenskaperna som publicerats för åren 1993-2002 som visar att produktiviteten utvecklades starkare än vad tidigare publicerade siffror indikerade. Utvecklingen 2001 var dock fortfarande svag. Ökningstakten i KPI föll från 2,9 procent i januari 2002 till 2,3 procent i december 2002, motsvarande siffror för UND1X är 3,4 respektive 2,2 procent.

Kraftigt stigande energipriser under slutet av 2002 medförde att inflationen enligt KPI och UND1X steg till 2,8 respektive 2,6 procent i januari 2003 (se även fördjupningsrutan "Elpriset och inflationen"). Under perioder med kraftigt varierande priser kan det vara intressant att studera olika mått på en underliggande inflationstakt som renasats för tillfälliga och kortlivade störningar. Underliggande inflation är emellertid inte ett entydigt definierat begrepp och kan därför beräknas på flera olika sätt. Ett förhållandevis enkelt sätt är att exkludera vissa förutbestämda komponenter från KPI-inflationen. I UND1X exkluderas räntekostnader för egnahem liksom direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner från KPI-inflationen. UND1X exklusive energi är ytterligare ett index som är av hög relevans i nuvarande läge. Ett annat sätt att mäta den underliggande inflationstakten är att med hjälp av någon statistisk metod exkludera eller minska betydelsen av varu- och tjänstegrupper vars priser historiskt visat sig variera kraftigt. I diagram R1 redovisas UND1X med och utan energikomponenten och två mått där särskilt volatila komponenter i KPI tagits bort eller vars betydelse minskats. Samtliga mått visar att den underliggande inflationen har fallit sedan förra året men att den fortfarande ligger på en hög nivå än vad den gjorde för 2-3 år sedan.

Ökningstakten i UND1X exklusive energi har varit fallande sedan våren 2002 och uppgick till

Diagram R1. Olika mått på underliggande inflation. Årlig procentuell förändring



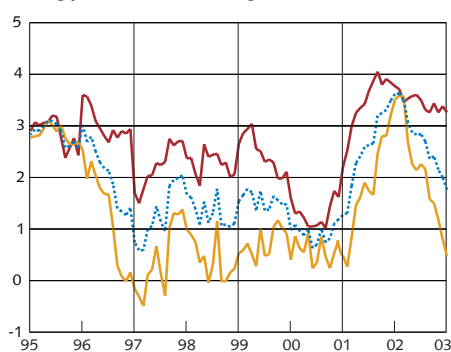
— UND1X  
- - - UND1X exklusive energi  
— UND24  
— trim85

Anm. De alternativa måtten är beräknade utifrån KPI uppdelat på 70 olika grupper. UND24 är sammanvägt med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen av avvikelser mellan det totala KPI och respektive aggregat under de senaste 24 månaderna. I trim85 har de 15 procent mest extrema prisförändringarna under varje månad exkluderats, 7,5 procent i varje svans.

Källor: SCB och Riksbanken.

1,8 procent i januari i år. Prisutvecklingen skiljer sig dock tydligt åt mellan varu- och tjänstesektorn (se diagram R2). Ökningstakten i varupriserna har fallit sedan mitten av förra året. Tjänsteprisinflationen har också avtagit sedan förra året men ligger fortfarande på en hög nivå. Efter flera år med stigande löneökningstakt inom tjänstesektorn bröts denna trend under fjolåret och löneökningstakten föll istället tillbaka, vilket troligen har verkat

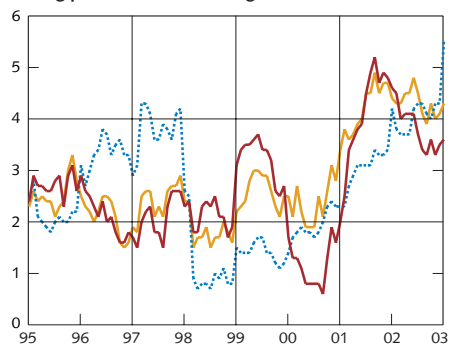
Diagram R2. UND1X-inflationen exklusive energi uppdelat på varor och tjänster. Årlig procentuell förändring



— Tjänster  
- - - UND1X exklusive energi  
— Varor exklusive energi

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R3. Tjänstepriser. Årlig procentuell förändring



— Tjänster exklusive boende (23,3%)  
- - - Administrativt prissatta tjänster (4,4%)  
— Tjänster exklusive boende, tele och tandvård (19,3%)

Anm. Siffror inom parentes avser andelar av UND1X.

Källor: SCB och Riksbanken.

dämpande på priserna. Prisökningstakten i de mer administrativt prissatta tjänsterna, såsom olika kommunala taxor, är dock fortfarande stigande (se diagram R3). Detta är troligen en spegling av att kommunernas ekonomi blir mer ansträngd under avmattningsperioder när skatteintäkterna växer långsammare.

Ytterligare indikationer på pristrycket i ekonomin kan fås genom att studera prisutvecklingen i tidigare förädlingsled, exempelvis producentledet (se diagram R4). Även här finns dock skillnader mellan delaggregaten. Prisökningstakten på inhemska bearbetade varor för hemmamarknaden har stigit gradvis sedan 2001 men befinner sig fortfarande på en förhållandevis låg nivå. För de importerade varorna ser bilden annorlunda ut. Den låga ökningstakten i de internationella exportpriser-

na tillsammans med den starkare kronan har medfört en fallande prisökningstakt sedan hösten 2001.

Sammanfattningsvis har högre energipriser medfört att inflationen har börjat stiga. Inflationen bedöms dessutom av samma skäl stiga ytterligare under de närmaste månaderna och tillfälligt uppgå till runt 3 procent. Enligt de senaste undersökningarna har både företagen och hushållen reviderat upp sina inflationsförväntningar något på ett års sikt, vilket även det troligen har sin förklaring i de uppmärksammade energiprisökningarna. Bortsett från de högre energipriserna har dock det underliggande inflationstrycket dämpats sedan förra inflationsrapporten. Olika mått på underliggande inflation ger siffror som ligger på eller strax över inflationsmålet på 2 procent.

**Diagram R4. Bearbetade varor i producentled, hemmarknadspriser och importpriser. Årlig procentuell förändring**

— HMPI, bearbetade varor  
 - - - - IMPI, bearbetade varor

Anm: IMPI mäter prisutvecklingen på importerade varor. HMPI mäter prisutvecklingen på av svenska företag producerade varor vid försäljning i Sverige. Med bearbetade varor avses varor inom SNI17-SNI37 exklusive 20.1, 21.11, 23.2,27.4 och 32.1.  
 Källa: SCB.

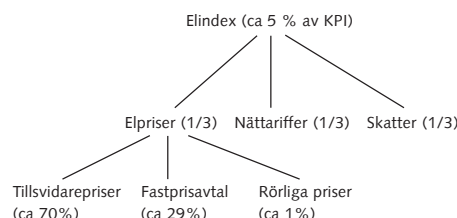
## Elpriset och inflationen

I slutet av förra året steg elpriset på den nordiska elbörsen till rekordhöga nivåer på upp mot 1 kr/kWh, vilket kan jämföras med ett genomsnitt på ca 14 öre/kWh de senaste åren. Bakom prisuppgången döljer sig bl.a. lägre vattentillrinning i Sverige och Norge som gjort att annan, dyrare, elproduktion måste tas i bruk. Kyligare väder än normalt runt årsskiftet bidrog också till att ytterligare pressa upp priserna. Elpriserna i KPI steg med drygt 19 procent i årstakt i januari och bidrog med 0,8 procentenheter till den totala inflationstakten (se diagram R5). Bakom prisuppgången i konsumentledet ligger sannolikt också att elpriserna i konsumentledet under en längre tid varit nedpressade efter avregleringen av elmarknaden 1996.

### Direkt effekt på konsumentpriserna av högre elpris

En ökning av elpriserna får direkt genomslag i KPI via högre elkostnader för konsumenterna (se figur R1). I decemberrapporten bedömdes konsumentpriserna på el stiga med i genomsnitt ca 5 öre/kWh exklusive skatt under perioden november till mars vilket förväntades medföra en direkt effekt på KPI med ca 0,3 procentenheter. Information från elbolagen visar att de har höjt de s.k. tillsvidarepriserna med i genomsnitt ca 20 öre/kWh vilket implicerar en direkt effekt på KPI med ca 1 procentenhet. Elprisökningarna bedöms därför medföra att KPI och UND1X blir drygt 0,7 (=1-0,3) procentenheter högre under första kvartalet i år än vad som antogs i decemberrapporten. Därefter bedöms elpriserna i konsumentledet gradvis falla tillbaka och bidra till en märkbart lägre inflationstakt under 2004. Elproducenternas förbättrade handelsmarginaler sedan 2001, dvs. skillnaden mellan elpriset på den nordiska elbörsen och konsumentpriset bedöms medföra att priserna till konsumenterna sänks i takt med att priserna på elbörsen åter börjar falla framåt våren. Detta stöds även av terminspriserna för el med leverans under sommaren som indikerar fallande priser framöver (se diagram R6). Det finns ett tydligt samband mellan utvecklingen av elpriserna på Nord Pool och vattentillgången i det nordiska systemet (se diagram R7).

Figur R1. En översikt av elprisindex i KPI.



Anm. De rörliga priserna är knutna till elbörsen Nord Pool. Skillnaden mellan tillsvidarepris och fastprisavtal är att i det senare fallet har kunden gjort ett aktivt val och tecknat ett fast pris under en specificerad tidsperiod.

Källa: SCB.

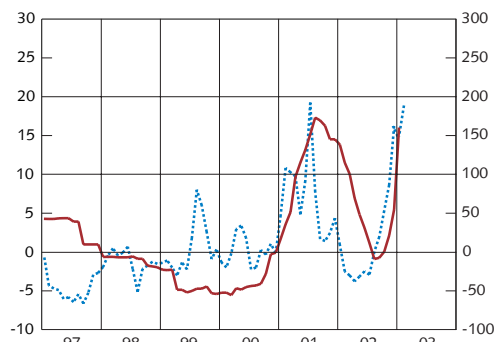
Förutom elprisökningarna kommer KPI och UND1X att påverkas av det lagförslag som lagts av regeringen som innebär att samtliga elanvändare och elleverantörer fr.o.m. 1 maj måste köpa en viss mängd el från förnybara energikällor i förhållande till sin elförbrukning. Förslaget kommer att medföra högre elkostnader för elkonsumenterna och ge ett ytterligare bidrag till inflationen mätt med KPI och UND1X på knappt 0,1 procentenheter fr.o.m. maj i år.

### Indirekta effekter på konsumentpriserna av högre elpris

Höjda elpriser kan leda till spridningseffekter då produktionskostnaderna stiger för företagen, främst de med elintensiv produktion. Högre elpriser bör också leda till högre hyror och högre priser på transporter.

Det höga elpriset kan leda till stigande inflationsförväntningar. Hushållens inköpsplaner från Konjunkturinstitutet visar att hushållen i januari reviderade upp sina inflationsförväntningar samtidigt som synen på den reala ekonomin blev

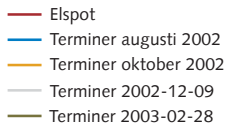
Diagram R5. Elpris i producent- och konsumentled. Årlig procentuell förändring



Källor: Nord Pool, SCB och Riksbanken.



Diagram R6. Elspot på Nord Pool och terminer.  
SEK/MWh



Källor: Nord Pool och Riksbanken.

mindre optimistisk. Det kan inte uteslutas att de stigande elpriserna och höjningen av elskatten som skedde vid årsskiftet kan påverka lönekraven i avtalsrörelsen 2004. Arbetsgivarna å sin sida kan vara mer återhållsamma med lönehöjningar om deras vinster försämras eller om den samlade efterfrågan i ekonomin skulle minska. Mot denna bakgrund och att elpriserna väntas falla tillbaka bedöms effekterna på lönebildningen och därmed inflationen bli begränsade.

Enkla skattningar över genomslaget av en elprisförändring visar att ungefär 5 procent av en förändring av producentpriset på el slår igenom i höjda priser på övriga varor och tjänster i KPI inom loppet av ett år.<sup>1</sup> Priserna är dock trögörsliga och givet att företagen anser att elprisökningarna är tillfälliga antas de på kort sikt främst justera sina vinstmarginaler snarare än priserna. På längre sikt måste dock vinstandelen återställas och kostnadsökningen som drabbar företagen kommer att övervältras. De indirekta effekterna bedöms bidra med

Diagram R7. Korrelation mellan hydrologisk balans och elpris (spot), veckodata 1996-2003 (vecka 8). SEK/MWh, TWh

Anm. Med hydrologisk balans avses vatten-tillgången i det nordiska systemet jämfört med det historiska genom-snittet. Korrelationen mellan den hydrologiska balansen och elpriset är ca 0,60.

Källor: Nord Pool och Riksbanken.

ca 0,1 procentenheter till inflationen under 2003.

Tabell R1. Direkta och indirekta effekter på UND1X (årsgenomsnitt). Procentenheter

	2003	2004
Direkt effekt	0,6	-0,4
Indirekt effekt	0,1	0,0
Summa totalt	0,7	-0,4

Källa: Riksbanken.

#### Reala effekter av högre elpris

Sverige är den fjärde största elanvändaren per invånare i världen, vilket bl.a. kan förklaras av tillgång till billig vattenkraft, klimat och naturtillgångar som gjort att industrin specialiserat sig på energiintensiva produkter. Industrisektorn står för ca 40 procent av den totala elanvändningen. Kostnaden för inköpt elenergi utgjorde år 1996 ca 1,3 procent av de totala kostnaderna inom tillverkningsindustrin.<sup>2</sup> I ett europeiskt perspektiv har industrin i Sverige låga elpriser och är skattebefriad vilket utgjort en konkurrensfördel (se tabell R2). Att uppskatta hur stora effekterna på den reala ekonomin blir av elprishöjningar är komplicerat. I vilken utsträckning höjda elpriser leder till minskad produktion och sysselsättning beror bl.a. på företagets kapitalintensitet, energikostnadernas andel av de totala produktionskostnaderna, möjligheterna att vältra över kostnaderna bakåt, substitutionselasticiteten mellan energi och andra insatsvaror samt konkurrensförhållanden. Dessutom tillkommer en effekt av lägre efterfrågan på investeringsvaror. De elintensiva produkterna är relativt homogena och priskonkurrensen är hård, vilket gör det svårt för företagen att kompensera sina höjda elkostnader med höjda produktpriser. Möjligheterna till kostnadsövervältring i tidigare produktionsled kan också vara begränsade, det gäller t.ex. i de branscher där insatsvarupriset sätts på världsmarknaden eller såsom inom gruvinindustrin där det inte finns något tidigare led i förädlingskedjan.

Även hushållens konsumtion kan påverkas av de högre elpriserna. Elprisökningarna bör dock uppfattas som tillfälliga av konsumenterna och därför ge begränsade effekter på den totala privata konsumtionen. Elprisökningarna under 2003 motsvarar ungefär 0,5 procent av den totala privata konsumtionen. Ett enkelt räkneexempel där övrig konsumtion antas falla med ca 1/4 av detta

1 Uppskattning av genomslaget från en elprisförändring i producentledet bygger på ekonometriska skattningar där utvecklingen av UND1X exklusive energi förklaras av elpriser i producentledet, importpriser samt olika mått på den inhemska efterfrågan. Resultaten blir snarlika när en felkorrigeringsmodell respektive en VAR-modell skattas.

2 Det är den senaste tillgängliga uppgiften eftersom SCB:s industristatistik lades om 1997 och den senare statistiken är mindre detaljerad.

belopp medför en lägre BNP-tillväxt med mindre än 0,1 procentenheter under 2003.

#### Konkurrensen på elmarknaden

Efter flera år med kraftigt nedpressade elpriser började dessa stiga under våren 2001 till följd av låga vattennivåer och därmed lägre vattenkraftsproduktion i Norge. Elprisindex i KPI steg då som mest till 20 procent i årstakt. När elpriserna på börsen föll tillbaka under sommaren 2001 fortsatte elpriserna i konsumentledet att stiga, vilket kan tolkas som att elhandelsbolagens vinstmarginaler åter byggdes upp. Det fick regeringen att tillsätta en utredning för att undersöka hur väl konkurrensen fungerar på elmarknaden.

Elkonkurrensutredningen konstaterade att prisbildning och konkurrens fungerade förhållandevis väl på dagens elmarknad.<sup>3</sup> Prisbildningen bedömdes i stort sett ha styrts av fundamentala faktorer såsom som t.ex. vattentillgången. Utredningen fann visserligen att handelsföretagens handelsmarginaler gentemot slutkund ökat men att marginalerna inte var orimligt höga. Samtidigt pekade utredningen på att den höga koncentrationen på elmarknaden kunde utgöra ett konkurrensproblem.

#### Fakta om elhandel

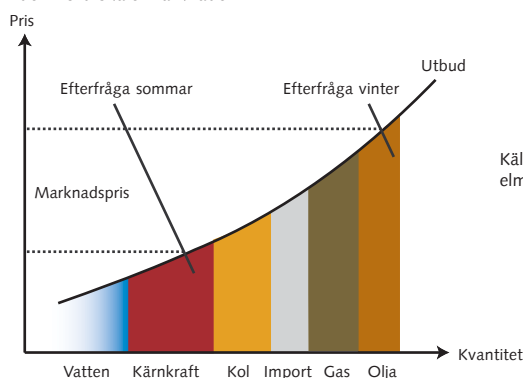
Den svenska elmarknaden öppnades upp för konkurrens 1 januari 1996. Samtidigt separerades handel och produktion av el från nätverksamheten, den sistnämnda är fortfarande ett reglerat monopol. Det finns därmed tre olika aktörer på elmarknaden: *Nätägaren* som tillhandahåller den fysiska leveransen av el, *elproducenterna* som producerar och matar in elen i näten och slutligen *elhandelsbolagen* som köper el av en producent eller på elbörsen och sedan säljer den vidare till hushållen.

Även i de övriga nordiska länderna har elmarknaderna öppnats upp under 1990-talet. Idag sker handel med el dels på den gemensamma nordiska elbörsen Nord Pool, dels genom bilaterala kontrakt mellan elproducenten och elhandelsföretag eller direkt till slutkunden.

Nord Pool består av en spotmarknad för fysisk leverans och en terminsmarknad, som är en ren finansiell marknad, där kontrakt handlas med en tidshorisont på upp till fyra år. På terminsmarknaden kan företagen säkra elpriset. På spotmarknaden finns två produkter, elspot och elbas. På *elspot* fastställs systempriset ett dygn i förväg medan *elbas* är en justeringsmarknad där handel kan ske en timme före leverans. Systempriset är

ett jämviktspris som baseras på köp- och säljbuden, dvs. genom ett auktionsförfarande. Priset sätts utifrån produktionskostnaden på marginalen i den dyraste anläggning som måste startas för att möta efterfrågan (se diagram R8). Måste t.ex. ett gasturbinkraftverk, som har bland de högsta rörliga produktionskostnaderna, köras får även de kraftverk vars kostnader är lägre lika mycket betalt. Det finns en gemensam marknad men överföringsbegränsningar gör att det tidvis kan uppstå olika prisområden på denna marknad.<sup>4</sup> Skillnaden mellan områdespris och systempris utgör kapacitetspriset i varje område. Handeln på Nord Pool stod för ca 32 procent av den totala elkonsumtionen i Norden under 2002, men

Diagram R8. Principiell prisbildningsmodell för den nordiska elmarknaden.



Källa: Konkurrens på elmarknaden, SOU 2002:7.

systempriset brukar fungera som referens för den övriga elhandeln.

#### Elpriset på litet längre sikt

Prisutvecklingen på kort sikt på Nord Pool beror i hög utsträckning på vattentillgången i Sverige och Norge. Den tillgängliga vattenkraften avgör hur mycket dyrare kraftvärme och kondenskraft som måste tas i bruk. På längre sikt bestäms priset av energibalansen, dvs. elförbrukningen och tillgången på el. Elpriset i konsumentledet styrs utöver hur priset utvecklas på Nord Pool bl.a. av elföretagens vinstmarginaler, skatter och nätavgifter.

Det finns både utbuds- och efterfrågefaktorer som talar för att elpriserna på lite längre sikt kan förväntas stiga jämfört med den nedpressade prisnivå som varit efter avregleringen av elmarknaden. Det tidigare kravet på de större företagen att hålla reservkraft upphörde i samband med avregleringen 1996. Det gör att marginalerna vid toppar i för-

<sup>3</sup> Konkurrens på elmarknaden, SOU 2002:7.

<sup>4</sup> Systempriset sätts utan hänsyn till överföringsbegränsningar, skulle prisberäkningen göra att kraftflödet överskrider den tillgängliga kapaciteten kommer områdespriser istället att beräknas.



brukningen har minskat och en risk för elbrist har en prishöjande effekt. De låga elpriserna har medfört att det inte har byggts ut någon ny kapacitet av betydelse. Den marginella produktionskostnaden för t.ex. ny utbyggnad av vattenkraft uppskattas till ca 25 öre/kWh medan kostnaden för landbaserad vindkraft uppskattas till 30-36 öre/kWh.<sup>5</sup> Det kan jämföras med det genomsnittliga spotpriset på Nord Pool som varit ca 14 öre/kWh de senaste åren. Samtidigt som det inte startar någon ny elproduktion av betydelse ökar elförbrukningen i takt med tillväxten i ekonomin. Efterfrågan på el i de nordiska länderna har stigit med ca 1,4 procent per år under 1990-talet. En stor del av efterfrågeökningen kommer från bostads- och servicesektorn.

Under våren väntas riksdagen fatta ett beslut om en eventuell stängning av kärnkraftsreaktorn Barsebäck 1.<sup>6</sup> Barsebäck 1 stängdes redan i november 1999. Det är osäkert exakt vilken effekt en stängning av reaktor 2 skulle få på elpriserna. Idag utgör dess produktion ca 1 procent av den nordiska elmarknaden.<sup>7</sup> De två utredningar som beställts av Näringsdepartementet kom fram till

att en stängning kan tänkas leda till något högre priser, även om de skiljer sig åt i bedömningen av effektens storlek.<sup>8</sup>

Europeiska unionens råd har beslutat att medlemsländerna senast 1 juli 2004 ska ha öppnat sina elmarknader för konkurrens för icke-hushållskunder och senast den 1 juli 2007 för samtliga kunder. Det finns idag stora skillnader i medlemsländernas elpriser och Sverige tillhör de som har lägst pris både för hushåll och för industrin. En integration av den europeiska marknaden skulle på sikt kunna leda till en utjämning av prisnivåerna. För Sveriges del skulle det kunna innebära en anpassning uppåt av våra producentpriser på el (se tabell R2).

Sammanfattningsvis väntas elpriserna vara fortsatt höga de närmaste månaderna och ge ett positivt bidrag till KPI och UND1X på i genomsnitt ca 1 procentenhet första kvartalet i år. Det kan konstateras att elpriserna även i ett längre perspektiv kan väntas stiga till högre nivåer än de som varit rådande de senaste åren efter det att elmarknaden avreglerades. Om priset blir tillräckligt högt för att stimulera ny kraftproduktion är dock osäkert.

**Tabell R2. Elkostnader för industri och hushåll inklusive och exklusive skatt 1 juli 2002. Euro/100 kWh**

	Industri inkl. skatt	Industri exkl. skatt	Hushåll inkl. skatt	Hushåll exkl. skatt
Sverige	3,4	2,8	10,4	6,3
Finland	5,4	4,0	8,0	5,8
Norge	4,8	3,9	9,5	6,4
Spanien, Madrid	5,9	4,9	9,6	7,9
Frankrike, Paris	6,4	5,6	11,5	8,9
Storbritannien	6,1	5,0	9,4	8,9
Grekland, Aten	6,4	5,9	7,1	6,6
Luxemburg	4,9	4,4	11,9	10,5
Tyskland, väst	7,0	5,7	14,2	10,4
Portugal, Lissabon	6,9	6,6	11,4	10,9
Belgien	8,4	6,9	13,1	10,7
Italien	10,9	8,1	19,0	13,7
Irland, Dublin	8,3	7,4	9,4	8,3

Anm. I priset inklusive skatt ingår mervärdesskatt och övriga skatter. Industrin i Sverige har inga elskatter men däremot mervärdesskatt. Mervärdesskattepliktiga företag i Sverige har dock avdragsrätt för mervärdesskatten från föregående led. Det medför att elpriset inklusive skatt överskattar det faktiska priset som industrin betalar. Uppgifterna för industri avser företaget med en årsförbrukning på 10 GWh medan uppgifterna för hushåll avser en årsförbrukning på 7500 kWh.

Källor: Eurostat och Statistics in Focus, Theme 8-16/2002.

- Elmyndigheten (2002), Elmarknaden 2002. I dessa uppskattningar ingår rörliga kostnader, kapitalkostnader samt övriga fasta kostnader. Kostnaderna är exklusive eventuella bidrag. Dessa siffror ska dock användas med försiktighet och kan variera.
- Villkoren för en stängning är att en sådan inte medför påtagligt negativa effekter för elpriset, tillgången på el för industrin, effektbalansen samt miljö och klimat. Vidare ska kraftbortfallet kompenseras genom tillförsel av ny elproduktion och minskad elanvändning. Regeringen har två gånger tidigare prövat frågan men funnit att villkoren inte varit uppfyllda.
- Elmyndigheten (2002), Elmarknaden 2002.
- Konkurrens på elmarknaden, SOU 2002:7.

## Riskbild

I föregående inflationsrapport från december gjordes bedömningen att det var mer sannolikt att inflationen skulle komma att understiga prognosen i huvudscenariot än att den skulle överstiga den.

Det var främst negativa signaler från de finansiella marknaderna som talade för att inflationen skulle kunna bli lägre. Utgångspunkten var att en fortsatt anpassning av företagens och hushållens balansräkningar framförallt i USA skulle kunna innebära en kraftigare uppgång i sparandet. Dessutom kunde aktieprisfallet följas av en nedgång av fastighetspriserna, vilket skulle kunna få ytterligare dämpande effekt på efterfrågan i världsekonomin. I en sådan situation skulle det heller inte kunna uteslutas att hushållens och företagens förväntningar om ekonomin skulle kunna bli mer pessimistiska och förstärka en konjunkturnedgång.

Det fanns också faktorer som talade för en högre inflation än i huvudscenariot. Till dessa hörde farhågor för spridningseffekter av Kommunals uppsägning av det tredje avtalsåret till andra avtalsområden. Uppåtriskerna bedömdes emellertid inte fullt ut uppväga nedåtriskerna och slutsatserna var att inflationen med beaktande av riskbilden skulle komma att bli någon tiondels procentenhet lägre än inflationen i huvudscenariot.

Sedan föregående inflationsrapport har de realekonomiska utsikterna i omvärlden försämrats något, även om det är utvecklingen i Europa snarare än i USA och övriga delar av världen som visat sig svagare än väntat. Den svenska konjunkturuppgången ser också ut att bli något långsammare än tidigare antagits, vilket talar för ett lägre pris- och lönetryck. Att prognosen för inflationen 2003 ändå reviderats upp är en följd av uppgången i energipriserna. Till de risker som normalt beaktas vid varje inflationsbedömning – som upp- och nedåtriskerna i bedömningarna av resursutnyttjandet i Sverige och omvärlden och av kostnadstrycket – kommer i dagsläget utvecklingen av energipriserna och exceptionella risker förknippade med den säkerhetspolitiska situationen.

Huvudscenariot bygger på antagandet att de negativa makroekonomiska konsekvenserna av Irakkrisen blir begränsade. Hotet om ett militärt angrepp på Irak skapar emellertid en osäkerhet som påverkar framtidsförväntningarna på många sätt över hela världen. I nuvarande läge är det svårare än vanligt att tolka olika konjunktursignaler korrekt, och även att bedöma vilka de allvarligaste riskerna är. Den säkerhetspolitiska situationen skapar en genuin osäkerhet som är svår att väga in i sådana riskanalyser som Riksbanken normalt gör. Ändå är det nödvändigt att försöka formulera en bild av, och kvantifiera, risken för att inflationen kommer att bli högre eller lägre än i huvudscenariot.

### ■ ■ Inhemsk uppåtrisk.

De inflationseffekter som en annorlunda kostnadsutveckling skulle ge upphov till är relativt lätta att ange riktningen på. Energiprishöjningarna bedöms i huvudscenariot främst vara av tillfällig karaktär, men det finns en risk för att elbolagen, som haft pressade vinstmarginaler, inte justerar ned priset i väntad utsträckning utan istället förbättrar sina vinstmarginaler. Det finns också en osäkerhet rörande energiprishöjningarnas indirekta effekter. El- och oljepriserna påverkar företagens kostnader och kan däri-

genom leda till ett högre kostnadstryck i ekonomin. Detta gäller främst den elintensiva produktionen men även hyror och priser på transporter kan pressas upp. Även om detta beaktats i huvudscenariot, finns en risk att spridningseffekterna underskattats (se vidare fördjupningsrutan "Elpriset och inflationen").

Beträffande lönebildningen bedöms det relativt svaga efterfrågeläget för närvarande ha en dämpande effekt på lönekraven. Avtalsrörelsen 2004 inleds under hösten i år och avtal för 2 miljoner löntagare ska slutas. Det finns en risk för att Kommunals uppsägning av sina avtal resulterar i kompensationskrav från andra fackförbund. Dessutom är inflationen hög, vilket också kan medföra högre lönekrav. Till bilden hör även att utvecklingen av arbetsutbudet är osäkert, bl. a. till följd av svårigheter att bedöma hur sjukfrånvaron och medelarbetstiden kommer att utvecklas. Ett lägre arbetsutbud skulle leda till ett högre kostnadstryck och därmed också till en högre inflation. Även om det är lättast att identifiera inhemska faktorer som kan ge en högre inflation än i huvudscenariot så finns det också nedåtrisker för inflationen. En sådan är att konsumtionen utvecklas svagare. Det skulle kunna vara följden av att statsfinanserna stramas åt mer än beräknat för att uppsatta budgetmål ska kunna nås. Den inhemska efterfrågan kan också påverkas negativt om en svagare budgetutveckling inte hanteras enligt regelverken och förtroendet för den ekonomiska politiken därmed rubbas. Sammantaget bedöms dock riskerna förknippade med elpriserna, lönebildningen och arbetsutbudet dominera och medföra en uppåtrisk för inflationen.

#### ■ ■ Internationell nedåtrisk.

Osäkerheten om världsekonomin utveckling härrör, utöver den säkerhetspolitiska situationen, från bekymmersamma signaler om den ekonomiska utvecklingen i euroområdet, speciellt i Tyskland och Frankrike samt från svårigheten att bedöma hur långt anpassningen av företagens balansräkningar och hushållens sparande i USA och Europa har kommit. En svagare tillväxt i euroområdet utgör den främsta nedåtriskan för svensk inflation. Prognosen för euroområdets tillväxt har reviderats ner något i huvudscenariot. Det finns emellertid frågetecken kring djupet och längden på konjunktursvackan. Under den senaste konjunkturavmattningen har europeiska företag i relativt stor utsträckning behållit personal trots vikande efterfrågan, vilket har medfört kostnadsproblem. Detta tillsammans med ökad osäkerhet om framtiden kan leda till att investeringsuppgången fördröjs. Den minskande optimismen hos konsumenterna i euroområdet och den svaga konsumtionsutvecklingen under det senaste halvåret reser också frågetecken kring hur köpvilliga hushållen kommer att vara framöver och i vilken mån högre reala disponibla inkomster kommer att gå till ökad konsumtion. Dessutom finns det ett behov i flera länder att strama åt den ekonomiska politiken för att komma till rätta med alltför stora offentliga underskott. En svagare efterfrågan inom euroområdet skulle leda till lägre internationella exportpriser samtidigt som marknadstillväxten för den svenska exporten bromsas. Detta tillsammans med negativa efterfrågeeffekter i den svenska ekonomin av höjda skatter

och hushållens minskade optimism om den egna ekonomin kan resultera i lägre inhemsk efterfrågan och inflation.

Den internationella riskbilden är dock inte helt entydig. En snabbt minskad osäkerhet, med åtföljande uppgång i aktiepriser och framtidsförtroende hos företag och hushåll skulle i rådande situation, med expansiv ekonomisk politik och likvida investerare, kunna leda till en snabbare återhämtning i världsekonomin och Sverige. Detta skulle kunna medföra en högre inflation.

### ■ ■ Krigsrisker.

Osäkerheten kring konsekvenserna av ett eventuellt krig i Irak och möjligheten att uppnå en stabilisering i regionen påverkar alla bedömningar av världsekonomin som nu görs. Huvudscenariot bygger på antagandet att det antingen blir en fredlig upplösning eller ett kort krig med lindriga makroekonomiska konsekvenser. Men det finns också risk att det blir ett krig som får allvarigare återverkningar på makroekonomin. Farhågor finns för att en utslagning av produktionskapacitet i Irak skulle kunna ge upphov till påtagligt högre oljepriser än vad som antas i huvudscenariot. I ett sådant scenario skulle en återanpassning till lägre priser sannolikt ske i en långsammare takt. Oron i regionen skulle också kunna resultera i högre fraktkostnader och högre internationella exportpriser. Detta skulle tillsammans med den stora osäkerheten verka hämmande på världshandeln, investeringar, aktiepriser och konsumenternas framtidsförväntningar. I förlängningen blir följden lägre tillväxt både internationellt och i Sverige. Ju längre krisen drar ut på tiden, desto större är riskerna för kännbara negativa effekter på den realekonomiska utvecklingen. (Se fördjupningsrutan "Ekonomiska konsekvenser av en militär konflikt i Irak".) Konsekvenserna för inflationen är emellertid mycket svårbedömda. Å ena sidan kan ett krig karakteriseras som en utbudsstörning, med minskad kapacitet för civil produktion och höjda priser som konsekvens. Å andra sidan minskar också den privata efterfrågan, dels på grund av minskade inkomster, dels till följd av osäkerhet och minskad framtidsoptimism, vilket tenderar att dämpa pristrycket.

Den samlade riskbedömningen innebär att det föreligger en balanse-rad risk för den svenska inflationen. Riksbankens bedömning framgår av diagram 5 som visar osäkerheten runt prognosen för UND1X-inflationen. Även prognosen för KPI-inflationen uppvisar - av samma skäl - en balanse-rad risk (se diagram 6).

Osäkerheten i bedömningen av den framtida inflationen bedöms vara något högre än normalt men ungefär lika stor som i decemberrapporten.

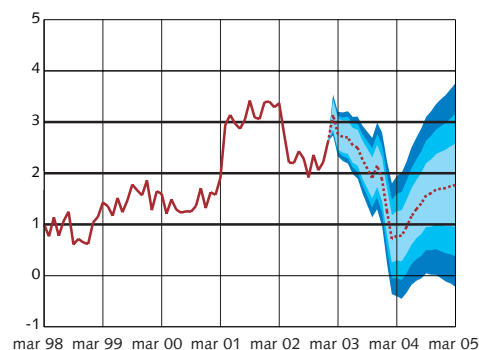
**Tabell 2. Inflationsprognos med beaktande av riskbilden. Procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt		Tolv månaderstal		
	2003	2004	mar 2004	dec 2004	mar 2005
KPI	2,5 (2,1)	1,5 (2,1)	1,0 (2,1)	1,9 (2,1)	2,0
UND1X	2,4 (1,9)	1,2 (1,8)	0,8 (1,7)	1,7 (1,8)	1,8

Anm. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 5 och 6. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

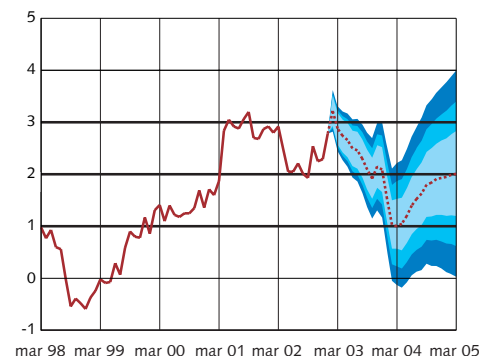
**Diagram 5. UND1X- inflationen med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring**



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket den underliggande inflationen, UND1X, med 50, 75 och 90 procents sannolikhet bedöms hamna. Den streckade linjen visar prognosen i huvudscenariot. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 6. KPI- inflationen med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring**



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket KPI-inflationen med 50, 75 och 90 procents sannolikhet bedöms hamna. Den streckade linjen visar prognosen i huvudscenariot. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Tabell 3. UND1X-inflation (tolvmånaderstal).  
Sannolikhet i procent för olika utfall**

	UND1X<1	1≤UND1X<2	2≤UND1X<3	UND1X>3	Summa
mar 2004	62 (10)	34 (43)	4 (40)	0 (7)	100
mar 2005	26 (26)	31 (31)	27 (28)	16 (15)	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att UND1X-inflationen hamnar i det i kolumnrubriken angivna intervallet. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

**Tabell 4. KPI-inflation (tolvmånaderstal).  
Sannolikhet i procent för olika utfall**

	KPI<1	1≤KPI<2	2≤KPI≤3	KPI>3	Summa
mar 2004	47 (4)	44 (33)	9 (49)	0 (14)	100
mar 2005	20 (18)	29 (28)	30 (31)	21 (23)	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att KPI-inflationen hamnar i det i kolumnrubriken angivna intervallet. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

## Utvecklingen bortom prognoshorizonten

Penningpolitiken styrs främst av inflationsutsikterna på ett till två års sikt. Men utvecklingen på kortare och längre sikt bör också tillmätas viss vikt i penningpolitiken. Inflationsutvecklingen det närmaste halvåret domineras av energiprisutvecklingen. Inflationen väntas först stiga något ytterligare på grund av elprisuppgången, men sedan gradvis falla tillbaka redan under våren. Inflationsprognosen bortom den vanliga horisonten, det vill säga efter två år, är av naturliga skäl förknippad med mycket större osäkerhet. Med den stora osäkerhet som råder redan i dagsläget, till följd framförallt av den säkerhetspolitiska situationen, kan det å ena sidan ifrågasättas om det överhuvudtaget är meningsfullt att diskutera vad som kan komma att hända längre än två år framåt i tiden. Å andra sidan medför den exceptionella situationen nu ett behov av att blicka bortom de mest aktuella problemen, för att få en bild av de mer långsiktiga utvecklingstendenserna i ekonomin.

I det huvudscenario som skisseras väntas återhämtningen bli relativt måttlig under prognosperioden och det bedöms finnas lediga resurser i ekonomin. Bortsett från de utbudsstörningar som påverkar inflationen bedöms inflationstrycket vara begränsat under hela perioden. Den prognostiserade BNP-tillväxten för 2004 och 2005 ligger ungefär på eller strax över vad som för närvarande betraktas som den potentiella tillväxten för svensk ekonomi. Det innebär att resursutnyttjandet blir i stort sett oförändrat. I ett normalt konjunkturförlopp brukar tillväxten i en uppgångsfas överstiga den långsiktigt hållbara, ibland under flera år i rad. Det talar för att den svenska BNP-tillväxten kan komma att öka snabbare under 2006 och 2007 och därmed ge upphov till ett stigande inflationstryck.

Bedömningarna av BNP-tillväxten och inflationstrycket på längre sikt måste dock förankras i uppskattningar av den långsiktiga tillväxten i ekonomins produktionskapacitet, den s.k. potentiella tillväxten. Sådana uppskattningar är både osäkra och varierar också över tiden. Detta beror delvis på att det som bestämmer den potentiella tillväxten ändras, exempelvis den teknologiska utvecklingstakten, demografiska förhållanden, skatteregler och andra incitament för företag och hushåll. Men uppskattningarna av den potentiella tillväxten varierar också på grund av att tolkningarna av de historiska erfarenheterna ändras, t.ex. i samband med statistikrevide-

ringar. För svensk del tyder de reviderade nationalräkenskaperna på att den faktiska produktionen har varit något högre än tidigare beräknat. Eftersom den historiska bilden av inflationstrycket inte ändrats, talar detta i sin tur för att även den potentiella produktionen växt något snabbare än tidigare antagits. Det är därför möjligt att tillväxten under några år efter 2005 skulle kunna vara högre utan att inflationstrycket blir besvärande.

Ekonomins potentiella tillväxttakt bestäms också av arbetskraftsutbudet. Det senare är till viss del avhängigt den teknologiska utvecklingen, eftersom denna påverkar produktiviteten och reallönerna, men arbetskraftsutbudet beror också på den demografiska utvecklingen, skattesystemet, socialförsäkringssystemet och många andra faktorer. Historiska erfarenheter från Sverige och andra länder tyder på att den teknologiska utvecklingen kan bidra med omkring två procentenheter till tillväxten. De prognoser för den demografiska utvecklingen som nu görs tyder på att denna kan bidra till en ökning av antalet arbetade timmar med omkring 0,3-0,4 procentenheter per år 2005 - 2008. Minskningar i sjukfrånvaro och förtidspensioneringar skulle kunna stimulera den potentiella tillväxten, åtminstone övergångsvis. På längre sikt ser den demografiska utvecklingen mindre gynnsam ut, vilket sannolikt kommer att medföra ett behov av förändringar av skatter och socialförsäkringar som ökar arbetsutbudet. Viktigt i sammanhanget är också att nödvändiga ekonomisk-politiska åtgärder vidtas för att faktiskt åstadkomma en minskning av sjukfrånvaron.

Tillväxten i den svenska ekonomin beror också på tillväxten i omvärlden. Många bedömningar tyder nu på en högre potentiell tillväxttakt i USA (kring 3 procent per år) än i euroområdet (kring 2 procent). Enligt nuvarande prognoser kommer BNP-tillväxten i USA att ligga på eller något över den långsiktiga, potentiella nivån 2004 och 2005, vilket är förenligt med att kapacitetsutnyttjandet i USA är relativt lågt i utgångsläget. Prognoserna för euroområdet pekar på att resursutnyttjandet är lågt under 2004 och 2005. Sammantaget tyder detta på att såväl USA som euroområdet kan komma att befinna sig i en fortsatt uppgångsfas med högre tillväxttal 2006 och 2007, men en sådan bedömning är givetvis behäftad med stor osäkerhet. Även vad beträffar utgången av krisen i Irak är osäkerheten stor och det finns flera tänkbara scenarier som skulle kunna ge en betydligt sämre utveckling än den som skisseras i huvudscenariot. Även om det finns goda skäl att tro att de kvarvarande effekterna på världsekonomin av ett eventuellt krig bör vara små 2005 och därefter, är risken för negativa konsekvenser något som balanserar skälen till att vara optimistisk. Utslagning av oljekapacitet i stor skala i kombination med nya terrordåd skulle kunna medföra en lång period av höga oljepriser, dämpad världshandel och låg ekonomiskt tillväxt.

Sammantaget finns det ändå skäl att vänta sig en stigande BNP-tillväxt i Sverige 2006 och 2007. En sådan utveckling kräver dock att medelarbetstiden åter börjar stiga och att arbetsmarknadens funktionsätt förbättras rent allmänt.

Inflationen bestäms inte bara av utvecklingen av faktisk och potentiell produktion, utan också av hur penningpolitiken reagerar på den observerade och förväntade inflationen. Riksbankens prognoser för BNP-utveck-

ling, inflation m.m. inom den normala prognoshorizonten bygger av pedagogiska skäl på antagandet om oförändrad reporänta. Tanken är att dessa prognoser ska visa om det finns behov av att ändra reporäntan eller om så inte är fallet. Prognoser för inflationen på längre sikt än två år kompliceras av det faktum att antagandet om oförändrad reporänta ter sig alltmer orealistiskt och mindre meningsfullt ju längre prognoshorizonten sträcks ut. I den nuvarande situationen tillkommer problemet att ett eventuellt svenskt medlemskap i EMU från 2006 kommer att påverka penningpolitiken och inflationen såväl före som bortom prognoshorizonten. Det finns dock inte skäl att tro att ett eventuellt framtida svenskt medlemskap i EMU skulle få några drastiska konsekvenser när det gäller inriktningen på penningpolitiken och därmed inflationen åren närmast bortom prognoshorizonten. I förhållande till den osäkerhet som inflationsprognoser alltid är förknippade med, är skillnaderna i penningpolitik och inflation mellan Sverige och EMU små.



## Ekonomiska konsekvenser av en militär konflikt i Irak

Det säkerhetspolitiska läget i världen har under vintern präglats av osäkerheten om Irakfrågan. I huvudscenariot antas att de ekonomiska konsekvenserna av Irakkrisen blir begränsade, antingen genom en fredlig lösning eller genom att kriget ur denna aspekt blir mindre besvärligt. Ett krig betraktas som det troligaste scenariot av säkerhetspolitiska bedömare.

Krigsriskerna har också avspeglats på de finansiella marknaderna och i oljepriset. Aktiebörserna har präglats av stor volatilitet och fallande priser, efter en temporär stabilisering under senhösten 2002. Oljepriset har stigit allt högre, vilket också beror på den ansträngda lagersituationen i USA och bortfallet av oljeproduktion till följd av strejkerna i Venezuela. Sammantaget har detta hållit tillbaka tillväxten i världsekonomin på ungefär det sätt som tecknades i fördjupningsrutan "Ekonomiska effekter av det osäkra säkerhetspolitiska läget" i inflationsrapporten i oktober 2002.

Det finns många tänkbara scenarier för hur ett krig skulle kunna utvecklas och osäkerheten är stor. I denna fördjupning skissas några scenarier för världsekonomin utveckling under olika antaganden. Två scenarier med mer problematiska utvecklingsförlopp än huvudscenariot har studerats och ett försök har gjorts att kvantifiera effekterna på svensk ekonomi i de olika fallen.

Studier av konflikter och regelrätta krig under efterkrigstiden visar att de direkta kostnaderna för krig ofta underskattas.<sup>9</sup> Samtidigt bör man ha i åtanke att de makroekonomiska följdverkningarna för världsekonomin av de oförutsedda händelser som inträffade under 1990-talet som t.ex. Gulfkriget, Asienkrisen, Rysslandskrisen och terrordåden i USA ändå blev tämligen begränsade.

### Ekonomiska konsekvenser

Det finns en rad olika kanaler genom vilka ett krig i Irak kan påverka produktion, sysselsättning och inflation även i länder som inte är direkt inblandade i konflikten. En oljeprishöjning till följd av utslagning av produktionskapacitet får en direkt effekt på inflationen. Vidare kan oljeprisuppgången ge upphov till spridningseffekter genom att produktionskostnaderna stiger (se vidare fördjupningsrutan om "Elpriset och inflationen"). De högre oljepriserna medför lägre produktion och lägre konsumtion i världsekonomin.

Själva osäkerheten om krigets utgång och det som kommer efter ett krig påverkar också den ekonomiska utvecklingen. Detta har redan visat sig

på de finansiella marknaderna under hösten och vintern. Den ekonomiska politiken kan via penningpolitik och finanspolitik delvis motverka de negativa ekonomiska effekterna av ett krig, men långtifrån eliminera dem.

Detta innebär att beskrivningar av de ekonomiska konsekvenserna av olika krigsförlopp måste baseras på antaganden om flera olika mekanismer, t.ex. effekterna på oljepriset, aktiebörserna och den ekonomiska politiken. I viss mån är förstås sådana antaganden godtyckliga. Icke desto mindre ligger någon form av antaganden om utvecklingen av Irakkrisen bakom alla ekonomiska prognoser som görs i dagsläget. Riksbanken har därför valt att presentera några förhållandevis tydliga räkneexempel.

### Scenarier för en militär konflikt i Irak

Underlaget för Riksbankens analys är hämtat från såväl svenska som internationella säkerhetspolitiska experter och deras bedömningar om hur ett konfliktförlopp kan tänkas gestalta sig. Beskrivningar av förloppet delas in i två faser, krigsfasen och återuppbyggnadsfasen. Utgången av den förstnämnda bestämmer i viss mån förutsättningarna för den senare. Antaganden för de olika scenarierna framgår av tabell R3 nedan.

De ekonomiska effekterna av ett **mindre besvärligt** krigsscenario väntas vara i det närmaste desamma som de som beskrivs i inflationsrapportens huvudscenario, t.ex. att oljepriset faller tillbaka och att den osäkerhet som idag präglar de finansiella marknaderna minskar efterhand.

I ett **mer besvärligt** scenario bedöms återuppbyggnaden bli utdragen och problemfylld. Det innefattar exempelvis en större utslagning av oljeproduktionskapacitet än i det mindre besvärliga scenariot.

Slutligen kan ett riktigt **allvarligt** scenario inte uteslutas, där Irakkonflikten sprider sig till andra länder i regionen eller till andra delar av världen, exempelvis genom inbördeskrig och terrordåd. Sannolikheten för detta bedöms dock vara lägre än för de två övriga scenarierna som beskrivs i tabell R3.

För att illustrera hur ekonomin skulle kunna påverkas om förloppet blir mer besvärligt, har vissa simuleringar med omvärldsmodellen NIGEM gjorts (se tabell R4). I det första alternativa scenariot (**besvärligt**) förutsätts oljepriset stiga till följd av utslagning av oljekapacitet motsvarande Iraks totala produktion så att priset under hela prognosperioden ligger högre än i huvudscenariot (se diagram R9).<sup>9</sup> Vidare antas att osäkerheten på de fi-

9 Nordhaus, W.D., "The economic consequences of a war with Iraq", NBER Working Paper No 9361, 2002.



Tabell R3. Olika krigsscenarioer.

Fas	Scenario		
	Mindre besvärligt (Olje- och aktiepriser som i huvudscenariot)	Besvärligt (Olja 35 USD/fat, fall i aktiepriser 10 procent)	Allvarligt (Olja 45 USD/fat, fall i aktiepriser 20 procent)
Krig	Snabbt krigsförlopp, 6-7 veckor Ingen utslagen oljekapacitet OPEC täcker bortfall av oljeleveranser från Irak	Mer utdraget krigsförlopp (1-2 kvartal) Viss spridning av konflikten Viss utslagen oljekapacitet i Irak eller något grannland OPEC klarar inte fullt ut att täcka bortfall av oljeleveranser	Utdraget krig (>2 kvartal) Spridning av konflikten i regionen eller till andra delar av världen Utslagen oljekapacitet i Irak och något grannland Kraftigt bortfall av oljeleveranser
Återuppbyggnad	Snabbt tillträde av ny regim baserad på befintlig social struktur Irakisk oljeproduktion finansierar återuppbyggnad	Svårare få stöd för ny regim, viss oro i regionen Högre grad av direktfinansiering för återuppbyggnaden	Instabil ny regim tillsätts Oroligheter i regionen/andra oroshärdar/terroredåd i väst Finansiering av återuppbyggnad belastar de krigförande länderna

nansiella marknaderna består och att aktiepriserna faller med ytterligare 10 procent i år jämfört med huvudscenariot. I det andra scenariot (**allvarligt**) antas oljepriset stiga till i genomsnitt 45 USD/fat under hela prognosperioden och att aktiepriserna faller med 20 procent. Centralbankerna antas inte reagera med höjda räntor på den stigande inflation som följer av de högre oljepriserna. Om räntorna däremot skulle sänkas i USA och Europa skulle effekterna på tillväxten mildras något medan inflationen skulle stiga. Priserna i Europa är något mer trögörliga vilket betyder att en räntesänkning på kort sikt får större effekter på tillväxten än på priserna medan det motsatta förhållandet gäller för USA. Detta resonemang bygger dock på att inflationsförväntningarna inte påverkas nämnvärt. De psykologiska effekter som kan förväntas påverka konsumtion och investeringar negativt är inte medtagna i något av scenarierna.

I det **besvärliga** scenariot skulle tillväxten i euroområdet bli omkring en halv procentenhet lägre sammantaget under 2003 och 2004 jämfört med huvudscenariot. Motsvarande effekt för USA blir något större, totalt ca 1 procentenhet, främst till följd av ett högre oljeberoende. Världsmarknaden för svensk export krymper till följd av detta med drygt 1 procentenhet jämfört med huvudscenariot. När det gäller prisutvecklingen medför den kraftiga oljeprisuppgången att konsumentpriserna i EMU blir ca 1 procent högre under prognosperioden medan ökningen i USA uppgår

till 0,3 procent. Orsakerna till att inflationen i USA blir lägre är att efterfrågan blir lägre än i EU-området, och att lönerna anpassar sig snabbare till detta. Resultaten stämmer väl överens med andra liknande simuleringar.<sup>9 10</sup>

I det **allvarliga** förloppet blir effekterna på såväl tillväxt som inflation större. I USA leder dock den lägre tillväxten till att inflationseffekten blir något mindre än i det besvärliga scenariot, tack vare en snabbare anpassning av efterfrågan än i Europa. Sammantaget är effekten på svensk exportmarknadstillväxt i detta scenario dubbelt så stor som i det besvärliga scenariot.

#### Avslutande diskussion

Så gott som alla recessioner under de senaste tre decennierna har skett direkt eller indirekt i samband med oro på oljemarknaden, terrorism eller krig. Båda oljeprischockerna på 1970-talet ledde till kraftiga recessioner och den kraftiga oljeprisuppgången i samband med Gulfkriget medverkade till recessionen i början av 1990-talet. Det finns samtidigt stora skillnader idag jämfört med tidigare perioder med kraftiga oljeprisuppgångar. Jämfört med de två kriserna på 1970-talet har oljeberoendet minskat. Inflationen är idag låg och inflationsförväntningarna tyder inte på att den är på väg upp på längre sikt. Förtroendet för centralbankernas förmåga att hålla nere inflationen är idag betydligt större än det var i samband med tidigare oljeprischocker. Vidare är de offentliga fi-

10 Antagandena bygger i stora drag på de scenarier som beskrivs i rapporten "After an Attack on Iraq: The Economic Consequences", ett konferensdokument från Center for Strategic and International Studies i Washington (CSIS).

**Tabell R4. Tillväxt och inflation: Skillnad i BNP- och prisnivå jämfört med huvudscenariot. Procent**

Effekt på BNP och handel 2004	EMU	USA	OECD	Svensk exportmarknad
Besvärligt	-0,6	-1,0	-0,6	-1,2
Allvarligt	-1,0	-2,0	-1,3	-2,3

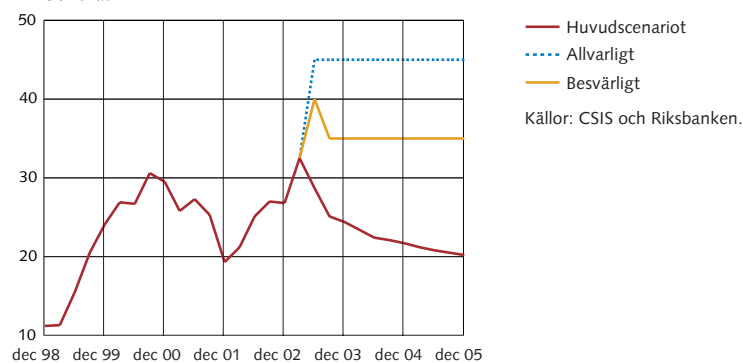
Effekt på prisnivå 2004	EMU HIKP	USA KPI	OECD privat konsumtions-deflator	Sverige HIKP	Internationella exportpriser
Besvärligt	0,9	0,3	0,6	0,7	1,5
Allvarligt	1,5	0,3	0,9	1,1	2,4

Anm. HIKP är ett EU-harmoniserat konsumentprisindex.

nanserna i de flesta länder starkare än vad de var, t.ex. i början av 1990-talet. Det har funnits utrymme att bedriva en expansiv ekonomisk politik för att motverka en del av de negativa effekter på ekonomin som redan uppstått. Samtidigt har de offentliga finanserna i både USA och stora delar av euroområdet snabbt försämrats på senare tid, vilket ökat sannolikheten för en ogynnsam ekonomisk utveckling.

Inflationsrapportens huvudscenariot bygger på att konflikten antingen får en fredlig upplösning, eller, om det blir ett krig, får begränsade ekonomiska konsekvenser liknande dem under en fredlig upplösning. Om konflikten skulle bli mer utdragen och problemfylld kan det få allvarliga konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen framöver.

**Diagram R9. Oljeprisutvecklingen i de olika scenarierna. USD/fat**





# ■ Inflationens bestämningsfaktorer

I detta kapitel redovisas bedömningen i huvudscenariot för de viktigaste bestämningsfaktorerna för inflationen under de kommande två åren. Inledningsvis redogörs för utvecklingen på de finansiella marknaderna. Därefter följer en analys av den internationella utvecklingen och utvecklingen i svensk ekonomi.

## Finansiella marknader

Sedan föregående inflationsrapport har de finansiella marknaderna i hög grad präglats av fortsatt osäkerhet, bl.a. förknippad med den säkerhetspolitiska utvecklingen. Osäkerheten har tagit sig uttryck i lägre aktiepriser, flykt till alternativa placeringar som guld och statspapper samt en svagare dollar (se diagram 7 och 8). Prissättningen på de finansiella marknaderna avspeglar förväntningar om att den säkerhetspolitiska situationen skall leda till ett fortsatt högt oljepris och ett avvaktande investeringsklimat. Mot detta står att räntorna har fallit överlag, kreditriskpremierna i princip är oförändrade och att företagsvinsterna förbättrats.

### ■ ■ Generell dollarförsvagning.

Den amerikanska dollarn har fortsatt att försvagas sedan föregående inflationsrapport, med ca 8 procent i TCW-termer och med ca 9 procent mot euron. Detta beror sannolikt bl.a. på den säkerhetspolitiska oron samt det höga oljepriset då den amerikanska ekonomin anses vara relativt mer oljeberoende än omvärlden.

Dollarförsvagningen ska också ses i ljuset av att dollarn på senare tid ansetts vara fundamentalt övervärderad, bl.a. till följd av allt större underskott i bytesbalansen. Den amerikanska ekonomin har sedan mitten av 1990-talet uppvisat en högre produktivitetstillväxt än omvärlden. Efterhand har dock förväntningarna kring den amerikanska ekonomins tillväxtutsikter i allt större utsträckning ifrågasatts, bl.a. till följd av växande budgetunderskott, de utdragna problemen i IT-sektorn och ett antal uppseendeväckande företagsskandaler. Frågor kring hur den säkerhetspolitiska situationen kommer att påverka amerikansk tillväxt har också rests. Mot denna bakgrund har kapitalinflöden i form av portfölj- och direktinvesteringar minskat och dollarn försvagats sedan inledningen av 2002. Den senaste tidens dollarförsvagning har dock skett snabbare än väntat. Eftersom bl.a. större underskott i den amerikanska ekonomin antas påverka dollarn under hela prognosperioden, revideras prognosen för dollarns kurs mot euron ned för hela perioden.

Kronan har stärkts marginellt i TCW-termer sedan inflationsrapporten i december (se diagram 8). Förstärkningen är mindre än vad som då antogs vilket sammanhänger med en försvagning mot euron. Denna antas bl.a. vara avhängig den allmänna oron på de finansiella marknaderna, men utflöden av pensionsmedel till utländska fonder har sannolikt också haft betydelse. Det är trots allt värt att notera att kronan varit relativt stabil under en period med internationell finansiell oro; erfarenhetsmässigt brukar kronan försvagas under sådana perioder. Fundamentala faktorer

Diagram 7. 10-årig amerikansk statsobligationsränta samt guldpriset. Procent, USD/troy oz

— Guld, USD (vänster skala)  
- - - 10-årig statsobligationsränta, USA (höger skala)  
Källa: Riksbanken.

Diagram 8. SEK/USD, SEK/EUR samt EUR/USD.

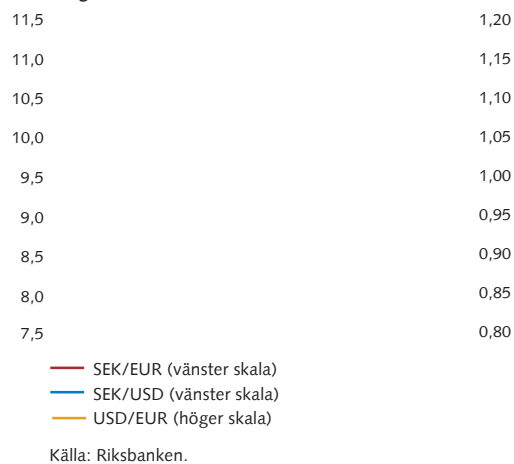
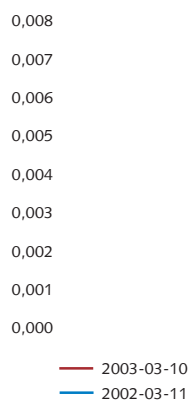


Diagram 9. Sannolikhetsfördelning för OMX-optitioner vid två olika datum.<sup>12</sup>



Källor: Citibank och Riksbanken.

såsom relativa tillväxtutsikter och bytesbalansöverskott talar fortsatt – och oberoende av ett eventuellt ERM2-deltagande – för en förstärkning av kronans reala växelkurs under prognosperioden. Mot bakgrund av den säkerhetspolitiska situationen och den stora osäkerheten som råder bedöms dock kronförstärkningen mot euron komma att ske i en något långsammare takt under 2003 än tidigare prognostiserat. Under 2003, 2004 och 2005 förväntas TCW-index i genomsnitt uppgå till 129,1, 124,5 resp. 123,7.

### ■ ■ Stor osäkerhet fortsätter att hålla tillbaka aktiemarknaden.

De europeiska börserna har sjunkit mellan 15 och 30 procent sedan föregående inflationsrapport. De amerikanska börserna har sjunkit något mindre. Börsnedgången har skett trots att företagen redovisade fortsatta vinstförbättringar under fjärde kvartalet 2002. De redovisade vinstförbättringarna tycks främst vara en följd av bl.a. kostnadsrationaliseringar samt en gynnsammare skuldsituation och beror i mindre utsträckning av ökad försäljning.

En successiv förstärkning av konjunkturen, fortsatt låga räntor och en P/E-talsvärdering i stort sett i linje med det historiska genomsnittet, talar för att det finns förutsättningar för en försiktig börsuppgång under de närmaste åren. Frågetecken kring konjunkturutvecklingen och den säkerhetspolitiska oron bedöms dock verka återhållande på företagets vinster och bidra till en mer dämpad börsutveckling jämfört med tidigare bedömning. Prissättningen på optionsmarknaden visar att osäkerheten är stor (se diagram 9). Efter den kraftiga börsnedgång som skett under senare år har aktiemarknaden präglats av en underliggande osäkerhet kring de långsiktiga möjligheterna till vinsttillväxt och förväntad avkastning samt hur stor andel aktier placerarna bör ha i sina portföljer.<sup>11</sup> Denna osäkerhet kommer sannolikt att åtminstone delvis bestå även efter det att den säkerhetspolitiska oron dämpats. Huvudscenariot innebär dock en P/E-talsvärdering på nuvarande nivå under resten av prognosperioden.

### ■ ■ Nedreviderad ränteprogno.

Den säkerhetspolitiska situationen, fortsatt skuldanpassning efter aktieprisbubblan och försämrade konjunkturutsikter har bidragit till att de internationella obligationsräntorna har fallit sedan föregående inflationsrapport. Nedgången i de 10-åriga statsobligationsräntorna har varit större i euroområdet än i USA, vilket delvis beror på förväntningar om ytterligare räntesänkningar från ECB och att utbudet av statsobligationer i USA väntas öka.

De svenska obligationsräntorna har i stort sett följt utvecklingen i euroområdet. Långräntedifferensen på ca 0,5 procentenheter mot Tyskland består, trots stigande kortfristiga inflationsförväntningar i Sverige. Räntan på företagsobligationer med god kreditvärdighet har också sjunkit betydligt sedan föregående inflationsrapport. Det beror på att investerare

<sup>11</sup> Osäkerheten är också kopplad till hur vinster redovisas och i vilken grad underfinansierade pensionsåtaganden kommer att påverka framtida vinster.

<sup>12</sup> Den implicita sannolikhetsfördelningen visar marknadsaktörernas riskneutrala skattning av sannolikhetsfördelningen för avkastningen i OMX-index om ca 1 månad. Fördelningen per den 24 april 2002 används som en referens för att illustrera en period då den förväntade volatiliteten var låg.

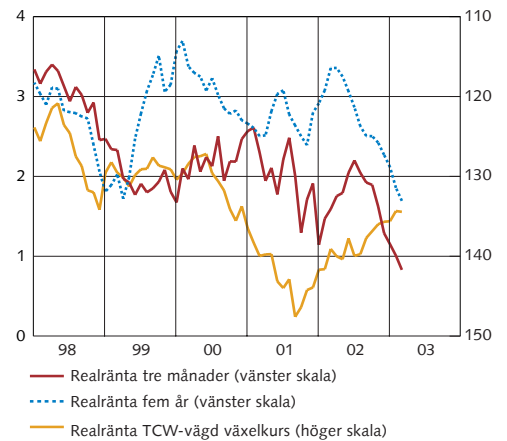
för närvarande föredrar räntebärande placeringar och att den förväntade avkastningen i statsobligationer betraktas som låg. Det generellt låga ränteläget har även fått svenska hushåll att öka sin upplåning i bostadsfinansieringsinstitut, vilket speglar en fortsatt relativt hög aktivitet på marknaden för småhus och bostadsrätter. Den stimulerande effekten av lägre räntor på bostadspriserna bedöms emellertid avta då räntorna förväntas stiga mot bakgrund av en väntad konjunkturuppgång i Sverige och internationellt. Sammantaget bedöms den genomsnittliga tioåriga obligationsräntan under 2003, 2004 och 2005 vara 4,7, 5,1 respektive 5,5 procent, vilket är en nedrevidering med ca 0,5 procentenheter under prognosperioden.

Den senaste tidens utveckling indikerar att de finansiella förhållandena blivit något mer expansiva i den meningen att de reala kort- och långräntorna har sjunkit (se diagram 10). I ett bredare finansiellt perspektiv motverkas de expansiva krafterna åtminstone delvis av lägre aktiepriser och en något starkare real växelkurs. Framöver väntas de finansiella förhållandena stramas åt något i takt med att långräntan stiger och kronan apprecierar.

Den årliga tillväxttakten i penningmängden M0 har fortsatt att avta och uppgick i december till -0,1 procent. Ökningstakten i det bredare M3 steg under samma period till 4,3 procent på årsbasis. Denna ökning beror främst på att hushållens bankinlåning steg, men även på att företagen ökade sin bankinlåning. Den relativt starka utvecklingen i hushållens bankinlåning är sannolikt ett resultat av portföljomplaceringar från aktier till sparande i bank.

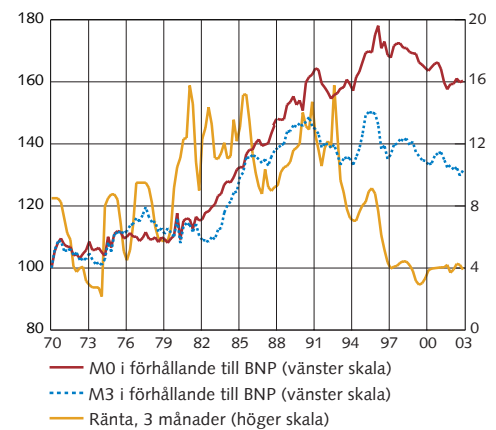
Utvecklingen i penningmängdsaggregaten bör tolkas med stor försiktighet. Sambandet mellan penningmängdens och BNP:s utveckling i ett längre perspektiv har varierat med bl.a. nya marknadsförutsättningar. Avregleringar på kapitalmarknaden, finansiella innovationer och en hög inflationstakt under vissa perioder är exempel på faktorer som bidragit till att tillväxttakten i ekonomin och utvecklingen i penningmängdsaggregaten inte har visat något enkelt och stabilt samband (se diagram 11).

**Diagram 10. Realränta med fem års respektive 3 månaders löptid samt real TCW-vägd växelkurs. Procent respektive index**



Källa: Riksbanken.

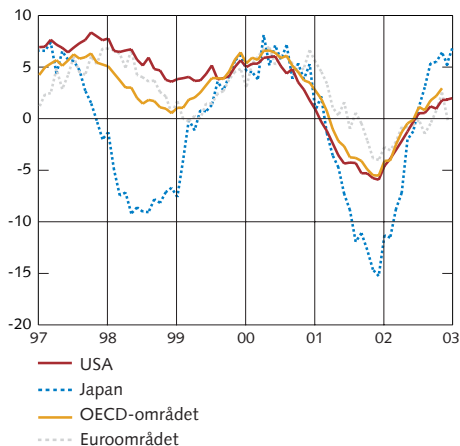
**Diagram 11. Omloppshastighet för M0 respektive M3 uttryckt i indexform samt nominell kortränta. Index 1970=100, procent**



Anm. Omloppshastigheten,  $V$ , definieras via relationen  $MV=PY$ , där  $Y$  mäter volymen av transaktioner i ekonomin (exempelvis real BNP),  $P$  är ett mått på prisnivå (exempelvis KPI) och  $M$  är ett penningmängdsmått. Omloppsindex bygger på säsongrensade kvartalsdata för penningmängd, BNP och KPI.  
Källa: Riksbanken.

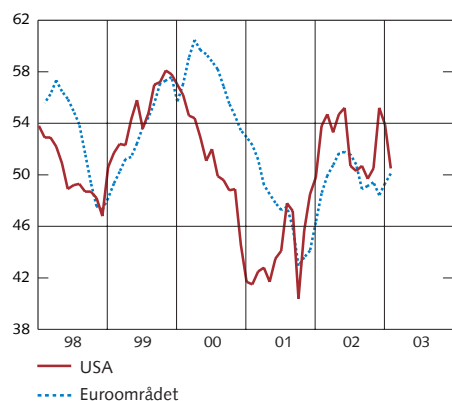
**Diagram 12. Industriproduktionen i OECD-området.**

Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat, Federal Reserve, Ministry of International Trade and Industry och OECD.

**Diagram 13. Inköpschefsindex i USA och euroområdet.**  
Index



Källor: ISM och NTC Research Ltd.

## Internationell utveckling

### ■ ■ Återhämtning trots sämre tillväxt.

Den internationella utvecklingen har fortsatt att präglas av en anpassning av företagens och hushållens balansräkningar samt av den säkerhetspolitiska osäkerheten. Tillväxten i världsekonomin återhämtade sig något under fjolåret, men återhämtningen bromsade in under andra halvåret. De amerikanska hushållens konsumtion har stått emot nedgången och tidigare dämpande effekter från investeringsefterfrågan har minskat, vilket medfört att såväl produktion som konfidensindikatorer i industrin stabiliserats (se diagram 12 och 13). Utsikterna för en fortsatt återhämtning i USA är goda, med växande investeringsbehov i företagen, stimulerande ekonomisk politik och åtminstone delvis anpassade balansräkningar. I Europa har inte skuldanpassningen kommit lika långt. Detta tillsammans med strukturella problem och stramare finanspolitik gör att prognosen har reviderats ned något. Under prognosperioden väntas en stabilisering av arbetsmarknaden i såväl USA som Europa samt måttligt inflationstryck bidra till ökad privat konsumtion. De flesta indikatorerna tyder på att resursutnyttjandet är förhållandevis lågt, och trots en återhämtning väntas inte resursläget bli ansträngt vare sig i USA eller i Europa under prognosperioden.

Samtidigt kvarstår ett antal faktorer och problem som hindrar en mer markerad uppgång. Osäkerheten på de finansiella marknaderna är fortsatt hög, bl.a. till följd av de senaste årens börsfall. Framtidstron bland konsumenterna är dämpad sannolikt till följd av den säkerhetspolitiska oron och den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden. Utvecklingen i euroområdet har varit sämre än vad som förväntades i den föregående inflationsrapporten. Den låga tillväxten sätter ytterligare press på den redan ansträngda budgetsituationen i flera euroländer, vilket medför ett behov av ytterligare åtstramningar för att leva upp till stabilitets- och tillväxtpakten.

Sammantaget befinner sig världsekonomin i en återhämtningsfas med en viss tillgång på lediga resurser och expansiv ekonomisk politik. Detta borgar för en återhämtning under prognosperioden som dock är något svagare än vad som skisserades i den föregående inflationsrapporten. Tillväxten förväntas öka under prognosperioden, men det bedöms finnas lediga resurser även i slutet av perioden.

### ■ ■ Ekonomisk politik och produktivitet driver USA.

Det preliminära utfallet för 2002 visade på en tillväxt i USA på 2,5 procent för helåret, med en något lägre tillväxttakt under det andra halvåret. Förutsättningarna för en fortsatt återhämtning i den amerikanska ekonomin ser relativt gynnsamma ut.

Sänkta skatter, högre offentliga utgifter och låga räntor ger för närvarande ett stöd till konsumtion och investeringar. Ytterligare finanspolitiska stimulansåtgärder har aviserats av den amerikanska administrationen, motsvarande ca 2 procent av BNP för 2003 och 2004. Åtgärderna blir av allt att döma temporära och det finns en viss risk för stigande marknads-



räntor till följd av ett kraftigt ökat budgetunderskott, särskilt under 2004. De skattesänkningar som föreslås riktas främst mot höginkomsttagare, vilka normalt har en lägre konsumtionsbenägenhet. Sammantaget väntas finanspolitiken ge fortsatt stöd till tillväxten, medan penningpolitiken från omkring årsskiftet väntas föras i en mindre expansiv riktning.

Lagernivåerna i förhållande till försäljning i näringslivet är låga liksom investeringsnivåerna (se diagram 14 och 15). Produktivitetstillväxten har än så länge varit god, främst till följd av rationaliseringar, vilket bidragit till att förbättra företagens vinsttillväxt och kassaflöden. Därmed finns förutsättningar för att industriproduktionen och investeringarna skall växa under våren. Inköpschefernas förtroendeindikator tyder på att det skett en förbättring av order- och produktionsläget i industrin. Men indextalet har svängt kraftigt de senaste månaderna, vilket speglar den osäkerhet som fortfarande råder om den ekonomiska utvecklingen. Återhämtningen förväntas därför bli måttlig.

De amerikanska hushållen har blivit mer pessimistiska om framtiden, vilket sannolikt är ett resultat av fortsatt fallande aktiekurser samt den tilltagande säkerhetspolitiska oron. Inkommande arbetsmarknadsstatistik visar på en fortsatt svag utveckling på arbetsmarknaden. Lönerna stiger måttligt och disponibelinkomsterna gynnas inte längre lika mycket av skattesänkningar eller lägre lånekostnader för boendet. Därtill kommer stigande oljepriser, som slår förhållandevis hårt mot amerikanska konsumenter. Konsumtionen bedöms därför växa långsamt under första halvåret, för att under hösten öka något snabbare när läget på arbetsmarknaden mer tydligt förbättras.

Sammantaget är bilden av återhämtningen i USA i stort sett oförändrad från den föregående inflationsrapporten.

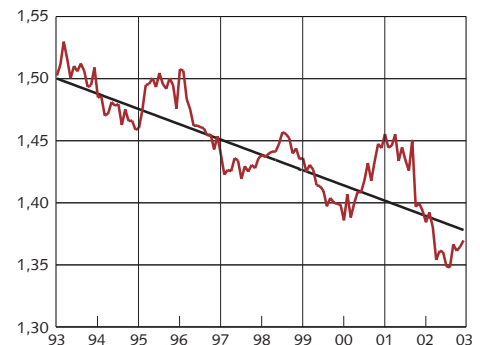
### ■ ■ Euroområdet hindras av svag produktivitet.

I euroområdet tyder inkommande data på en svagare utveckling än vad som väntades i föregående inflationsrapport. Det gäller framförallt i Tyskland, där den privata konsumtionen utvecklas svagare än väntat, men även i Frankrike, Italien och Spanien har utvecklingen varit något långsammare (se diagram 16).

Arbetsmarknaden är mer trögrörlig i euroområdet än i USA. För Europas del har detta inneburit att den svagare tillväxten också kommit till uttryck i lägre produktivets- och vinstutveckling och ett högre kostnadstryck (se diagram 17). Företagen har i viss utsträckning övervälat kostnadsökningen på konsumenterna, vilket drivit upp den underliggande inflationen och dämpat hushållens reala disponibla inkomster och konsumtion. Till stor del är detta cykliskt betingat och stämmer väl överens med tidigare konjunkturmönster. Men kombinationen av oväntat låg tillväxt och högre inflation kan också tyda på att den potentiella tillväxten i euroområdet är något lägre än vad som tidigare antagits.

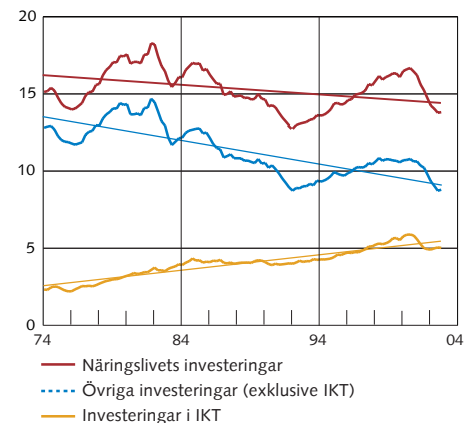
Trots den svagare utvecklingen finns det flera faktorer som talar för att en konjunkturuppgång nu kan vara på väg. Produktiviteten har börjat stiga, vilket väntas stimulera vinster och investeringar och med tiden också spilla över i ökad sysselsättning och konsumtion. Detta stöds också

Diagram 14. Lagerkvoten i näringslivet i USA.  
Lager/försäljning



Källa: Bureau of Labor Statistics.

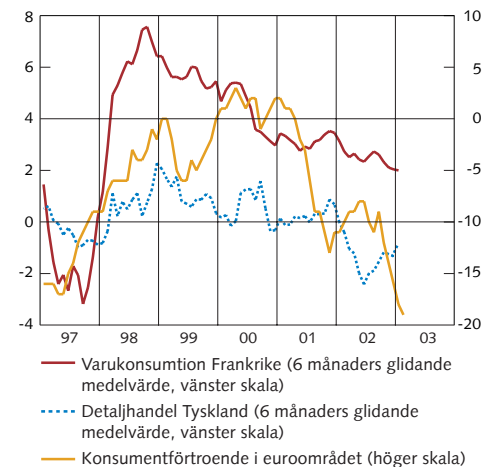
Diagram 15. Investeringskvoten i näringslivet i USA.  
Procentuell andel av näringslivets bruttoprodukt



Anm. Med IKT avses information-, kommunikation- och telesektorn.

Källa: US Department of Commerce.

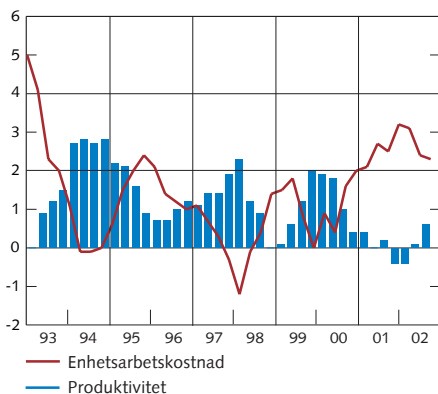
Diagram 16. Konsumtion och konsumentförtroende i euroområdet.  
Årlig procentuell förändring och netttotal



Källor: Deutsche Bundesbank, EU-kommissionen och INSEE.

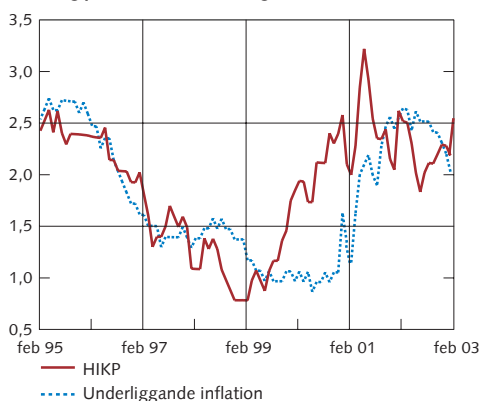


**Diagram 17. Produktivitet och enhetsarbetskostnader i euroområdet. Årlig procentuell förändring**



Källor: Eurostat och ECB.

**Diagram 18. Inflationen i euroområdet. Årlig procentuell förändring**



Anm. HIKP är ett EU-harmoniserat konsumentprisindex.

Källa: Eurostat.

av att inflationen är låg. Samtidigt väntas hushållens disponibla inkomster förbättras till följd av bl.a. stigande reallöner och en stabilisering på arbetsmarknaden under senare delen av 2003. Mot detta står dock att nettoexporten dämpas till följd av den starkare euron.

Utrymmet för den ekonomiska politiken är begränsat. Flera länder tvingas föra en restriktiv finanspolitik för att klara kraven i stabilitets- och tillväxtpakten. I Tyskland har tidigare aviserade skattesänkningar dragits tillbaka, vilket försämrar hushållens konsumtionsutrymme på kort sikt. I Frankrike väntas dock aviserade skattesänkningar genomföras som planerat, trots att de offentliga finanserna riskerar att bryta mot kraven i stabilitets- och tillväxtpakten. Sammantaget bedöms finanspolitiken bli mindre expansiv under prognosperioden i förhållande till bedömningen i föregående inflationsrapport. Penningpolitiken har i ljuset av höga inflationsutfall under 2002 endast varit försiktigt stimulerande. Den underliggande inflationen i euroområdet har på senare tid fallit något. Det beror delvis på att effekterna av temporära störningar från bl.a. eurointroduktionen avtar, men också på att kostnadstrycket sakta börjat falla till följd av att produktiviteten återhämtat sig (se diagram 18).<sup>13</sup> Dessutom tyder skattningar av resursutnyttjandet på att inflationstrycket för närvarande är begränsat och något lägre än tidigare väntat. I takt med att produktivitetstillväxten fortsätter att stiga och enhetsarbetskostnaderna faller väntas det underliggande pristrycket dämpas något ytterligare. Även importpriserna väntas utvecklas svagt bl.a. till följd av euroförstärkningen.

Sammantaget revideras tillväxtprognosen och resursutnyttjandet ned något för euroområdet jämfört med föregående inflationsrapport. Tillväxten väntas fortfarande öka successivt för att under 2004 bidra till att resursutnyttjandet återigen ökar, dock utan att i någon nämnvärd utsträckning generera besvärande inflationstryck under prognosperioden.

### ■ ■ Storbritannien och Norden – fortsatt men något svagare tillväxt.

Tillväxten i Storbritannien har hållits uppe förhållandevis väl de senaste åren, främst till följd av stigande privat konsumtion. Till viss del har detta drivits av fortsatt god real förmögenhetsutveckling för hushållen, främst genom snabbt stigande fastighetspriser. Framöver väntas en viss avmattning på bostadsmarknaden, vilket bedöms dämpa konsumtionen något. Tillväxten väntas dock få fortsatt stöd av stigande konsumtion och investeringar under 2004.

I de nordiska länderna har växande inhemsk efterfrågan mildrat konsekvenserna av den internationella lågkonjunkturen. Tillväxten för 2003 ser dock ut att bli lägre än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. Det beror i första hand på att de sämre utsikterna för euro-

<sup>13</sup> Eurostat (2002) har uppskattat prisseffekten av euroövergången till 0,2 procentenheter på HIKP i euroområdet. Prisförändringarna tycks dock variera över länder, bl.a. har effekten på HIKP i Nederländerna beräknats till 0,6 procentenheter (Folkertsma, 2002).

området dämpar exportefterfrågan. Förutsättningarna för en fortsatt återhämtning de närmaste åren är dock goda.

### ■ ■ Uppsving i Asien trots fortsatt svagt i Japan.

I Japan har tillväxten överraskat positivt, samtidigt som de flesta real-ekonomiska indikatorerna pekat på en fortsatt svag utveckling. Industriproduktionen har emellertid varit stark till följd av ett kraftigt lageromslag och stigande export. Samtidigt kvarstår problemen med ett svagt finansiellt system och inhemsk deflation. De åtgärder som aviserats för att hantera problemen i banksystemet bedöms inte vara tillräckligt omfattande för att lösa krisen. Bankernas problem riskerar dessutom att fördjupas till följd av den svaga börsutvecklingen. Det inhemska deflationstrycket bedöms bestå under prognosperioden.

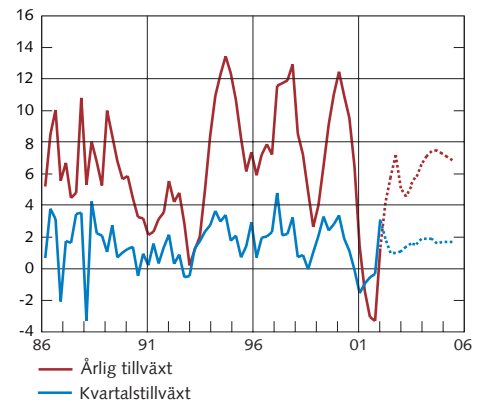
I övriga Asien har efterfrågan utvecklats förhållandevis starkt. Trots en något svagare tillväxt i omvärlden har exporten och industrikonjunkturen fortsatt att förstärkas i regionen. Detta har i sin tur bidragit till fallande arbetslöshet och stigande privat konsumtion. Konjunkturutsikterna är fortsatt gynnsamma under prognosperioden.

### ■ ■ Något svagare exportmarknad med successivt stigande priser.

Jämfört med den senaste inflationsrapporten utvecklas tillväxten svagare i Europa och Japan, medan BNP-prognosen för USA i det närmaste är oförändrad (se tabell 5). Svagare importutfall än väntat för USA under fjärde kvartalet 2002 leder dock till en lägre prognos för världsmarknadstillväxten under 2003. Under de påföljande åren bedöms den svenska exportmarknaden växa snabbare. Sammantaget väntas världsmarknadstillväxten bli måttlig och marginellt svagare under prognosperioden jämfört med föregående inflationsrapport (se diagram 19).

Svagare tillväxt och något lägre resursutnyttjande bedöms dock inte leda till nämnvärt lägre internationellt pristryck. Oljepriserna är idag ca 10 dollar högre jämfört med prognosen i den senaste inflationsrapporten. Det höga oljepriset beror bl.a. på en osäkerhet inför ett eventuellt krig i Irak och utgången av detta. I slutet av förra året inleddes också strejker i Venezuela, världens femte största oljeproducent. Dessutom är oljelagren i USA de lägsta på närmare 30 år. Sammantaget medför detta att oljepriset väntas bli högre på kort sikt, för att därefter falla tillbaka mot den tidigare prognosen vilket är i linje med terminspriserna på lite längre sikt. Framöver bedöms exportpriserna i viss mån hållas uppe av andrahandseffekter av det högre oljepriset. Sammantaget förväntas dock en marginellt lägre internationell exportprisökning på kort sikt till följd av den svagare världsmarknadstillväxten och svagare exportprisutfall. Under 2005 väntas priserna stiga i något snabbare takt till följd av en successivt ökad efterfrågan och stigande resursutnyttjande.

Diagram 19. Svensk exportmarknadstillväxt.  
Procent



Anm. Streckad linje avser prognos.

Källor: NIESR och Riksbanken.

**Tabell 5. Internationella förutsättningar.  
Årlig procentuell förändring**

	BNP					KPI				
	2001	2002	2003	2004	2005	2001	2002	2003	2004	2005
USA	0,3	2,4(2,4)	2,9 (2,9)	3,5 (3,5)	3,2	2,8	1,6 (1,5)	2,1 (2,0)	2,3 (2,1)	2,2
Japan	0,4	0,3 (-0,2)	0,8 (1,0)	1,1 (1,5)	1,5	-0,7	-0,9 (-0,9)	-0,7 (-0,5)	-0,2(-0,2)	0,2
Tyskland	0,6	0,2 (0,3)	0,8 (1,3)	1,8 (1,9)	2,0	2,1	1,3 (1,4)	1,1 (1,0)	1,4 (1,6)	1,5
Frankrike	1,8	1,2 (1,0)	1,4 (2,0)	2,4 (2,5)	2,6	1,8	1,9 (1,9)	1,7 (1,6)	1,6 (1,6)	1,6
Storbritannien	2,0	1,6 (1,6)	2,2 (2,5)	2,5 (2,6)	2,7	2,1	2,2 (2,1)	2,5 (2,4)	2,4 (2,5)	2,5
Italien	1,8	0,4 (0,4)	1,4 (1,8)	2,4 (2,4)	2,5	2,3	2,6 (2,6)	2,3 (2,2)	1,9 (2,0)	2,2
Danmark	1,4	1,6 (1,6)	1,8 (2,1)	2,1 (2,2)	2,2	2,3	2,4 (2,4)	2,1 (2,2)	2,0 (2,2)	2,0
Finland	0,6	1,6 (1,6)	2,6 (2,9)	3,2 (3,2)	3,6	2,7	2,0 (2,2)	1,8 (2,0)	1,8 (2,0)	1,8
Norge	1,3	1,2 (1,4)	1,3 (2,1)	2,6 (2,5)	2,7	3,0	1,3 (1,2)	3,0 (2,1)	2,0 (2,5)	2,5
<b>Euro12</b>	1,4	0,8 (0,8)	1,4 (1,8)	2,4 (2,4)	2,5	2,4	2,2 (2,2)	1,9 (1,8)	1,8 (1,9)	1,8
<b>TCW-vägt</b>	1,3	1,1 (1,1)	1,7 (2,0)	2,5 (2,5)	2,6	2,3	1,9 (1,9)	1,9 (1,8)	1,8 (1,9)	1,9
<b>OECD 19</b>	0,9	1,5 (1,4)	2,0 (2,2)	2,7 (2,7)	2,6	2,0	1,4 (1,4)	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)	1,8
					2001	2002	2003	2004	2005	
Exportmarknadstillväxt					0,8	1,9 (1,8)	5,5 (6,3)	6,7 (7,0)	7,2	
Genomsnittliga exportpriser i nationell valuta (OECD)					0,4	-0,4 (-0,4)	0,7 (0,9)	1,4 (1,2)	2,1	
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD/fat, Brent)					24,5	25,0 (24,7)	27,7 (23,9)	22,4 (22,2)	20,7	

Anm. KPI avser RPIX för Storbritannien och HIKP för Tyskland, Frankrike, Italien, Danmark samt Finland. BNP för Norge avser fastlandsekonomin. Prognoser i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Svensk exportmarknadstillväxt avser tillväxt för import av varor för samtliga länder Sverige exporterar till. Prognosen vägs ihop utifrån respektive lands andel av total svensk export av varor 2000-2001.

Källa: Riksbanken.

## Efterfråge- och utbudsförhållanden i svensk ekonomi

Reviderade nationalräkenskaper visar att tillväxten i BNP i genomsnitt uppgick till 3,2 procent under perioden 1994-2001. Det är en något högre tillväxt än som tidigare redovisats. Samtidigt har antalet arbetade timmar i genomsnitt ökat något långsammare under perioden jämfört med tidigare uppgifter. Sammantaget innebär detta att arbetsproduktiviteten i hela ekonomin i genomsnitt har ökat 0,3 procentenheter snabbare per år. Det är ingen obetydlig förändring och den leder också till slutsatsen att den potentiella tillväxten i den svenska ekonomin troligen har varit något högre än vad som tidigare antagits.

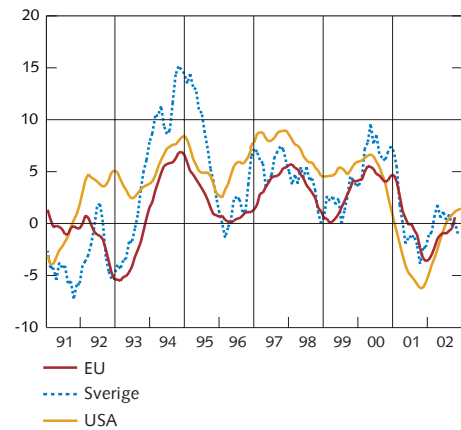
Under åren 2001 och 2002 har den svenska ekonomin, liksom ekonomierna i omvärlden, befunnit sig i en tillväxtsvacka och resursutnyttjandet har dämpats. BNP-tillväxten blev svag under 2001. Under 2002 ökade BNP med 1,9 procent jämfört med året innan. Produktivitetstillväxten var stark eftersom antalet arbetade timmar samtidigt minskade med 1,2 procent. Investeringarna minskade emellertid och hushållens konsumtionsutveckling var dämpad trots en mycket god utveckling av de disponibla inkomsterna. Samtidigt ökade den offentliga konsumtionen förhållandevis starkt. Nettoexporten gav ett stort positivt bidrag till BNP-tillväxten genom att importen föll medan exporten ökade något. Uppgången i exporten bröts under sommaren, vilket delvis förklaras av en svagare internationell efterfrågeutveckling.

Under första halvåret i fjol skedde en återhämtning i den svenska industrikonjunkturen och produktionen steg, för att sedan åter falla mot slutet av året. Detta mönster skiljer sig från utvecklingen i USA och EU, där återhämtningen var mer långsam men obruten. Teleproduktindustrin har i genomsnitt givit ett negativt bidrag på närmare 1 procentenhet till förändringen i den svenska industriproduktionen under 2002. Under det fjärde kvartalet var bidraget -1,7 procentenheter. Det innebär att industriproduktionen exklusive teleprodukter ökade med 0,6 procent mellan fjärde kvartalet 2002 och motsvarande kvartal 2001 medan industriproduktionen inklusive teleprodukter minskade med 1,1 procent.

Ett normalt cykliskt mönster talar för en förstärkning av konjunkturen under 2003. Nuläget präglas emellertid av stor osäkerhet kring exempelvis effekterna av börsnedgången och Irakkonflikten. Därtill har hushållen på senare tid påverkats av skattehöjningar i kommuner och landsting, höjda elpriser och farhågor om höga olje- och bensinpriser samt stigande arbetslöshet. Detta har också återspeglats i en tydlig nedgång i hushållens förväntningar om bl. a. den egna ekonomin under det senaste halvåret. Mot detta står att Konjunkturinstitutets månadsbarometer för februari indikerar en tydlig förbättring av industrikonjunkturen. Teleproduktindustrin bidrar till förbättringen, men även i exempelvis motorfordonsindustrin har situationen förändrats påtagligt i positiv riktning.

I år väntas BNP-tillväxten uppgå till 1,7 procent och därefter till 2,4 procent både 2004 och 2005. Det är således en tämligen flack tillväxtbana som skisseras i huvudscenariot. Resursutnyttjandet i ekonomin be-

Diagram 20. Industriproduktion.  
Utjämnade tolvmånaderstal, procentuell  
förändring



Källor: Eurostat, Federal Reserve och SCB.

döms för närvarande inte vara inflationsdrivande och den skisserade utvecklingen bedöms inte leda till någon påtaglig förändring i det avseendet under prognosperioden.

**Tabell 6. Försörjningsbalans i huvudscenariot.  
Årlig procentuell förändring**

	2001	2002	2003	2004	2005
Hushållens konsumtion	0,2	1,3 (1,5)	1,8 (2,1)	1,8 (2,1)	1,8
Off. myndigheters konsumtion	0,9	2,1 (1,6)	0,3 (0,4)	0,7 (0,7)	0,7
Fasta bruttoinvesteringar	0,8	-2,5 (-3,0)	2,5 (3,5)	7,1 (6,0)	4,4
Lagerförändring	-0,4	-0,1 (-0,5)	0,3 (0,3)	0,1 (0,1)	0,0
Export	-0,8	0,4 (0,9)	4,0 (4,4)	4,9 (4,8)	6,0
Import	-3,5	-2,7 (-2,1)	4,6 (4,9)	5,7 (5,9)	5,5
BNP till marknadspris	1,1	1,9 (1,5)	1,7 (2,1)	2,4 (2,3)	2,4

Anm. Prognos 2003-2005. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Lagerförändringen är uttryckt som bidrag till BNP-tillväxten i procentenheter.

Källor: SCB och Riksbanken.

### ■ ■ Uppgång i utrikeshandeln under 2003.

Marknadstillväxten för Sveriges export bedöms ha uppgått till knappt 2 procent under 2002. Den svenska exporten av varor ökade med 2,3 procent och marknadsandelarna, som minskade 2001, ökade bara marginellt. Krisen i teleproduktindustrin, som gav ett stort negativt bidrag till varuexportens tillväxt under 2001, fortsatte även under 2002. Kronans svaga kurs och svag prisutveckling för svenska exportvaror har därför ännu inte gett den volymutveckling för varuexporten som annars hade varit att vänta.

Under 2003 väntas världsmarknadstillväxten stiga mer påtagligt och uppgå till omkring 5,5 procent, för att sedan hamna kring 7 procent under 2004 och 2005. Dessa tillväxttal är inte anmärkningsvärt höga i ett historiskt perspektiv, men osäkerheten om den internationella utvecklingen är betydande. Givet den prognostiserade marknadstillväxten väntas varuexporten öka med omkring 5 procent i volym 2003 och 2004 för att sedan öka med ca 6 procent 2005. Detta innebär vissa marknadsandelsförluster, bl.a. till följd av att kronan stärks.

Samtidigt som varuexporten utvecklats i stort sett i linje med prognoserna har den negativa volymutvecklingen för varuimporten överraskat. Därför har nettoexporten givit ett stort bidrag till BNP-tillväxten (omkring 1,5 procentenheter) under 2002. Att importen blivit mindre än väntat beror till stor del på att efterfrågekomponenter med högt importinnehåll, som maskininvesteringar, lagerförändringar samt hushållens konsumtion, utvecklats svagt. Importen av tjänster har också dämpats av att svenskar utlandsresande minskat i spåren av terrordåden och genom att kronan varit svag även om den har stärkts på senare tid.

Under innevarande och kommande år väntas importen utvecklas mer normalt i förhållande till efterfrågan. Bidraget från nettoexporten till BNP-tillväxten väntas därmed bli svagt positivt under prognosperioden.

### ■ ■ Finanspolitiken går från att vara expansiv till neutral.

Överskottet i de offentliga finanserna sjönk påtagligt mellan 2001 och 2002. Bidragande till försämringen av de offentliga finanserna har varit förändringar på såväl budgetens inkomst- som utgiftssida, exempelvis

statliga inkomstskattesänkningar, förlängd föräldraförsäkring, höjd nivå i arbetslöshetsförsäkringen och maxtaxa inom barnomsorgen. En annan orsak till sal doförsvagningen är att tillväxten i ekonomin har dämpats. Det har medfört högre offentliga utgifter och lägre skattebetalningar, särskilt av reavinstskatter.

Svackan i den ekonomiska tillväxten ledde till en försämring av de offentliga finanserna under fjolåret. De reviderade nationalräkenskaperna med en högre BNP-nivå på ca 100 miljarder kronor får även till följd att sparandet i den offentliga sektorn måste höjas med ca 2 miljarder kronor för att bibehålla ett oförändrat saldomål på 2 procent av BNP. Under perioden 1998-2001 var överskottet i den offentliga sektorns finansiella sparande i genomsnitt närmare 3 procent av BNP. För perioden 2002-2005 beräknas överskottet i genomsnitt bli mindre än 1 procent av BNP (se diagram 21).

Ett konventionellt sätt att analysera finanspolitikens inriktning är att rensa bort effekter från konjunkturutvecklingen på de offentliga finanserna och analysera förändringar av det underliggande saldot. När hänsyn tas till olika periodiseringseffekter visar beräkningar att det strukturella saldot har försämrats de senaste två åren. Detta tillsammans med de relativt omfattande skatte- och inkomstförändringar som ägt rum leder till slutsatsen att finanspolitiken haft en expansiv inriktning. Under resten av prognosperioden beräknas det strukturella saldot i stort sett vara oförändrat och finanspolitiken kan i denna mening anses vara neutral.

Preliminära beräkningar från Ekonomistyrningsverket visar att de statliga utgifterna för fjolåret underskred utgiftstaket något. Under 2002 bokfördes en del utgifter som egentligen avsåg 2003, vilket underlättar för regeringen att klara utgiftstaket för i år. Det kommer dock att krävas besparingsåtgärder för att inte de statliga utgifterna skall överskrida utgiftstaket, vilket kan komma att verka dämpande på bl.a. investeringar och konsumtion i den statliga sektorn. Det av regeringen aviserade förslaget om ett delat kostnadsansvar för sjukskrivningar antas genomföras i någon form från halvårsskiftet i år. Om utgiftstaket samtidigt inte justeras ned innebär förslaget lägre statliga utgifter och mindre behov av ytterligare besparingar i staten.<sup>14</sup> Offentliga sektorns sparande påverkas däremot inte.

### ■ ■ Svag utveckling av hushållens inkomster.

Efter den starka utvecklingen av hushållens disponibla inkomster 2002 förväntas hushållens inkomster växa betydligt långsammare 2003-2005. Innevarande år dämpas inkomstutvecklingen av högre skatter och avgifter samt av minskad sysselsättning räknat i arbetade timmar. Realt stiger löneinkomsterna måttligt 2003 och transfereringarna från den offentliga sektorn fortsätter att ge ett positivt bidrag till disponibelinkomstutvecklingen. Under 2004 och 2005 väntas löneinkomsterna ge ett större bidrag till inkomstutvecklingen då sysselsättningen åter ökar.

Diagram 21. Budgetsaldo och periodiserat strukturellt saldo.  
Procent

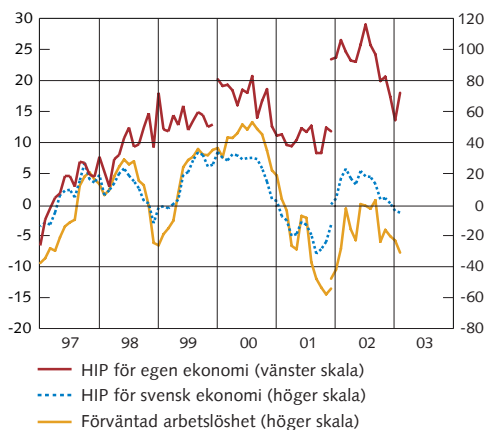
— Periodiserat strukturellt saldo  
- - - - - Saldo

Anm. Med strukturellt saldo avses att saldot är konjunkturrensat med hänsyn till produktionsgapet. Det periodiserade strukturella saldot anger det strukturella saldot efter att omperiodiseringar av skatteinkomster mellan åren har genomförts.

Källor: Finansdepartementet, SCB och Riksbanken.

14 Se Riksbankens yttrande över Departementspromemorian (Ds 2002:63) "Starkare drivkrafter för arbetsgivare att minska sjukfrånvaron", Dnr 03-317-DIR.

Diagram 22. Hushållens förväntningar om dels den egna ekonomin, dels Sveriges ekonomi samt förväntningar om arbetslösheten. Netttotal



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

### ■ ■ Dämpad konsumtionstillväxt.

Hushållens konsumtion bestäms huvudsakligen av utvecklingen av de reala disponibla inkomsterna men även av den reala nettoförmögenheten. Den långvariga nedgången på aktiebörserna har bidragit till att öka osäkerheten om värdet av hushållens framtida förmögenhet, vilket verkar dämpande på konsumtionstillväxten. Börsnedgången påverkar också värdet av hushållens framtida pensionstillgodohavanden i den utsträckning pensionssparandet sker via aktiemarknaden. För att kompensera för lägre framtida pensioner kan hushållen således komma att öka sitt sparande. Den största delen av hushållens förmögenhet består av egna hem. Trots börsfallet och svackan i den ekonomiska tillväxten har huspriserna fortsatt att stiga.

Trots en kraftig ökning av hushållens disponibla inkomster under fjolåret var konsumtionstillväxten relativt låg, bl.a. till följd av minskat resande i spåren av terrordåden i USA och en relativt svag krona. Därtill försämrades hushållens framtidstro troligtvis på grund av väntade skatthöjningar i kommuner och landsting, Irakkonflikten samt prishöjningar på olja och el (se diagram 22). Det finns skäl att anta att hushållen strävar efter att jämma ut konsumtionen över tiden. Det medför att perioder med stark inkomstutveckling inte nödvändigtvis behöver resultera i stark konsumtionstillväxt. Avgörande är också om en inkomstförändring är varaktig eller tillfällig. En tillfällig inkomstökning leder vanligtvis inte till en lika stor konsumtionsökning som en varaktig.

Det finns flera skäl att anta att hushållens osäkerhet består en tid. Effekterna av börsnedgången är oklara, arbetslösheten har ökat något de senaste månaderna och den säkerhetspolitiska situationen är svårbedömd. Lägre el- och oljepriser bör dock förbättra framtidstron. Hushållens förmögenhet väntas också öka de närmaste åren genom att aktietillgångarna åter ökar i värde och genom att skulderna väntas öka i långsammare takt.

Sammantaget bedöms hushållens konsumtion öka med omkring 1,8 procent per år under perioden 2003-2005. Det är i genomsnitt en något lägre ökningstakt än för den samlade produktionen och en svagare utvecklingen jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport.

### ■ ■ Offentlig konsumtionsuppgång 2002 – svagare utveckling framöver.

Den offentliga konsumtionen ökade med 2,1 procent 2002. Den kommunala konsumtionen stimulerades i följd av statliga bidrag till ökad sysselsättning inom vård, skola och omsorg. Även de statliga myndigheternas konsumtion ökade. Under innevarande och kommande år väntas den offentliga konsumtionen öka i betydligt långsammare takt, med omkring 0,5 procent per år. De statliga myndigheternas konsumtionsutveckling bedöms bli negativ i år till följd av statens finansiella situation. Under 2004 och 2005 väntas de statliga myndigheternas konsumtionsvolym förbli i stort sett oförändrad.

Under prognosperioden kommer det ekonomiska läget att vara ansträngt även för kommunerna. Jämfört med tidigare år väntas den kommunala konsumtionen utvecklas svagt kommande år. Kommunernas



verksamhet finansieras i huvudsak av skatt på arbetsinkomster och då sysselsättningen och arbetade timmar förväntas utvecklas svagt ökar också skatteinkomsterna långsamt. Kommunernas och landstingens ekonomi påverkas också av den höga sjukfrånvaron. De direkta kostnaderna för sjukfrånvaron belastar främst staten, men de medför också att statens möjligheter att kompensera kommunerna för ökade behov och andra ökade kostnader minskar. Enbart den demografiska utvecklingen bedöms kräva en årlig tillväxt i den kommunala konsumtionen på 0,3 procent per år de närmaste åren. Dessutom väntas löneökningarna inom den kommunala sektorn överstiga genomsnittet för hela ekonomin under prognosperioden.

### ■ ■ Osäkerhet dämpar investeringsaktiviteten.

De totala fasta bruttoinvesteringarna minskade med 2,5 procent under 2002. Det var särskilt näringslivets investeringar som minskade och nedgången var stark under fjärde kvartalet. Däremot ökade både de statliga och de kommunala investeringarna i fjol.

Företagens investeringsefterfrågan påverkas negativt av hög osäkerhet och pessimism. På kort sikt bedöms därför osäkerheten om den säkerhetspolitiska situationen och om stabiliteten och styrkan i den inhemska och den internationella konjunkturen hålla tillbaka företagens investeringsefterfrågan. I huvudsak kvarstår emellertid bedömningen från föregående inflationsrapport att stigande efterfrågan i ekonomin med tiden väntas leda till ett ökat utnyttjande av kapitalstocken och behov av att nyinvestera under senare delen av prognosperioden.

Lagerinvesteringarnas bidrag till BNP-tillväxten blev 2002 mindre negativt än väntat. Lagerbidraget, som var negativt både 2001 och 2002, väntas bli positivt i år för att därefter vara i stort sett neutralt.

### ■ ■ Den öppna arbetslösheten ökar i år.

Under fjolåret ökade antalet sysselsatta enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU) med i genomsnitt 0,1 procent jämfört med 2001 samtidigt som den öppna arbetslösheten var oförändrad på 4,0 procent. Sysselsättningsutvecklingen inom industrin var negativ under fjolåret, men positiv inom byggsektorn och den offentliga sektorn. Antalet sysselsatta inom den privata tjänstesektorn ökade något jämfört med 2001 men sysselsättningsstillväxten blev allt lägre under senare delen av fjolåret. Företagen förefaller vara ganska väl försörjda med arbetskraft. Det framgår bl.a. av låga bristtal enligt Konjunkturinstitutets senaste kvartalsbarometer, som också visar att företagen inom flertalet industribranscher och byggsektorn räknar med att minska antalet anställda under årets första kvartal. Inom tjänstenäringarna väntas sysselsättningen i stort sett bli oförändrad. Även utvecklingen i antalet nyanmällda lediga platser vid landets arbetsförmedlingar indikerar en svag sysselsättningsutveckling framöver (se diagram 23). Sammantaget bedöms sysselsättningen inom näringslivet minska något under 2003, men öka svagt under 2004 och 2005. Den offentliga sysselsättningen väntas, som en följd av det ansträngda finansiella läget, minska något under 2003.



**Diagram 23. Antalet nyanmälda och kvarstående lediga platser med en varaktighet på mer än tio dagar samt antalet varsel, 1987:01-2003:01.**

— Nyanmälda lediga platser, mer än 10 dagar (vänster skala)  
— Kvarstående lediga platser, mer än 10 dagar (vänster skala)  
— Varsel (höger skala)

Anm. Serierna är säsongrensade och uttryckta med tre månaders glidande medelvärde.

Källa: AMS.

**Diagram 24. Personer i arbetskraften, sysselsättning och öppen arbetslöshet. 100-tals personer respektive procent**

— Arbetskraft (vänster skala)  
— Sysselsatta (vänster skala)  
— Arbetslöshet (höger skala)

Anm. Serierna är säsongrensade. Prognos 2003:1-2005:4.

Källor: SCB och Riksbanken.

Samtidigt som sysselsättningen ökade marginellt under 2002 minskade antalet personer i arbete med 0,6 procent. Detta betyder att antalet frånvarande personer fortsatte att öka även under fjolåret. Den frånvarorsak som bidrog mest till detta var sjukfrånvaron, som enligt AKU steg med 5,7 procent.<sup>15</sup> Ökningstakten i sjukfrånvaron har dock avtagit och uppgången under 2002 var den lägsta sedan 1998.

Under fjärde kvartalet 2002 minskade antalet arbetade timmar jämfört med motsvarande kvartal 2001. Det innebär att medelarbetstiden per sysselsatt fortsatte att minska.<sup>16</sup> De senaste månadsutfallen enligt AKU pekar dessutom på en fortsatt negativ utveckling av medelarbetstiden. Det kan bl.a. förklaras av frånvaroutvecklingen, men även vanligen arbetad tid och övertid har fortsatt att minska.<sup>17</sup> Detta föranleder en viss nedrevidering av prognosen för medelarbetstiden 2003. Trots att vissa löneavtal innehåller överenskommelser om ytterligare arbetstidsförkortningar i år väntas utvecklingen mot lägre medelarbetstid avstanna under 2003 och 2004, främst till följd av att övertidsuttaget väntas öka då konjunkturen vänder upp.

Enligt AKU ökade antalet personer i arbetskraften med i genomsnitt 0,1 procent under 2002. Under prognosperioden väntas arbetskraften öka marginellt. Tillväxten i den arbetsföra befolkningen väntas bli god, främst i åldersgrupperna 16-19 år och 55-64 år. Arbetskraftsdeltagandet för dessa åldersgrupper är dock lägre än genomsnittligt. Den starka befolkningstillväxten i den yngre åldersgruppen medför även att antalet studerande personer i reguljär utbildning väntas öka. Antalet långtids-sjuka och förtidspensionerade utanför arbetskraften ökade med i genomsnitt 9,1 procent under 2002 och bedöms fortsätta öka under prognosperioden, om än i avtagande takt. Antalet deltagare i arbetsmarknads-politiska program antas bli oförändrat i år, men därefter minska i takt med att arbetsmarknadsutsikterna förbättras.

**Tabell 7. Beräknat tillskott till arbetskraften från olika komponenter. Tusentals personer, nivå respektive årligt procentuellt bidrag**

	2002	2002	2003	2004	2005
Arbetskraften	4421	0,1	0,0	0,2	0,4
<i>Därav nettobidrag från:</i>					
Befolkning 16-64 år	5666	0,8	0,7	0,8	0,9
Arbetsmarknadspolitiska utbildningsprogram	93	-0,2	0,0	0,2	0,2
Reguljär utbildning	424	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Förtidspensionerade och sjukskrivna	378	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5
Övriga	351	0,4	0,1	0,1	0,1

Anm. Gruppen övriga inkluderar hemarbetande, värnpliktiga, lediga, pensionerade (ej förtidspensionerade på grund av hälsoskäl), utomlandsarbetande, personer som vistas utomlands och övriga.

Källor: AMS, SCB och Riksbanken.

<sup>15</sup> Under 2002 stod ökningen i antalet frånvarande på grund av egen sjukdom för 38 procent av ökningen i antalet frånvarande totalt. Frånvaro på grund av semester stod för 27 procent, vård av barn för 13 procent och övrig frånvaro för 22 procent.

<sup>16</sup> Medelarbetstiden är här mätt som det totala antalet arbetade timmar under året enligt nationalräkenskaperna dividerat med genomsnittligt antal sysselsatta enligt Arbetskraftsundersökningarna.

<sup>17</sup> Vanligen arbetad tid avser den tid som arbetstagaren skall arbeta enligt överenskommelse med arbetsgivaren.

Sammantaget bedöms sysselsättningen bli något lägre och den öppna arbetslösheten något högre under innevarande år, jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport (se tabell 8). Återhämtningen på arbetsmarknaden inleds först i slutet av 2003 eller början av 2004.

### ■ ■ Resursutnyttjandet något lägre.

Revideringarna i nationalräkenskaperna har resulterat i en något högre tillväxt i BNP och produktiviteten. Inflationen har däremot inte varit föremål för revidering. Enligt den nya bild som den ekonomiska statistiken målar upp har det alltså varit möjligt att förena en något högre produktionstillväxt med samma inflation. Nya skattningar av den potentiella tillväxten och produktionsgapet tyder (se diagram 25) på en något högre potentiell tillväxt och ett något lägre resursutnyttjande under senare år.

Den bild beräkningarna av produktionsgapet ger av resursutnyttjandet i ekonomin kan kompletteras med andra indikatorer, som bristtal, uppgifter om kapacitetsutnyttjande och trängsta sektion enligt barometerundersökningarna eller olika uppgifter ur arbetsmarknadsstatistiken om hur lätt eller svårt det är att rekrytera personal.

Generellt sett tyder barometerdata på att resursutnyttjandet i de undersökta delarna av näringslivet är mindre än det varit i genomsnitt under de senaste decennierna (se diagram 26 och 27).<sup>18</sup> Någon påtaglig förändring av den bild som dessa indikatorer visar har emellertid inte skett sedan föregående inflationsrapport. Andelen företag i tillverkningsindustrin som anger att produktionen i första hand begränsas av tillgången på produktionsfaktorer är relativt låg liksom bristtalen för yrkesarbetare och tekniska tjänstemän i industrin. Inom uppdragsverksamhet och i datakonsultbranschen är kapacitetsutnyttjandet fortfarande lågt, även om det ökat något i slutet av 2002. Åkerierna är ett undantag med ett kapacitetsutnyttjande något över det historiska genomsnittet.

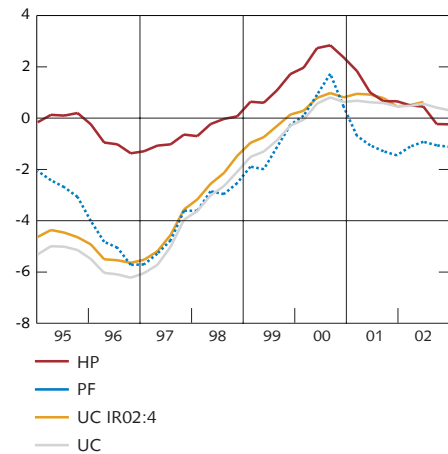
I början av 2002 var antalet kvarstående lediga platser i den offentliga tjänstesektorn högt, vilket var ett tecken på stor efterfrågan på arbetskraft och på svårigheter att fylla vakanserna. Därefter har antalet vakanser fallit tillbaka påtagligt.

Det som talar emot att resursutnyttjandet i ekonomin som helhet skall betraktas som lågt är att arbetsmarknaden är förhållandevis stram, även om arbetslösheten har stigit något de senaste månaderna. Den höga frånvaron kan eventuellt utgöra en arbetskraftsreserv, men effekterna av föreslagna åtgärder mot frånvaron är osäkra liksom i vilken mån tidigare långtidssjukskrivna kommer att passa för de arbeten som blir lediga. Bristtalen i barometerundersökningarna kan också förändras snabbt då företagen måste börja rekrytera i större omfattning och fokus förskjuts till svårigheten att finna arbetskraft med rätt kompetens.

Sammantaget bedöms resursutnyttjandet i ekonomin för närvarande ha en viss dämpande effekt på inflationen. Prognosen innebär också måttlig produktionstillväxt i ekonomin. I huvudscenariot bedöms därför den

Diagram 25. Skattade produktionsgap enligt tre metoder.

Procent av potentiell BNP



Anm. HP är det s.k. Whittaker-Henderson eller Hodrick-Prescott-filtret, UC är den s.k. Unobserved Components-metoden och PF är produktionsfunktionsansatsen. För en genomgång av metoderna se Apel, M. och P. Jansson "System Estimates of Potential Output and the NAIRU", Sveriges Riksbank Working Paper No 41, Sep 1997.

Källor: SCB och Riksbanken.

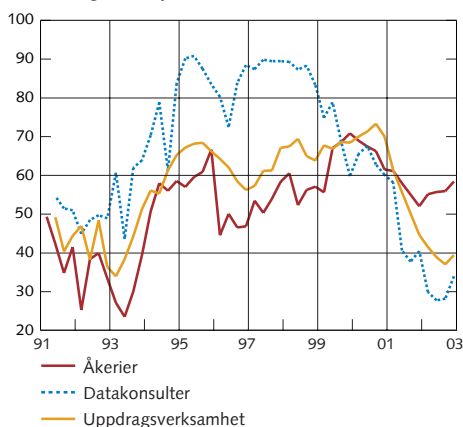
Diagram 26. Andel företag i tillverkningsindustrin med tillgången på produktionsfaktorer som primär begränsning. Säsongsrensad, procent

Anm. Den horisontella linjen avser det historiska medelvärdet 1980-2002.

Källa: Konjunkturinstitutet.

<sup>18</sup> För tjänstenäringarna omfattar perioden under vilken barometerundersökningar gjorts endast omkring 12 år, varför det är vanskligt att tolka nuläget i relation till genomsnittet för perioden.

Diagram 27. Andel företag med fullt kapacitetsutnyttjande. Säsongsrensad, procent



Källa: Konjunkturinstitutet.

prognostiserade utvecklingen inte komma att ge upphov till flaskhalsproblem i ekonomin. Jämfört med föregående inflationsrapport bedöms resursutnyttjandet vara något lägre under prognosperioden.

### ■ ■ Löneökningar under 4 procent per år, men företagens kostnader dras upp av stigande pensionspremier.

Det preliminära löneutfallet för 2002 pekar på en årlig procentuell ökning med 3,9 procent för hela ekonomin, vilket är ca 0,3 procentenheter lägre än 2001. Det är också en något lägre löneökningstakt jämfört med vad som tidigare antagits. Vid bedömningen har hänsyn tagits till att de lokala förhandlingarna inom den statliga sektorn inte är helt avslutade och att retroaktiva löneutbetalningar alltjämt väntas.

Den långsammare löneökningstakten ifjol beror dels på avtalsprofilen, dels på ett försämrat efterfrågeläge. Det är framförallt den privata tjänstesektorn och byggsektorn som uppvisade lägre löneökningstakter i fjol jämfört med 2001. I år väntas en ytterligare dämpning av löneökningstakten trots fortsatt god produktivitet utveckling och högre inflation. Kommunalskatterna höjs med i genomsnitt 65 öre fr.o.m. årsskiftet och det väntas medföra en mindre press uppåt på lönerna.<sup>19</sup> Den dämpande effekten på löneökningstakten från den stigande arbetslösheten väntas dock överväga och leda till en lägre löneökningstakt under innevarande år. Löneavtalen för merparten av arbetsmarknaden ligger också fast i år och den lokala lönebildningen beror till stor del på arbetsmarknadsläget.<sup>20</sup> Kommunal och dess motparter inom kommuner och landsting står ännu långt ifrån varandra i förhandlingarna om ett nytt löneavtal för 2003 och medlare har tillkallats. Det verkar dock mot bakgrund av primärkommunernas ansträngda ekonomi inte sannolikt att Kommunal till fullo får igenom sina avtalskrav på 5-6 procent.

Under 2004 ska löneavtal för ca 2 miljoner arbetstagare slutas. Dessa förhandlingar väntas inledas i ett läge där arbetslösheten har ökat och konjunkturen ännu inte har tagit fart. Kommunals avtalsuppsägning bedöms därför inte leda till några mer påtagliga spridningseffekter till övriga delar av arbetsmarknaden. Avtalen i ekonomin bedöms hamna på ungefär samma nivåer som i förra avtalsrörelsen 2001 medan den lokala lönebildningen väntas bli mer dämpad till följd av arbetsmarknadsläget och höga övriga lönekostnader för företagen. I Prosperas enkät om bl.a. inflationsförväntningar ställs frågor om förväntade löneökningar på 1-5 års sikt. Dessa förväntningar har i februari nästan genomgående justerats ned med 0,1-0,2 procentenheter jämfört med föregående undersökning. Undantaget är att arbetsgivarorganisationerna räknar med löneökningar på 3,5 procent på ett års sikt, vilket är 0,1 procentenheter högre än i november.

Utöver löner påverkas arbetskraftskostnaderna av s.k. lönebikostnader. Prognosen för dessa kostnader är oförändrad för innevarande år men har reviderats upp något under resten av prognosperioden bl.a. på grund av sti-

19 Kortsiktig elasticitet från Forslund, A. och A-S. Kolm, "Active Labour Market Policies and Real-Wage Determination – Swedish Evidence", IFAU Working Paper No.7, 2000. Elasticiteten uppskattas där till ca 0,5 vilket tillsammans med en ökning av skattekiln på ca 0,4 procentenheter implicerar en ökning av lönerna med ca 0,2 procentenheter.

20 Se Friberg, K. och E. Uddén Sonnegård, "Förändrad lönebildning i en förändrad omvärld?", Penning- och valutapolitik 1, 2001, Sveriges riksbank.

gande pensionspremier. Sammantaget väntas lönekostnaderna totalt för näringslivet öka med 4,6 procent i år, 3,9 procent 2004 och 3,9 procent 2005. Detta är något lägre lönekostnadsökningar än i förra inflationsrapporten vilket följer av ett något svagare arbetsmarknadsläge (se tabell 8).

Enligt de reviderade nationalräkenskaperna har arbetsproduktiviteten utvecklats snabbare än vad som tidigare redovisats. I genomsnitt har tillväxten i arbetsproduktiviteten reviderats upp med 0,3 procentenheter i hela ekonomin och med 0,8 procentenheter i näringslivet under perioden 1994-2001. Vidare ökade arbetsproduktiviteten under 2002 mer än väntat till följd av såväl en starkare produktionstillväxt som en svagare tillväxt i antalet arbetade timmar, jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Bedömningen av arbetsproduktivitets utveckling har reviderats upp något även för 2003. I slutet av prognosperioden väntas produktivitetstillväxten mattas av något och växa i linje med den produktivitetstillväxt som är förenlig med ekonomins långsiktiga produktionsförmåga.

Bedömningen av lönekostnaderna och produktiviteten resulterar i en lägre tillväxt i enhetsarbetskostnaderna under fjolåret än i föregående inflationsrapport. Under resten av prognosperioden är bedömningen något lägre. De reviderade nationalräkenskaperna visar på en något högre vinstandel i ekonomin än vad som tidigare angivits även om andelen fortfarande är relativt låg i ett längre tidsperspektiv. Givet utvecklingen av priser och enhetsarbetskostnader bedöms vinstandelen fortsätta att ligga något under det historiska genomsnittet under prognosperioden.

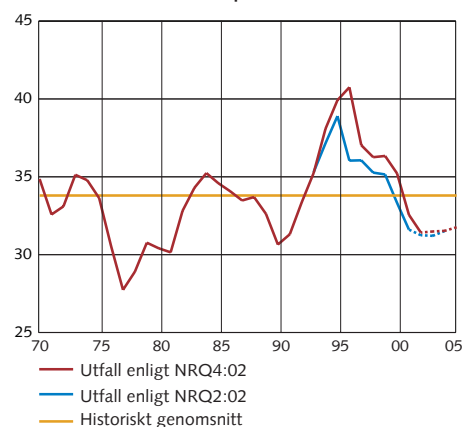
**Tabell 8. Arbetsmarknadsprognosen i huvudscenariot.**  
Årlig procentuell förändring

	2001	2002	2003	2004	2005
Nominallön, totalt	4,3	4,0 (4,1)	3,8 (3,9)	3,9 (4,1)	3,9
Nominallön, näringslivet	4,1	3,8 (3,9)	3,6 (3,7)	3,7 (4,0)	3,8
Övriga lönekostnader*	1,0	0,3 (0,3)	1,0 (1,0)	0,2 (0,0)	0,2
Total lönekostnad, näringslivet	5,1	4,1 (4,2)	4,6 (4,7)	3,9 (4,0)	3,9
Arbetsproduktivitet i näringslivet	0,4	4,1 (2,9)	2,7 (2,5)	2,3 (2,3)	2,2
Enhetsarbetskostnader i näringslivet	4,7	0,0 (1,3)	2,0 (2,2)	1,6 (1,7)	1,7
Antal sysselsatta	1,9	0,1 (0,0)	-0,6 (-0,3)	0,5 (0,3)	0,5
Arbetade timmar	0,5	-1,2 (-0,5)	-0,5 (0,1)	0,6 (0,3)	0,5
Medelarbetstid	-1,4	-1,3 (-0,6)	0,1 (0,4)	0,1 (0,0)	0,0
Öppen arbetslöshet, procent av arbetskraften	4,0	4,0 (4,0)	4,6 (4,3)	4,4 (4,3)	4,3
Arbetsmarknadspolitiska program, procent av (korrigerad) arbetskraft	2,5	2,6 (2,6)	2,6 (2,6)	2,3 (2,4)	2,2
Vinstandel	32,6	31,4 (31,2)	31,6 (31,2)	31,7 (31,5)	32,0

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport inom parentes.

\* Denna variabel är beräknad som årlig förändring av arbetskostnadsindex (AKI) minus årlig löneökningstakt i näringslivet och används här som en approximation för hela ekonomin. I övriga lönekostnader ingår förutom lagstadgade och avtalsenliga arbetsgivaravgifter även bl.a. särskild löneskatt, sjuklön, helglön, semesterlön, arbetstidsförändringar för månadsavlönade tjänstemän, kontanta ersättningar och naturaförmåner.

**Diagram 28. Vinstandel i ekonomin.**  
Andel av BNP till faktorpris



Anm. Den horisontella linjen avser det historiska medelvärdet 1970-2001. Prognos 2002-2005.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

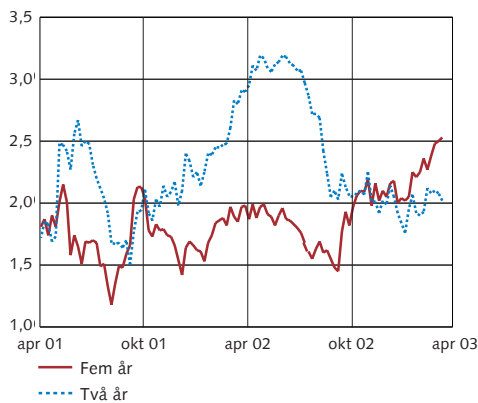
**Diagram 29. Faktisk inflation samt hushållens och företagens inflationsförväntningar. Procent**

— KPI  
- - - Hushållen, SCB  
— Företagen  
— Hushållen, KI

Anm. Kurvorna för inflationsförväntningarna har förskjutits 12 månader framåt för att motsvara det utfall som de avser. I januari 2002 förändrades insamlingsförfarandet av hushållens inköpsplaner.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

**Diagram 30. Inflationsförväntningar på två och fem års sikt enligt implicita terminräntor. Procent**



Källa: Riksbanken.

## Inflationsförväntningar

Hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt har stigit med 0,3 procentenheter sedan inflationsrapporten i december och uppgår nu till 2,5 procent. En förklaring till de stigande förväntningarna är att den faktiska inflationen stigit. Även företagen tror på en högre prisnivå på ett års sikt och har, enligt Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer, justerat upp inflationsförväntningarna med 0,1 procentenhet till 1,7 procent (se diagram 29).

Marknadens prissättning, beräknad med implicita terminräntor, indikerar stigande inflationsförväntningar även på fem års sikt. Relativt föregående inflationsrapport har förväntningarna stigit med 0,3 procentenheter till 2,5 procent (se diagram 30). Det har varit en jämförelsevis kraftig ökning av de implicita räntorna på fem års sikt sedan i höstas. Det är emellertid oklart om denna uppgång verkligen avspeglar högre inflationsförväntningar. Till en del kan uppgången förklaras av ett större intresse för den femåriga realobligationen i samband med minskad likviditet i den tvååriga obligationen.<sup>21</sup>

Även Prosperas senaste undersökning i mars pekar på något högre inflationsförväntningar, framförallt på kort men även på lång sikt, jämfört med undersökningen i november 2002 (se tabell 9). De olika aktörernas förväntningar är nu i genomsnitt 2,4 procent över samtliga tidshorisonter. Penningmarknadens aktörer är alltså den grupp vars förväntningar är närmast inflationsmålet två procent.

**Tabell 9. Förväntad inflationstakt enligt Prosperas undersökning i mars 2003, där inget annat anges.**

Förväntad inflationstakt om 1 år		
Penningmarknadens aktörer	2,2	(0,2)
Arbetsgivarorganisationer	2,3	(0,1)
Arbetsstagarorganisationer	2,4	(0,1)
Inköpschefer handel	2,3	(0,0)
Inköpschefer industri	2,6	(0,1)
Hushåll (HIP) i februari (januari)	2,5	(0,3)
Företag (Barometern) i januari (oktober)	1,7	(0,1)
Förväntad inflationstakt om 2 år		
Penningmarknadens aktörer	2,1	(0,0)
Arbetsgivarorganisationer	2,3	(0,1)
Arbetsstagarorganisationer	2,4	(0,1)
Inköpschefer handel	2,4	(0,0)
Inköpschefer industri	2,6	(0,0)
Förväntad inflationstakt om 5 år		
Penningmarknadens aktörer	2,1	(0,0)
Arbetsgivarorganisationer	2,1	(-0,1)
Arbetsstagarorganisationer	2,5	(0,3)
Inköpschefer handel	2,5	(0,0)
Inköpschefer industri	2,5	(0,0)

Anm. Inom parentes anges förändringen i procentenheter sedan föregående undersökning i november 2002.

Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera Research AB.

Sammanfattningsvis har inflationsförväntningarna, inte bara på ett och två års sikt utan även på fem års sikt stigit och ligger något över Riksbankens inflationsmål, vilket sannolikt sammanhänger med en högre faktisk inflation.

<sup>21</sup> Inflationsförväntningarna på två års sikt är i det närmaste oförändrade sedan föregående inflationsrapport och uppgår till 2,0 procent. Det är dock värt att notera att realräntorna på två års sikt löper ut i april 2004, varför likviditeten avtagit och resultatets tillförlitlighet minskat. Den femåriga realobligationen är därefter den obligation som har den kortaste löptiden och som bäst speglar inflationsförväntningarna på kort sikt.

## Avregleringar, politiska beslut och tillfälliga effekter

De förändringar av punktskattesatserna för bl.a. energi- och koldioxid-skatter, som trädde i kraft vid årsskiftet, påverkade inflationen i januari som väntat. I regeringens budgetproposition för 2003 deklarerar att den gröna skatteväxlingen, som omfattar 30 miljarder kronor under perioden 2001-2010, kommer att fortsätta. Mot denna bakgrund görs bedömningen att KPI och även i viss mån UND1X kommer att påverkas av högre energi- och koldioxidskatter även under 2004 och 2005.

Förutom förändringarna av punktskattesatserna har ett lagförslag lagts av regeringen som innebär att samtliga elanvändare och elleverantörer fr.o.m. 1 maj i år måste köpa en viss mängd el från förnyelsebara energikällor i förhållande till sin elförbrukning. Förslaget kommer att medföra högre kostnader för elkonsumenterna och ge ett bidrag till KPI och UND1X med knappt 0,1 procentenheter fr.o.m. maj i år.

**Tabell 10. Bidrag till KPI-Inflationen från indirekta skatter, subventioner och räntekostnader. Procentenheter**

	dec 2002	mar 2003	mar 2004	mar 2005
Indirekta skatter och subventioner	0,2 (0,2)	0,4 (0,3)	0,3 (0,3)	0,3
därav indirekta effekter*	0,2 (0,2)	0,2 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1
Räntekostnader egna hem	0,1 (0,2)	0,1 (0,2)	0,1 (0,2)	0,1
Totalt	0,4 (0,4)	0,5 (0,5)	0,4 (0,5)	0,4

Anm. Siffrorna inom parentes visar motsvarande prognos i föregående inflationsrapport.

\* De indirekta effekterna påverkar även UND1X-inflationen. Med indirekta effekter avses effekter på inflationen via ett förändrat kostnadsförhållande för företagen. Högre energi- och koldioxidskatter kan t.ex. leda till stigande transportkostnader för företagen.

Källor: SCB och Riksbanken.

## Inflationsprognos med stigande reporänta

Förväntningarna om reporäntan bland marknadsaktörer har justerats ner sedan föregående inflationsrapport. Enligt marknadsprissättningen finns det idag förväntningar om en sänkning av reporäntan under Riksbankens prognosperiod. Enkäter bland enskilda analytiker visar emellertid – till skillnad mot vad som kommer till uttryck i marknadsprissättningen – på förväntningar om en höjning av reporäntan på två års sikt. Inflationsprognosen i Riksbankens huvudscenario görs dock som vanligt under antagande om konstant reporänta från dagens nivå 3,75 procent, för att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitikens utformning. Mot denna bakgrund redovisas nedan ett räkneexempel baserat på marknadsaktörernas förväntningar om reporäntans utveckling, enligt Riksbankens enkät utförd av Prospera i februari 2003.

Enligt enkäten förväntas reporäntan vara oförändrad på ett års sikt och höjas till 4,25 procent på två års sikt.<sup>22</sup> I räkneexemplet antas de korta marknadsräntorna i stort sett följa utvecklingen av reporäntan, medan genomslaget på de

längre räntorna antas bli något mindre. De korta räntorna bedöms bli ca 0,20 procentenheter högre på ett års sikt och ca 0,50 procentenheter högre på två års sikt jämfört med bedömningen i huvudscenariot, medan effekten på långräntan begränsas till mindre än 0,1 procentenheter i genomsnitt över perioden. Uppjusteringen av räntenivån bedöms också förstärka kronan något. Kronkursen i handelsvägda termer (TCW) bedöms i genomsnitt bli knappt 0,5 procent starkare under prognosperioden i jämförelse med huvudscenariot.

Sammantaget bedöms högre räntor och starkare växelkurs medföra en något lägre BNP-tillväxt under prognosperioden. Den starkare växelkursen dämpar dessutom importpriserna (se tabell R5).

UND1X-inflationen dämpas något av både ett lägre resursutnyttjande och en starkare växelkurs. KPI-inflationen blir dock något högre jämfört med huvudscenariot vilket beror på att de inflationsdämpande effekterna motverkas av högre räntekostnader för egnahem. Effekterna är på det hela taget mycket små.

**Tabell R5. Inflationsprognos med en ränteutveckling enligt marknadens förväntningar. Procent respektive procentenheter**

	Årsgenomsnitt 2003	Årsgenomsnitt 2004	Tolv månaderstal mars 2004	Tolv månaderstal mars 2005
KPI	2,6 (0,1)	1,6 (0,1)	1,1 (0,1)	2,1 (0,1)
UND1X	2,4 (0,0)	1,1 (-0,1)	0,7 (-0,1)	1,7 (-0,1)

Anm. Inom parentes anges skillnaden mellan denna prognos och inflationsutvecklingen i huvudscenariot med oförändrad reporänta.

Källa: Riksbanken.

<sup>22</sup> Förväntan avser medianvärdet i enkäten.



## Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2000-2002

### Inledning

Detta appendix beskriver och analyserar utfallet av inflationen och den penningpolitik som Riksbanken förde under 2000-2002. Syftet med appendixet är dels att ge ett underlag till den årliga utvärderingen av penningpolitiken som riksdagens finansutskott gör, dels att lyfta fram erfarenheter som kan vara av nytta i den framtida utformningen av penningpolitiken.

Målet för penningpolitiken är hålla den årliga inflationen mätt med KPI på 2 procent.

Det antas vanligen att penningpolitiska åtgärder verkar med viss fördröjning och att det tar ca ett till två år innan förändringar av styrräntan får fullt genomslag på inflationen. Riksbanken brukar beskriva inflationsmålpolitiken med hjälp av följande enkla handlingsregel: Om inflationsprognosen, givet oförändrad reporänta, överskrider 2 procent på ett till två års sikt ska reporäntan normalt sett höjas för att inflationsmålet ska uppfyllas, och vice versa om prognosen underskrider målet.

I inflationsrapporterna från mars de senaste tre åren finns underlag till utvärderingar av penningpolitiken under 1997-1999, 1998-2000 samt 1999-2001. Här sker motsvarande diskussion rörande perioden 2000-2002. Eftersom en analys av utfallet för inflationen åren 2000 och 2001 redan tidigare gjorts, innehåller detta appendix i första hand en granskning av inflationen under 2002. Mot bakgrund av Riksbankens framåtblickande handlingsregel blir det naturligt, när inflationen under 2002 ska analyseras, att i första hand granska de prognoser som gjordes och de penningpolitiska beslut som fattades under 2000-2001.

Det bör emellertid betonas att Riksbanken, precis som andra centralbanker, inte har någon exakt handlingsregel som följs mekaniskt. Ett skäl till detta är att KPI-inflationen hela tiden påverkas av störningar som penningpolitiken inte har möjlighet att helt eliminera, men som ändå klingar av relativt snabbt utan spridningseffekter till övriga priser eller inflationsförväntningar. Ett exempel är förändringar i indirekta skatter och subventioner, som normalt antas ge upphov endast till engångsförändringar i prisnivån och inte påverka inflationsförväntningarna. Ett annat exempel är att hushållens räntekostnader för egnahem, och därmed KPI, påverkas direkt när reporäntan höjs eller sänks. Dessa kostnader, som utgör en betydande del av KPI, innebär att om Riksbanken t.ex. skulle försöka motverka en nedgång i KPI med ränte-

sänkningar, så skulle den omedelbara effekten istället kunna bli ännu lägre inflation (p.g.a. minskade boendekostnader). Ytterligare en anledning till att inte reagera mekaniskt på inflationsprognosen är att ekonomin ibland träffas av s.k. utbudsstörningar, som samtidigt leder till en uppgång (eller nedgång) i både inflationen och den ekonomiska aktiviteten. I sådana fall skulle en snabb återgång till inflationsmålet, speciellt om en större avvikelse inträffat, kunna vara förenad med stora makroekonomiska kostnader.<sup>23</sup>

De inflationsprognoser som vägleder penningpolitiken är liksom andra prognoser behäftade med osäkerhet. Utöver en bedömning av konjunktur- och inflationsutvecklingen i det s.k. huvudscenariot (den mest sannolika utvecklingen) görs därför även värderingar av osäkerheten i prognosen. I inflationsrapporterna illustreras detta bl.a. med ett osäkerhetsintervall runt den utveckling som bedömts vara mest sannolik. Huruvida osäkerheten är större eller mindre än vanligt och huruvida risken är störst för lägre eller högre inflation än i huvudscenariot är frågor som är av central betydelse för penningpolitikens utformning, utöver frågan om inflationsprognosen i huvudscenariot under- eller överstiger inflationsmålet.

Under 2001 och 2002 överskred inflationen målet delvis p.g.a. några väl identifierade utbudsstörningar, t.ex. höjda matpriser till följd av galna kosjukan och mul- och klövsjukan. Osäkerheten i inflationsprognoserna var därtill tidvis så stor att Riksbanken delvis av detta skäl valde att avvakta med att förändra reporäntan. Eftersom dessa fenomen – utbudsstörningar och osäkerhet – är av stor betydelse även för penningpolitiken just nu, ter sig en närmare granskning av hur Riksbanken hanterat sådana problem tidigare särskilt angelägen, utöver det vanliga behovet av att utvärdera den förda penningpolitiken.

### *Inflationen i förhållande till målet*

Riksbankens inflationsmål är omgärdat av ett toleransintervall på plus/minus 1 procentenhet. Syftet med toleransintervallet är att tydliggöra både att avvikelser från målet är troliga och att Riksbanken har ambitionen att söka begränsa dessa avvikelser.

KPI-inflationen var i genomsnitt 1,8 procent per år under 1993-2002. Sedan målet formellt sett började tillämpas i januari 1995 har inflationen varit i genomsnitt 1,4 procent per år. Det har alltså

23 Se PM, Riksbankens inflationsmål – Förtydliganden och utvärdering 1999-02-04, ärendebeteckning 1999-00351 DIR.

skett en markant nedgång av inflationsnivån jämfört med 70- och 80-talen då den i genomsnitt låg strax under 8 procent per år.

Under den aktuella utvärderingsperioden baserades penningpolitiken i hög grad på bedömningar av inflationen mätt med det s.k. UND1X-indexet. Detta index exkluderar de direkta effekterna på KPI av förändringar i hushållens räntekostnader för egnahem och i indirekta skatter och subventioner. Ökningen i UND1X har i genomsnitt varit 2,1 procent per år under perioden 1993-2002 och 1,9 procent per år 1995-2002.

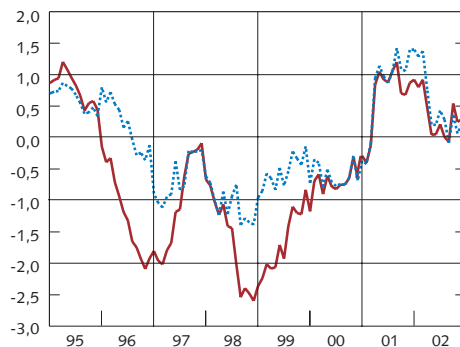
Diagram R10 visar UND1X- respektive KPI-inflationens avvikelse från inflationsmålet på månadsbasis. Under perioden 1997-2000 underskred såväl KPI- som UND1X-inflationen målet. Avvikelseerna var mestadels innanför toleransintervallet vad gäller UND1X, men större vad gäller KPI. Under 2001 och 2002 överskreds istället inflationsmålet. Avvikelseerna var relativt stora fram t.o.m. början av 2002. Ökningen i KPI och UND1X uppgick till 2,4 respektive 2,5 procent i genomsnitt för 2002.<sup>24</sup>

Sett över kalenderåren 2001 och 2002 som helhet var således avvikelserna från inflationsmålet relativt små, men stora avvikelser uppstod under vissa månader. Givet de begränsade möjligheter Riksbanken har att styra inflationen på kort sikt är avvikelserna av denna storleksordning att vänta från tid till annan. Målavvikelseerna kan tas som utgångspunkt för en analys av flera viktiga frågor. Vilka prognoser gjorde Riksbanken som underlag för den penningpolitik som fördes? På basis av den information som fanns tillgänglig, borde Riksbanken ha gjort en annan bedömning av inflationsutvecklingen och därmed fört en annan penningpolitik? En naturlig fråga är t.ex. om penningpolitiken borde ha varit något stramare under 2000-2001 eftersom inflationen överskred målet 2001-2002. Det bör understrykas att det förhållande att Riksbanken deklarerat ett tydligt mål och en tydlig, om än förenklad handlingsregel, samt löpande publicerar både prognoser och protokoll från direktionens möten, utgör en viktig förutsättning för att frågor av detta slag ska kunna analyseras på ett bra sätt.<sup>25</sup>

#### *Vilka bedömningar vägledde Riksbankens penningpolitik 2000-2001?*

Diagram R11 visar utvecklingen av några utvalda centralbankers styrräntor. Under 2000 höjdes styrräntorna i omvärlden kraftigt. Riksbanken höjde styrräntan i början och slutet av året. Under 2001 sänktes räntorna i euroländerna, Storbritannien och USA, medan reporäntan i Sverige höjdes (fram till sänkningen efter terrorattacken mot USA i september). Vid ingången av 2000 låg styrräntorna i Sverige strax över styrräntan i EMU-området men betydligt under styrräntorna i USA och Storbritannien. Vid utgången av 2001 var det styrräntan i Storbritannien som var högre än den svenska motsvarigheten.

**Diagram R10. Avvikelse från inflationsmålet. Procent**



— KPI  
 ..... UND1X  
 Anm. Månadsutfallen av tolv månadersförändringen minus inflationsmålet om 2 procent.  
 Källa: SCB.

24 Andra sammanfattande mått på storleken i avvikelserna i diagram R10 kan användas för att beskriva måluppfyllelsen. RMSE ("Root mean square error") är kvadratroten av medelvärdet av de kvadrerade avvikelserna. Enligt detta mått har avvikelserna från målet för UND1X-inflationen varit i stort sett av samma storleksordning under 2002 (0,74 procentenheter) som under perioden 1995-2001 (0,76 procentenheter). Vad gäller KPI-inflationen har avvikelserna under 2002 varit mindre än hälften (0,50) jämfört med perioden 1995-2001 (1,29).

25 Detta är också något som gjort att Riksbanken har hamnat bland de centralbanker med bäst ranking vad gäller öppenhet och tydlighet, se Eijffinger, S.C.W. och P.M. Geerats, (2002), "How Transparent are Central Banks?", CEPR discussion paper 3188.

Tabell R6. Riksbankens penningpolitiska beslut och utvalda prognoser.

Besluts- tillfälle	Prognos UND1X- inflationen Huvudscenariot (årsgenomsnitt), 2000, 2001, respektive 2002	Prognos UND1X- inflationen Huvudscenariot (tolvmånaderstal), på ett respektive två års sikt från prognostillfälle	Prognos BNP- tillväxt Huvudscenariot, 2000 resp. 2001	Osäkerhet i inflations- bedömningen	Riskjusterad prognos för inflationen (tolvmånaderstal), på ett respektive två års sikt från prognostillfälle	Reporänte- nivå	Repo- förändring
2000-02-03						3,75	0,50
2000-03-22	1,6; 1,8; -	1,6; 2,1	4,0; 3,5	Normal	1,6; 2,1	3,75	0
2000-05-04						3,75	0
2000-06-07	1,2; 1,6; -	1,5; 1,9	4,3; 3,5	Normal	1,5; 2,0	3,75	0
2000-07-06						3,75	0
2000-08-16						3,75	0
2000-10-09	1,4; 1,5; -	1,5; 1,9	4,0; 3,7	Normal	1,6; 2,1	3,75	0
2000-12-06	1,4; 1,7; 1,8	1,8; 1,9	3,9; 3,4	Större än normal	2,0; 2,3	4,00	0,25
Besluts- tillfälle	Prognos UND1X- inflationen Huvudscenariot (årsgenomsnitt), 2001 respektive 2002	Prognos UND1X- inflationen Huvudscenariot (tolvmånaderstal), på ett års sikt från prognos- tillfälle	Prognos BNP- tillväxt Huvudscenariot, 2001 resp. 2002	Osäkerhet i inflations- bedömningen	Riskjusterad prognos för inflationen (tolvmånaderstal), på ett års sikt från prognos- tillfälle	Reporänte- nivå	Repo- förändring
2001-02-01						4,0	0
2001-03-26	1,5; 1,9	1,9	2,4; 2,4	Större än normal	1,8	4,0	0
2001-04-26						4,0	0
2001-05-30	2,5; 2,1	1,8	2,2; 2,5	Normal	1,8	4,0	0
2001-07-05						4,25	0,25
2001-08-23						4,25	0
2001-09-17						3,75	-0,50
2001-10-15	2,8; 2,4	1,7	1,3; 2,2	Normal	1,7	3,75	0
2001-12-04	2,7; 2,1	2,0	1,2; 1,8	Normal	2,0	3,75	0

Anm. Prognoser under perioden har endast publicerats i inflationsrapporter som utkommer fyra gånger per år. Beslut om ändringar av reporäntan fattas dock inte bara när inflationsrapporter publiceras.

Källa: Riksbanken.

Tabell R6 ger en sammanfattning av några nyckelprognoser tillsammans med de penningpolitiska beslut som Riksbanken fattade under de två aktuella åren. Diagram R12 och R13 visar de prognosbanor för UND1X- och KPI-inflationen som gjordes under 2000-2001. Fram t.o.m. den första inflationsrapporten 2001 gjorde Riksbanken prognosen att inflationen (enligt huvudscenariot) skulle stiga sakta men hålla sig på eller under inflationsmålet. Efter uppgången av inflationen i början av 2001 gjorde Riksbanken bedömningen att inflationen skulle återgå till målet i början av 2002, när effekterna av ett antal utbudsstörningar ebbat ut. Under såväl 2000 som 2001 (fram till hösten 2001) var den förväntade BNP-tillväxten relativt hög. Reporäntan ändrades vid fyra tillfällen under 2000 och 2001 med en nettoförändring med 0,5 procentenheter.

De motiv som är vägledande för Riksbankens penningpolitik diskuteras utförligt i direktionens penningpolitiska protokoll, som normalt sett publiceras ca två veckor efter mötet. En granskning av dessa protokoll under den aktuella perioden visar att det var ganska olikartade problem som penningpolitiken stod inför under åren 2000 och

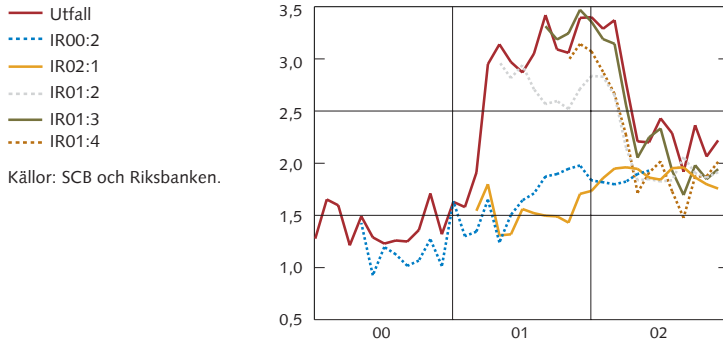
Diagram R11. Reporäntor för utvalda länder 1995-2003. Procent



Källa: Riksbanken.

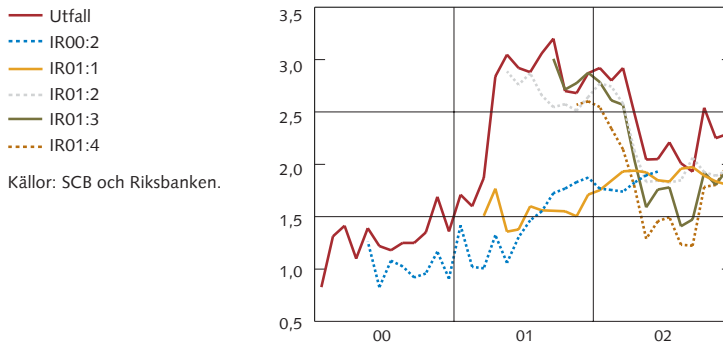
2001. Under 2000 var huvudfrågan hur mycket tillväxt ekonomin tålde innan inflationen skulle ta fart, d.v.s. hur högt resursutnyttjandet var och hur snabbt den potentiella produktionen skulle komma att växa. Till bilden hörde att inflationen under en längre tid underskridit såväl inflationsmålet som Riksbankens prognoser. Under 2001 var situationen snarast den omvända. Den viktigaste penningpolitiska frågan var hur stor del av inflationsuppgången som berodde på tillfälliga effekter av utbudsstörningar och hur mycket som kunde hän-

**Diagram R12. Prognosbanor för UND1X-inflationen och utfall.**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram R13. Prognosbanor för KPI-inflationen och utfall.**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

föras till en mer varaktigt uppgång förknippad med ett stigande resursutnyttjande och ett högre kostnadsläge. Analysen av inflationsutsikterna 2001 försvårades också av negativa överraskningar i form av en vikande internationell konjunktur, fallande oljepriser, en svag krona och terrorattacker mot USA.

#### *Penningpolitiken under 2000*

Vid direktionens första penningpolitiska sammanträde efter millennieskiftet, i februari 2000, konstaterades att oljeprisutvecklingen det senaste året bidragit till en successivt stigande inflation. Frågan restes om det rörde sig om utbudshöjningar eller om uppgången var orsakad av ett högre internationellt efterfrågetryck. Direktionens bedömning var att det inte helt gick att bortse från oljeprisets effekt på den allmänna prisutvecklingen. Därtill gjordes bedömningen att penningpolitiken var så pass expansiv att den riskerade att bidra till en inflation som så småningom skulle komma att överskrida målet. Beslutet blev därför att höja reporäntan med 0,5 procentenheter.

Vid de penningpolitiska sammanträdena från mars till oktober 2000 valde direktionen att inte ändra reporäntan. Beslutet var dock svåra och det

bedömdes föreligga en risk att inflationen skulle kunna komma att bli högre än 2 procent (se tabell R6). En särskild komplikation var den höga värderingen på aktiemarknaden. Oro för att denna skulle kunna spä på inflationen spelade en central roll särskilt i diskussionerna i juni.

Av protokollen framgår att en direktionsledamot reserverade sig mot beslutet att lämna reporäntan oförändrad och anförde att räntan borde höjas med 0,5 procentenheter. Direktionsledamotens motivering enligt marsprotokollet, var att det fanns en högre inflationsbenägenhet i den svenska ekonomin än den som utmålades i inflationsrapporten bl.a. p.g.a. en lägre flexibilitet på den svenska arbetsmarknaden. Detta skulle därför enligt direktionsledamoten snart kunna leda till stigande inflation, när det inte längre fanns lediga resurser kvar i den svenska ekonomin. Majoriteten av direktionsledamöterna ställde sig emellertid bakom bilden av en stabil och stark konjunkturuppgång i svensk ekonomi, där ekonomins lediga resurser alltmer skulle komma att tas i anspråk. Även om resursutnyttjandet steg under perioden bedömdes det enligt oktoberprotokollet finnas en högre grad av lediga resurser än tidigare antagits. Bl.a. den låga inflationen talade för detta. Flera ledamöter ville därför vänta med eventuella räntehöjningar, men underströk att mycket talade för att reporäntan så småningom skulle behöva höjas.

Hösten 2000 präglades av instabilitet på de finansiella marknaderna och dämpade internationella konjunkturutsikter. Vid det penningpolitiska sammanträdet i december 2000 konstaterade direktionen att nyinkommen statistik tydde på en avmattning i världskonjunkturen. Men det konstaterades samtidigt att oljepris- och växelkursutvecklingen nu utgjorde alltmer tydliga uppåtrisker för den framtida inflationen. Sammantaget bedömdes inflationen bli något högre än målet på två års sikt. Direktionen beslutade mot denna bakgrund att höja reporäntan med 0,25 procentenheter.

#### *Penningpolitiken under 2001*

Våren 2001 präglades också av svåra penningpolitiska avvägningar, men nu av en annan art. Den uppmätta inflationen översteg målet. Frågan var vad detta berodde på och vilka slutsatser som borde dras för penningpolitiken. Riksbankens analys tydde på att uppgången i inflation var tillfällig, men det kunde inte uteslutas att det också fanns ett mer varaktigt inslag sammanhängande med efterfrågeläget. Samtidigt var växelkursen svag. Inflationstrycket från utbudshöjningarna och växelkursen motverkades dock till viss del av en

överraskande svag konjunkturutveckling i omvärlden. Under första halvåret 2001 valde direktionen att låta reporäntan vara oförändrad, trots att prognosen för inflationen sammantaget (d.v.s. med hänsyn till riskbilden) talade för att räntan skulle kunna ha sänkts såväl i mars som i maj (se tabell R6). Den stora osäkerheten, inte minst om hur inflationsbenägen ekonomin var, präglade bedömningen och ansågs utgöra grund för att avvakta ännu en tid.

Den kraftiga försvagningen av kronkursen som skedde under försommaren 2001 ledde till att direktionen beslutade att intervensera på valutamarknaden. Den svaga växelkursen bedömdes utgöra en risk för att inflationsmålet skulle överskridas på ett till två års sikt, i en situation där inflationen var nära 3 procent och det fanns tendenser till stigande inflationsförväntningar. Sammantaget innebar interventionerna på valutamarknaden att Riksbanken sålde euro och USD i byte mot kronor för ca 12 miljarder kronor mellan den 15 och 25 juni. En ledamot reserverade sig mot att genomföra valutainterventionerna. Ledamoten anförde att processen kring interventionerna tydligare borde knyta an till Riksbankens strategi för inflationsmålpolitiken för att inte skapa frågetecken kring penningpolitikens utformning. De korta räntorna steg och prissättningen på penningmarknaden påvisade att aktörerna förväntade sig en höjning av reporäntan i juli. På juli-sammanträdet beslutade direktionen att höja reporäntan med 0,25 procentenheter, dels mot bakgrund av den svaga växelkursen, dels för att det fanns tecken på att ett högt resursutnyttjande skulle leda till stigande inflation även sedan de tillfälliga effekterna av utbudsstörningarna avklingat. Efter reporäntehöjningen stärktes kronan och inflationsförväntningarna dämpades. Tre ledamöter reserverade sig mot majoritetens beslut och anförde att reporäntan borde lämnas oförändrad. De menade att höjningen var olämplig med tanke på den allt svagare konjunktur bilden.

Hösten 2001 kom genom terrorattackerna i USA att präglas av mycket stor osäkerhet om hur världskonjunkturskulle komma att utvecklas. I september beslöt direktionen att sänka reporäntan med 0,50 procentenheter under ett extrainkallat penningpolitiskt sammanträde med anledning av händelserna i USA. Det skedde samtidigt som styrräntorna sänktes i såväl USA som euroområdet och ett antal andra länder.

Månaderna efter terrorattackerna balanserades en svag konjunkturutveckling i omvärlden av ett fortsatt högt inhemskt inflationstryck. Direktionen valde mot denna bakgrund att lämna reporäntan oförändrad vid de resterande penningpolitiska sammanträdena 2001. Osäkerheten kring inflationsuppgångens varaktighet var även vid dessa beslutstillfällen stor och bedömdes göra det lämpligt att bedriva penningpolitiken försiktigt. En ledamot reserverade sig mot beslutet att lämna reporäntan oförändrad vid decembermötet och anförde att det fanns något mer lediga resurser i ekonomin än enligt majoritetens uppfattning, vilket hade kunnat motivera en sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter.

#### *Har Riksbanken agerat konsekvent?*

En viktig fråga är om Riksbankens beslut är förstärkta givet de prognoser banken gjorde. Hur har Riksbanken agerat t.ex. i förhållande till sin enkla handlingsregel att normalt ändra reporäntan med hänsyn till den väntade inflationsutvecklingen ett till två år framåt i tiden? Det kan också vara intressant att jämföra Riksbankens politik med andra enkla regler som är vanligt förekommande, t.ex. den s.k. Taylor-regeln. Gemensamt för dessa regler är att de postulerar ett systematiskt samband mellan räntebesluten å ena sidan och den makroekonomiska utvecklingen, speciellt inflationsutvecklingen, å andra sidan. Att undersöka huruvida det finns någon systematisk relation mellan räntebesluten och Riksbankens prognoser är ett sätt att undersöka om räntepolitiken varit konsekvent. Riksbanken har i och för sig betonat att den inte följer någon handlingsregel mekaniskt, men i den mån stora avvikelser från en systematisk regel kan konstateras borde det vara möjligt att finna förklaringar till dessa avvikelser i de penningpolitiska protokollen.

I fördjupningsrutan "Penningpolitik och enkla regler" görs en jämförelse av den räntepolitik som Riksbanken faktiskt fört och den politik som följer vid en tillämpning av olika enkla regler. Resultaten ger vid handen att Riksbanken har fört en penningpolitik som på det hela taget varit konsekvent och förståelig i den meningen att de beräknade ränteeffekterna varit relativt små; se tabell R7 och diagram R14 i fördjupningsrutan. Av diagram R14 framgår också att räntesänkningen i september 2001 medförde ett ränteläge som var ovanligt lågt, dock från en situation med relativt hög ränta i utgångsläget.



### Penningpolitik och enkla regler

Den ursprungliga Taylor-regeln, som John Taylor tillämpade för att analysera den amerikanska centralbankens penningpolitik, hade följande utseende:<sup>26</sup>

$$r_t = r_0 + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta(y_t - y_t^*)$$

Här betecknar  $r_t$  den ränta centralbanken sätter en viss period (period  $t$ ),  $\pi_t$  och  $y_t$  inflationen respektive BNP i samma period,  $\pi^*$  inflationsmålet,  $y_t^*$  en målsatt nivå på BNP och  $r_0$  räntan i genomsnitt (som erhålls när inflations- och BNP-målen uppnås i genomsnitt). Taylor gjorde vissa antaganden om Feds inflationsmål, den potentiella tillväxten i BNP (ökningstakten i  $y^*$ ) och den genomsnittliga räntan ( $r_0$ ), liksom om parametrarna i handlingsregeln  $a$  och  $b$ . För att på ett meningsfullt sätt kunna undersöka om en viss centralbanks räntepolitik konsekvent kan beskrivas med en enkel regel liknande Taylors är det viktigt att göra två justeringar i förhållande till den ursprungliga. För det första är det viktigt att tillåta en viss grad av utjämning av räntan över tiden – alla centralbanker tycks nämligen bedriva en räntepolitik med betydligt mindre svängningar i räntan än vad regler utan ränteutjämning innebär. För det andra är det nödvändigt att estimerar regeln på data från respektive land och inte bara tillämpa de parametrar Taylor valde för USA.

Tabell R7 visar att om en variant av den s.k. Taylor-regeln hade följts konsekvent av Riksbanken, skulle en något stramare penningpolitik än den faktiska ha förts under 2000 och 2001. Denna slutsats baseras på en variant av Taylor-regeln estimerad på svenska data och med följande utseende:

$$r_t = 0,25 + 0,81r_{t-1} + 0,42(\pi_t - 2) + 0,27y_t$$

Här betecknar  $y$  BNP-tillväxten snarare än BNP:s nivå. Regeln har skattats med hjälp av data över reporäntan och Riksbankens prognoser sedan 1993 och fångar hur bankens genomsnittliga politik kan beskrivas, givet att man antar att den följt en regel liknande Taylors.

En regel som ligger närmare den handlingsregel som Riksbanken själv kommunicerat, beskriver reporäntan som en funktion av inflations-

prognoserna på ett och två års sikt ( $\pi_{t+1}^F$  respektive  $\pi_{t+2}^F$ ), snarare än inflationen och BNP-tillväxten innevarande år. Regeln i skattad form är:

$$r_t = 1,33 + 0,48(\pi_{t+1}^F - 2) + 0,27(\pi_{t+2}^F - 2) + 0,66r_{t-1}$$

Jämfört med de räntenivåer som en sådan regel innebär, var den faktiska reporäntan relativt hög under 2000, i linje med regeln under första halvan av 2001 och relativt låg i slutet av 2001.

Diagram R14 visar avvikelserna mellan den faktiska reporäntan och de räntenivåer som fås när politiken exakt beskrivs av de skattade reglerna (d.v.s. residualerna från respektive regressions-ekvation). Räntenivåerna som använts för att beräkna avvikelserna återfinns i tabell R7.

**Tabell R7. Beräkning av reporänta enligt olika regler.**

Prognostillfälle	Taylor	Prognosbaserad regel	Faktisk reporänta
2000 kv1	3,74	3,18	3,75
2000 kv2	4,10	3,46	3,75
2000 kv3	4,06	3,53	3,75
2000 kv4	4,07	3,76	4,00
2001 kv1	3,98	3,95	4,00
2001 kv2	4,32	3,95	4,00
2001 kv3	4,11	3,78	4,25
2001 kv4	4,29	4,19	3,75

Anm. Regler med skattade koefficienter från Berg. C., P. Jansson och A. Vredin, "How useful are simple rules for monetary policy?", opublicerat manuskript, Riksbanken, 2002. Inflationen avser KPI.

Källa: Riksbanken.

26 Se Taylor, J.B., "Discretion versus Policy Rules in Practice", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 1993, sid 195-214.

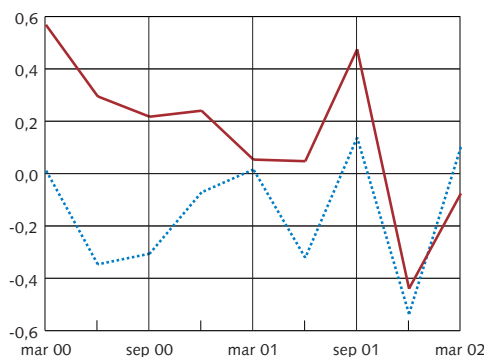
### Utvärdering av prognosfelen för 2002

Riksbankens sätt att bedriva penningpolitik går, enkelt uttryckt, ut på att anpassa reporäntan så att den prognostiserade inflationen är lika med inflationsmålet. Om inflationsprognosernas träffsäkerhet är god bör förfarandet också leda till att den faktiska inflationen kommer nära målet. Är däremot prognosfelen stora riskerar inflationen att påtagligt skilja sig från den målsatta.<sup>27</sup>

Det framgår av diagram R15 att UND1X-inflationen steg kraftigt under våren 2001 och översteg Riksbankens övre toleransintervall på 3 procent, även under de första månaderna 2002. För att förstå inflationsutvecklingen under 2002 är det nödvändigt att även diskutera delar av inflationsförloppet under 2001.

Stora delar av de kraftiga prisökningarna under våren 2001 bedömdes bero på utbudsstörningar med enbart tillfälliga effekter på inflationen. Detta diskuterades i detalj i föregående utvärderingsappendix i inflationsrapporten i mars 2002.<sup>28</sup> Huvuddragen i utvecklingen var att köttpriser steg överraskande mycket till följd av galna kosjukan och mul- och klövsjukan. Även elpriserna gick upp mer än väntat. Detta berodde delvis på en normalisering efter de kraftiga prisfallen som skedde när marknaden avreglerades. Därtill bidrog väderleksförhållandena i Sverige och i Europa under hösten 2001 till högre elpriser och till högre priser på frukt och grönt. Diagram R16 visar UND1X-inflationen inklusive och exklusive de kategorier som påverkades mest av utbudsschockerna. Även exklusive dessa prisökningar översteg inflationen Riksbankens målsatta prognoser och inflationsnivå. En förklaring skulle kunna vara att ekonomin åren före hade nått ett högt resursutnyttjande. Ett tecken på detta är att enhetsarbetskostnaderna underskattades under 2001. Å andra sidan finns det inte ens i dagsläget någon entydig bild av resursutnyttjandet och produktiviteten 2001. Nationalräkenskaperna revideras efterhand. I ljuset av ny information har Riksbanken varit tvungen att något revidera sin uppfattning om resursutnyttjandet vid flera tillfällen under senare år. Mängden lediga resurser tycktes först ha underskattats år 2001 och därefter ha överskattats. De senast tillgängliga siffrorna tyder återigen på en underskattning, d.v.s. på att den första bedömningen inte var orimlig.

**Diagram R14. Avvikelser från de olika penningpolitiska reglerna. Procentenheter**

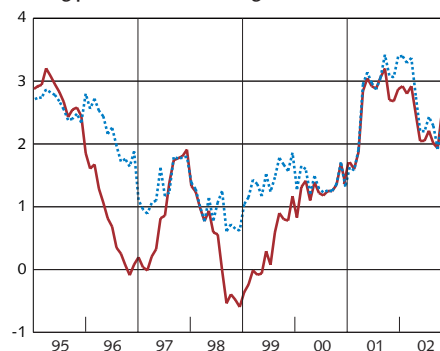


— Avvikelse från prognosbaserad regel  
- - - Avvikelse från Taylorregel

Anm. Avvikelser mäts som faktisk reporänta minus reporänta enligt regel, d.v.s. positiva (negativa) värden indikerar att regeln har legat under (över) den faktiska reporäntan.

Källa: Riksbanken.

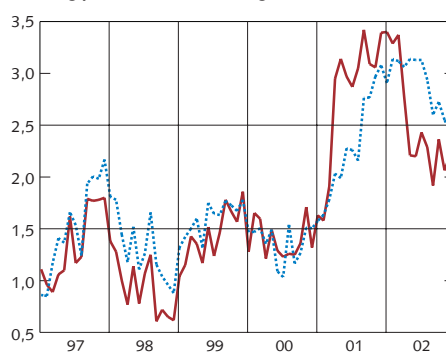
**Diagram R15. Utfall KPI och UND1X. Årlig procentuell förändring**



— KPI  
- - - UND1X

Källa: SCB.

**Diagram R16. UND1X-inflationen med och utan bensin, olja, tele, kött, frukt och grönt. Årlig procentuell förändring**



— KPI  
- - - UND1X exklusive bensin, olja, tel, kött, frukt och grönt.

Källor: SCB och Riksbanken.

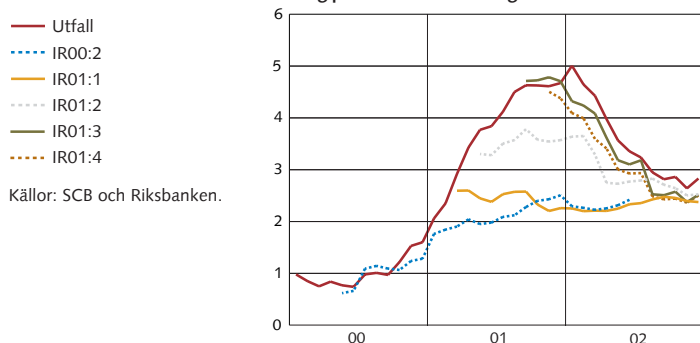
De prisökningar som inträffade under våren 2001 fortsatte att påverka inflationsutfallen även några månader under 2002. Under det året underskattades såväl KPI- som UND1X-inflationen med ca 0,3 respektive 0,5 procentenheter i års-genomsnitt. Även om detta inte är några stora

27 En komplikation i sammanhanget är dock att Riksbankens prognoser skiljer sig från andra prognosmakares genom antagandet om konstant reporänta under prognosperioden. Detta gör att prognoserna – om reporäntan har förändrats – skall slå fel. Det finns olika sätt att hantera detta i utvärderingssammanhang. Ett sätt är att helt enkelt bortse från antagandet om konstant reporänta och utvärdera prognoserna på sedvanligt sätt, ett förfarande som ter sig rimligare ju mindre reporänteförändringarna har varit under perioden. Ett annat är att försöka göra någon form av justering för antagandet. Nedan redovisas endast det förstnämnda alternativet då enkla tumregelsjusteringar för antagandet om konstant reporänta endast har marginella effekter på prognoserna för den aktuella utvärderingsperioden. Detta beror i sin tur på att förändringarna av reporäntan varit små.

28 Se utvärderingsappendixen "Underlag för utvärdering av penningpolitiken 1999-2001", i inflationsrapport 2002:1.



Diagram R17. Prognosbanor för UNDIHX-inflationen och utfall.  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

prognosfel är det viktigt att förstå vad de beror på. Det kan t.ex. vara så att stora prognosfel åt ett håll motverkas av stora fel i motsatt riktning.

Att särskilja orsakerna till prognosfelen är förknippat med stora svårigheter, men vissa slutsatser kan ändå dras från sammanställningen i tabell R8. Den inhemska inflationen underskattades under 2002 vilket bl.a. hängde samman med prisutvecklingen för hyror och livsmedelspriser. En annan förklaring till underskattningen av den inhemska inflationen för 2002 (i bedömningen från inflationsrapporten 2000:4) är att daghemsavgifter väntades komma att inkluderas i KPI till år 2002, vilket aldrig skedde. I annat fall skulle en minskning i inflationen från införandet av maxtaxan för barnomsorg ha registrerats, se tabell R8. Bakom inflationsuppgången 2001 och 2002 låg också

oväntat stora ökningarna i enhetsarbetskostnaderna under 2001, vilket framförallt berodde på att produktiviteten i näringslivet överskattades. Som framgår av diagram R17 finns det ett mönster i prognosfelen såtillvida att upprevideringarna av prognosen för den inhemska inflationen skedde något för långsamt, vilket även medförde att prognosen för UNDIHX-inflationen reviderades upp för långsamt.

#### Resursutnyttjandet

En viktig fråga vid direktionens penningpolitiska möten under 2000 och 2001 gällde nivån på resursutnyttjandet i ekonomin och vilket inflationstryck detta skulle kunna resultera i. En intressant fråga är därför om skillnader mellan prognoser och utfall för BNP-tillväxten och den potentiella tillväxten kan förklara att inflationen underskattades något under 2002?

Som framgår av tabell R8 var BNP-bedömningarna för 2001 som gjordes från slutet av 2000 alldeles för optimistiska. Detta gällde dock inte bara Riksbanken utan även de flesta andra prognosmakarna, se diagram R18.<sup>29</sup> Det är först mot slutet av 2001 som prognoserna uppvisar prognosfel av godtagbar storlek.

Det finns emellertid inte något enkelt samband mellan BNP-tillväxt och inflation. Inflationstrycket bestäms inte av BNP-tillväxten i sig, utan snarare av förhållandet mellan faktisk BNP och ekonomins potentiella produktionsförmåga, d.v.s.

Tabell R8. Prognoser och utfall 2001 och 2002 för nyckelvariabler.  
Årsgenomsnitt

	IR 2000:4	IR 2001:1	IR 2001:2	IR 2001:3	IR 2001:4	Utfall
<b>Prognoser för 2001</b>						
BNP tillväxt 2001	3,4	2,4	2,2	1,3	1,2	1,1
BNP OECD tillväxt 2001	3,0	2,2	2,0	1,0	1,0	0,9
Enhetsarbetskostnader näringsliv 2001	1,4	2,4	2,8	3,5	3,4	4,7
<b>Prognoser för 2002</b>						
Oljepris USD	25,5	23,9	23,9	23,0	20,0	25,0
Växelkurs	121,0	123,7	125,6	138,6	133,8	133,7
Dollarkurs SEK/USD	8,4	8,4	8,3	9,1	10,0	9,7
Internationella exportpriser	1,3	1,0	1,0	0,5	0,2	-0,4
Importpris producentled	-2,8	-2,3	-2,5	-0,8	-4,0	-0,2
Lönekostnad näringsliv	4,6	3,9	3,9	3,7	3,6	4,1
Produktivitet näringsliv	2,4	2,1	2,3	2,3	2,2	4,1
Enhetsarbetskostnader näringsliv	2,2	1,8	1,6	1,4	1,4	0,0
UNDINHX	2,0(2,5)	2,3	2,9	3,2	3,0	3,5
UNDIMPX	1,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5
UND1X	1,8(2,1)	1,9	2,1	2,4	2,1	2,5
KPI	1,8(2,1)	1,9	2,1	2,0	1,8	2,4

Anm. Enhetsarbetskostnaderna är baserade på preliminära utfall för produktiviteten från nationalräkenskaperna. UNDIHX är den inhemska inflationen medan UNDIIMPX utgör den importerade inflationen. Inom parentes visas den prognos som inte inkluderar maxtaxan för daghem. Motivet att tydliggöra denna korrigering är att daghemsavgifter väntades upptas i beräkningen av KPI, vilket dock inte skedde.

Källor: SCB och Riksbanken.

29 Se även Blix, M., K. Friberg, och F. Åkerlind, "An evaluation of forecasts for the Swedish economy", Penning och Valutapolitik 3, 2002, s 39-74, Sveriges Riksbank.

det s.k. produktionsgapet. Om överskattningen av uppmätt BNP beror på en överskattning av potentiell BNP skulle resultatet kunna bli en underskattning av resursutnyttjandet och inflationstrycket. Som ovan konstaterats kompliceras analyser av dessa frågor ytterligare av revideringar av data.

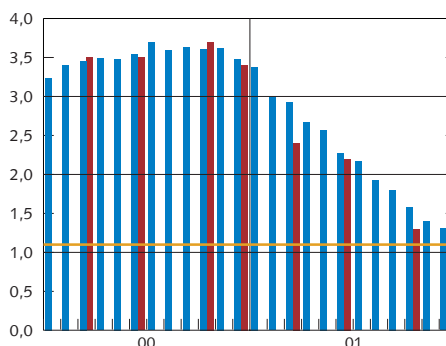
Diagram R19 visar att Riksbanken inte var ensam om att underskatta inflationen under 2002. De flestas förväntningar tycks ha varit inställda på en inflation på eller strax under målet ända fram till tredje kvartalet 2001, och det finns ingen information i inflationsförväntningarna som antydde en högre inflation än den som Riksbanken prognostiserade. Slutsatserna blir desamma när det gäller andra prognosmakares inflationsprognoser.<sup>30</sup> Dessa baseras i och för sig i flertalet fall på förväntningar om en åtstramande penningpolitik, men en granskning av förväntningarna om reporäntan tyder på att små räntehöjningar förväntades. Man bör också betänka att förväntningarna om en åtstramning av penningpolitiken antagligen var grundade på en mer optimistisk syn på konjunkturutvecklingen än vad som senare visade sig bli fallet.

Sammanfattningsvis underskattade Riksbanken inflationen något för 2002. Detta berodde sannolikt delvis på en underskattning av effekterna från ett antal specifika utbudsstörningar under våren 2001, men även av utvecklingen av exempelvis enhetsarbetskostnaderna. En del av prognosfelet vad gäller kostnadsutvecklingen kan möjligen vara en följd av en underskattning av ekonomins resursutnyttjande. Underskattningen av inflationen under framför allt 2001 men även under 2002 bör även ses mot bakgrund av att Riksbanken tidigare hade överskattat inflationstrycket vid ett antal tillfällen. Utvecklingen från andra hälften av 90-talet tydde på en mer gynnsam utväxling mellan tillväxt och inflation än vad som erfarits under tidigare perioder, vilket bl.a. den dåvarande diskussionen om den s.k. nya ekonomin tydligt vittnar om.

#### Slutsatser

Med tanke på att penningpolitiken verkar med fördröjning och i syfte att inte bidra till större svängningar i den reala ekonomin har Riksbanken valt att basera penningpolitiken på den framtida förväntade inflationen snarare än den observerade. Penningpolitiken under 2000 och 2001 framstår som konsekvent i ljuset av de prognoser

Diagram R18. BNP-prognoser för 2001.  
Snitt över olika prognosmakare och Riksbanken.  
Procent



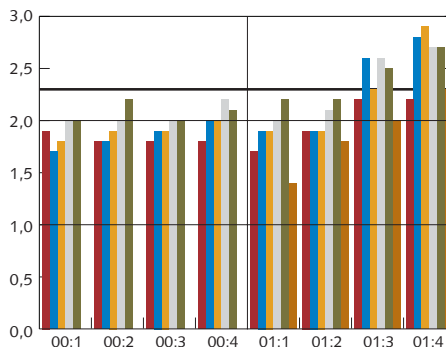
■ Rb  
■ Övriga  
— Utfall (1,1)

Källor: Consensus, Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

för 2002 som Riksbanken gjorde och med Riksbankens normala handlingsmönster som måttstock. En prognosbaserad handlingsregel innebär emellertid att prognosmissar kan få stor betydelse för penningpolitiken.

Under år 2001 registrerades ovanligt stora avvikelser från inflationsmålet, vars drivkrafter fick effekter på inflationen även under 2002. Riksbanken gjorde under 2001 bedömningen att detta rörde sig om en tillfällig uppgång i inflationen, vilket i efterhand visat sig vara i allt väsentligt korrekt. Det fanns farhågor om att uppgången i inflationen delvis hade att göra med ett alltför högt resursutnyttjande, och skattningarna av detta uppreviderades också under 2001 och 2002. Senare siffror talar dock för att de ursprungliga bedömningarna inte var orimliga. Revideringarna av historiska data åskådliggör svårigheterna med konjunkturbedömningar och inflationsprognoser.

Diagram R19. Olika aktörers inflationsförväntningar för 2002 under 2000 och 2001.  
Procent



■ Penningmarknadsaktörer  
■ Arbetsgivarorganisationer  
■ Arbetsstagarorganisationer  
■ Inköpschefer handel  
■ Inköpschefer industri  
■ HIP  
— Utfall 2002

Källor: Prospera Research AB och SCB.

30 Undantaget är Handelsbanken, som överskattade inflationen med ca 1 procentenhet.

Prognoserna som vägledde penningpolitiken 2000 – 2001 var förvisso behäftade med prognosfel, men hörde ändå till de bättre vid en jämförelse med andra prognosmakare.<sup>31</sup> De fel som likväl funnits i Riksbankens inflationsprognoser tycks kunna härledas bl.a. till en underskattning av enhetsarbetskostnaderna under 2001, främst beroende på en annorlunda utveckling av produktiviteten än väntat. En del av detta prognosfel kan vara en följd av att ekonomins resursutnyttjande underskattats och/eller av att alltför optimistiska antaganden gjorts om resursutnyttjandets effekter på inflationen.

Riksbanken gjorde under 2000 och 2001 analyser som pekade på att konjunkturläget skulle fortsätta att vara starkt och att höjningar av reporäntan därför skulle komma att behövas. Sådana hade också säkert blivit nödvändiga om konjunkturläget varit fortsatt starkt. Riksbanken kom nu att genomföra ett par mindre höjningar, närmast som markeringar när inflationsförväntningarna steg. I juni-juli 2001 komplicerades bilden ytterligare av den snabbt och relativt kraftiga försvagningen av växelkursen. På grund av händelserna den 11 september 2001 och de ändrade perspektiv de fick med sig på den framtida ekonomiska utvecklingen, sänktes reporäntan återigen.

Av protokollen från direktionens möten framgår att Riksbanken ansåg de höga inflationsutfallen un-

der 2001-2002 som oroväckande men att banken valde att följa sin enkla prognosbaserade handlingsregel: att det är inflationsbedömningen på ett till två års sikt som i första hand ska ligga till grund för penningpolitikens utformning. Om Riksbanken hade valt att basera penningpolitiken på den observerade snarare än den prognostiserade inflationen, t.ex. enligt Taylor-regeln, skulle penningpolitiken ha varit något stramare under 2001 och 2002.

Avslutningsvis kan nämnas att Sverige inledde den studerade perioden med relativt låga styrräntor i jämförelse med andra länder. Styrräntan höjdes också betydligt mindre under början av den studerade perioden. Bakgrunden var en påtagligt låg inflation, som under flera år underskridit Riksbankens mål, och en positiv bedömning av ekonomins förmåga att växa med bibehållen låg inflation. När inflationen under 2001 kom att stiga betydligt snabbare än väntat ledde det till att tidigare bedömningar av ekonomins inflationsbenägenhet kom att ifrågasättas. Även om Riksbanken gjorde bedömningen att merparten av inflationsuppgången var tillfällig utgick politiken från att resursutnyttjandet var förhållandevis högt. Detta medförde att reporäntan under 2001-2002 sänktes lika mycket som i andra länder. Till bilden hör också att kronan under både 2001 och 2002 var förhållandevis svag samtidigt som finanspolitiken var expansiv.

31 Se Blix, M., K. Friberg, och F. Åkerlind, "An evaluation of forecasts for the Swedish economy", Penning och Valutapolitik 3, 2002, s 39-74, Sveriges Riksbank.