



# Inflationsrapport

2003:3



# Innehåll

- FÖRORD 5
  
- SAMMANFATTNING 7
  
- INFLATIONENS BESTÄMNINGSFAKTORER 17
  - De finansiella marknaderna 17
  - Den internationella utvecklingen 20
  - Den ekonomiska utvecklingen i Sverige 29
  - Inflationsförväntningar 41
  
- INFLATIONSBEDÖMNING 45
  - Inflationsutsikterna i huvudscenariot 45
  - Riskbilden 49
  - Utvecklingen bortom prognoshorizonten 52

## *Fördjupningsrutor*

- Riksbankens penningpolitik – mål och indikatorer 12
- Oljepriset 25
- Den senaste tidens inflationsutveckling 42
- Deflation – en problemöversikt 55



## ■ Förord

Denna inflationsrapport utgör underlag för Riksbankens penningpolitiska beslut den 15 oktober. Arbetet med de prognoser som presenteras i rapporten inleddes före den 14 september, då folkomröstningen om ett svenskt deltagande i det europeiska valutasamarbetet ägde rum. Inledningsvis var det nödvändigt att arbeta med prognoser under flera olika antaganden om den framtida penningpolitiken. Resultatet av folkomröstningen innebär att penningpolitiken kommer att fortsätta bedrivas på samma sätt som tidigare.

Målet för Riksbankens penningpolitik är även fortsättningsvis att begränsa inflationen till 2 procent, med en tolerans för avvikelser på +/- 1 procentenhet. Riksbankens samlade syn på inflationsutsikterna redovisas i inflationsrapporter. Direktionens penningpolitiska beslut och överväganden redovisas i separata pressmeddelanden. Inom direktionen kan det finnas olika åsikter om inflationsutsikterna framöver. Direktionsmedlemmarnas bedömningar och individuella ställningstaganden till det penningpolitiska beslutet redovisas i protokoll från direktionsens penningpolitiska möten. Eventuella meningsskiljaktigheter i synen på inflationsutvecklingen redovisas sålunda i det särskilda protokoll från direktionsens sammanträde den 15 oktober som kommer att publiceras efter ca två veckor.

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.

I denna rapport presenteras prognoser för inflationsutvecklingen t.o.m. tredje kvartalet 2005. Rapporten återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 2 och 8 oktober 2003.

Syftet med inflationsrapporten är inte bara att ta fram underlag för penningpolitiska beslut och för redogörelser till finansutskottet, utan även att sprida kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör till en bredare allmänhet. Riksbanken vill underlätta för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken.

För att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitiken utgår analyserna i rapporten från antagandet att reporäntan hålls oförändrad under prognosperioden. Prognoserna bygger även på flera andra viktiga antaganden, som redovisas närmare i inflationsrapporten. Denna rapport innehåller en särskild s.k. fördjupningsruta om oljeprisets utveckling och Riksbankens antaganden om denna. En annan ruta redovisar hur Riksbanken använder sig av olika mått på den s.k. underliggande inflationen för att göra bedömningar om den framtida utvecklingen av målvariabeln, konsumentprisindex (KPI). Ytterligare en ruta behandlar en fråga som varit föremål för mycket debatt under det senaste året och som Riksbanken haft anledning att ta ställning till: risken för deflation. Riksbankens förhoppning är att inflationsrapportens prognoser och övriga analyser ska uppmuntra till diskussion om penningpolitiska frågor och därigenom leda till att underlaget för penningpolitiken förbättras ytterligare.

I kapitel 1 sammanfattas inflationsrapporten. I kapitel 2 diskuteras den mest sannolika utvecklingen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer. I kapitel 3 presenteras Riksbankens samlade bedömning av inflationsutsikterna i huvudscenariot och av de viktigaste riskerna för en annan utveckling. Dessutom diskuteras faktorer som påverkar utvecklingen på längre sikt, bortom prognoshorizonten.

Stockholm i oktober 2003

Lars Heikensten

Riksbankschef

# ■ Sammanfattning

*I inflationsrapporten i juni konstaterades att den allmänt svaga konjunkturutvecklingen i världen skulle ha en dämpande effekt på resursutnyttjandet även i Sverige. Prognosen för inflationen på ett till två års sikt låg under inflationsmålet. Det har inte skett några större förändringar av denna bild, men den statistik som kommit sedan sommaren tyder ändå på en viss förstärkning av konjunkturen i Sverige och världsekonomin totalt sett. Bilden är dock splittrad, exempelvis ser konjunkturutsikterna betydligt bättre ut i USA än i Europa.*

*Inflationen har fallit tillbaka något, men mindre än väntat. Det beror på att energipriserna inte har sjunkit som prognostiserat. I augusti uppgick den årliga inflationen mätt med konsumentprisindex, KPI, till 1,7 procent och med UND1X till 2,2 procent.<sup>1</sup> Den något starkare BNP-tillväxten under första halvåret i år och Riksbankens sänkning av reporäntan med sammanlagt 0,75 procentenheter sedan i juni förväntas bidra till att resursutnyttjandet blir aningen högre under prognosperioden. Detta bedöms öka inflationstrycket något i slutet av prognosperioden. På två års sikt förväntar Riksbanken att inflationen hamnar något över inflationsmålet enligt KPI och något under enligt UND1X.*

## ■ ■ Mer expansiv ekonomisk politik.

I inflationsrapporten i juni konstaterades att prognoserna för världsekonomin under en längre tid successivt hade reviderats ned. Det fanns flera orsaker till detta, bl.a. den säkerhetspolitiska oron och ökad försiktighet hos hushållen och företagen i spåren av nedgången på aktiemarknaden. Den svaga utvecklingen medförde att den ekonomiska politiken i många länder lades om i en mer expansiv riktning. Både ECB och Federal Reserve men även andra centralbanker fortsatte att sänka sina styrräntor under sommaren till historiskt mycket låga nivåer. Även finanspolitiken är överlag expansiv och ett nytt skattepaket lades fram i USA under sommaren.

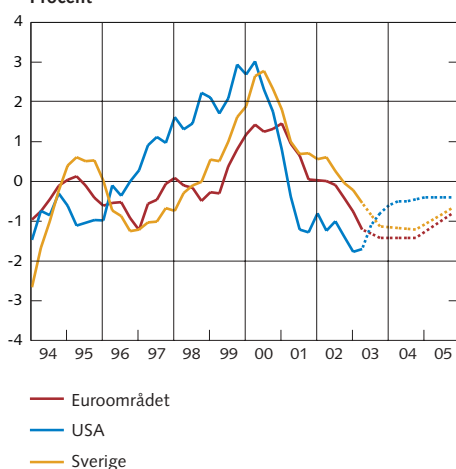
Det förefaller nu som om den expansiva politiken på sina håll börjat få effekt. Börskurserna världen över har stigit, osäkerheten på de finansiella marknaderna tycks ha minskat och de långa räntorna har gått upp. En viktig drivkraft bakom den väntade återhämtningen i världsekonomin är den inhemska efterfrågan i USA. Det finns nu tecken på att investeringarna i det amerikanska näringslivet har börjat öka, efter att ha fallit under en längre period. Samtidigt förefaller de amerikanska hushållen ha ökat sin konsumtion något mer än väntat, vilket föranleder en viss upprevidering av prognosen för tillväxten i USA i år. Framöver väntas den privata konsumtionen fortsätta att utvecklas starkt samtidigt som investeringstillväxten tilltar.

## ■ ■ Fortsatt svagt i euroområdet.

I euroområdet finns det däremot fortfarande inga tydliga tecken på en konjunkturuppgång. Nationalräkenskaperna för andra kvartalet visar

<sup>1</sup> UND1X definieras som KPI exklusive direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner samt exklusive hushållens räntekostnader för egnahem.

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



Anm. BNP-serierna för Sverige och euroområdet har trendrensats med ett s.k. HP-filter (Whittaker-Henderson- eller Hodrick-Prescott-filtret). För USA har en produktionsfunktion använts. Streckad linje avser prognos.

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

istället på en oväntat svag utveckling i många av de europeiska länderna. Den låga tillväxten förklaras till viss del av att euron stärkts kraftigt de två senaste åren. Prognosen för BNP-tillväxten har därför reviderats ned något för i år och nästa år. Framöver väntas emellertid tillväxten även i euroområdet öka. Uppgången understöds bl.a. av den positiva utvecklingen i USA och den expansiva ekonomiska politiken.

#### ■ ■ Relativt snabb tillväxt i Asien.

De asiatiska ekonomierna fortsätter att utvecklas relativt starkt. Såväl handeln som industriproduktionen har fortsatt att växa, samtidigt som den inhemska konsumtionen i flertalet länder ser ut att ha återhämtat sig från svackan i början av året. Även den japanska ekonomin har under en tid utvecklats överraskande starkt.

Sammantaget bedömer Riksbanken att BNP-tillväxten i OECD-området blir 1,9 procent i år, 2,8 procent 2004 och 2,6 procent 2005. Detta är i linje med bedömningen vid det senaste penningpolitiska mötet i augusti. Fortfarande bedöms alltså konjunkturuppgången bli relativt måttlig. En anledning till det är att företag och hushåll väntas fortsätta att minska sin skuldsättning.

#### ■ ■ Något högre internationella exportpriser.

Den något starkare internationella tillväxten väntas medföra att resursutnyttjandet i omvärlden blir marginellt högre jämfört med bedömningen i föregående rapport. Det får till följd att också det internationella pristrycket blir högre. Bedömningen skiljer sig dock inte i någon avgörande grad från den som gjordes i föregående inflationsrapport och prognosen är fortfarande att det kommer att finnas relativt gott om lediga resurser under i stort sett hela prognosperioden (se diagram 1). Sålunda bedöms det internationella pristrycket trots allt förbli relativt måttligt under de kommande åren.

Oljepriset har blivit högre än väntat under sommaren. Det beror delvis på fortsatta produktionsstörningar i Irak. Samtidigt förefaller efterfrågan på olja att ha blivit större än väntat. Oljepriset väntas falla tillbaka i takt med att utbudet ökar vilket har en dämpande effekt på de svenska importpriserna. Prognoser för oljepriset försvåras dock av att denna marknad i så hög grad styrs av politiska faktorer (se fördjupningsrutan "Oljepriset").

Även kronans växelkurs bedöms bidra till att hålla ned prisökningstakten på de importerade varorna. Växelkursen har visserligen i genomsnitt varit något svagare under sommaren än vad Riksbanken förutsatte i inflationsrapporten i juni. Efter folkomröstningen förstärktes kronan dock relativt snabbt och är nu i linje med den tidigare prognosen. Utvecklingen på senare tid beror sannolikt på marknadens långsiktiga bedömning av styrkan i den svenska ekonomin relativt euroområdet, men också på försvagningen av dollarn. Framöver väntas kronans växelkurs stärkas något ytterligare, vilket är i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport.

Importpriserna i konsumentledet bedöms, trots högre internationella priser, endast stiga svagt under det kommande året. Skälet är att importpriserna exklusive oljeprodukter sedan i juni ökat mindre än



väntat och att den svaga utvecklingen beräknas fortgå under det närmaste året. Därefter bedöms prisökningstakten på importvaror tillta något i takt med att det internationella pristrycket ökar och förstärkningen av kronan avtar (se tabell 1).

### ■ ■ Något snabbare återhämtning i Sverige.

Riksbanken konstaterade i inflationsrapporten i juni att dystrare internationella konjunkturutsikter väntades ha en dämpande effekt på efterfrågan i Sverige, med ett lägre resursutnyttjande som följd. Ny statistik visar emellertid att tillväxten under det första halvåret blev något starkare än vad som förutsågs i juni. Detta gör att bilden av svensk ekonomi nu framstår som något ljusare. Till det bidrar också sänkningen av reporäntan med 0,75 procentenheter sammantaget sedan i juni. I år och under resten av prognosperioden avspeglas BNP-tillväxten främst i hushållens konsumtionsutgifter. Liksom i föregående inflationsrapport väntas en fortsatt stabil utveckling av inkomsterna, förmögenheten och sysselsättningen leda till en jämn utveckling av hushållens konsumtion. Under 2004 och 2005 väntas även investeringarna bidra till BNP-tillväxten. Utrikeshandeln och den offentliga konsumtionen väntas däremot inte ge några större positiva bidrag till BNP-tillväxten.

Riksbanken bedömer att den förbättrade konjunkturen och ett högre resursutnyttjande medför att lönerna i privat sektor stiger något snabbare under 2004 och 2005 jämfört med tidigare beräkningar. I genomsnitt väntas de totala lönekostnaderna i näringslivet stiga med 4,1 procent per år under prognosperioden. Det inhemska kostnadsstrycket väntas på så vis bli något högre dessa år. Prognosen för den inhemska inflationen, exklusive el, har därför också reviderats upp något för den senare delen av prognosperioden.

### ■ ■ Inflationen nära målet på två års sikt.

Inflationen har sammantaget dämpats sedan i maj, men i mindre utsträckning än väntat. Det beror framförallt på att energipriserna inte har fallit tillbaka som prognostiserat. Rensat för effekterna av energipriserna har dock inflationen blivit lägre än väntat. Utvecklingen har bl.a. påverkats av att enhetsarbetskostnaderna ökat långsammare än tidigare antagits, både till följd av en snabbare produktivitetstillväxt och lägre löneökningar.

Under de närmaste månaderna väntas energipriserna fortsätta att ligga på en högre nivå än i bedömningen i föregående inflationsrapport. Först under våren 2004 förväntas priserna på el falla tillbaka till mer normala nivåer. Detta medför att elpriserna under det närmaste året inte väntas dämpa inflationstakten lika mycket som i föregående inflationsrapport. En del av den återhållande effekten förskjuts istället framåt i tiden och inträffar mot slutet av prognosperioden. Samtidigt bedöms resursutnyttjandet de kommande åren bli aningen högre vilket medför att prognosen för arbetskostnaderna revideras upp något för 2004 och 2005.

Liksom tidigare i år påverkas inflationsbanan i stor utsträckning av svängningarna i energipriserna (se diagram 4). På två års sikt bedöms

Diagram 2. UND1X-inflationen, utfall samt prognoser i nuvarande och föregående inflationsrapport. Årlig procentuell förändring

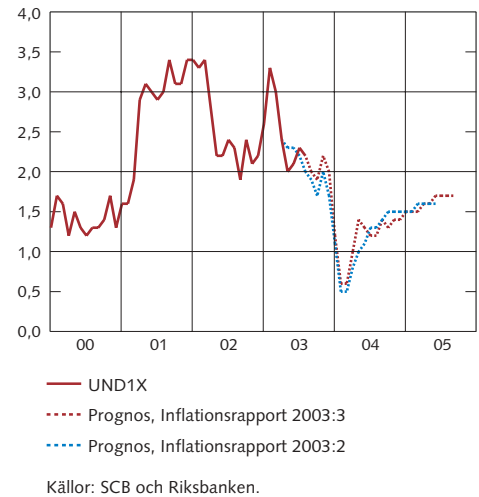


Diagram 3. KPI-inflationen, utfall samt prognoser i nuvarande och föregående inflationsrapport. Årlig procentuell förändring

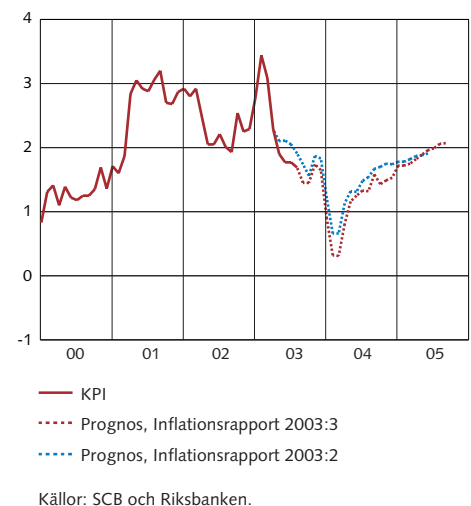
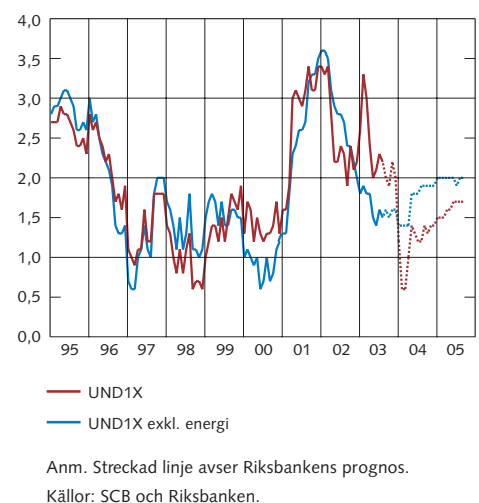


Diagram 4. UND1X-inflationen inkl. och exkl. energi, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



UND1X-inflationen uppgå till 1,7 procent, vilket är marginellt högre än i junirapporten. KPI-inflationen bedöms i september 2005 uppgå till 2,1 procent.

Inflationen exklusive energi väntas öka svagt under prognosperioden till följd av det stigande inhemska och internationella prisstrycket. Under senare delen av prognosperioden väntas inflationen rensad för energipriserna utvecklas i linje med inflationsmålet (se diagram 4). Att ökningstakten väntas bli något snabbare än i förra prognosen beror på att resursutnyttjandet nu är aningen högre.

#### ■ ■ Balanserad riskbild.

Riskbilden har också betydelse för utformningen av penningpolitiken. De viktigaste riskfaktorerna hänger på efterfrågesidan fortfarande samman med världskonjunkturen, medan energipriserna och löneutvecklingen utgör de viktigaste riskfaktorerna på utbudssidan. Liksom i föregående rapport är utgångspunkten att det finns en risk för att den privata konsumtionen och investeringarna kan komma att utvecklas svagare än i huvudscenariot både i Europa och i USA. I Europa är den ansträngda finanspolitiska situationen i framförallt Tyskland och Frankrike en källa till osäkerhet, som kan påverka hur hushåll och företag kommer att handla framöver.

I USA kan underskotten i de offentliga finanserna och i bytesbalansen driva fram en ränteuppgång som håller tillbaka konsumtionen och investeringarna. Men det finns även en möjlighet att BNP-utvecklingen i USA kan överraska i positiv riktning. Det kan inträffa om de amerikanska hushållen inte ökar sitt sparande i den utsträckning som antas i huvudscenariot, utan istället väljer att använda de omfattande skattesänkningarna till att öka sina konsumtionsutgifter. Därtill kommer risker förknippade med de internationella valutamarknaderna. En försvagning av dollarn skulle visserligen kunna bidra till att något underlätta anpassningen av en del obalanser i den amerikanska ekonomin, men samtidigt skulle den, särskilt om den blev dramatisk, kunna fördröja konjunkturuppgången i Europa.

Sammantaget bedömer Riksbanken att det finns risk för att den internationella konjunkturutvecklingen ska leda till lägre inflation än i huvudscenariot. Nedåtrisen är dock något mindre nu än i juni månads inflationsrapport.

Lönebildningen och energipriserna bedöms fortfarande utgöra risker för högre inflation än i huvudscenariot. Tidigare påverkades riskbilden av farhågor för att ett högt avtal för kommunalarbetarna skulle sprida sig till andra sektorer. Denna risk har minskat efter att avtalet slöts på lägre nivåer än vad som befarats. Ett stort antal avtal kommer dock att löpa ut under prognosperioden och det finns spänningar på arbetsmarknaden som skulle kunna leda till ett ökat kostnads- och inflationstryck.

Det faktum att el- och oljepriserna nu väntas vara relativt höga under en längre period medför att riskerna för spridningseffekter från dessa till andra kostnader och priser ökat något. Samtidigt kan inte heller uteslutas att elpriserna blir ännu högre än i huvudscenariot.

Den samlade bedömningen för den svenska inflationen är att riskerna för högre inflation än i huvudscenariot balanseras av riskerna för lägre inflation.

**Tabell 1. Inflationsprognos enligt huvudscenariot.  
Årlig procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt			Tolvmånaderstal		
	2003	2004	2005	sep 2004	juni 2005	sep 2005
KPI	2,1 (2,2)	1,1 (1,3)	1,9	1,6 (1,7)	2,0 (1,9)	2,1
UND1X	2,3 (2,3)	1,2 (1,1)	1,6	1,4 (1,4)	1,7 (1,6)	1,7
UNDINHx	3,6 (3,4)	2,0 (1,8)	2,2	2,0 (2,2)	2,3 (2,3)	2,4
UNDIMPx	-0,1 (0,0)	-0,5 (-0,3)	0,4	0,1 (0,0)	0,4 (0,3)	0,4
UND1X exklusive energi	1,6 (1,9)	1,7 (1,8)	2,0	1,9 (1,8)	2,0 (1,8)	2,0

Anm. Årsgenomsnittet 2005 avser perioden januari till september. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egna hem och direkta effekter av indirekta skatter och subventioner. UNDIHX avser priser på i huvudsak inhemska varor i UND1X. UNDIIMPx avser priser på i huvudsak importerade varor i UND1X.

Källor: SCB och Riksbanken.

#### Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

- BNP-tillväxten i USA har reviderats upp för 2003 och 2004. Det beror på att den privata konsumtionen hittills i år förefaller ha blivit något högre än väntat och att den ekonomiska politiken blivit mer expansiv.
- BNP-tillväxten i euroområdet har reviderats ned, framförallt för i år, till följd av oväntat svag tillväxt första halvåret.
- De internationella exportpriserna bedöms stiga snabbare under 2004 till följd av ett högre oljepris och en starkare tillväxt i OECD-området.
- Prognosen för kronans växelkurs är i stort oförändrad.
- Oljepriset väntas bli högre under hela prognosperioden.
- Elpriset väntas falla mindre i början av prognosperioden men mer i slutet.
- Resursutnyttjandet i Sverige bedöms bli något högre under hela prognosperioden till följd av att tillväxten under första halvåret i år förefaller ha blivit något starkare än väntat och de genomförda räntesänkningarna.
- Bedömningen av KPI- och UND1X-inflationen är i stort sett oförändrad. I slutet av prognosperioden väntas energipriserna falla mer och motverka effekterna av ett högre resursutnyttjande.
- UNDIHX- och UND1X-inflationen exklusive energi väntas öka något snabbare i slutet av prognosperioden till följd av ett aningen högre resursutnyttjande.

Riksbankslagen anges att "målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde". I samband med att inflationsmålet infördes 1993 deklarerade Riksbanken att det operationella målet är att inflationen, mätt med konsumentprisindex (KPI), ska vara 2 procent per år, med ett toleransintervall på  $\pm 1$  procentenhet kring detta mål. 1999 publicerades ett förtydligande som upprepade denna målformulering.<sup>2</sup> Valet av KPI motiverades då, liksom 1993, med att KPI omfattar en mycket stor del av hushållens konsumtion, att indexet publiceras regelbundet och förhållandevis ofta, samt att det är det mest kända måttet på inflationsutvecklingen.

Riksbankens inflationsmål är alltså formulerat i termer av KPI, men Riksbanken lyfter ofta fram andra mått av inflationsutvecklingen i inflationsrapporter, tal och annan extern kommunikation. Ett färskt exempel är från våren 2003, då utvecklingen av UND1X exklusive energi gavs en framskjuten roll i utformningen av penningpolitiken. Diskussionen av andra inflationsindex har ibland lett till frågor om Riksbanken bytt mål för penningpolitiken, till någon annan definition av inflationen än förändringen i KPI. Så är emellertid inte fallet, och syftet med denna fördjupningsruta är att förklara varför Riksbanken ibland väljer att också lägga tonvikt vid andra mått av inflationsutvecklingen än KPI. I korthet är det huvudsakliga skälet att KPI ofta påverkas av tillfälliga inflationsstörningar. Riksbanken kan då – i enlighet med förtydligandet från 1999 – välja att inte motverka störningarna med ränteändringar. För att motivera räntebesluten kan Riksbanken också publicera prognoser eller utfall av andra inflationsindex än KPI som stödjer bedömningen av den mer långsiktiga inflationsutvecklingen, mätt med KPI.

### *KPI, UND1X och andra inflationsindex betydelse för penningpolitiken - några exempel*

I det ovan nämnda förtydligande som publicerades 1999 angavs att penningpolitiken normalt sett ska inriktas på att uppnå inflationsmålet om 2 procents KPI-inflation på ett till två års sikt. Det betonades emellertid redan då att det finns situationer då det kan finnas skäl att avvika från denna enkla regel för penningpolitiken.

För det första kan det inträffa störningar som endast har en tillfällig effekt på KPI-inflationen. I detta fall kan det vara motiverat att avstå från penningpolitiska åtgärder om KPI-inflationen på ett till två års sikt påverkas av vissa bestämda faktorer som inte bedöms ha någon betydande varaktig inverkan på inflationen eller inflationsprocessen. I förtydligandet angavs tre exempel på sådana tillfälliga effekter. Det första är att förändringar i reporäntan påverkar KPI via räntekostnader för egnahem. Riksbanken bör inte försöka motverka sådana effekter, trots att de ibland kan påverka KPI på ett till två års sikt. Det andra är att engångsförändringar i indirekta skatter och subventioner kan ha tillfälliga effekter på inflationen. Det tredje exemplet är s.k. utbudsstörningar, exempelvis förändringar av oljepriset eller av priser på andra importerade insatsvaror. Om dessa störningar bedöms medföra endast tillfälliga effekter på KPI bör man i penningpolitiken inte försöka motverka dem.

För det andra kan det finnas skäl att avvika från den enkla regeln för penningpolitiken om inflationen kommit att kraftigt avvika från inflationsmålet. I detta fall kan det vara motiverat att bedriva en försiktigare penningpolitik, dvs. föra inflationen tillbaka till målet på en lite längre horisont, för att undvika oönskade effekter på den reala ekonomin (t.ex. BNP-tillväxten eller sysselsättningen).

Riksbanken hänvisar ofta till andra inflationsindex än KPI och detta hänger främst samman med förekomsten av tillfälliga fluktuationer i KPI. I förtydligandet från 1999 diskuterades kort möjligheten att byta det index som målet är knutet till och övergå till ett index där alla tillfälliga effekter rensats bort. Ett grundläggande problem med detta är dock att det inte finns något enskilt index som fungerar i alla sammanhang och som rensar bort alla tillfälliga effekter. Vad som är en tillfällig effekt varierar över tiden och konsekvenserna för penningpolitiken beror bland annat på hur inflationsförväntningarna påverkas. På grund av denna komplikation valde Riksbanken att låta målet fortsatt vara definierat i termer av KPI-inflationen. Riksbanken lyfter istället fram olika index vid olika tidpunkter och dessa kan tolkas som indikatorer av den mer långsiktiga inflationsutvecklingen.

Tre exempel kan illustrera hur Riksbanken hanterat dessa problem i praktiken. Det första exemplet kommer från andra hälften av 1990-

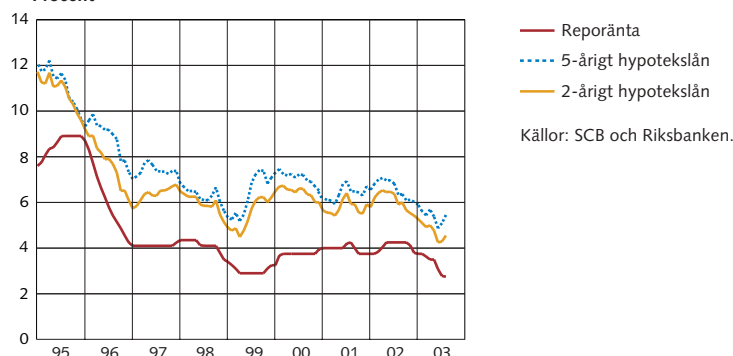
<sup>2</sup> Se PM, Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering 1999-02-04, ärendebeteckning 1999-00351 DIR, samt Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och Valutapolitik* 1, 1999.

talet. Mellan hösten 1995 och våren 1999 sänktes reporäntan från knappt 9 procent till under 3 procent. Under samma period föll räntan på ett 5-årigt hypotekslån från drygt 11 till ungefär 5 procent (se diagram R1). Dessa sänkningar av reporäntan och det lägre allmänna ränteläget påverkade KPI-inflationen via de traditionella efterfrågekanalerna, men också via räntekostnaderna för egnahem, som sjönk när räntan sänktes.<sup>3</sup> Eftersom räntekostnader för egnahem ingår i KPI blev följden av politiken att KPI-inflationen till en början föll mycket kraftigt. Den exceptionellt stora förändringen i det allmänna ränteläget innebar också att effekterna i detta fall påverkade KPI under en betydligt längre tid än ett till två år. Under denna period fick Riksbanken ofta frågor om varför reporäntan inte sänktes trots att inflationen låg under målet. För att tydliggöra att Riksbanken inte ville motverka den låga KPI-inflation som var en följd av Riksbankens tidigare räntesänkningar lyftes UND1X fram som ett särskilt viktigt inflationsindex. I exempelvis Inflationsrapport 1999:2 gjordes bedömningen att UND1X-inflationen var i linje med inflationsmålet mot slutet av prognosperioden medan KPI-inflationen förväntades hamna väsentligen lägre än inflationsmålet (se diagram R2). Riksbanken valde att inte ytterligare sänka reporäntan eftersom den låga KPI-inflationen var en följd av tidigare räntesänkningar.

Det andra exemplet härrör från våren 2001 då KPI-inflationen steg kraftigt till följd av bland annat galna kosjukan och mul- och klövsjukan. Riksbanken valde då att inte höja reporäntan, eftersom bedömningen var att dessa prisökningar i huvudsak var av tillfällig karaktär och att de skulle falla ur KPI-inflationen relativt snabbt. I detta fall behövdes inget avsteg från den enkla regeln för penningpolitiken. Däremot fanns det ett behov att i den externa kommunikationen motivera varför reporäntan inte höjdes trots att KPI-inflationen var högre än inflationsmålet. För att ge stöd åt bedömningen att det rörde sig om prisökningar av tillfällig karaktär redovisades i Inflationsrapport 2001:2 därför ett mått på inflationen som var rensat för de prisökningar som bedömdes vara av tillfällig karaktär (se diagram R3).<sup>4</sup>

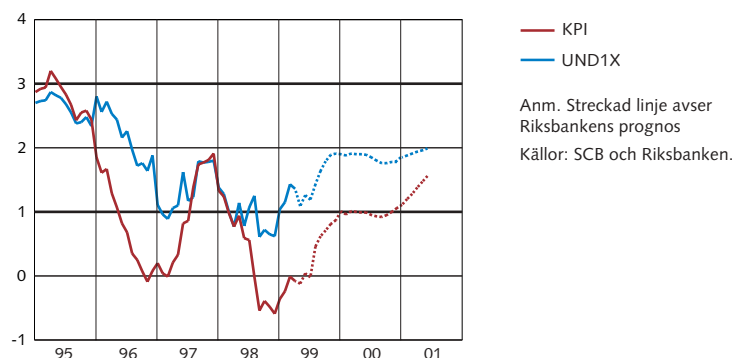
Det tredje och sista exemplet är att Riksbanken under innevarande år lyft fram UND1X exklusive energi som ett särskilt viktigt index för bedömningen av det varaktiga inflationstrycket. Detta betyder lika lite som tidigare att Riksbanken ändrat målet för penningpolitiken utan kan istället förstås på samma sätt som de två tidigare exemplen. Vid det penningpolitiska

Diagram R1. Reporänta samt räntor på 2- och 5-åriga hypotekslån. Procent



mötet i april i år gjorde Riksbanken bedömningen att om reporäntan hölls oförändrad så skulle inflationen mot slutet av prognosperioden vara något under inflationsmålet. En rent mekanisk tillämpning av den enkla regeln för penningpolitiken hade i denna situation alltså inneburit en sänkning av reporäntan, men Riksbanken valde att låta reporäntan vara oförändrad. Fluktuationerna i energipriserna bedömdes visserligen inte helt och hållet klinga av inom prognosperioden, men de bedömdes ändå inte ha någon effekt på den långsiktiga inflationen

Diagram R2. KPI och UND1X-inflation, utfall och prognos i Inflationsrapport 1999:2. Procent

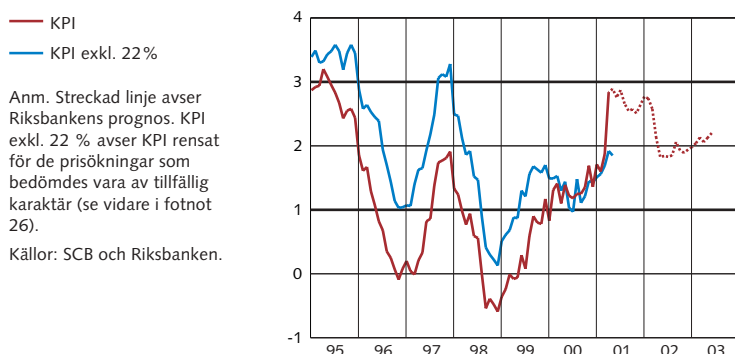


3 Komponentens "Räntekostnader för egna hem" i KPI beräknas på det kapital som nuvarande ägare investerat i sin fastighet. Den räntesats som påverkar komponenten är en sammanvägning av räntesatserna på banklån, rörliga hypotekslån och den utestående stocken av hypotekslån med 2 och 5 års bindningstid. Den genomsnittliga räntesatsen på stocken av bundna lån beräknas som ett genomsnitt av de historiska 2- och 5-åriga hypotekslånen under de senaste 24 respektive 60 månaderna. Exakt vilken effekt en sänkning av reporäntan får på egnahems-kostnaderna beror alltså på vad som händer med samtliga dessa räntor.

4 KPI exklusive de tillfälliga effekterna beräknades som KPI exklusive prisökningar på kött, el, villaolja, räntor, bensin, frukt och grönt, samt tele. De kvarvarande komponenterna utgjorde ca 78% av KPI.

på ett sådant sätt att en sänkning av repo-räntan var motiverad. För att tydliggöra att Riksbanken inte ville föra inflationen tillbaka till målet inom den normala tvåårshorisonten valde Riksbanken i sin kommunikation denna gång att lyfta fram ett inflations-index som inte var så starkt påverkat av fluktuationerna i energipriserna.

Diagram R3. KPI-inflation, utfall och prognos i Inflationsrapport 2001:2, samt KPI exkl. tillfälliga effekter.  
Procent



### Inflationsmålspolitik – vad kan vi lära oss från ekonomisk teori?

Målet för penningpolitiken är sålunda att begränsa den årliga ökningen i KPI till 2 procent. KPI påverkas emellertid på kort sikt av störningar som Riksbanken varken kan eller fullt ut vill motverka med reporänteförändringar. Någon slags beräkning av det underliggande inflationstrycket är nödvändig för att avgöra vad som är en lämplig penningpolitik. De tre exempel som diskuterats ovan illustrerar hur Riksbanken valt att hantera problemet. Samtidigt kan det vara värt att notera att det bedrivs en omfattande forskning kring just dessa frågor. Vilka är de centrala insikterna från modern ekonomisk forskning och hur förhåller sig Riksbankens politik till dem?

I forskningen kring inflationsmålspolitik antas ofta att centralbankens mål är att begränsa inflationens variationer kring ett visst givet värde, t.ex. 2 procent, men med viss hänsyn till den reala ekonomins utveckling. Det senare innebär att centralbanken kan välja att motverka avvikelser från inflationsmålet olika

snabbt och i olika grad, beroende på hur viktig man anser att real stabilitet (BNP, sysselsättning, etc.) är. Ju större vikt en centralbank fäster vid real stabilitet och ju större störningen är, desto långsammare kommer inflationen att föras tillbaka till målet när en avvikelse väl uppstått. Ett annat inslag i standardteorier för penningpolitik är att centralbanken beaktar hela den framtida banan för inflationen, och sätter räntan så att, grovt uttryckt, den förväntade inflationsbanan i framtiden är så nära målet som möjligt (återigen, under beaktande av den reala ekonomins utveckling).

Vad säger detta enkla resonemang om de episoder som beskrevs ovan? Enligt den enkla standardmodellens logik finns det egentligen inget behov av att exakt identifiera de tillfälliga störningarna och skilja dem från andra mer varaktiga. Det väsentliga för penningpolitiken är hur hela banan för den väntade inflationsutvecklingen ser ut. Att göra en prognos innebär i sig en bedömning av huruvida en störning är tillfällig. Innan en penningpolitisk rekommendation kan utfärdas behöver man dock ta ställning till hur fort en förändring av reporäntan påverkar inflationen och vilka förändringar i den reala ekonomin som den orsakar. Om KPI-prognosen exempelvis indikerar att inflationsstörningen hunnit avklinga innan penningpolitiken får effekt finns det inget skäl att ändra reporäntan. Men om KPI-prognosen pekar på en mer varaktig avvikelse från målet måste centralbanken agera. Hur pass fort inflationen förs tillbaka till målet beror emellertid på inställningen centralbanken har till fluktuationer i den reala ekonomin visavi ambitionen att hålla inflationen nära den målsatta nivån.<sup>5</sup>

Här kan genast konstateras att dessa resonemang från den teoretiska litteraturen känns igen från Riksbankens sätt att bedriva penningpolitik med ett inflationsmål. I Riksbankens förtydligande från 1999 angavs att stora avvikelser från inflationsmålet kan motivera avsteg från den enkla regeln för penningpolitiken – att uppnå målet på ett till två års sikt – av hänsyn till den reala ekonomins utveckling. Här finns sålunda en mycket nära koppling mellan teori och praktik.

En smärre skillnad finns dock när det gäller tidsperspektivet. I teorin ska centralbanken blicka över "oändlig" tid, vilket naturligtvis är en omöjlighet i praktisk politik. I praktiken rå-

5 Se vidare i t.ex. Apel, M., M. Nessén, U. Söderström och A. Vredin, "Olika sätt att bedriva inflationsmålspolitik – teori och praktik", *Penning- och Valutapolitik* 1, 1999; Nessén, M. och U. Söderström, "Core Inflation and Monetary Policy", *International Finance* 4 (3), 2001.

der det en betydande osäkerhet om hur sambanden i ekonomin ser ut och om penningpolitikens verkningar. Riksbanken publicerar sifferfatta prognoser på upp till två års sikt, eftersom det är ungefär så långt framåt i tiden det i dagsläget går att göra prognoser med godtagbar precision. Vidare förs normalt ett resonemang om utvecklingen i ett lite längre perspektiv för att belysa om det finns några särskilda faktorer som kan komma att påverka inflationen bortom den normala prognoshorisonten. Utvecklingen bortom den 2-åriga horisonten saknar alltså inte betydelse för det penningpolitiska beslutet. Om fluktuationer i enskilda komponenter i KPI bedöms klinga av bortom den vanliga prognoshorisonten kan Riksbanken, som diskuterats ovan, välja att inte motverka dem med penningpolitiska åtgärder. För att visa vilka praktiska avvägningar som legat till grund för de penningpolitiska besluten lyfter Riksbanken ofta fram andra inflationsindex än KPI som i dagsläget är särskilt viktiga för att förstå inflationsutvecklingen på sikt och därmed också penningpolitiken.

#### *Sammanfattning och slutsatser*

Målet för penningpolitiken är att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har valt att formulera det operationella målet att inflationen mätt med konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent med en tolerans för avvikelser från detta mål på  $\pm 1$  procentenhet. Riksbanken lyfter emellertid periodvis fram andra inflationsindex, vilket sammanhänger med att KPI påverkas av störningar som Riksbanken inte behöver eller inte fullt ut vill parera med förändringar i reporäntan. Störningar som Riksbanken inte behöver motverka kännetecknas antingen av att de bedöms klinga av inom den

vanliga prognoshorisonten, eller, om de påverkar KPI-inflationen på ett till två års sikt, av att de kan hänföras till en viss bestämd faktor som inte bedöms ha någon betydande varaktig inverkan på inflationen eller inflationsprocessen. Störningar som Riksbanken inte fullt ut vill motverka kan vara sådana som ger kraftiga avvikelser från inflationsmålet. I detta fall skulle det krävas dramatiska penningpolitiska åtgärder, med medföljande negativa effekter på den reala ekonomin, för att eliminera dem helt. Hänsyn till den reala stabiliteten kan då medföra att avvikelser från målet under en begränsad period accepteras.

Information om KPI publiceras månadsvis, men utfallen av månadstalen ger i sig begränsad information om den långsiktiga inflationsutvecklingen eftersom det sker allehanda temporära prisstörningar. Därför är någon slags beräkning av det underliggande inflationstrycket nödvändig. Ett uttryck för detta är att Riksbanken vid olika tidpunkter lyfter fram olika inflationsindex som bedöms vara lämpliga indikatorer på den mer varaktiga inflations-  
taktan.

Den inflationsprognos som vägleder penningpolitiken är inte bara prognosen på två års sikt, utan även en bedömning av tiden före och därefter. Detta beror på att det tar tid för penningpolitiken att få fullt genomslag och på att politikens utformning är beroende av hela banan för den framtida inflationsutvecklingen.

Målet för penningpolitiken ligger alltså fast. Riksbanken strävar dock kontinuerligt efter att finna förbättrade prognos- och analysmetoder. I takt med att dessa införlivas i de penningpolitiska beslutsunderlagen utvecklas också kommunikationen kring de penningpolitiska besluten.





# ■ Inflationens bestämningsfaktorer

I detta kapitel redovisas huvudscenariot för de viktigaste bestämningsfaktorerna för inflationen 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.

## De finansiella marknaderna

Penningpolitiken har under sommaren blivit mer expansiv både i Sverige och internationellt. Riksbanken har sänkt reporäntan med 0,75 procentenheter vilket har bidragit till lägre korta marknadsräntor. Utvecklingen på de finansiella marknaderna tyder på en ökad optimism och minskad osäkerhet kring konjunkturen i världen, särskilt i USA. Aktiepriserna har fortsatt att stiga och långräntorna har gått upp. Efter folkomröstningen stärktes kronans växelkurs snabbt. Fortfarande väntas kronan stärkas något framöver.

### ■ ■ Positiva konjunktursignaler gav högre räntor.

Under senvåren bidrog fortsatt låg styrränta i USA tillsammans med bristen på konkreta tecken på konjunkturuppgång till kraftiga räntefall i många länder. Sedan mitten av sommaren har de långa statsobligationsräntorna dock sammantaget stigit påtagligt (se diagram 6). Bakgrunden till ränteuppgången är positiva konjunktursignaler och att hotet om deflation tonats ned (se rutan "Deflation – en problemöversikt" för en analys av riskerna för deflation). Andra faktorer bakom de högre räntorna är sommarens stora emissioner av statsobligationer och att den statsfinansiella utvecklingen i framförallt USA men även i Europa medför ett ökat utbud av statspapper. Vidare tycks risknivån nu ha minskat, vilket t.ex. den implicita volatiliteten på OMX-optioner visar (se diagram 5). Den lägre risknivån och börsuppgången sammanhänger med att placerarna gjort förändringar i sina portföljer, mot en större andel aktier i förhållande till obligationer.

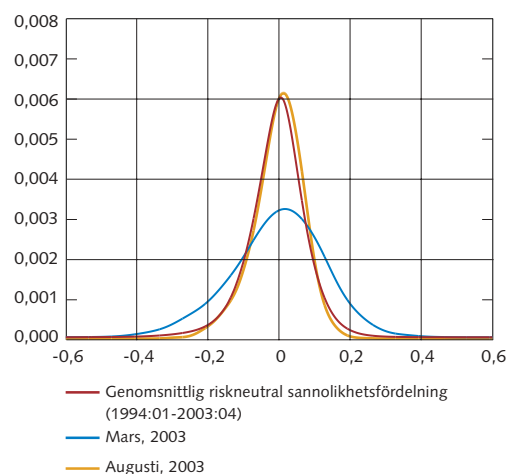
Framöver väntas de långa räntorna i Sverige successivt stiga i takt med att konjunkturen blir starkare. Den 10-åriga svenska statsobligationsräntan väntas öka till i genomsnitt 5,2 procent under 2004 och 5,6 procent under 2005.

### ■ ■ Marknaden har förväntningar om en oförändrad reporänta.

Penningpolitiken har under sommaren blivit mer expansiv både i Sverige och i omvärlden. Riksbanken sänkte reporäntan med 0,5 procentenheter i samband med den förra inflationsrapporten och med ytterligare en kvarts procentenhet i juli till 2,75 procent. Sänkningarna har bidragit till lägre korta marknadsräntor och lägre rörliga boräntor.

Sedan i början av juli tycks marknadens förväntningar på penningpolitiken ha förskjutits (se diagram 9). Det har troligtvis samband med att synen på konjunkturen blivit något mer positiv. Marknadsspridningen tyder på förväntningar om en första reporäntehöjning med 0,25 procentenheter under tredje kvartalet 2004.

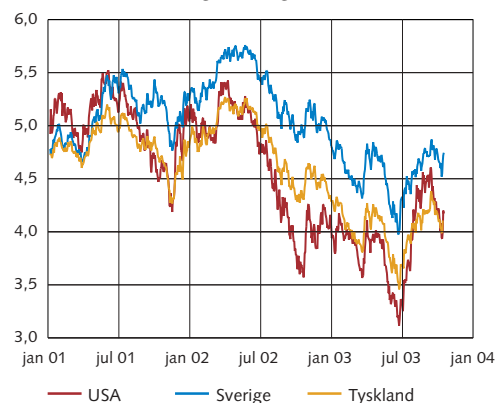
Diagram 5. Riskuppfattning enligt prissättning av OMX-optioner.



Anm. Den implicita sannolikhetsfördelningen är en skattning av sannolikhetsfördelningen för avkastningen på årsbasis i OMX-index på ca 1 månads sikt under antagandet att marknadsaktörerna är riskneutrala. Ytan under varje enskild fördelning summerar till ett. Den horisontella axeln anger avkastning.

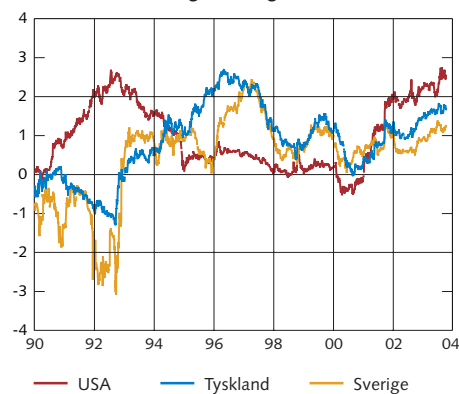
Källor: Citibank och Riksbanken.

Diagram 6. Statsobligationsräntor med 10 års löptid - Sverige, Tyskland och USA. Procentenheter, dagsnoteringar



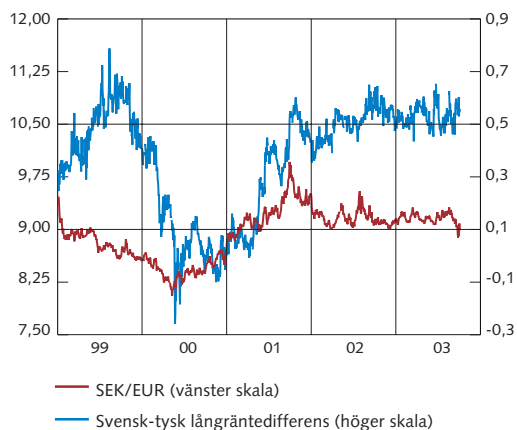
Källa: Riksbanken.

Diagram 7. Avkastningskurvens lutning uttryckt som differensen mellan statsobligationsräntor med 10 respektive 2 års löptid. Procentenheter, dagsnoteringar



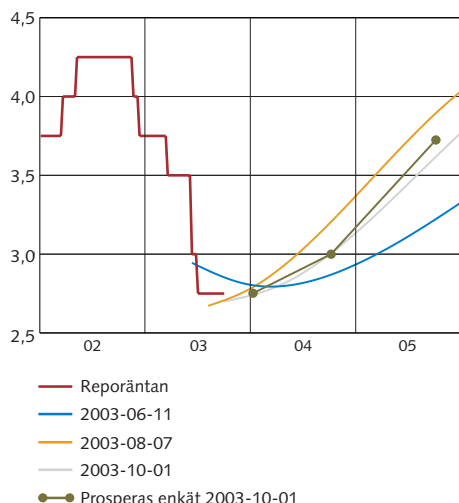
Källa: Riksbanken.

**Diagram 8. Differens mellan tyska och svenska statsobligationsräntor med 10 års löptid samt växelkursen SEK/EUR. Procentenheter, dagsnoteringar**



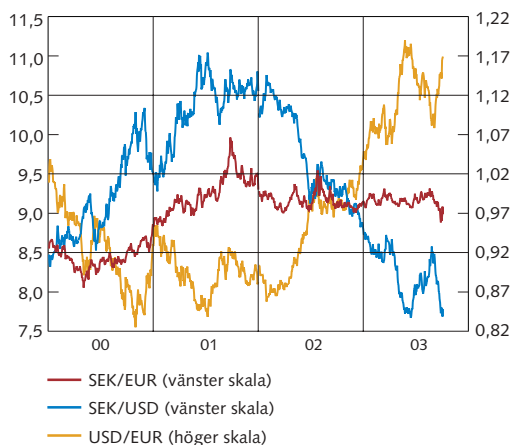
Källa: Riksbanken.

**Diagram 9. Penningpolitiska förväntningar enligt terminräntor och enligt Prosperas marknadsenkät. Procent**



Källor: Prospera och Riksbanken.

**Diagram 10. Växelkursutveckling för SEK/USD, SEK/EUR samt USD/EUR. Dagsnoteringar**



Källa: Riksbanken.

Den enkätundersökning som gjordes av Prospera i slutet av september stöder i stort sett den bild som för närvarande ges av marknadsprissättningen (se diagram 9).

### ■ Kronan har stärkts efter folkomröstningen.

Under sommaren försvagades kronan något mot både euron och dollarn. Utvecklingen bedöms vara relaterat till osäkerheten inför folkomröstningen. Efter folkomröstningen förstärktes också kronan relativt snabbt (se diagram 10). Utvecklingen på senare tid hänger sannolikt samman med marknadens långsiktiga bedömning av styrkan i den svenska ekonomin relativt euroområdet. Den fortsatta allmänna försvagningen av dollarn har troligtvis också bidragit. Framöver väntas kronans växelkurs fortsätta att stärkas något. I handelsvägda termer (TCW-index) väntas kronans växelkurs i genomsnitt vara 124,0 under 2004 och 123,7 under 2005. Prognosen för kronans växelkurs under de kommande två åren är i stort sett oförändrad sedan föregående inflationsrapport.

### ■ Aktiemarknaden räknar med en konjunkturuppgång.

Världens börser har under de senaste månaderna stigit (se diagram 11). Detta beror troligtvis på förväntningar om ökad tillväxt men även på en överraskande gynnsam vinstutveckling under andra kvartalet och bedömningar om minskad risknivå (se diagram 5). Med en uppgång på omkring 20 procent sedan årsskiftet tillhör den svenska börsen de aktiemarknader som har stigit mest.

Andra kvartalets delårsrapporter visade att det är sänkta kostnader som betytt mest för vinstutvecklingen för de större svenska börsföretag som ingår i OMX-index. Men även ökad försäljning tycks nu bidra till vinsterna i högre utsträckning än tidigare.

Det finns dock en risk för att marknadsaktörerna har alltför höga förväntningar om de framtida vinsterna. Enkäter tyder på att marknadsaktörerna tror på lika höga vinster som under åren kring millennieskiftet. Om företagen misslyckas med att infria marknadens till synes relativt högt ställda förväntningar under de närmaste kvartalen finns risk för en rekyl på börsen.

### ■ Realräntorna och reala växelkursen har en expansiv effekt.

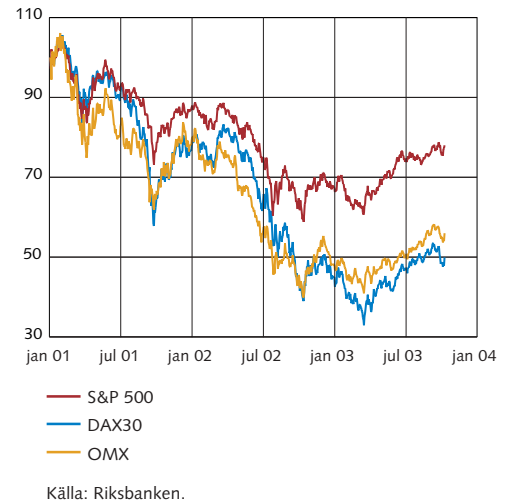
Både i Sverige och internationellt har styrräntesänkningar bidragit till fortsatt låga korta realräntor. I Sverige har den reala handelsvägda växelkursen (TCW) varit relativt svag i genomsnitt under 2002 och 2003. I viss utsträckning motverkas stimulansen från den reala korträntan och växelkursen av att den femåriga reala räntan stigit under perioden. Däremot har tillgångspriser, i form av aktiekurser och småhuspriser, stigit i reala termer sedan rapporten i juni.

Riksbankens bedömning är att inflationstakten kommer att stiga något framöver men också att den förbättrade konjunkturen kommer att leda till högre marknadsräntor såväl nominellt som realt. Samtidigt väntas kronan stärkas. Räntor och växelkursförhållanden får därmed mindre expansiva effekter.

**Reviderade prognoser och antaganden sedan föregående inflationsrapport.**

- Den svenska reporäntan har sänkts med 0,75 procentenheter. Detta får till följd att de korta räntorna förväntas bli lägre under prognosperioden.
- Kronans växelkurs har, trots förstärkningen på senare tid, i genomsnitt varit svagare än vad som låg i bedömningen i juni-rapporten. Framöver är prognosen i stort oförändrad.

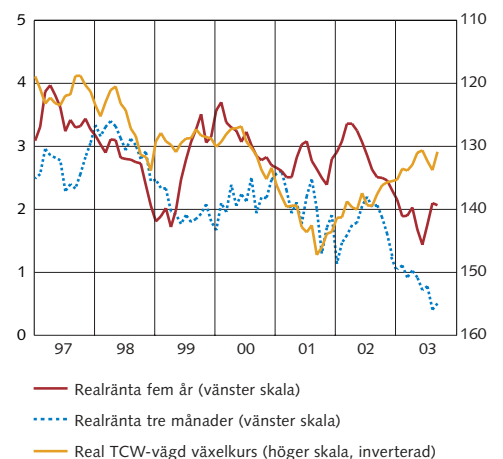
**Diagram 11. Börsutveckling för OMX, DAX och Nasdaq. Index 2001-01-01=100. Dagsnoteringar**



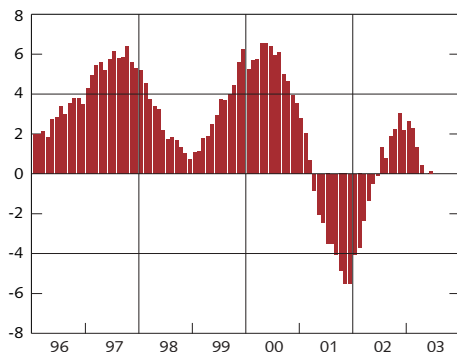
**Diagram 12. Växelkursutvecklingen för SEK/TCW. Dagsnoteringar**



**Diagram 13. Realränta med fem års respektive tre månaders löptid samt real TCW-vägd växelkurs. Procent respektive index, november 1992 = 100. Månadsdata**

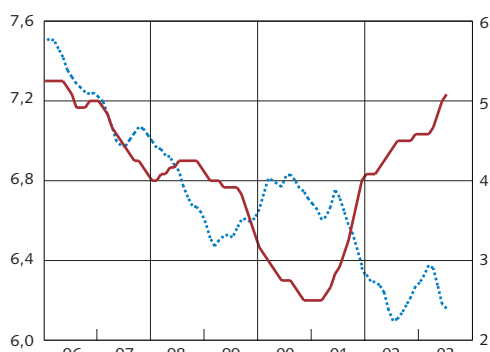


**Diagram 14. Industriproduktionen i OECD.  
Årlig procentuell förändring**



Källa: OECD.

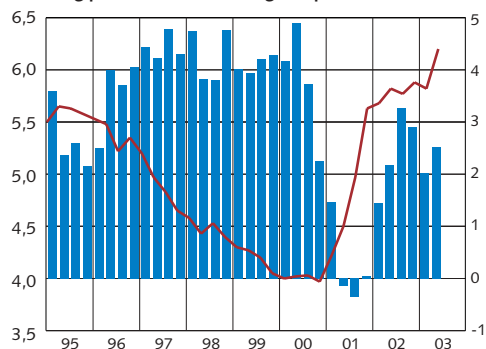
**Diagram 15. Arbetslöshet och inflation i OECD.  
Procent**



— Arbetslöshet (vänster skala)  
- - - Inflation (höger skala)

Källa: OECD.

**Diagram 16. Årlig BNP-tillväxt och arbetslöshet i  
nivå i USA.  
Årlig procentuell förändring och procent**



— Arbetslöshet (vänster skala)  
■ BNP-tillväxt (höger skala)

Källor: Bureau of Labor Statistics och US Department of Commerce.

## Den internationella utvecklingen

*Sedan föregående inflationsrapport har den svaga utvecklingen i euroområdet fortsatt. Däremot finns det vissa tecken på att konjunkturläget har fortsatt att förbättrats i USA. Under nästa år bedöms tillväxttakten i världsekonomin och på den svenska exportmarknaden tillta. De internationella exportpriserna väntas under prognosperioden stiga i takt med att resursutnyttjandet i omvärlden ökar.*

I inflationsrapporten i juni konstaterades att prognoserna för världsekonomin under en längre tid successivt hade reviderats ned. Det fanns flera orsaker till detta, bl.a. den säkerhetspolitiska oron och ökad försiktighet hos hushållen och företagen i spåren av nedgången på aktiemarknaden. Den svaga utvecklingen medförde att den ekonomiska politiken i många länder lades om i en mer expansiv riktning. Både ECB och Federal Reserve men även andra centralbanker fortsatte att sänka sina styrräntor under sommaren till historiskt mycket låga nivåer. Även finanspolitiken är överlag expansiv och ett nytt skattepaket lades fram i USA under sommaren.

Det förefaller nu som om den expansiva politiken på sina håll börjat få effekt. Börskurserna världen över har stigit, osäkerheten på de finansiella marknaderna tycks ha minskat och de långa räntorna har gått upp.

Statistiken för OECD-länderna ger dock ännu ingen entydig bild av världskonjunkturen. Industriproduktionen har under de senaste månaderna stagnerat, efter att ha återhämtat sig mot slutet av 2002 och början av 2003 (se diagram 14). Samtidigt fortsätter arbetslösheten att öka och inflationen faller (se diagram 15). Däremot har OECD-ländernas export vuxit stabilt sedan svackan 2001.

### ■ ■ Stark inhemsk efterfrågan i USA.

I USA förefaller det finnas tecken på en fortsatt konjunkturuppgång (se diagram 16). Under andra kvartalet tyder det mesta på att både privat och offentlig konsumtion utvecklades relativt starkt. Även näringslivets investeringar bidrog till BNP-tillväxten. Skattelättnader och låga räntor har underlättat för hushållen att fortsätta att konsumera och för företagen att anpassa sina balansräkningar. Dessutom har arbetskraftskostnaderna fallit, vilket har bidragit till att vinsterna återhämtat sig. Detta skapar förutsättningar för ytterligare investeringar (diagram 17). Till följd av att tillväxt i privat konsumtion förefaller ha blivit något snabbare än vad som låg i bedömningen i juni har BNP-tillväxten i USA för 2003 reviderats upp.

Samtidigt är det värt att notera att det ännu inte skett någon tydlig vändning på den amerikanska arbetsmarknaden. Antalet arbetade timmar i näringslivet har fortsatt att falla trots att produktionen ökat

(diagram 18). Låg efterfrågan och ledig kapacitet förklarar sannolikt varför företagen varit försiktiga med nyanställningar.

### ■ ■ Under 2004 ökar tillväxten i USA.

Mycket talar för att den amerikanska konsumtionen även fortsatt kommer att utvecklas stabilt. En mer expansiv finanspolitik leder dessutom till att konsumtionen även nästa år revideras upp något jämfört med föregående inflationsrapporten. Till skillnad från de senaste två åren får tillväxten framöver även stöd av att näringslivets investeringar börjat ta fart. Samtidigt bidrar det senaste årets dollarförsvagning till att exporten förstärks under framförallt 2004.

Resultatet blir att den amerikanska ekonomin under det kommande året bedöms växa något över sin långsiktiga potential, vilket även skapar förutsättningar för en återhämtning av sysselsättningen. Tillväxten väntas falla något mellan 2004 och 2005 på grund av att den ekonomiska politiken blir mindre expansiv. Det skattepaket som antagits av kongressen i sommar väntas få större effekter 2004 än året därpå. Bytesbalansen och de offentliga finanserna uppvisar stora underskott (se diagram 19). Det är rimligt att anta att dessa gradvis kommer att minska under prognosperioden. Det är dock inte helt utslutet att underskottet i bytesbalansen kan komma att anpassas mer abrupt (se även avsnittet om riskbilden). Det finns gott om lediga resurser i utgångsläget, vilket gör att uppgången i inflationen blir måttlig under de kommande två åren (se diagram 1 och tabell 2).

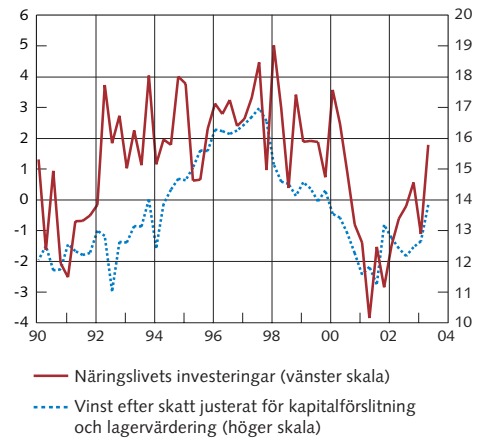
### ■ ■ Svag utveckling i euroområdet.

Riksbanken räknar med att euroområdet i år kommer att växa betydligt långsammare än den övriga världsekonomin. Produktion och sysselsättning har sedan förra inflationsrapporten utvecklats svagare än vad Riksbanken och de flesta andra bedömare hade förväntat sig. Tillväxttakten i BNP föll tillbaka under andra kvartalet i år, samtidigt som arbetslösheten steg (se diagram 20). Därtill påverkades exporten negativt av en allt starkare valuta. Den svaga utvecklingen föranledde ECB att sänka styrräntan till 2 procent i början av juni.

Konjunkturavmattningen för euroområdet som helhet är relativt jämnt fördelad över de enskilda medlemsländerna (se diagram 21). Tyskland, Frankrike, Italien, Nederländerna och Belgien har utvecklats sämre under andra kvartalet i år än vad Riksbanken förväntade i den föregående inflationsrapporten. I Spanien har däremot utvecklingen varit förvånansvärt stark, mot bakgrund av bl.a. en god arbetsmarknad och skattelättnader.

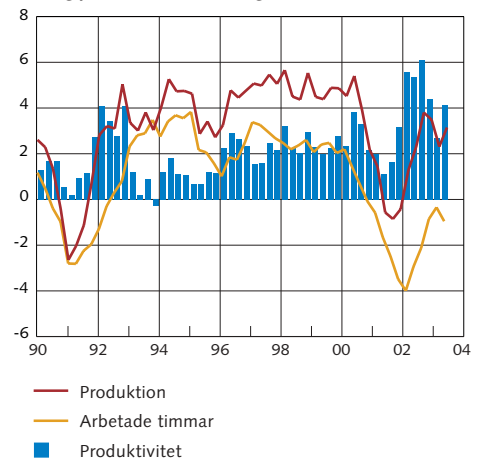
Den svagare realekonomiska utvecklingen påverkar också ländernas budgetar och den offentliga sektorns lånebehov. EU-kommissionen beräknade i juni att eurorådets sammanlagda underskott i den offentliga sektorn hamnar kring 2,5 procent både 2003 och 2004.

**Diagram 17. Investeringar och vinster i amerikanskt näringsliv.**  
Procentuell kvartalsförändring och andel av BNP



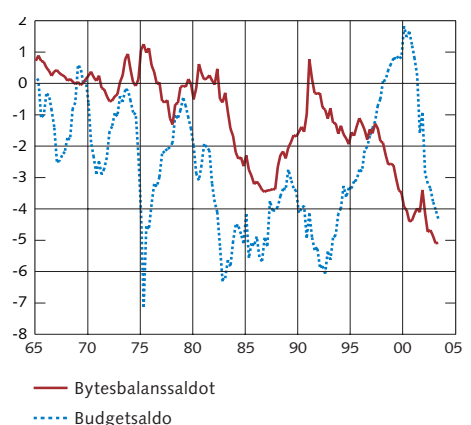
Källor: Bureau of Economic Analysis (BEA) och US Department of commerce.

**Diagram 18. Produktivitet, produktion och arbetade timmar i amerikanskt näringsliv.**  
Årlig procentuell förändring



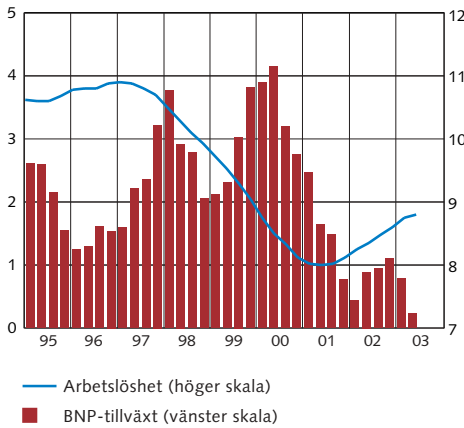
Källor: Bureau of Economic Analysis (BEA) och Bureau of Labor Statistics (BLS).

**Diagram 19. Offentliga sektorns budgetsaldo och bytesbalans i USA.**  
Andel av BNP



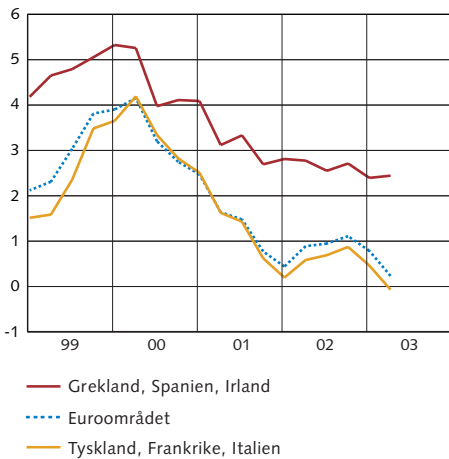
Källor: BEA och Riksbanken.

**Diagram 20. Årlig tillväxt och arbetslöshet i nivå i euroområdet.**  
Årlig procentuell förändring och procent



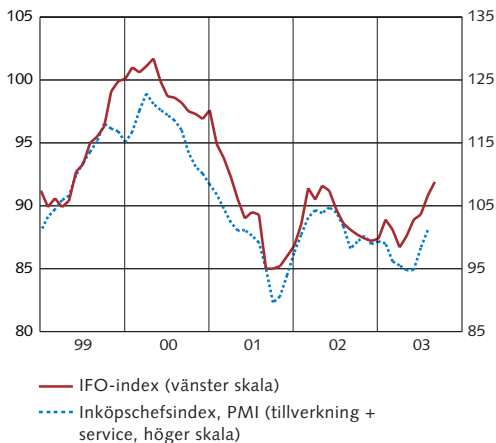
Källa: Eurostat.

**Diagram 21. Tillväxtskillnader i BNP i euroområdet.**  
Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat

**Diagram 22. Förtroendeindikatorer i euroområdet.**  
Inköpschefsindex i EMU och Tyska IFO-indexet.



Källor: IFO Institute och NTC Research.

Under dessa år väntas både Tyskland och Frankrike överskrida stabilitets- och tillväxtpaktens gräns för underskotten.

Under sommaren har företagen i euroområdet börjat se mer optimistiskt på ordergången. De senaste månaderna har indikatorer som inköpschefsindex och tyska IFO stigit (se diagram 22). Även OECD:s ledande indikatorer (CLI) pekar på en viss förbättring framöver.<sup>6</sup>

Under 2004 väntas tillväxten i euroområdet tillta. Europa bedöms få draghjälp från en stark amerikansk konjunktur, vilket medför att exporten åter tar fart. Samtidigt väntas konsumtionstillväxten gradvis tillta och investeringarna öka igen efter att ha fallit under tre år. Det väntade förloppet är en ganska normal konjunkturuppgång, med en god produktivitet utveckling, stigande reallöner och expansiv penningpolitik. Resultatet blir en tillväxt i linje med den potentiella nästa år och över den potentiella 2005. Nuvarande prognos tyder på att inflationen kommer att ligga under ECB:s mål de kommande två åren till följd av bl.a. fallande arbetskostnader och ett svagt resursutnyttjande.

### ■ ■ Konjunkturuppgång i Storbritannien, Danmark och Norge.

Storbritannien har haft en jämförelsevis måttlig konjunktursvacka de senaste åren och tillväxten i år bedöms bli strax under 2 procent. Denna utveckling har gått hand i hand med låga räntor, låg inflation, stigande fastighetspriser och en gynnsam utveckling på arbetsmarknaden. De brittiska export- och industrisektorerna har dock utvecklats svagt. En förklaring är att pundet varit starkt trots det senaste årets försvagning, och därför inte givit nämnvärt stöd åt exporten.

I Storbritannien väntas ökningstakten i privat konsumtion avta något de närmaste åren bl.a. som en följd av att den snabba uppgången i huspriserna bedöms fortsätta att dämpas. Den inhemska efterfrågan hålls dock uppe av att investeringarna tar fart mot bakgrund av den förbättrade världskonjunkturen. Sammantaget väntas tillväxten stiga svagt de kommande åren.

Danmark har under lågkonjunkturen gynnats av en relativt konjunkturokänslig export, bl.a. av livsmedel och läkemedel. Tillväxten har de senaste åren klart överstigit den i euroområdet som helhet. Under årets första två kvartal har dock tillväxten mattats.

I Norge har överhettningen under 2000 och 2001 lett till stigande inflation och försämrade konkurrenskraft. Inflationstrycket ledde till höga räntor som i sin tur bidrog till att stärka den norska kronan. Resultatet blev att tillväxten dämpades kraftigt. I december 2002 lättade Norges bank på penningpolitiken och styrräntan har sedan dess sänkts från 7 till 2,5 procent. Tillväxten i år bedöms dock bli fortsatt svag (se tabell 2).

I både Danmark och Norge, som tillsammans tar emot 15 procent av den svenska exporten, stiger tillväxten de kommande åren till drygt två procent (se tabell 2). I båda länderna bidrar låga räntor och en förbättrad internationell konjunktur till den prognostiserade återhämtningen.

<sup>6</sup> OECD:s Composite Leading Indicator pekar för USA:s del på en accelererande återhämtning. Senaste mätningen är baserad på augusti data och publicerades i början av oktober.

### ■ ■ Stark tillväxt i Asien.

Den japanska ekonomin har överraskat med att växa i allt snabbare takt. Det kan emellertid finnas anledning att vara försiktig med tolkningen av den allra senaste tidens ekonomiska statistik, även om övriga asiatiska ekonomier också förefaller uppvisa en bättre utveckling än väntat. För Asien och Latinamerika samt Öst- och Centraleuropa räknar Riksbanken överlag med en fortsatt god ekonomisk utveckling. Detta väntas ge positiva spridningseffekter till världsekonomin i stort.

### ■ ■ Tilltagande exportmarknadstillväxt.

Riksbanken reviderar ned bedömningen av svensk exportmarknadstillväxt framförallt under innevarande år. Det beror bl.a. på en svagare importutveckling än väntat i för Sverige viktiga handelsländer. Dessutom uppväger inte den starkare tillväxten i den amerikanska ekonomin den svagare tillväxten i Europa i ett svenskt handelsperspektiv. Framöver väntas dock exportmarknadstillväxten tillta i takt med att den internationella konjunkturutvecklingen förstärks.

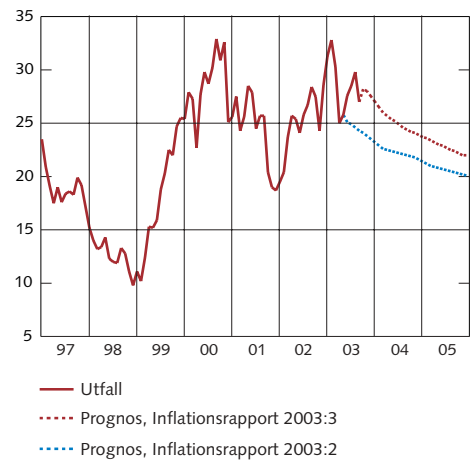
### ■ ■ Högre oljepris under prognosperioden.

Till följd av bl.a. oväntat låga nivåer på oljelagren i USA och fortsatta produktionsstörningar i Irak har oljepriset blivit högre än väntat sedan inflationsrapporten i juni (se diagram 23). Marknadens förväntningar av det framtida oljepriset är nu också mer pessimistisk än i våras. Riksbankens bedömning är därför att oljepriset kommer att falla tillbaka framöver, men ligga på en högre nivå under prognosperioden än i bedömningen i föregående inflationsrapport (se diagram 23). Det innebär att prognosen för oljepriset på längre sikt är uppreviderad jämfört med bedömningen i föregående rapport (se fördjupningsrutan "Oljepriset" för en genomgång av bl.a. prognosrevideringar).

### ■ ■ Högre internationella exportpriser.

De internationella exportpriserna har utvecklats svagt under de senaste åren. Efter årliga ökningstakter kring 4 procent under 1980-talet och i början av 1990-talet har priserna stigit med drygt 1 procent per år under senare tid. Eftersom detta har med en allmän nedgång i inflationen att göra, gör Riksbanken bedömningen att de internationella exportpriserna kommer att stiga snabbare framöver i takt med att det globala resursutnyttjandet tilltar. Den långsiktiga ökningstakten bedöms dock i dag vara lägre än under tidigare decennier. Anledningen är både större konkurrens på de internationella varumarknaderna till följd av ökad integration i världsekonomin och en allmän nedgång i inflationen till följd av ändrade mål för penningpolitiken. Mot bakgrund av en starkare tillväxt i OECD-området och ett högre oljepris under de kommande två åren, väntas de internationella exportpriserna stiga något mer under 2004 än vad Riksbanken räknade med i juni. Prognosen för i år och 2005 är dock i stort sett oförändrade (se tabell 2).

Diagram 23. Oljepris – utfall och prognos.  
USD/fat



Källor: International Petroleum Exchange och Riksbanken.

**Tabell 2. Internationella förutsättningar.  
Årlig procentuell förändring**

	BNP					KPI				
	2001	2002	2003	2004	2005	2001	2002	2003	2004	2005
USA	0,3	2,4	2,9 (2,5)	4,0 (3,5)	3,2 (3,2)	2,8	1,6	2,3 (2,4)	1,7 (2,1)	2,3 (2,2)
Japan	0,4	0,2	2,6 (1,1)	1,9 (1,0)	1,5 (1,4)	-0,7	-0,9	-0,2 (-0,5)	0,1 (-0,4)	0,3 (0,1)
Tyskland	0,6	0,2	0,0 (0,4)	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	1,9	1,3	1,1 (1,1)	1,1 (1,1)	1,4 (1,4)
Frankrike	2,1	1,3	0,3 (0,9)	1,7 (2,0)	2,4 (2,4)	1,8	1,9	1,9 (1,8)	1,5 (1,5)	1,5 (1,6)
Storbritannien	2,1	1,7	1,8 (2,0)	2,5 (2,4)	2,7 (2,7)	2,1	2,2	2,7 (2,6)	2,4 (2,4)	2,5 (2,5)
Italien	1,7	0,4	0,6 (0,9)	1,8 (2,0)	2,5 (2,5)	2,3	2,6	2,6 (2,4)	1,9 (1,8)	2,1 (2,1)
Danmark	1,4	2,1	1,0 (1,4)	2,0 (2,1)	2,2 (2,2)	2,3	2,4	2,2 (2,3)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
Finland	1,2	2,2	1,4 (2,1)	2,5 (2,8)	3,2 (3,6)	2,7	2,0	1,4 (1,7)	1,3 (1,7)	1,8 (1,8)
Norge	1,7	1,3	0,5 (1,1)	2,3 (2,3)	2,6 (2,6)	3,0	1,3	2,2 (2,8)	2,0 (2,0)	2,5 (2,5)
<hr/>										
Euro12	1,6	0,8	0,6 (0,9)	1,9 (2,0)	2,5 (2,5)	2,3	2,3	2,0 (1,9)	1,7 (1,6)	1,7 (1,7)
TCW-vägt	1,4	1,2	1,1 (1,3)	2,3 (2,2)	2,5 (2,5)	2,2	1,9	2,0 (2,0)	1,7 (1,7)	1,9 (1,9)
OECD 19	0,9	1,5	1,9 (1,7)	2,8 (2,5)	2,6 (2,6)	2,1	1,4	1,8 (1,8)	1,5 (1,6)	1,8 (1,7)
<hr/>										
						2001	2002	2003	2004	2005
Svensk exportmarknadstillväxt						1,0	3,1	4,0 (4,7)	6,1 (6,3)	6,9 (7,0)
Genomsnittliga exportpriser i nationell valuta						1,7	0,1	0,5 (0,5)	1,7 (1,3)	1,9 (1,8)
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD/fat Brent Blend)						24,5	25,0	28,5 (26,2)	25,2 (22,3)	22,8 (20,7)

Anm. KPI avser RPIX för Storbritannien och HIKP för Tyskland, Frankrike, Italien, Danmark samt Finland. BNP för Norge avser fastlandsekonomin. OECD 19 avser EU-länderna exklusive Luxemburg, USA, Kanada, Japan samt Norge och Schweiz. 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 2000–2001.

Källa: Riksbanken.

### Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

- Oljepriset bedöms bli högre under prognosperioden. På kort sikt beror det på oväntat höga utfall.
- BNP-tillväxten i USA bedöms bli starkare i år och nästa år. Det beror på oväntat stark konsumtion hittills i år och på att finanspolitiken väntas bli mer expansiv.
- BNP-tillväxten i euroområdet har reviderats ned framförallt för i år, till följd av oväntat svag tillväxt under första halvåret.
- Svensk exportmarknadstillväxt revideras ned framförallt i år, men även något 2004 och 2005.
- De internationella exportpriserna bedöms stiga snabbare under 2004 till följd av ett högre oljepris och en starkare tillväxt i OECD-området.



## Oljepriset

Förändringar i oljepriset påverkar inflationen i Sverige såväl direkt som indirekt. Inflationen påverkas direkt genom prisförändringar på bensin och eldningsolja. Dessa komponenter utgör knappt 5 procent av KPI. KPI påverkas också indirekt genom prisförändringar på insatsvaror och bearbetade varor som importeras eller tillverkas i Sverige. Oljepriset har därmed stor betydelse för hur inflationen utvecklas. Samtidigt är oljepriset mycket volatilt och styrs inte bara av ekonomiska faktorer utan även av politiska faktorer. Detta gör att oljepriset är svårt att prognostisera. De senaste två åren har oljepriset fluktuerat mellan 17 och 34 dollar per fat. I denna fördjupningsruta ges en överblick av hur oljepriset påverkats av strukturella och politiska förändringar under de senaste decennierna. Därefter diskuteras hur Riksbankens oljeprisprognoser reviderats under senare år.

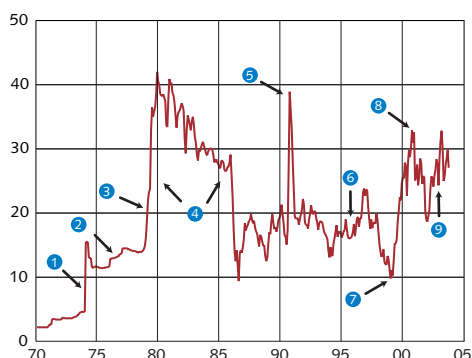
### Oljepriset – en historisk återblick

Före 1973 var oljepriset mycket stabilt och kontrollerades av de stora internationella oljeföretagen. Under 1970-talet förstärktes oljeindustrierna i OPEC-länderna och kartellen fick ett allt större inflytande på oljemarknaden.<sup>7</sup> Oljekriserna på 1970-talet gav upphov till flera strukturella förändringar på oljemarknaden. För det första medförde det höga oljepriset att det blev lönsamt att producera olja även i t.ex. Nordsjöområdet vilket tidigare ansetts för kostsamt. Norge och Storbritannien står idag för ca 8 procent av världens samlade oljeproduktion. Under 1990-talet har dessutom länderna i före detta Sovjetunionen fördubblat sin export. OECD-ländernas beroende av olja från OPEC-länderna har därmed minskat. För det andra innebar oljeprischockerna att industriländerna valde att minska sitt beroende av olja till förmån för andra energikällor. I slutet av 1970-talet svarade oljan för mer än hälften av OECD-ländernas energikonsumtion. Denna andel har nu minskat till ca 40 procent. Det senaste decenniet har den globala konsumtionen av olja endast ökat med i genomsnitt 1 procent per år, varav merparten av ökningen har skett i de asiatiska länderna. Detta kan jämföras med nära 8 procent i årlig ökningstakt under åren 1966 till 1972. OPEC har därmed varit utsatt för press både från utbuds- och efterfrågesidan.

<sup>7</sup> OPEC bildades 1960 av Iran, Irak, Kuwait, Saudiarabien och Venezuela. Under årens lopp har fler länder tillkommit. Idag är även Algeriet, Libyen, Indonesien, Nigeria, Förenade Arabemiraten och Qatar medlemmar.

<sup>8</sup> Se bl.a. Lynch, M. C., "A new era of oil price volatility", WEFA, 2001.

Diagram R4. Politiska och ekonomiska faktorer som påverkat oljepriset 1970-2003. USD/fat



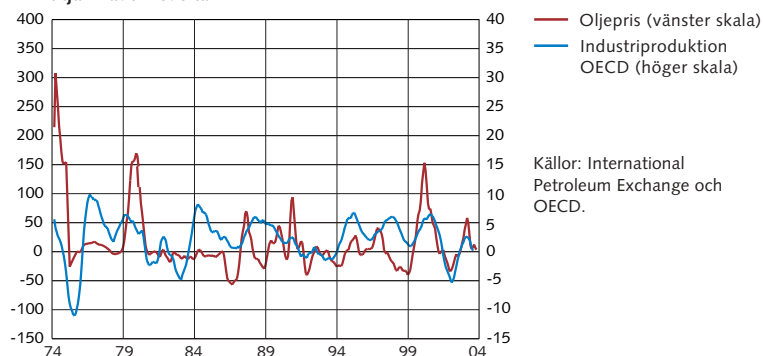
1. Oktoberkriget
2. Saudiarabien nationaliserar sin oljeindustri
3. Revolution i Iran
4. 3 milj fat/dag mindre i utbud från Iran och Irak
5. Gulfkriget
6. Viss återhämtning av Kuwaits utbud. OPEC ökar kapaciteten.
7. Asienkrisen och mild vinter. Saudiarabien producerar enligt kvoten. Irak börjar exportera olja igen.
8. OPEC minskar produktionskvoterna.
9. Irak/USA.

Källor: International Petroleum Exchange och Center for Global Energy Studies.

Mellan 1973 och 1986 reagerade oljepriset mycket lite på förändringar i konjunkturläget. Istället var det politisk oro som låg bakom de stora prisförändringarna (se diagram R4). OPEC hade också under denna period valt att ta på sig rollen som s.k. swing producer. Det innebar att kartellen, i praktiken Saudiarabien, skulle tillföra den sista oljan på marginalen efter att övriga producenter hade sålt sin olja.

Efter 1986 blev oljepriset än mer volatilt.<sup>8</sup> OPEC hade ändrat sin prispolitik och övergick från att som tidigare sätta oljepriset och låta produktionen fluktuera till att istället använda sig av produktionskvoter och låta priset fluktuera.

Diagram R5. Industriproduktion i OECD och oljepris. Årlig procentuell förändring, tre månaders utjämnade medeltal

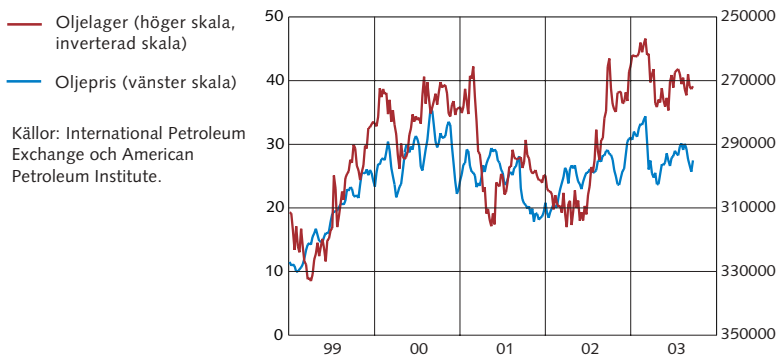


Källor: International Petroleum Exchange och OECD.

Saudiarabien övergav också sin roll som "swing producer". En växande spotmarknad för olja bidrog också till att öka svängningarna i oljepriset.

Sedan mitten av 1990-talet har volatiliteten fortsatt att öka. Oljepriset tycks reagera mer på konjunkturella förändringar än vad som tidigare varit fallet (se diagram R5). Anledningen är bl.a. att överskottskapaciteten i alla led (produktion, transport, raffinering och distribution) har minskat och att industrin har

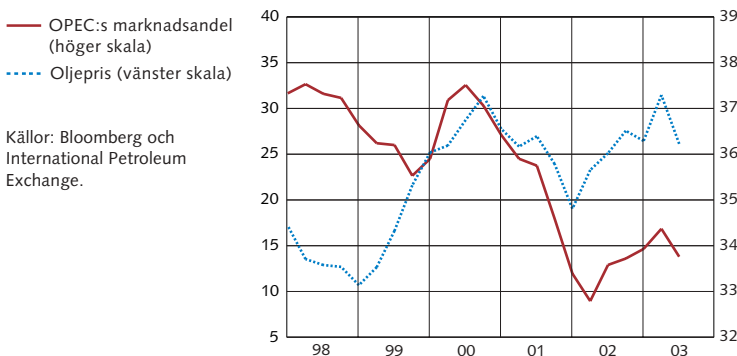
Diagram R6. Oljepris och oljelager i USA. USD/fat och 1000-tals fat



dragit ned på sina oljelager. Den genomsnittliga lagernivån (mätt som antalet konsumtionsdagar) har fallit under en längre tid men nedgången har förstärkts sedan mitten av 1990-talet. Det gör att skift i efterfrågan får allt snabbare och större genomslag på oljepriset. Tidigare kunde dessa efterfrågeförändringar i högre grad pareras med hjälp av förändringar i lagren.

I slutet på 1990-talet lade OPEC om sin politik. Konjunkturen i Asien, och därmed även oljeefterfrågan, dämpades mer än de flesta förutsett i samband med Asienkrisen. Oljeefterfrågan sjönk med 1,7 miljoner

Diagram R7. OPEC:s marknadsandel och oljepris. Procent och USD/fat



fat/dag. Samtidigt hade OPEC-länderna under en tid haft problem med den interna disciplinen genom att vissa länder ökat sin produktion utöver de officiella kvoterna. Saudiarabien beslutade sig för att föra en mer aggressiv linje och ökade sin produktion kraftigt. Följden blev ett kraftigt oljeprisfall. Från att ha uppgått till ca 19 USD/fat i slutet av 1997 hade oljepriset ett år senare fallit till ca 10 USD/fat. Det ökade incitamenten att hålla ihop inom OPEC och medlemsländerna minskade sina officiella produktionskvoter. OPEC:s strategi de senaste åren har varit att förhindra en lageruppbbyggnad för att på så sätt kontrollera priset (se diagram R6). OPEC lanserade 2000 ett prisintervall på 22-28 USD för oljepriset med ett önskat pris på 25 USD/fat. Kartellen har därmed återigen bytt prispolitik. Från att ha stabiliserat produktionen övergick de istället till att stabilisera priset.

Den ändrade prispolitiken har bidragit till att OPEC:s marknadsandel sedan 1999 sjunkit från ca 37 procent till ca 33 procent (se diagram R7). Övriga oljeproducerande länder, främst Ryssland och Angola, har ökat sin produktion med i genomsnitt 1 miljon fat/år de senaste åren. Samtidigt har den globala efterfrågan på olja endast ökat med i genomsnitt 0,6 miljoner fat/år.

Den internationella konjunkturavmattningen under 2001 innebar en press ned på oljepriset. OPEC genomförde under våren 2001 en serie kvotminskningar. I slutet av sommaren blev marknaden orolig för att kartellen stramat åt utbudet för mycket och befarade att en bristsituation skulle uppstå under hösten då efterfrågan på eldningsolja säsongsmässigt stiger. Oljepriset hade därför redan börjat stiga när terrordåden i USA inträffade den 11 september 2001. Den första reaktionen på marknaden var ett kraftigt stigande oljepris. Men försämrade tillväxtutsikter, vilket betyder lägre efterfrågan på olja, kom att väga tyngre än oro för utbudsstörningar. Oljepriset föll under OPEC:s nedre intervall och var som lägst 17 USD/fat. Efter att ha haft kontakter med andra länder genomförde kartellen i januari 2002 tillsammans med bl.a. Norge och Ryssland produktionsminskningar.

Politiska spänningar kopplade till konflikten i Irak, en orolig påsk i mellanöstern, förbättrade konjunkturutsikter och vinterns utbudsminskning pressade upp oljepriset under våren och

sommaren 2002. Den allmänna uppfattningen på marknaden var att det fanns en riskpremie på ca 3-4 USD i oljepriset. Enkla skattningar som visar sambandet mellan lagernivå och oljepriset stödjer detta (se diagram R8). I september var oljepriset uppe i 28 USD/fat. Senare under hösten började dock oljepriset att falla. Anledningen var att den omedelbara risken för ett krig i Irak tycktes alltmer avlägsen efter oenighet i FN:s säkerhetsråd samtidigt som OPEC:s produktion utöver de officiella kvoterna ökade. I november tangerade oljepriset OPEC:s under gräns på 22 USD/fat. En omfattande strejk i Venezuela som lamslog landets hela oljeindustri fick dock oljepriset att klättra upp till över 30 USD/fat i slutet av december 2002. Oljelagren i USA befann sig då på den lägsta nivån på 30 år.

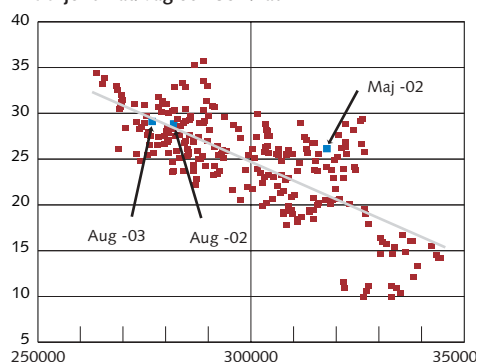
I början av 2003 steg oljepriset till följd av osäkerheten inför ett eventuellt krig i Irak och utgången av detta. Priset låg i början av mars i intervallet 34-35 dollar per fat. Därefter föll priset kraftigt igen, till 22-23 dollar per fat i slutet av april, när det visade sig att Irak-kriget fick en snabb upplösning. Samtidigt trodde marknaden att samtliga irakiska oljefält var säkrade för fortsatt produktion. Produktionen har dock inte kommit igång lika smidigt som väntat, bl.a. till följd av att oljefält och oljeledning har utsatts för sabotage. Detta är en viktig förklaring till att priset åter började stiga under sommaren 2003 till runt 30 dollar per fat i slutet av augusti. Även de låga oljelagren i USA bidrog till det högre priset. Oljelagren har under september börjat stiga vilket medfört fallande oljepriser. Detta motverkades dock av en oväntad produktionsneddragning av OPEC i slutet av månaden. Oljepriset uppgick till i genomsnitt 27 dollar per fat i september.

Sammanfattningsvis har oljepriset under perioden 2000-2003 i genomsnitt uppgått till 26 USD/fat vilket är inom det uppsatta intervallet på 22-28 USD/fat. Prisvariationerna har dock varit ganska stora. Som lägst var priset 17 USD/fat och som högst 35 USD/fat.

#### Riksbankens oljeprisprognoser

Beskrivningen av de senaste årens oljeprisutveckling visar på svårigheterna att prognostisera oljepriset. De kortsiktiga fluktuationerna kommer aldrig att fullt ut kunna förutses. En utgångspunkt när oljepriset ska prognostiseras är att de medelfristiga fluktuationerna de se-

Diagram R8. Samband oljelager i USA och oljepris, 1999-2003. Miljoner fat/dag och USD/fat

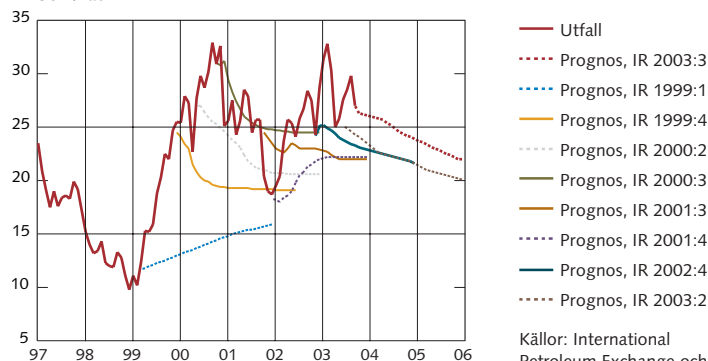


Källor: International Petroleum Exchange och American Petroleum Institute.

naste åren följt de globala konjunktursvängningarna relativt väl. Därutöver har oljepriset till stor del styrts av mer svårprognostiserbara faktorer, ofta politiskt betingade.

I början av 1999 antogs att oljepriset skulle återhämta sig och uppgå till ca 16 USD/fat i slutet av 2001. Styrkan i uppgången underskattades dock och i varje prognos ända fram till Inflationsrapport 2000:2 var utgångspunkten att toppen hade nåtts och att oljepriset skulle falla (diagram R9). Allteftersom oljepriset fortsatte att överraska på uppåtssidan reviderades också slutpunkten upp successivt. I Inflationsrapport 2000:2 prognostiserades att oljepriset skulle hamna på ca 20 USD/fat i slutet av 2001, vilket också är det historiska genomsnittet. Strukturella förändringar i de internationella utbuds- och efterfrågeförhållandena såsom sjunkande

Diagram R9. Ett urval av historiska oljeprisprognoser samt utfall. USD/fat



Källor: International Petroleum Exchange och Riksbanken.

produktionskostnader och försämrade samarbetsförmåga inom kartellen väntades få oljepriset att falla tillbaka till en mer långsiktigt ut hållig nivå. Terminspriserna hade också skiftat upp under 1999 och 2000 och indikerade ett långsiktigt oljepris på ca 20 USD/fat.

När det blev tydligare att OPEC klarade av att samarbeta för att hålla uppe priserna och dessutom lanserade sitt prisband på 22-28 USD/fat under 2000 skedde en omprövning av den långsiktiga prisnivån. Istället för 20 USD/fat antogs den vara 22 USD/fat, dvs. i det nedre intervallet av OPEC:s prisband. Även terminspriserna hade skiftat uppåt på de längre löptiderna. Anledningen till att slutpunkten inte ansågs vara högre, kanske 25 USD/fat som ju är kartellens riktmärke, är att utbudet från övriga oljeproducerande länder beräknades öka.

Det är dock alltid svårt att tolka data och veta vad som är en tillfällig eller en mer perma-

nent förändring. Under 2002 började det bli allt mer tydligt att utbudet kanske inte skulle öka i samma takt som tidigare antagits, vilket skulle motivera ett högre långsiktigt oljepris. Samtidigt började det dock framstå som allt mer troligt att USA skulle attackera Irak, som har en mycket stor outnyttjad potential, vilket verkade i motsatt riktning. Slutpunkten kom därför att revideras ned något under 2003, från ca 22 dollar per fat till drygt 20 dollar per fat. Till följd av den fortsatta oron i Irak är nu marknadens bedömning betydligt mer pessimistisk om Iraks framtida oljeproduktion och mycket tyder på att det kommer att dröja flera år innan produktionen når upp till tidigare nivåer. Samtidigt innebär den internationella konjunkturbilden att efterfrågan på olja kan väntas stiga framöver. Det finns därför skäl att återigen räkna med ett långsiktigt oljepris som är något högre, omkring 22 USD/fat.

## Den ekonomiska utvecklingen i Sverige

I inflationsrapporten i juni konstaterades att dystrare internationella konjunkturutsikter väntades ha en dämpande effekt på efterfrågan i Sverige med ett lägre resursutnyttjande som följd. I stort är bilden av svensk ekonomi densamma som i föregående inflationsrapport. Ny statistik har dock visat på en något starkare tillväxt under det första halvåret jämfört med den bedömning Riksbanken gjorde i juni. Tillsammans med sänkningen av reporäntan med 0,75 procentenheter gör detta att bilden av svensk ekonomi nu framstår som aningen ljusare.

### ■ ■ Något ljusare konjunkturutsikter.

Nyinkommen statistik och indikatorer ger fortfarande ingen entydig bild av konjunkturutvecklingen. Den samlade bedömningen i föregående inflationsrapport var att den ekonomiska aktiviteten hade utvecklats något svagare än väntat. Sänkningen av reporäntan och den något starkare tillväxten under årets första hälft gör dock att förutsättningarna för en konjunkturuppgång är aningen bättre än i juni. I förhållande till föregående inflationsrapport har BNP-tillväxten reviderats upp något för de år prognosen omfattar. BNP-tillväxten bedöms nu bli 1,5 procent i år, 2,4 procent under 2004 och 2,5 procent 2005.

**Tabell 3. Försörjningsbalans i huvudscenariot.  
Årlig procentuell förändring**

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

Källor: SCB och Riksbanken.

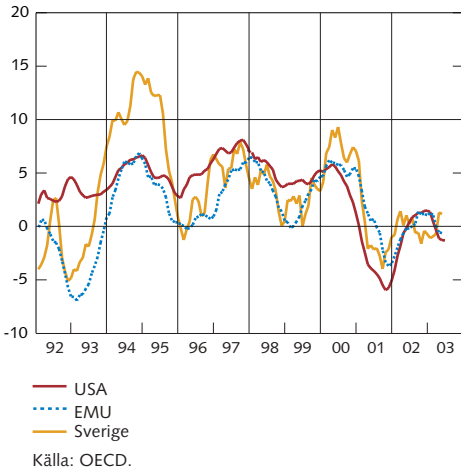
I år tar sig BNP-tillväxten framförallt uttryck i hushållens konsumtionsutgifter. Under 2004 och 2005 är det i huvudsak hushållens konsumtionsutgifter och investeringsefterfrågan som tar de största andelarna av BNP-tillväxten. Liksom i föregående inflationsrapport görs bedömningen att en fortsatt stabil utveckling av inkomsterna, förmögenheten och sysselsättningen bidrar till en jämn ökning av hushållens konsumtion.<sup>9</sup> Tillväxten i de fasta bruttoinvesteringarna har reviderats ned för 2004 men reviderats upp för 2005. Liksom i föregående inflationsrapport väntas nettoexporten och den offentliga konsumtionen uppvisa relativt måttlig tillväxt.

### ■ ■ Tecken på förbättrad industrikonjunktur.

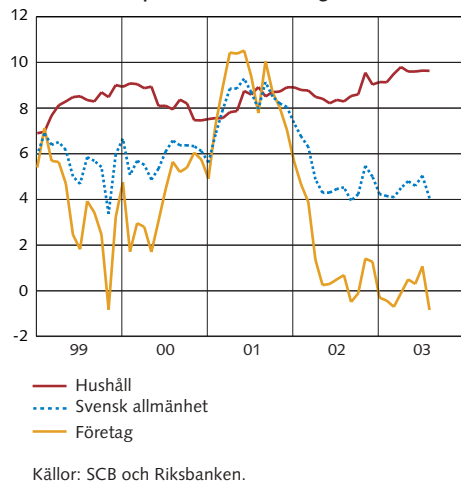
Den svenska industrikonjunkturer har, liksom den i omvärlden, varit

<sup>9</sup> Skillnaden i tillväxttakt mellan 2004 och 2005 beror i huvudsak på skottåret 2004.

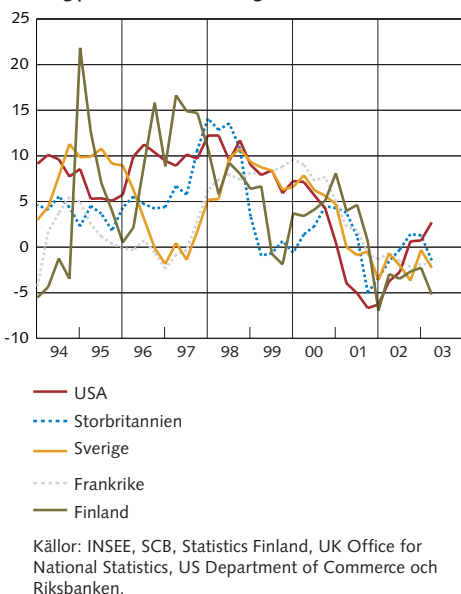
**Diagram 24. Industriproduktion.**  
Tre månaders glidande medeltal av procentuella förändringar från motsvarande månad föregående år



**Diagram 25. Samtliga kreditinstituts utlåning till svensk allmänhet, sektorfördelad.**  
12 månaders procentuell förändring



**Diagram 26. Totala fasta bruttoinvesteringar i Finland, Sverige, USA, Frankrike och Storbritannien.**  
Årlig procentuell förändring



svag sedan början av 2001. Tendenser till återhämtning under 2002 och början av 2003 har följts av perioder av försvagning. Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer för juli visade en nedgång i tillverkningsindustrin under andra kvartalet jämfört med första kvartalet. Orderingen minskade från såväl hemma- som exportmarknaden. Industriproduktionsdata visar emellertid att produktionen ökade något mellan första och andra kvartalet i år samt att det finns en positiv trend de senaste månaderna (se diagram 24).

Konjunkturinstitutets månadsbarometrar för augusti och september, liksom inköpschefsindex, har visat en något ljusare bild av industrikonjunkturen än den dystra kvartalsbarometern för juli. Återhämtningen tycks dock gå trögt. Inköpschefsindex försämrades åter något i september. Enligt Konjunkturinstitutets månadsbarometer för september har orderingen varit i stort sett oförändrad de senaste månaderna och produktionsvolymen har ökat bara marginellt. Inom industrin för investeringsvaror ser det dock något bättre ut än inom den totala tillverkningsindustrin, även om orderingen till fordonsindustrin minskade något enligt septemberbarometern.

Teknikföretagen har publicerat en barometerundersökning för verkstadsindustrin avseende tredje kvartalet. Enligt denna undersökning, som genomfördes under augusti, redovisar 6 av 8 delbranscher ökad exportordergång jämfört med föregående kvartal. Det är särskilt de större verkstadsföretagen som sett en ökning av efterfrågan från exportmarknaden. Sammantaget görs bedömningen att industrikonjunkturen är fortsatt svag, men att det finns vissa tecken på en förbättring.

#### ■ ■ Bruttoinvesteringarna tar fart i slutet av prognosperioden.

De totala fasta bruttoinvesteringarna sjönk med ca 2 procent under andra kvartalet i år jämfört med andra kvartalet 2002. Detta var det nionde kvartalet i följd som investeringarna minskade. Tillväxttakten i utlåningen till företagen fortsätter därmed att vara mycket låg (se diagram 25). Den svaga utvecklingen förklaras i huvudsak av det internationella konjunkturläget och ett lågt kapacitetsutnyttjande. Den svaga investeringsefterfrågan i Sverige de senaste åren följer utvecklingen i andra OECD-länder väl (se diagram 26). Under perioden 1994 till 1999 var avvikelsen mellan enskilda länders tillväxttakter avsevärt större. Det talar för att de senaste årens låga investeringsnivåer i OECD-länderna har den svaga internationella konjunkturutvecklingen som gemensam orsak.

Den för tillfället svaga byggkonjunkturen ger ett lågt bostadsbyggande i år och en svag återhämtning nästa år. Bostadsinvesteringarna har i år utvecklats svagare än vad som bedömdes i föregående inflationsrapport (se diagram 27). Därför har tillväxttakten i bostadsinvesteringarna reviderats ner för 2003 och 2004. Även de offentliga investeringarna väntas bli något lägre till följd av statens och kommunernas ansträngda budgetläge. Därför reviderar Riksbanken ned de totala fasta bruttoinvesteringarna för 2003 och 2004 jämfört med föregående inflationsrapport. Investeringsbidraget för produktion av

mindre bostäder och den låga räntenivån förväntas dock ha en positiv effekt på bostadsbyggandet i slutet av prognosperioden.

Något stabilare konjunkturutsikter, låga räntor och stigande kapacitetsutnyttjande förväntas efter hand få en stimulerande effekt på de totala fasta bruttoinvesteringarna under prognosperioden. Sänkningen av reporäntan sedan föregående inflationsrapport har bidragit till att tillväxten i de totala fasta bruttoinvesteringarna har reviderats upp något för 2005.

Under första halvåret i år utgjorde lagerinvesteringar ca 0,5 procentenheter av BNP (se diagram 28). Den relativt stora ökningen av tillväxttakten i lageruppbyggnaden som inleddes under slutet av 2002 förefaller ha avtagit något under första halvåret i år. En avtagande ökningstakt kan även noteras för färdigvarulagren i tillverkningsindustrin (se diagram 29). Andelen företag som i Konjunkturbarometern svarar att lagren är för stora har dock ökat under andra kvartalet i år. Sammantaget förväntas lagerinvesteringarnas bidrag till BNP-tillväxten vara något högre i år i förhållande till den bedömning som gjordes i föregående inflationsrapport.

#### ■ ■ Uppgång i både exporten och importen.

Varuexporten utvecklades svagt under fjolåret. I början av innevarande år tilltog ökningstakten i exporten, för att sedan återigen avta. Sammantaget har exporten hittills i år vuxit långsammare än väntat. Detta sammanhänger troligtvis med att importen i framförallt euroområdet blivit oväntat svag. Nya utfall och nedrevideringen av svensk exportmarknadstillväxt motiverar att varuexporten revideras ned för 2003. Resten av prognosperioden väntas tillväxten i exporten av varor stiga i linje med förväntningarna i föregående inflationsrapport. En stigande världsmarknadstillväxt och låga exportpriser mätt i svenska kronor väntas ge draghjälp åt exporten.

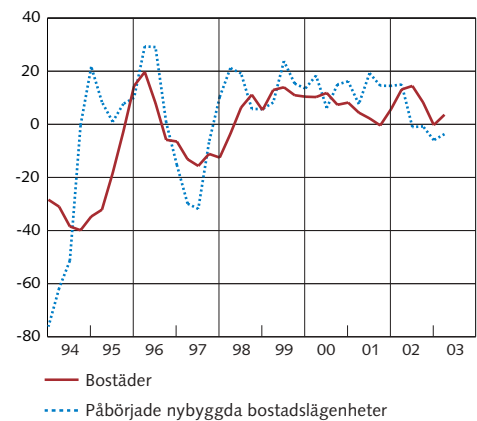
Importen av varor minskade under fjolåret men förväntas nu öka. Bedömningen av tillväxten i varuimporten är i stort oförändrad i år och nästa år jämfört med föregående inflationsrapport. Däremot väntas högre privat konsumtion och investeringar ge en högre tillväxt i importen av varor i slutet av prognosperioden jämfört med föregående inflationsrapport.

Från januari till juli i år ökade exporten och importen i volym med uppskattningsvis 3,5 procent jämfört med samma period förra året. Exporten av motorfordon och läkemedel ökade mest av de bearbetade varorna, medan järnmalm ökade mest av råvarorna. När det gäller importen är det främst oljeprodukter, vägfordon och stål som bidrar till ökningen.

#### ■ ■ Tjänstehandeln fortsatt svårbedömd.

Utrikeshandeln med tjänster är svårbedömd eftersom den består av ett flertal skilda aktiviteter, som exempelvis varustransporter, resor, försäkringar, data- och kommunikationstjänster samt olika företags-tjänster. Efter att ha ökat snabbt i relation till BNP sedan senare delen av 1990-talet, har exporten och importen av tjänster fallit tillbaka

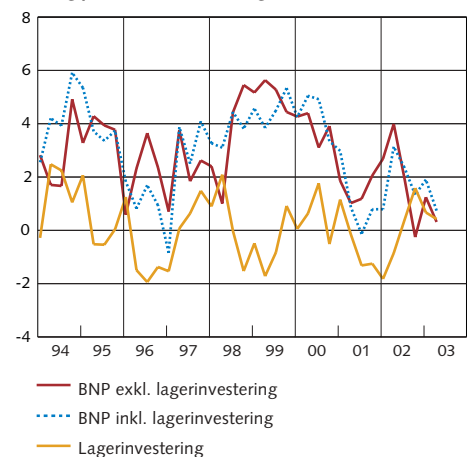
**Diagram 27. Bostadsinvesteringar och påbörjade nybyggda bostadslägenheter. Årlig procentuell förändring**



Anm. För påbörjade nybyggda bostadslägenheter är de senaste fyra kvartalens siffror uppräknade med hänsyn till erfarenhetsmässig underrapportering.

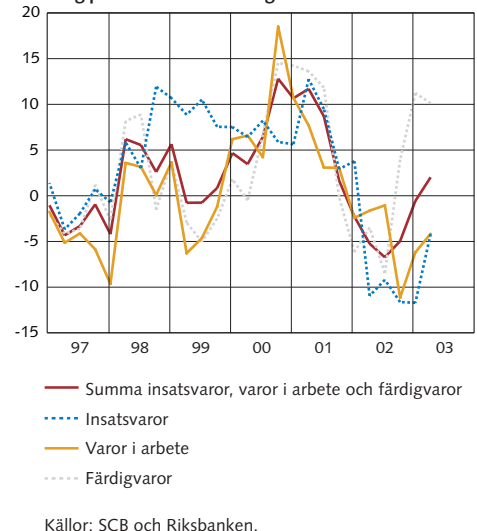
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 28. Lagerinvesteringar, andel av BNP samt BNP inklusive och exklusive lagerinvesteringar. Årlig procentuell förändring**



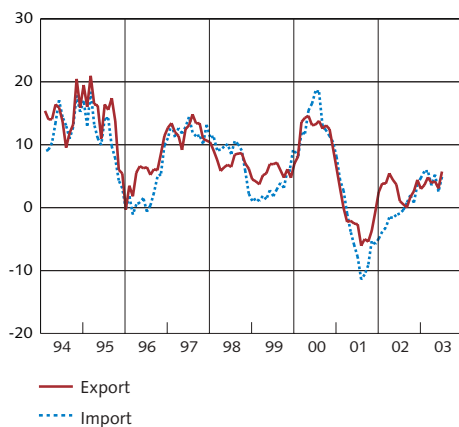
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 29. Lagrens utveckling för industrin, lagertyp. Årlig procentuell förändring**



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 30. Export och import av varor.  
Procent, tre månaders glidande medelvärde



Källor: SCB och Riksbanken.

både i absoluta tal och som andel av BNP under 2002. En omläggning av statistiken vid årsskiftet 2002/2003 medför att osäkerheten är särskilt stor vid en jämförelse mellan innevarande år och fjolåret.

Bedömningen för prognosperioden bygger på antagandet att nedgången i utrikeshandeln med tjänster har varit tillfällig och att såväl exporten som importen av tjänster kommer att återhämta sig och öka något snabbare än BNP under prognosperioden. Exporten och importen av tjänster bedöms växa lika mycket.

#### ■ ■ Finanspolitiken blir mindre expansiv framöver.

För att utgiftstaket inte skulle riskera att överskridas i år och nästa år presenterade regeringen och samarbetspartierna ett antal besparingsåtgärder i 2003 års ekonomiska vårproposition. En central del av detta åtgärdspaket var att minska kostnaderna för sjukskrivningarna. Beräkningar tydde på att det skulle kunna komma att behövas ytterligare besparingsåtgärder om utgiftstaken skulle klaras för dessa år. Denna bild står sig för 2003. Nya beräkningar tyder på att de takbegränsade utgifterna ligger i nivå med utgiftstaket 2004 och att de understiger det i budgetpropositionen aviserade utgiftstaket för 2005. De något förbättrade konjunkturutsikterna bidrar till detta.

Sedan föregående inflationsrapport har två nationalräkenskapsutfall för den offentliga konsumtionen presenterats. Under första halvåret i år har den offentliga konsumtionen ökat med 0,8 procent. Den statliga konsumtionen har ökat mer än väntat. Under första halvåret 2003 steg den med 0,7 procent jämfört med motsvarande period 2002. För innevarande år görs bedömningen att de oväntat starka siffrorna för den statliga konsumtion motiverar en upprevidering av prognosen för den totala offentliga konsumtionen. Kommande år bedöms den statliga konsumtionen utvecklas i linje med prognosen i föregående inflationsrapport.

Enligt SCB påverkade Kommunals strejk under våren den kommunala konsumtionsutvecklingen under andra kvartalet, jämfört med motsvarande kvartal i fjol, negativt med ungefär 1 procentenhet. Trots detta har de kommunala konsumtionsutgifterna ökat med knappt 1 procent under första halvåret 2003. Kommande år bedöms den kommunala konsumtionen utvecklas svagt i jämförelse med de senaste åren. Löneökningstakten inom kommunsektorn bedöms fortsättningsvis bli högre än för ekonomin som helhet. Kommunerna befinner sig i ett besvärligt ekonomiskt läge och bedömningen att kommunsektorn måste höja skatten ytterligare 2004 kvarstår.

I budgetpropositionen för 2004 aviseras att det tillfälliga sysselsättningsstödet till kommuner och landsting förstärks med 400 miljoner kronor 2004 samt att stödet permanentas från 2005. Riksbanken bedömer att detta tillskott till större delen används för att förbättra landstingens och kommunernas finansiella ställning. Bedömningen baseras dels på att kommunsektorn som helhet väntas uppvisa ett negativt finansiellt sparande 2005, dels på att stödet är generellt. Stödet väntas dock generera en något ökad sysselsättning i den kommunala



sektorn vilket också motiverar en viss uppjustering i tillväxten av den kommunala konsumtionen.

Liksom i föregående inflationsrapport väntas det finansiella sparandet i den offentliga sektorn stiga gradvis och ligga omkring 1 procent av BNP i genomsnitt under prognosperioden. Upprevideringen av den offentliga konsumtionen för 2003 har dock föranlett en viss nedrevidering av det finansiella sparandet i år.

Under perioden 1998–2002 har överskottet i det offentliga finansiella sparandet i genomsnitt varit ca 2,5 procent av BNP. I den meningen kan finanspolitiken sägas ha varit kontraktiv den senaste femårsperioden. Det är främst tack vare de stora överskotten i pensionssystemet som sparandet har varit så högt. Variationerna mellan åren har dock varit förhållandevis stora (se diagram 31). Överskotten var särskilt stora 2000 och 2001 medan en tydlig försämring av det offentliga sparandet ägde rum under 2002.

De offentliga finanserna är konjunkturkänsliga och uppvisar en hög samvariation med BNP-tillväxten. Orsaken till att sparandet var högt 2001 trots en relativt låg BNP-tillväxt är att en del av skatteinbetalningarna sker i efterskott. När det offentliga sparandet korrigeras för sådana periodiseringseffekter var det betydligt lägre 2001.

**Tabell 4. Finanspolitiska åtgärder 1998-2002.**  
Miljarder kronor

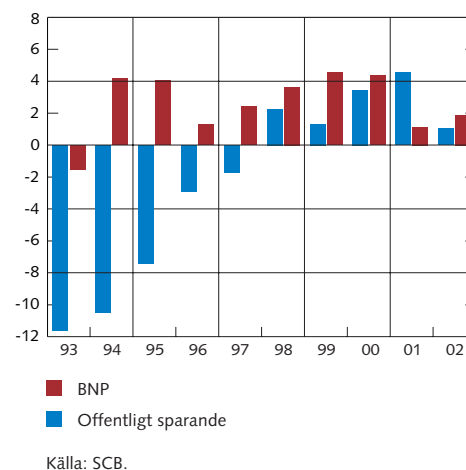
	1998	1999	2000	2001	2002
Åtgärder per år	21	20	29	34	42
Ackumulerat	21	41	70	104	146

Källa: Konjunkturinstitutet.

De offentliga finanserna förbättrades 1993-2001, men de senaste åren har betydande skattesänkningar och utgiftsökningar genomförts. Under perioden 1998–2002 summerade dessa åtgärder till ca 146 miljarder kronor varav skattesänkningar svarade för mindre än halva beloppet (se tabell 4). Dessa åtgärder har således inneburit att finanspolitikens inriktning blivit mindre kontraktiv. Den goda sysselsättningsutvecklingen i ekonomin och lägre ränteutgifter för statsskulden har möjliggjort att dessa åtgärder har kunnat genomföras utan en markant försämring av den offentliga sektorns finansiella sparande.

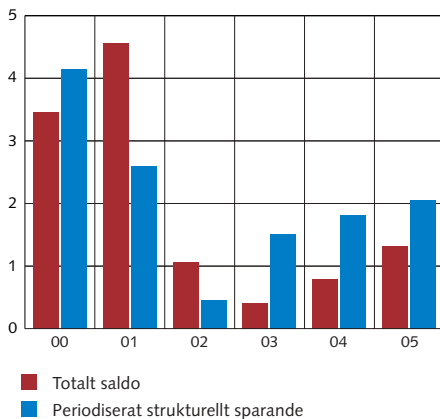
Målet för det offentliga finansiella sparandet är ett överskott på 2 procent av BNP i genomsnitt över konjunkturcykeln. För att bedöma om utgiftsökningarna och skattesänkningarna de senaste åren varit förenliga med målet kan en beräkning av det så kallade strukturella (konjunkturrensade) saldot göras. Ett strukturellt saldo nära 2 procent av BNP indikerar att saldomålet klaras i genomsnitt över en konjunkturcykel. I diagram 32 visas utvecklingen av det (periodiserade) strukturella saldot under perioden 2000–2005. Det strukturella saldot försämrades med drygt 3 procentenheter mellan 2000 och 2002, vilket stämmer relativt väl överens med summan av de finanspolitiska åtgärderna under denna period (se tabell 4). Det beräknade strukturella saldot understeg saldomålet relativt mycket under 2002. Men det bedöms närma sig 2 procent av BNP i slutet av prognosperioden till följd

**Diagram 31. Offentligt finansiellt sparande och BNP-tillväxt.**  
Procent



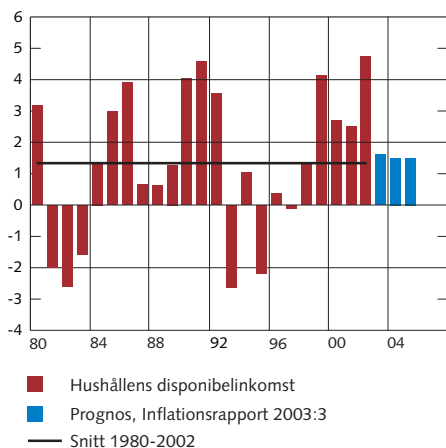
Källa: SCB.

**Diagram 32. Den konsoliderade offentliga sektorns finansiella sparande och periodiserat strukturellt saldo. Procent av BNP**



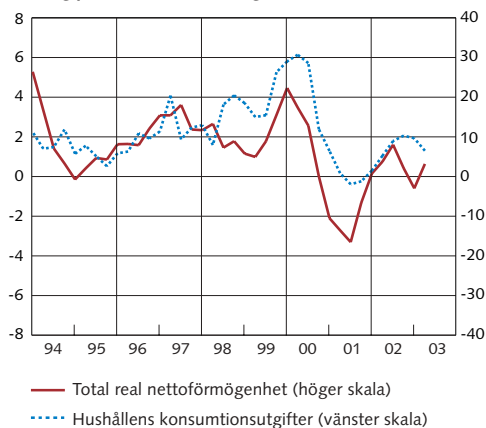
Källor: Finansdepartementet, SCB och Riksbanken.

**Diagram 33. Hushållens reala disponibla inkomster. Årlig procentuell förändring**



Källa: Riksbanken.

**Diagram 34. Hushållens konsumtionsutgifter och total real nettoförmögenhet. Årlig procentuell förändring**



Anm. Med real nettoförmögenhet avses fastigheter plus finansiella tillgångar minus skulder deflaterat med KPI.

Källa: SCB.

av besparingsåtgärderna i vårpropositionen och de kommunala skattehöjningarna. Huruvida det är möjligt att uppnå saldomålet är också avhängigt av ekonomins potentiella tillväxttakt framöver.

### ■ ■ Stabil utveckling av de disponibla inkomsterna.

Trots nedgången i konjunkturen de senaste åren har de disponibla inkomsterna ökat relativt mycket. Omläggningen av finanspolitiken i mer expansiv riktning har bidragit till detta. Som konstaterades ovan väntas dock den finanspolitiska stimulansen avta de kommande åren.

Bedömningen av hushållens inkomster har inte förändrats påtagligt jämfört med föregående inflationsrapport. En fortsatt svag utveckling på arbetsmarknaden och måttliga löneökningar dämpar hushållens inkomster innevarande år. Ytterligare kommunala skattehöjningar 2004 förväntas hålla tillbaka den totala inkomstutvecklingen.

Sammantaget förväntas hushållens reala disponibla inkomster öka med i genomsnitt drygt 1,5 procent under prognosperioden, vilket är i linje med den historiska genomsnittliga tillväxten sedan 1980 (se diagram 33).

### ■ ■ Hushållens konsumtion ökar något.

Tillväxttakten i hushållens konsumtionsutgifter föll från ca 6 procent i mitten av 2000 till omkring 0 under 2001. Därefter har konsumtionstillväxten åter stigit och väntas fortsätta göra det under prognosperioden (se diagram 34).

Det är framförallt hushållens inkomst- och förmögenhetstillväxt som är avgörande för konsumtionsutvecklingen. Även hushållens framtidstro och räntenivån påverkar den privata konsumtionen.

Jämfört med förra inflationsrapporten har prognosen för de disponibla inkomsterna ändrats marginellt. När det gäller hushållens reala nettoförmögenheter har utvecklingen under de senaste åren varit turbulent. Det är svårt att avgöra hur den stora nedgången i aktiepriserna under 2000–2001 påverkar hushållens konsumtion under prognosperioden. Det är speciellt konsumtionen av varaktiga varor som är känsliga för förmögenhetsförändringar. Efterfrågan på den typen av varor föll under 2001, men därefter har en återhämtning skett (se diagram 35).

Den senaste korttidsstatistiken pekar på att konsumenterna har fått en starkare framtidstro. Enligt Hushållens inköpsplaner är det framförallt synen på svensk ekonomi och på arbetslösheten som blivit mer optimistisk (se diagram 36). Även detaljhandelstatistiken visar en hög tillväxttakt under de senaste månaderna. Detta avspeglas också i en hög tillväxttakt i M0, allmänhetens innehav av sedlar och mynt (se diagram 37).

Utlåningen till hushållen, i synnerhet från bostadsinstituten, är fortsatt hög (se diagram 25). Hushållens upplåning är knuten till småhusmarknadens utveckling. Småhuspriserna har ökat något mer i år jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. De låga boräntorna under sommarmånaderna har sannolikt bidragit till detta. Under prognosperioden väntas dock ökningstakten i fastighetspriserna komma att dämpas.

Mot bakgrund av räntesänkningarna sedan föregående inflationsrapport och en viss upprevidering av tillväxttakten i den reala förmögenheten har tillväxttakten för privat konsumtion reviderats upp något för åren 2004 och 2005. Det är framförallt efterfrågan på varaktiga konsumtionsvaror som väntas öka.

Prognoserna på konsumtion och inkomster innebär att hushållens sparande revideras ned för 2004 och 2005. Dock ligger hushållens sparkvot kvar på en historiskt sett relativt hög nivå (se diagram 38).

#### Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

- Reporäntesänkningarna och den väntade efterfrågeuppgången bidrar till att de fasta bruttoinvesteringarna ökar något mer i slutet av prognoshorisonten.
- En upprevidering av den reala förmögenheten och en lägre räntenivå ger en något högre tillväxt i den privata konsumtionen.
- Upprevideringen av tillväxttakten för den privata konsumtionen och de totala fasta bruttoinvesteringarna ger en högre förväntad tillväxt i importen av varor i slutet av prognosperioden.
- Något högre utfall i år och det ökade sysselsättningsstödet till kommunerna motiverar att tillväxttakten i den offentliga konsumtionen för innevarande år och för 2005 revideras upp.

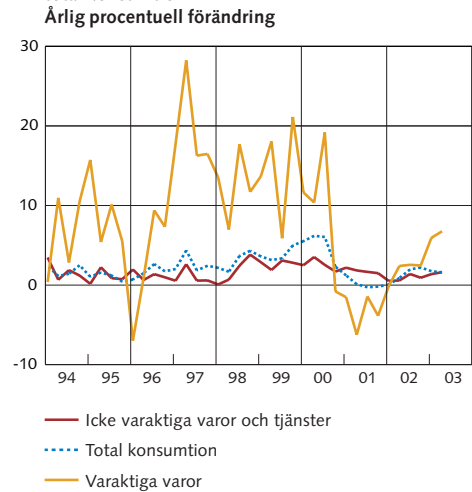
#### ■ ■ Fortsatt svag utveckling på arbetsmarknaden.

Utvecklingen på arbetsmarknaden har varit fortsatt svag. Sysselsättningen var i genomsnitt oförändrad under årets första åtta månader jämfört med motsvarande period förra året. Sysselsättningsutvecklingen har försämrats gradvis under året, även om den privata tjänstesektorn visade tecken på en viss förbättring under juli och augusti. I tillverkningsindustrin har antalet sysselsatta minskat med ca 25 000 personer eller med ca 3 procent hittills i år, medan antalet sysselsatta i offentlig sektor ökat ända fram t.o.m. sommaren (se diagram 39). Det är framförallt i den statliga sektorn som nyrekryteringarna ökat. Även i kommunerna har nyanställningarna ökat något, troligen delvis till följd av det tillfälliga sysselsättningsstödet (se diagram 40).

Neddragningen av AMS utbildningsprogram och utfasningen av det s.k. Kunskapslyftet har gjort att inflödet till arbetskraften varit stort. Under årets första åtta månader ökade arbetskraften med ca 30 000 personer. Den öppna arbetslösheten fortsätter att öka och i augusti låg den på 5,4 procent.

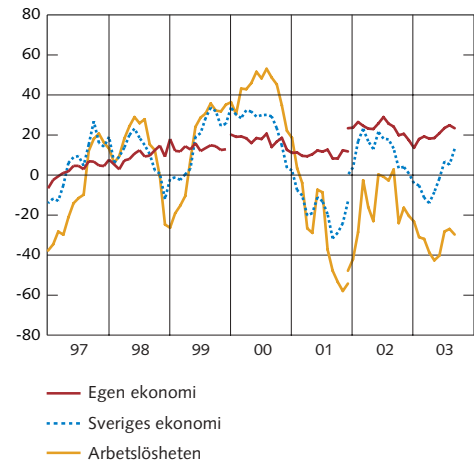
10 Det snäva penningmängdsaggregatet M0 består av allmänhetens innehav av sedlar och mynt. Det breda penningmängdsaggregatet innehåller dessutom den svenska allmänhetens inlåning i bank samt innehav av bankcertifikat uttryckt i svenska kronor.

Diagram 35. Hushållens konsumtionsutgifter för varaktiga och icke varaktiga varor och tjänster samt total konsumtion.



Källa: SCB.

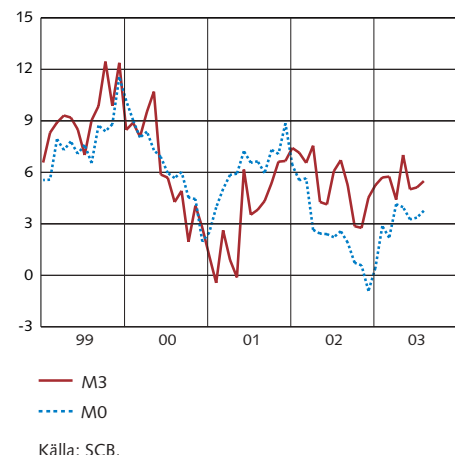
Diagram 36. Hushållens förväntningar om den egna ekonomin, Sveriges ekonomi samt arbetslösheten. Nettotal



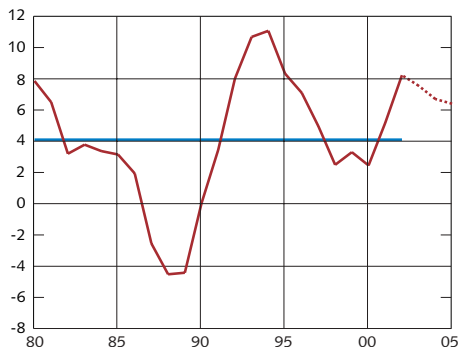
Anm. Med netttotal avses andelen hushåll som uppger förbättring minus andel hushåll som uppger försämring. Andelarna är uttryckta i procent.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 37. Penningmängd M0 och M3.<sup>10</sup>  
12-månaders procentuell förändring



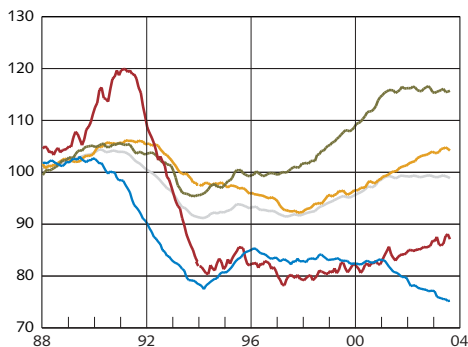
**Diagram 38. Hushållens sparkvot. Procent**



Anm. Sparkvot enligt ny definition, dvs. nettosparande i avtalspensioner ingår. Den horisontella linjen avser genomsnittet 1980-2002. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 39. Antalet sysselsatta i olika sektorer. Index 1987=100, säsongrensat, tre månaders glidande medelvärde**

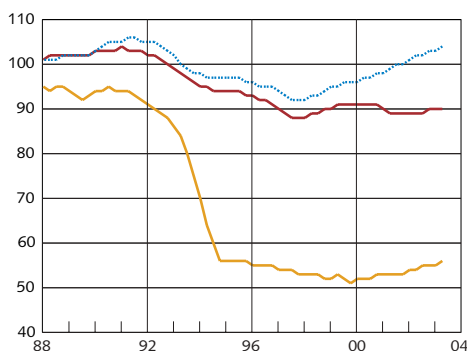


— Byggsektorn (6%)  
— Tillverkningsindustrin (18%)  
— Offentlig tjänstesektor (34%)  
— Totalt i landet  
— Privat tjänstesektor (42%)

Anm. Inom parentes anges andel av totalen.

Källa: SCB.

**Diagram 40. Sysselsättning i offentlig sektor. Index, 1987=100**



— Kommun  
- - - Offentliga tjänster, Riksbankens definition  
— Stat

Källa: SCB.

I föregående inflationsrapport väntades en mer negativ sysselsättningsutveckling för i år än vad utfallet visade. Då gjordes bedömningen att sysselsättningen i offentlig sektor skulle vika redan under våren och att sysselsättningen i den privata tjänstesektorn inte skulle återhämta sig förrän i slutet av året. Utfallet på arbetsmarknaden och en något starkare tillväxt i BNP motiverar en upprevidering av prognosen för sysselsättningen för innevarande år. Under resten av prognosperioden väntas en relativt lugn utveckling. Det kraftiga inflödet till arbetskraften bedöms avta under början av nästa år. När konjunkturen förbättras väntas arbetskraft återinträda på arbetsmarknaden och arbetskraften öka i jämn takt under resten av prognosperioden (se diagram 41).

### ■ ■ Medelarbetstiden faller i år.

Under första och andra kvartalet i år föll antalet arbetade timmar med 0,4 respektive 2,5 procent. Kommunalstrejken svarade för ca 0,3 procentenheter av nedgången under andra kvartalet. Eftersom sysselsättningen varit praktiskt taget oförändrad under denna period, förklaras minskningen i arbetade timmar helt och hållet av att medelarbetstiden minskat. Det har den gjort sedan 2000, vilket till största delen kan förklaras av den ökade sjukfrånvaron (se diagram 42 och 43). Under årets första sex månader föll medelarbetstiden per sysselsatt med 1,4 procent. Om personer som var frånvarande från arbetet räknas bort, föll medelarbetstiden med knappt 1 procent. Även för de personer som varit i arbete har medelarbetstiden alltså minskat sedan 2000. Detta beror på att vanligen arbetad tid samt övertidsuttaget minskat under de senaste åren.<sup>11</sup>

De tendenser till en mer positiv utveckling av sjukfrånvaron som noterades under första kvartalet i år tycks inte fortsätta enligt AKU-statistiken (se diagram 43). Under andra kvartalet i år ökade sjukfrånvaron med runt 60 000 personer, från en ökning på 30 000 under första kvartalet (jämfört med motsvarande kvartal 2002). Ny statistik från Riksförsäkringsverket visar att antalet korta sjukskrivningar minskar och att det är de långa sjukskrivningarna som ökar (se diagram 44). Medelarbetstiden i år påverkas även av att antalet arbetsdagar är färre. Nästa år kommer medelarbetstiden i stället att öka till följd av att antalet arbetsdagar blir ovanligt många. Medelarbetstiden revideras ned i år, då sjukfrånvaron och antalet övertidstimmar har utvecklats i mer negativ riktning än väntat. 2005 väntas dock övertiden öka i takt med konjunkturuppgången och sjukfrånvaron utvecklas i en mer positiv riktning till följd av de åtgärder regeringen aviserat. Detta förleder också en upprevidering av medelarbetstiden för 2005. Sammantaget innebär detta att antalet arbetade timmar faller kraftigt i år för att sedan öka måttligt både 2004 och 2005.

<sup>11</sup> Under de första sex månaderna i år minskade vanligen arbetad tid med ca 0,6 procent och övertiden med närmare 11 procent.

**Tabell 5. Arbetsmarknadsprognos.  
Årlig procentuell förändring**

	2002	2003	2004	2005
Arbetskraft	0,1	0,5 (0,4)	0,3 (0,2)	0,4 (0,4)
Sysselsatta	0,1	-0,2 (-0,4)	0,3 (0,3)	0,6 (0,6)
Medelarbetstid	-1,2	-0,6 (-0,2)	0,3 (0,3)	0,0 (-0,2)
Arbetade timmar	-1,2	-0,8 (-0,6)	0,6 (0,8)	0,6 (0,4)
Öppen arbetslöshet, procent av arbetskraften	4,0	4,6 (4,8)	4,6 (4,7)	4,5 (4,5)
Arbetsmarknadspolitiska program, procent av arbetskraften	2,6	2,1 (2,6)	1,9 (2,4)	1,8 (2,2)

### ■ ■ Fortsatt måttligt resursutnyttjande.

I föregående inflationsrapport karaktäriserades resursutnyttjandet som måttligt. Skattningar av produktionsgapet har därefter utförts på preliminära nationalräkenskapsdata till och med andra kvartalet 2003 med hjälp av tre olika metoder:

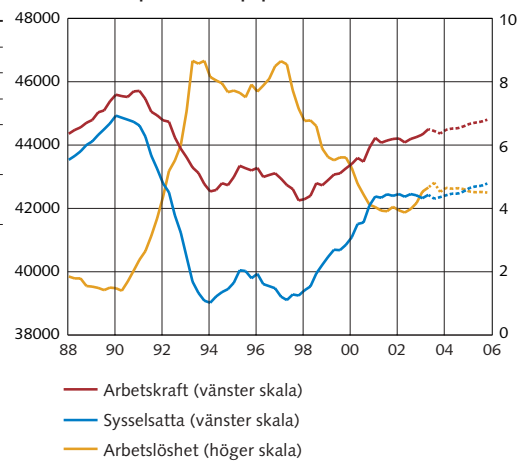
- HP-metoden som skattar produktionsgapet enbart genom en trendrensning av BNP-tidsserien.
- UC-metoden som uppskattar produktionsgapet via samband med arbetslöshet och inflation.
- Produktionsfunktionsmetoden (PF-metoden) som till skillnad från de två förstnämnda metoderna beaktar produktivitetens utveckling.

Produktionsgapen indikerar att det inte har varit några stora förändringar i resursutnyttjandet mellan första och andra kvartalet i år och att resursutnyttjandet är fortsatt måttligt (se diagram 45). Metoderna har olika för- och nackdelar och resultaten är förknippade med betydande osäkerhet. Därför bör analysen kompletteras med ett antal olika indikatorer för resursutnyttjandet.

Konjunkturinstitutets kvartalsvisa barometerundersökningar innehåller ett flertal uppgifter som ger indikationer på resursutnyttjandet i olika delar av näringslivet. Den dämpade efterfrågeutvecklingen på industrins produkter har medfört att det i nuläget tycks finnas gott om lediga resurser i industrin. Andelen företag som uppger att det i första hand är tillgången på produktionsfaktorer som begränsar produktionen låg enligt julibarometern på ungefär samma nivå som i de senaste årens konjunkturbotten med undantag för krisåren i början av 1990-talet.

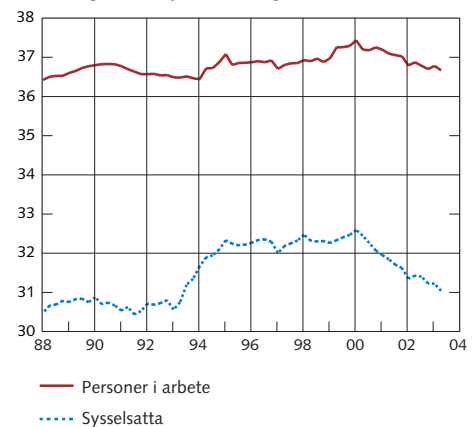
SCB:s undersökningar av kapacitetsutnyttjandet i industrin har samvarierat ganska väl med konjunkturbarometerns indikatorer. SCB:s uppgifter visar emellertid nu på en uppgång i det faktiska kapacitetsutnyttjandet (se diagram 46). Teleproduktindustrin svarade för en del av uppgången från första till andra kvartalet i år till följd av avvecklad produktionskapacitet.

Andelen företag i byggbranschen med brist på arbetskraft fortsatte att minska enligt Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer i juli. Samtidigt ökade den andel av företagen som uppger att det i första hand är

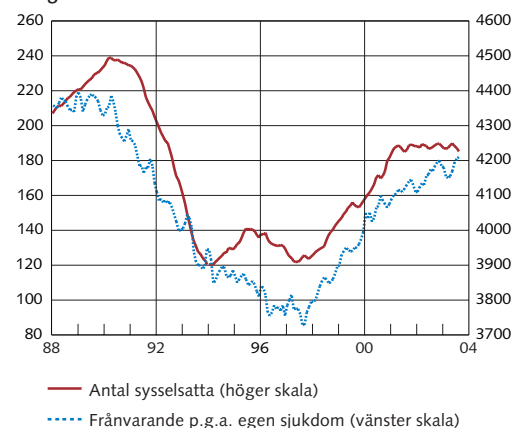
**Diagram 41. Personer i arbetskraften och sysselsättningen samt andelen öppet arbetslösa. 100-tals personer resp. procent**

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

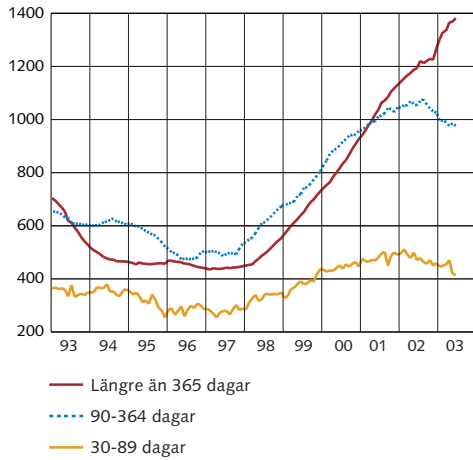
**Diagram 42. Medelarbetstiden mätt på olika sätt. Säsongrensad, fyra kvartals glidande medelvärde**

Källa: SCB.

**Diagram 43. Antalet sysselsatta och frånvarande från arbetet på grund av egen sjukdom. 1000-tals personer, säsongrensad, tre månaders glidande medelvärde**

Källa: SCB.

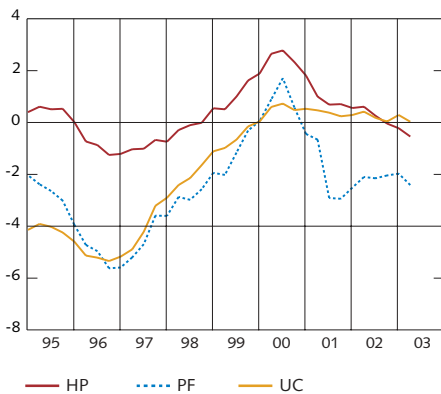
**Diagram 44. Sjukfrånvaron uppdelad på längd. 100-tals personer**



Källa: RFV.

**Diagram 45. Produktionsgap enligt tre alternativa metoder, skattningar med data från andra kvartalet 2003.**

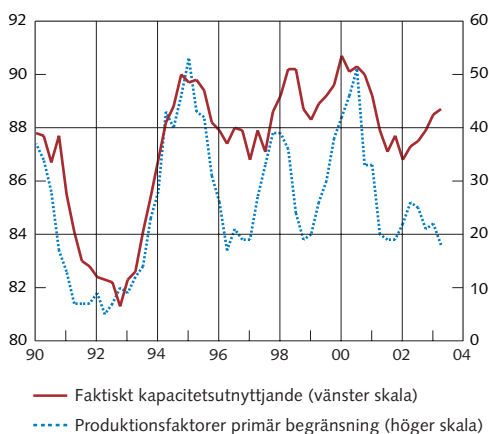
Procent av potentiell BNP



Anm. HP är det s.k. Whittaker-Henderson- eller Hodrich- Prescott-filtret, UC är den s.k. Unobserved Components-metoden och PF är produktionsfunktionsansatsen.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 46. Faktiskt kapacitetsutnyttjande i industrin samt andel företag med produktionsfaktorer som primär begränsning. Säsongsansat, procent**



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

otillräcklig efterfrågan som begränsar verksamheten (se diagram 47).

Även i konsultbranscherna är kapacitetsutnyttjandet lågt. För dessa branscher innehåller konjunkturbarometern uppgifter om både andelen företag med fullt kapacitetsutnyttjande och andelen företag med brist på arbetskraft. För att finna så låga tal för kapacitetsutnyttjande och brist på arbetskraft som för närvarande i konsultbranscherna får man gå tillbaka till krisåren 1992–93.

Även arbetsmarknadsstatistiken ger stöd för uppfattningen att brist på arbetskraft inte är något framträdande problem för närvarande. Efterfrågeläget på arbetsmarknaden är fortsatt svagt. Antalet nyanmälda lediga platser minskade under de första åtta månaderna i år (se diagram 48). Det är framförallt i offentlig sektor som efterfrågetrycket avtagit. I näringslivet har dock antalet nyanmälda lediga platser ökat. Stocken av kvarstående lediga platser var i september 27 procent mindre än vid samma tidpunkt förra året.

Sammantaget talar den nyinkomna informationen för att resursutnyttjandet i ekonomin dämpats ytterligare. Eftersom prognosen för BNP-tillväxttakten har reviderats upp något väntas resursutnyttjandet framöver dock bli något högre jämfört med den bedömning som gjordes i föregående inflationsrapport. Resursutnyttjandet väntas ändå, i likhet med bedömningen i juni, förbli måttligt under hela prognosperioden.

#### ■ ■ Arbetsproduktivitets tillväxt avtar.

Trots en dämpad produktionstillväxt 2001 fortsatte sysselsättningen att öka. Detta bidrog till en mycket svag utveckling av arbetsproduktiviteten. I föl sjönk antalet arbetade timmar kraftigt, vilket bidrog till en markant ökning i arbetskraftproduktiviteten. Resursutnyttjandet i ekonomin är relativt lågt för närvarande. Det innebär att många företag har möjlighet att öka produktionen utan att öka insatsen av arbetskraft. Det talar för en fortsatt hög tillväxt i arbetsproduktiviteten, även om den väntas falla tillbaka något under prognosperioden. Nationalräkenskaperna för första halvåret i år visar att produktionen ökade mer än väntat samtidigt som antalet arbetade timmar minskade oväntat mycket. Tillsammans med bedömningen av utvecklingen av produktionen och sysselsättningen talar detta för att produktivitetstillväxten i ekonomin som helhet och i näringslivet i år blir högre än vad som tidigare prognostiserades.

#### ■ ■ Nya löneförhandlingar.

Efter att lönerna i ekonomin ökat med i genomsnitt ca 4 procent per år under 2000 och 2001 började ökningstakten avta i föl (se diagram 49 och 50). Förutom avmattningen på arbetsmarknaden beror detta även på att avtalen som slöts under 2001 gav högre löneökningar i början än i slutet av avtalsperioden. Preliminär lönestatistik visar att löneökningstakten första halvåret i år uppgår till ca 3,2 procent i genomsnitt. Det är ca 1 procentenhet lägre än motsvarande period 2002. Alla sektorer uppvisar en svagare löneökningstakt men nedgången har varit särskilt påtaglig i näringslivet. I offentlig sektor har

lönerna hållits uppe till följd av att efterfrågan på arbetskraft har varit relativt stor.

I föregående inflationsrapport bedömdes att lönerna i år skulle öka med 4,2 procent inom offentlig sektor och med 3,5 procent i näringslivet. De preliminära utfallen hittills i år tyder dock på något lägre löneökningar. Löneökningstakten har därför reviderats ned för innevarande år.

Under 2004 ska nya löneavtal för över 2 miljoner anställda i privat och statlig sektor förhandlas fram. För merparten av de anställda i privat sektor löper avtalen ut den 31 mars 2004. För anställda i statlig sektor löper avtalen ut den 30 september 2004. Osäkerheten om löneutvecklingen de kommande åren är därför större än vanligt.

Förhandlingarna i privat sektor kommer att inledas under senhösten 2003 eller runt årsskiftet. Avtalsrörelsen kommer nu att föras i ett annat konjunkturläge än vid den förra stora avtalsrörelsen 2001. Förhandlingarna inleddes då i slutskedet av en högkonjunktur. Nu förväntas de inledas i ett läge med ovanligt liten brist på arbetskraft.

Efterfrågan på arbete har minskat och antalet varsel är stort (se diagram 48). Löneökningstakten de kommande åren bedöms därför underliga 4 procent, som är genomsnittet för de senaste åren. Mot slutet av prognosperioden väntas återhämtningen i konjunkturen medföra att takten på löneökningarna tilltar igen.

I förhållande till förra inflationsrapporten medför de förbättrade konjunkturutsikterna för svensk ekonomi under prognosperioden att lönerna i privat sektor beräknas stiga något snabbare under 2004 och 2005. Löneökningarna i offentlig sektor bedöms bli högre än i privat sektor under prognosperioden, p.g.a. en relativt sett större efterfrågan på arbetskraft.

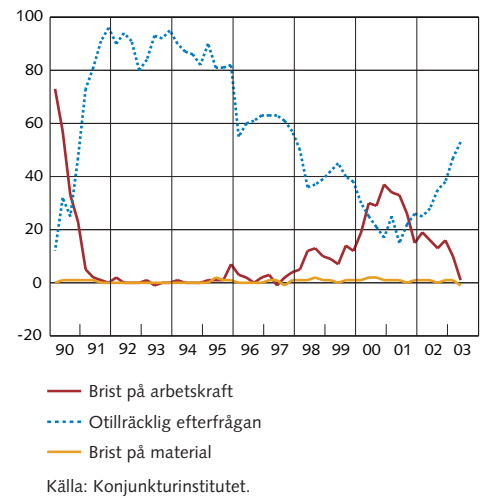
**Tabell 6. Löner och produktivitet. Årlig procentuell förändring**

	2002	2003	2004	2005
Nominallön, hela ekonomin	4,1	3,6 (3,7)	3,7 (3,7)	3,9 (3,7)
Nominallön, näringslivet	3,9	3,4 (3,5)	3,6 (3,5)	3,7 (3,6)
+ Övriga lönekostnader, näringslivet	-0,3	1,1 (1,2)	0,3 (0,4)	0,1 (0,2)
= <b>Total lönekostnad, näringslivet</b>	<b>3,7</b>	<b>4,5 (4,7)</b>	<b>3,9 (3,8)</b>	<b>3,8 (3,9)</b>
- Arbetsproduktivitet, näringslivet	4,1	2,9 (2,7)	2,1 (2,3)	2,1 (2,2)
= <b>Enhetsarbetskostnad, näringslivet</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,6 (2,0)</b>	<b>1,8 (1,5)</b>	<b>1,7 (1,5)</b>

Anm. På grund av avrundningar summerar inte posterna.

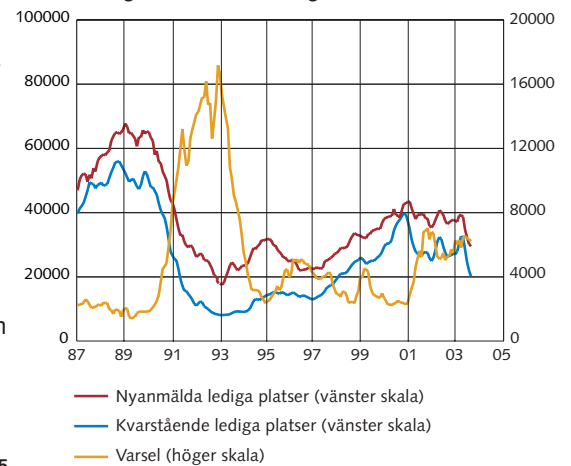
De avtalade arbetsgivaravgifterna har stigit kraftigt i år. Det är framförallt kostnaderna för de avtalade pensionerna som har gått upp. Dessutom ökar arbetsgivarnas kostnader för sjukfrånvaron i och med att företagens sjuklöneansvar förlängdes från två till tre veckor fr.o.m. 1 juli i år. Bedömningen att lönerna ökar något långsammare i år medför att de avtalade arbetsgivaravgifterna väntas bli något lägre än i föregående inflationsrapport. Den föreslagna skatteväxlingen 2004 gör att kostnaderna för de lagstadgade arbetsgivaravgifterna blir ca 0,1 procentenheter lägre nästa år. De lagstadgade arbetsgivaravgifterna förväntas sänkas med ytterligare 0,1 procentenheter till följd av den i budgetpropositionen aviserade skatteväxlingen 2005. De övriga lönekostnaderna väntas ge ett positivt bidrag till de totala lönekostna-

**Diagram 47. Trängsta sektion i byggnadsindustrin. Procent, säsongrensat**

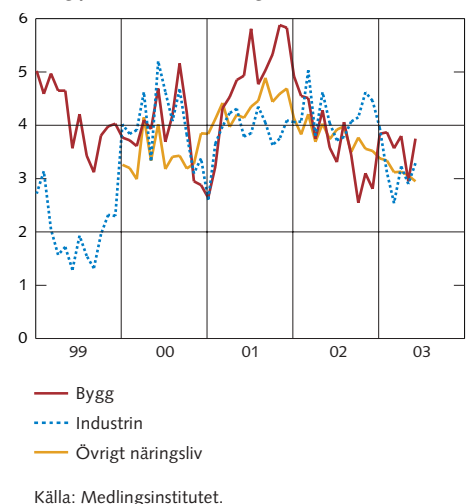


**Diagram 48. Antalet nyanmälda och kvarstående lediga platser med en varaktighet på mer än tio dagar samt antalet varsel.**

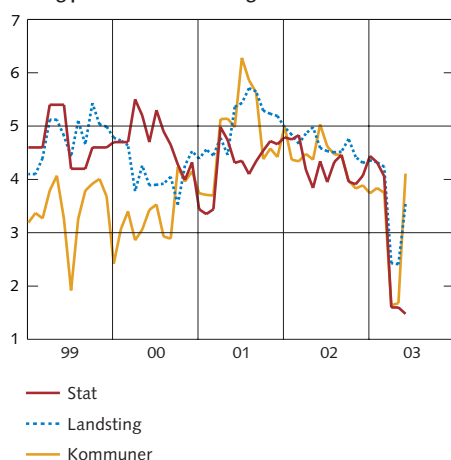
Säsongrensat, tre månaders glidande medelvärde



**Diagram 49. Timlön i näringslivet. Årlig procentuell förändring**

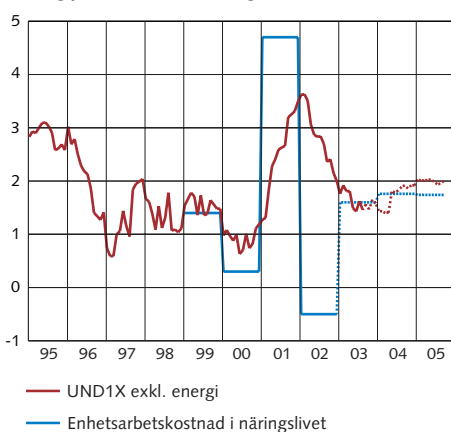


**Diagram 50. Timlön i offentlig sektor.  
Årlig procentuell förändring**



Källa: Medlingsinstitutet.

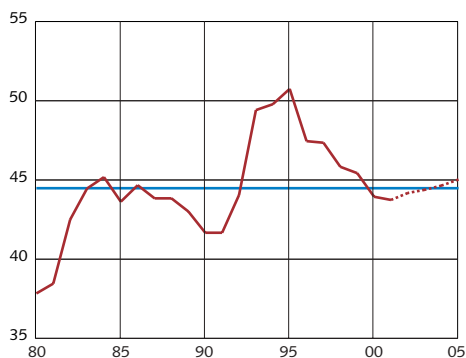
**Diagram 51. Enhetsarbetskostnad i näringslivet och  
UND1X exklusive energi.  
Årlig procentuell förändring**



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 52. Vinstandel i näringslivet.  
Andel av BNP**



Anm. Den horisontella linjen avser genomsnittet 1980–2002. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

derna på 1,1 procentenheter i år, 0,3 procentenheter nästa år och 0,1 procentenheter 2005. Lönekostnaderna i näringslivet blir sammanlagt något högre de kommande två åren jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport.

Högre arbetsproduktivitet i kombination med lägre lönekostnader i år medför att enhetsarbetskostnaderna i näringslivet väntas öka i en långsammare takt än vad som bedömdes i föregående inflationsrapport. Under resten av prognosperioden medför högre lönekostnader att enhetsarbetskostnaderna ökar något snabbare jämfört med bedömningen i juni (se diagram 51).

Vinstandelen i näringslivet har fallit under de senaste åren men väntas stiga under prognosperioden (se diagram 52).

#### Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

- Ny statistik och en starkare tillväxt i BNP har motiverat en upprevidering av prognosen för sysselsättningen för innevarande år.
- Medelarbetstiden revideras ned för innevarande år på grund av att sjukfrånvaron och antalet övertidstimmar har utvecklats i mer negativ riktning än väntat.
- Den aningen högre BNP-tillväxttakten bidrar till ett något större resursutnyttjande.
- Det oväntat höga produktionsutfallet och den oväntat stora minskningen i arbetade timmar har föranlett en viss upprevidering av arbetsproduktiviteten för i år.
- Lägre löneökningar i år än väntat gör att löneökningstakten har reviderats ned för innevarande år. Upprevideringen av BNP-tillväxten bidrar till en något högre löneökningstakt för 2004 och 2005.
- Högre arbetsproduktivitet i kombination med lägre lönekostnader motiverar att tillväxttakten i enhetsarbetskostnaderna för innevarande år revideras ned. Den uppreviderade löneökningstakten för 2004 och 2005 medför att enhetsarbetskostnaderna har reviderats upp för dessa år.



## Inflationsförväntningar

Hushållens förväntningar om inflationen på ett års sikt har sjunkit marginellt sedan föregående inflationsrapport och uppgick i september till 2,2 procent. Bland företagen föll inflationsförväntningarna tillbaka relativt kraftigt under sommaren enligt Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer i juli (se diagram 53). Företagens inflationsförväntningar på ett års sikt har minskat från 1,6 till 0,9 procent sedan föregående undersökning i april.

Resultatet från Prosperas senaste undersökning i september visar på lägre inflationsförväntningar över samtliga tidshorisonter jämfört med undersökningen i maj (se tabell 7). Den största nedjusteringen svarar arbetstagarorganisationerna för.

Sammantaget är inflationsförväntningarna på två och fem års sikt något högre än Riksbankens inflationsmål. På ett års sikt förväntar sig de flesta en inflation över 2 procent medan ett par har lägre förväntningar. Överlag är dock förväntningarna lägre jämfört med i föregående inflationsrapport.

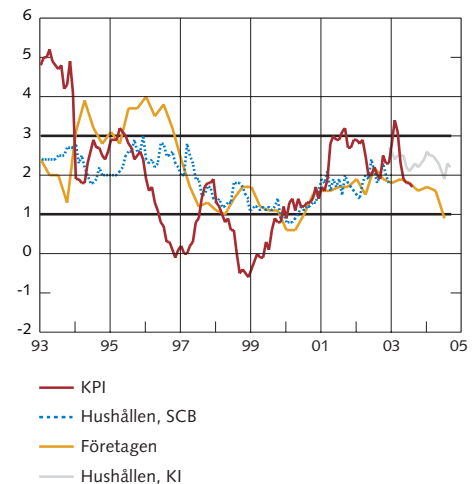
**Tabell 7. Förväntad inflationstakt enligt Prosperas undersökning i oktober 2003, där inget annat anges.  
Årlig procentuell förändring av KPI**

Förväntad inflationstakt om 1 år		
Penningmarknadens aktörer	1,8	(-0,2)
Arbetsgivarorganisationer	2,2	(-0,2)
Arbetsstagarorganisationer	2,1	(-0,4)
Inköpschefer handel	2,3	(-0,1)
Inköpschefer industri	2,4	(-0,2)
Hushåll (HIP) i september (maj)	2,2	(-0,1)
Företag (Barometern) i juli (april)	0,9	(-0,7)
Förväntad inflationstakt om 2 år		
Penningmarknadens aktörer	2,0	(-0,1)
Arbetsgivarorganisationer	2,3	(-0,1)
Arbetsstagarorganisationer	2,2	(-0,4)
Inköpschefer handel	2,3	(-0,1)
Inköpschefer industri	2,5	(-0,2)
Förväntad inflationstakt om 5 år		
Penningmarknadens aktörer	2,1	(0,0)
Arbetsgivarorganisationer	2,1	(-0,2)
Arbetsstagarorganisationer	2,3	(-0,2)
Inköpschefer handel	2,3	(-0,1)
Inköpschefer industri	2,5	(0,0)

Anm. Inom parentes anges förändringar i procentenheter sedan föregående undersökning.

Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera Research AB.

**Diagram 53. Faktisk inflation samt hushållens och företagens inflationsförväntningar. Procent**



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.

## Den senaste tidens inflationsutveckling

Sedan föregående inflationsrapport i juni har KPI och mått på underliggande inflation för månaderna maj till augusti publicerats. Stigande energipriser har medfört att inflationen mätt med UND1X blivit något högre än väntat. UND1X-inflationen uppgick i augusti till 2,2 procent vilket var 0,2 procentenheter högre än vad som prognostiserades i den senaste inflationsrapporten. Rensat för effekterna av energipriserna har dock UND1X-inflationen blivit lägre än väntat sedan föregående inflationsrapport och uppgick till 1,5 procent i augusti.

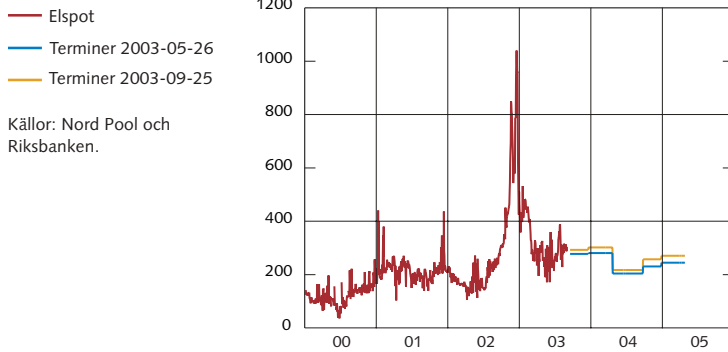
Riksbankens två räntesänkningar på sammanlagt 0,75 procentenheter sedan föregående inflationsrapport har medfört lägre räntekostnader för hushållen, vilket ingår i KPI-inflationen men inte UND1X-inflationen. Eftersom Riksbankens inflationsprognoser görs med antagandet att reporäntan kommer att vara oförändrad har inflationen mätt med KPI blivit lägre än i juni-prognosen. KPI-inflationen uppgick till 1,7 procent i augusti att jämföra med 1,9 procent i prognosen från i juni.

Spotpriserna på den nordiska elbörsen Nord Pool har återigen börjat stiga till följd av den torra sommaren som medfört att nivåerna i vattenmagasinen är låga. Prissättningen på terminsmarknaden tyder på att elpriserna på Nord Pool kommer att bli knappt 10 procent högre per kilowattimme under hösten och vintern än vad som indikerades i början av sommaren (se diagram R10). Även världsmarknadspriset på olja har blivit högre än beräknat. Sammantaget har detta medfört att energipriserna i konsumentledet inte har fallit tillbaka som väntat.

Bortsett från de stigande oljepriserna har den importerade inflationen blivit låg. Exempelvis föll priserna på kläder och skor överraskande mycket under sommaren. En möjlig förklaring till de fallande importpriserna kan vara att den tidigare kronförstärkningen haft oväntat stor effekt. Eftersom importpriserna i konsumentledet även innehåller en betydande del av inhemsk förädling kan den oväntat långsamma ökningen i enhetsarbetskostnaderna också ha varit betydelsefull.

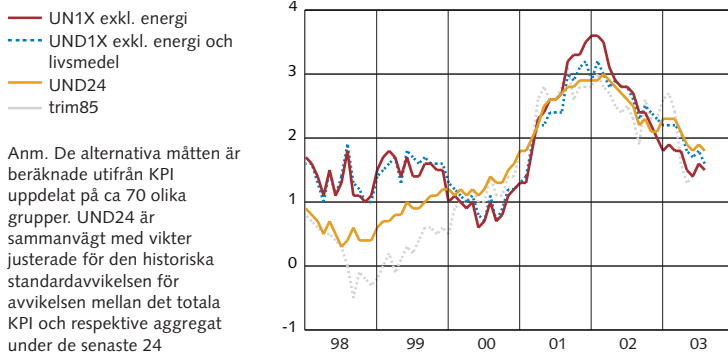
För att analysera hur inflationen förändras på längre sikt studerar Riksbanken olika mått på den underliggande inflationsutvecklingen (se även fördjupningsrutan "Riksbankens penningpolitik – mål och indikatorer"). Detta är dock inte något entydigt begrepp utan kan beräknas på olika sätt. En vanlig metod är att exkludera vissa komponenter från KPI-inflationen som anses spegla tillfälliga störningar. I UND1X exkluderas räntekostnader för egnahem liksom direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner från KPI. UND1X exklusive energi eller UND1X exklusive energi och livsmedel är andra relevanta index eftersom priserna på energi och livsmedel har fluktuerat

Diagram R10. Elspot- och terminspriser på Nord Pool. SEK/MWh



Källor: Nord Pool och Riksbanken.

Diagram R11. Olika mått på underliggande inflation. Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

kraftigt på senare tid. Ett annat sätt att mäta den underliggande inflationen, bland flera andra, är att med hjälp av statistiska metoder systematiskt exkludera eller minska betydelsen av varu- och tjänstegrupper vars priser tidigare har visat sig variera kraftigt.

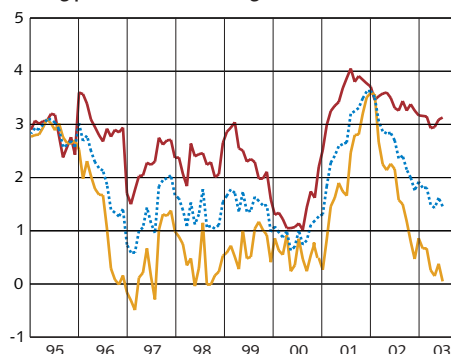
Samtliga typer av mått på den underliggande inflationen visar på en successivt avtagande inflationstakt sedan våren 2002 och en årlig ökningstakt som i augusti ligger i intervallet 1,5–2 procent (se diagram R11).

Prisutvecklingen skiljer sig dock tydligt åt mellan varor och tjänster (se diagram R12). Ökningstakten av varupriserna har fallit kraftigt sedan våren 2002. Samma bild framträder om prisutvecklingen i tidigare förädlingsled studeras (se diagram R13). Prisökningstakten på bearbetade varor för hemmamarknaden steg gradvis från 2001 fram till slutet av förra året men har avtagit sedan dess och befinner sig fortfarande på en låg nivå. Ökningstakten av priserna på bearbetade varor som importeras har fallit sedan hösten 2001. Varuprisernas nedgång hänger troligen samman med att takten på löneökningarna avtagit och att produktivitetstillväxten inom näringslivet förbättrats under 2002. Detta har lett till att enhetsarbetskostnaderna endast ökat långsamt. Samtidigt har kronan gradvis stärkts under de senaste två åren och de internationella exportpriserna bara ökat långsamt. Det har medfört ett lägre importerat inflationstryck.

Tjänsteprisernas ökningstakt är fortfarande hög även om den avtagit något under det senaste året. Takten på prisökningarna på mer administrativt prissatta tjänster, exempelvis kommunala taxor, har stigit kraftigt under de senaste åren som en följd av den ansträngda ekonomi som råder i kommunerna (se diagram R14).

Sammanfattningsvis har oväntat höga energipriser medfört att UND1X-inflationen inte fallit lika mycket som väntat sedan inflationsrapporten i juni. Lägre räntekostnader för hushållen har däremot medfört att KPI ökat mindre än prognostiserat. Det underliggande inflationstrycket har fortsatt att dämpas och olika mått visar på en underliggande inflation under 2 procent.

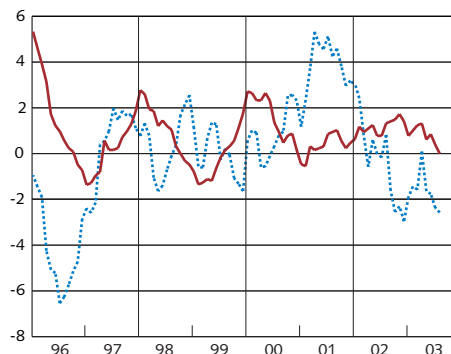
**Diagram R12. UND1X-inflationen exklusive energi uppdelat på varor och tjänster. Årlig procentuell förändring**



— Tjänster  
 - - - UND1X exkl. energi  
 — Varor exkl. energi

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram R13. Bearbetade varor i producentled, hemmamarknadspriser och importpriser. Årlig procentuell förändring**

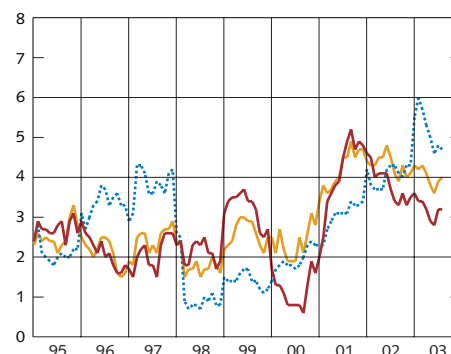


— HMPI bearbetade varor  
 - - - IMPI, bearbetade varor

Anm. IMPI mäter prisutvecklingen på varor som importeras till Sverige. HMPI mäter prisutvecklingen på av svenska företag producerade varor vid försäljning i Sverige. Med bearbetade varor avses varor inom SNI17-SNI37 exklusive 20.1

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram R14. Tjänstepriser. Årlig procentuell förändring**



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

Källor: SCB och Riksbanken.



# ■ Inflationsbedömning

I detta kapitel görs en sammanfattande bedömning av inflationsutsikterna t.o.m. tredje kvartalet 2005 under förutsättning att reporäntan hålls konstant på 2,75 procent. Inledningsvis beskrivs den inflationsutveckling som bedöms vara den mest sannolika de kommande två åren. Därefter redovisas osäkerheten och riskerna i denna bedömning. Avslutningsvis görs en utblick bortom inflationsprognosens tvåårshorisont.

## Inflationsutsikterna i huvudscenariot

Inflationstakten mätt med UND1X har utvecklats något starkare än vad Riksbanken prognostiserade i inflationsrapporten i juni. Förklaringen till avvikelserna är att elpriserna har blivit högre än väntat. Inflationen rensad för förändringar i energipriserna har blivit lägre än prognostiserat, bl.a. är det priserna på kläder och skor som fallit oväntat mycket under sommaren. Lägre räntekostnader för hushållen har gjort att konsumentprisindex, KPI, ökat mindre än väntat. I augusti var KPI-inflationen 1,7 procent och UND1X-inflationen 2,2 procent (se fördjupningsrutan "Den senaste tidens inflationsutveckling"). UND1X-inflationen exklusive energipriser uppgick i augusti till 1,5 procent. Motsvarande siffra för KPI-inflationen rensat för energipriser var 0,7 procent.

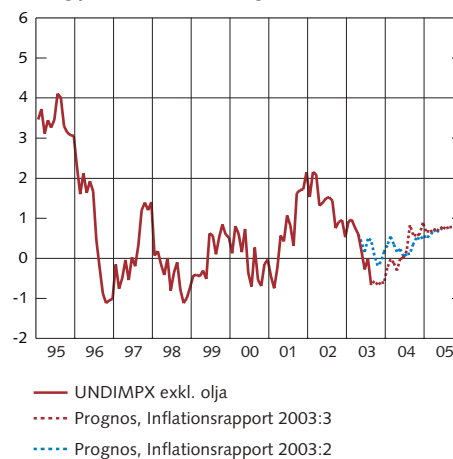
Råoljepriset blev överraskande högt under sommaren. Utfallet från juni till september blev i genomsnitt 3,5 USD per fat högre än vad som antogs i junirapporten. Bedömningen är fortfarande att oljepriset ska falla tillbaka men inte lika mycket som tidigare antagits. Samtidigt har den svenska kronan utvecklats svagare än väntat, trots att kronan har stärkts på senare tid. Framöver bedöms kronan fortsätta att stärkas vilket är i linje med bedömningen i junirapporten.

Detta talar för en något snabbare ökning av den importerade inflationen de kommande månaderna än vad som prognostiserades i inflationsrapporten i juni. Priserna på importerade varor exklusive olja har dock hittills i år fallit mer än väntat både i producent- och konsumentledet (se diagram 54). UNDIMPX-inflationen exklusive olja bedöms därför vara fortsatt dämpad under resten av året och också en bit in på 2004. Även måttliga ökningstakter i internationella exportpriser talar för låga importerade priser det kommande året.

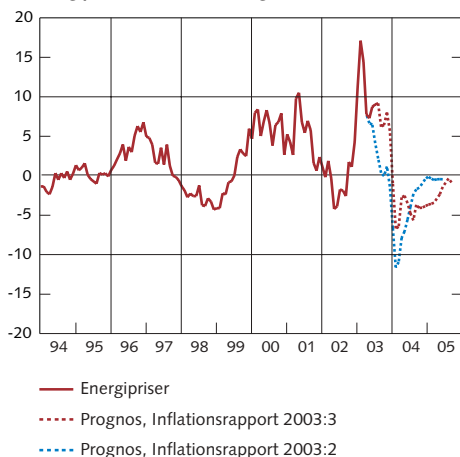
Fallande oljepriser och en viss förstärkning av växelkursen väntas bidra till att hålla ned den importerade inflationen framöver. Mot slutet av prognosperioden väntas den importerade inflationen stiga i takt med att kronförstärkningen avtar i styrka och de internationella exportpriserna liksom de inhemska arbetskostnaderna per producerad enhet stiger. De internationella exportpriserna antas öka snabbare under 2004 och 2005 än vad som antogs i den förra inflationsrapporten. Bedömningen av UNDIMPX-inflationen på två års sikt väntas därmed bli något högre jämfört med junirapporten (se diagram 54).

Utbudstörningar har bidragit till en hög inhemsk inflation de senaste åren. Under 2001 och 2002 var det livsmedelspriserna som

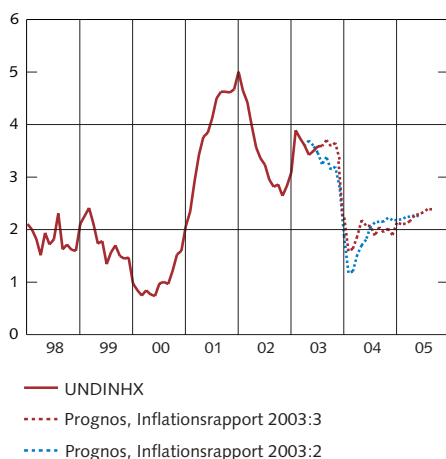
Diagram 54. Importpriser i konsumentledet exklusive olja. Utfall och prognos i huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 55. Energipriser.  
Årlig procentuell förändring**

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 56. UNDINHX. Utfall och prognos i  
huvudscenariot.  
Årlig procentuell förändring**

Källor: SCB och Riksbanken.

steg relativt mycket. I år är det höjningar av elpriser som pressat upp inflationen. Bedömningen i de senaste inflationsrapporterna har varit att elpriserna ska falla tillbaka i takt med att vattenmagasinen fylls på. Elpriserna sjönk också som väntat i våras. Den torra sommaren har därefter återigen pressat upp elpriserna på den nordiska elbörsen Nord Pool. Den förväntade nedgången av energipriserna i konsumentledet har bl. a. därför förskjutits framåt i tiden. Energipriserna bedöms ligga kvar på ungefär nuvarande nivå under hösten och vintern. Först under våren 2004 väntas elpriserna i konsumentledet falla tillbaka. Jämfört med inflationsrapporten i juni kommer därför energipriserna att ge ett större negativt bidrag till den inhemska inflationen i slutet av 2004 och under 2005 (se diagram 55).

På kort sikt motverkas de stigande elpriserna av en svagare utveckling av enhetsarbetskostnaderna. Arbetsproduktiviteten antas utvecklas starkare i år samtidigt som ökningen av lönekostnaderna beräknas bli lägre. Under resten av prognosperioden bedöms det inhemska inflationstrycket stiga svagt i takt med att resurserna blir något mer ansträngda, vilket väntas komma att avspeglas i bl.a. stigande lönekostnader. Bedömningen av löneökningstakten i näringslivet har reviderats upp till följd av att resursutnyttjandet antas bli något högre under prognosperioden än i förra inflationsrapporten. Det motverkas bara delvis av att lönebikostnaderna bedöms komma att utvecklas något svagare på grund av sänkta arbetsgivaravgifter. Sammantaget antas lönekostnaderna utvecklas något starkare än i junirapporten.

Hyrorna bedöms i huvudscenariot öka med 2,7 procent i år och något mindre 2004 och 2005. Effekten av de högre elpriserna på hyrorna motverkas av lägre kapitalkostnader till följd av sänkningen av reporäntan. Jämfört med inflationsrapporten i juni är därmed bedömningen av hyresutvecklingen oförändrad (se tabell 8).

**Tabell 8. Inhemsk inflation (UNDINHX)  
Årlig procentuell förändring**

	2002	2003	2004	2005
BNP-tillväxt	1,9	1,5 (1,2)	2,4 (2,4)	2,5
Produktionsgap	-0,4	-1,1 (-1,3)	-1,2 (-1,5)	-0,7
Enhetsarbetskostnader, näringslivet	-0,5	1,6 (2,0)	1,8 (1,5)	1,7
Hyror, årsgenomsnitt	2,2	2,7 (2,6)	2,4 (2,3)	2,3
El, årsgenomsnitt	4,8	20,5 (14,8)	-3,8 (-5,9)	-2,5
UNDINHX	3,5	3,6 (3,4)	2,0 (1,8)	2,2

Anm. Årsgenomsnittet 2005 för elpriset, hyror och UNDINHX anger genomsnittet för januari till september. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.  
 Källor: SCB och Riksbanken.

Budgetpropositionens förslag om höjda energiskatter inom ramen för den gröna skatteväxlingen väntas öka KPI-inflationen med ca 0,2 procentenheter per år under de kommande två åren (se tabell 9). Det är ett marginellt lägre bidrag än vad som antagits tidigare. Skatteväxlingen väntas fortsätta även 2005. KPI-inflationen blir därmed högre än UND1X-inflationen. I år medför dock lägre räntekostnader för hushållen att KPI-inflationen blir lägre än UND1X-inflationen.

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

	sep 2003	sep 2004	sep 2005
UND1X	2,0 (1,9)	1,4 (1,4)	1,7
+ Effekter av förändrade räntekostnader	-0,8 (-0,3)	0,1 (0,1)	0,2
+ Direkta effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner	0,2 (0,2)	0,1 (0,2)	0,2
=KPI	1,4 (1,7)	1,6 (1,7)	2,1

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källa: Riksbanken.

Sammantaget väntas KPI-inflationen i genomsnitt överstiga målet på 2 procent under 2003 och understiga det under 2004. KPI-inflationen väntas i huvudscenariot uppgå till 1,6 procent på ett års sikt och 2,1 procent på två års sikt (se tabell 10 och diagram 57). Motsvarande siffror för UND1X-inflationen är 1,4 procent respektive 1,7 procent. Jämfört med föregående inflationsrapport är prognosen för UND1X-inflationen i stort sett oförändrad (se diagram 58). Inflationsimpulserna från det något högre resursutnyttjandet i slutet av prognosperioden motverkas av att elpriserna ger ett större negativt bidrag till inflationen under 2005. UND1X-inflationen exklusive energipriserna har reviderats upp något och väntas uppgå till 2,0 procent på två års sikt (se diagram 59).

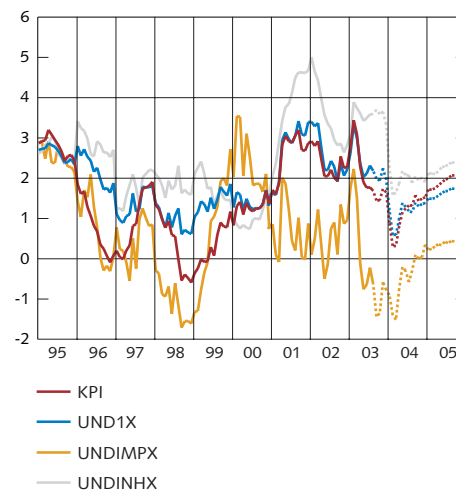
**Tabell 10. Inflationsprognos i huvudscenariot. Årlig procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt			Tolvmånaderstal		
	2003	2004	2005	sep 2004	juni 2005	sep 2005
KPI	2,1 (2,2)	1,1 (1,3)	1,9	1,6 (1,7)	2,0 (1,9)	2,1
UND1X	2,3 (2,3)	1,2 (1,1)	1,6	1,4 (1,4)	1,7 (1,6)	1,7
UNDINHX	3,6 (3,4)	2,0 (1,8)	2,2	2,0 (2,2)	2,3 (2,3)	2,4
UNDIMPX	-0,1 (0,0)	-0,5(-0,3)	0,4	0,1 (0,0)	0,4 (0,3)	0,4
UND1X exklusive energi	1,6 (1,9)	1,7 (1,8)	2,0	1,9 (1,8)	2,0 (1,8)	2,0

Anm. Årsgenomsnittet 2005 avser perioden januari till september. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egna hem och direkta effekter av indirekta 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.

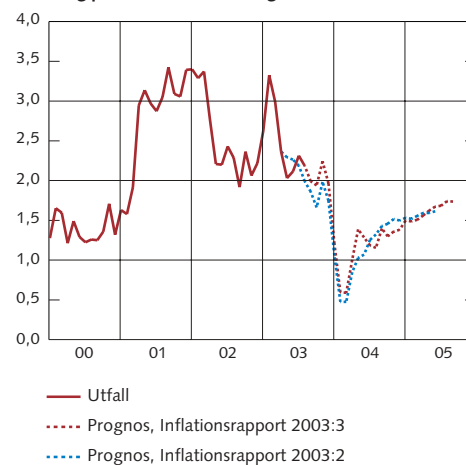
**Diagram 57. Olika inflationsmått, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring**



Anm. Streckad linje avser prognos.

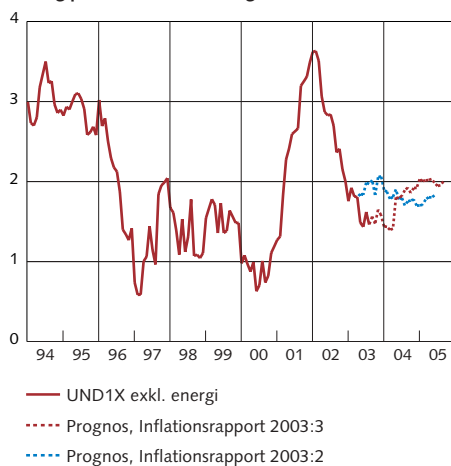
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 58. UND1X-inflationen. Utfall och prognos i huvudscenariot. Årlig procentuell förändring**



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 59. UND1X-inflationen exklusive energi.  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

#### Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

- Importpriserna exklusive olja har reviderats ned på kort sikt till följd av lägre utfall.
- Nedgången i elpriset i konsumentledet bedöms ske först under våren 2004. Det negativa bidraget till UND1X-inflationen under 2005 blir därmed större.
- Ett aningen högre resursutnyttjande medför att inflationen exklusive energi utvecklas något starkare i slutet av prognosperioden.



## Riskbilden

I föregående inflationsrapport bedömde Riksbanken att inflationen på ett till två års sikt skulle komma att understiga inflationsmålet (givet antagandet om oförändrad reporänta). Samtidigt gjordes bedömningen att riskerna för lägre inflation än i huvudscenariot vägde tyngre än riskerna för högre inflation. Riskerna för lägre inflation var förknippade med den internationella konjunkturbilden, medan riskerna för högre inflation sammanhängde med den inhemska kostnadsutvecklingen.

I huvudscenariot i denna rapport tecknas bilden av en försiktig konjunkturuppgång i Sverige och omvärlden. Detta ger ett måttligt inflationstryck och inflationen väntas vara i linje med målet på ett par års sikt. När det gäller riskbilden är huvudfrågan alltså om och när konjunkturuppgången tar fart och hur det svenska kostnadsläget kommer att utvecklas. Till detta kommer risker med den senaste tidens utveckling på de internationella valutamarknaderna.

### ■ ■ Nedåtrisk från konjunkturen.

Den mest troliga utvecklingen de närmaste åren, det s.k. huvudscenariot, är att det sker en ganska långsam konjunkturuppgång, såväl i Sverige som på våra viktigaste exportmarknader. Denna bedömning grundas dels i ett antal relativt tydliga tecken på en förestående konjunkturuppgång, dels på tidigare erfarenheter av vad som kan betecknas som ett normalt konjunkturförlopp. Exempelvis väljer företagen efter en tid av fallande investeringar normalt att bygga upp kapitalstocken igen, under förutsättningen att de förväntar sig få avsättning för sina produkter.

Jämfört med bedömningen i den förra inflationsrapporten har Riksbanken i sitt huvudscenario nu sänkt prognosen för den ekonomiska tillväxten i euroområdet i år ytterligare något. Prognosen för tillväxten i USA har emellertid reviderats upp. Sammantaget innebär dessa revideringar att det finns skäl att räkna med en något lägre marknadstillväxt för svensk export under innevarande år jämfört med prognosen i föregående inflationsrapport.

Trots denna nedjustering av den svenska exportmarknadens tillväxt finns risker för en ännu sämre utveckling. Hushållen i euroområdet kan komma att öka sin konsumtion långsammare och därmed spara med än vad som antas i huvudscenariot. Detta skulle kunna vara en följd både av den fortsatt relativt dåliga utvecklingen på arbetsmarknaden och av förväntningar om en stramare finanspolitik. Detta kan i sin tur leda till att företagen investerar något mer försiktigt.

Det finns även en risk för att tillväxten i USA överskattas i huvudscenariot. Hushållens konsumtion av varaktiga varor har varit god under en längre tid, bland annat till följd av att hushållen kunnat lägga om sina bostadslån till lägre räntor. Den möjligheten är nu reducerad. Samtidigt kan underskotten i de offentliga finanserna och i bytesbalansen driva fram en ränteuppgång som håller tillbaka konsumtion och investeringar.

Den senaste tidens utveckling på de internationella valutamarknaderna härrör också, åtminstone delvis, från osäkerheten om konsekvenserna av underskotten i USA:s utrikeshandel och statsbudget. En försvagning av dollarn skulle förvisso kunna bidra till att underlätta anpassningen mot mindre underskott i USA, men skulle samtidigt kunna ha en negativ effekt på export, produktion och sysselsättning i euroområdet och även i Sverige. En utveckling med en dramatisk försvagning av dollarn kan inte heller uteslutas. Erfarenhetsmässigt brukar kronan försvagas i tider av sådan oro på de finansiella marknaderna.

Det finns emellertid också skäl att tro att utvecklingen i världsekonomin kan bli mer positiv än vad som prognostiseras i huvudscenariot. Vändningen i den amerikanska ekonomin kan komma snabbare än väntat. Det beror bland annat på effekterna av finanspolitiken. I Riksbankens huvudscenario ökar de amerikanska hushållen sitt sparande relativt kraftigt som en följd av de beslutade skattesänkningarna och det växande budgetunderskottet. Om hushållen i stället väljer att i större omfattning använda de stora skattesänkningarna till ökade utgifter kan tillväxten bli ännu högre under de närmaste åren. Även ökningen av företagets investeringar kan komma att överträffa prognosen i huvudscenariot. För detta talar de samband som finns mellan BNP-tillväxt, vinstnivåer och investeringar. Det är också möjligt att företagen i USA hittills hållit tillbaka sina investeringar på grund av en kvardröjande osäkerhet efter den spruckna aktieprisbubblan och Irakkriget. Om osäkerheten upplevs minska kan det leda till en kraftigare investeringsuppgång än vad som ligger i huvudscenariot.

Sammantaget gör dock Riksbanken bedömningen att riskerna för att konjunkturutvecklingen ska leda till lägre inflation än i huvudscenariot är större än riskerna för att den ska leda till högre inflation.

#### ■ ■ Uppåtrisker från kostnadsutvecklingen.

Tidigare påverkades riskbilden av farhågor för att ett högt avtal för kommunalarbetarna skulle sprida sig till andra sektorer i ekonomin. Denna risk minskade betydligt efter att Kommunalarbetsförbundet slöt ett tvåårigt avtal på lägre nivåer än vad som befarats. Det finns dock fortfarande risker med lönebildningen.

Förhandlingarna i privat sektor kommer att inledas under senhösten 2003 eller runt årsskiftet. Avtalsrörelsen kommer att genomföras i ett läge där konjunkturen är betydligt svagare än vid den förra stora avtalsrörelsen då förhandlingarna inleddes i slutskedet av högkonjunkturen. Detta borde ha en återhållande effekt på lönebildningen.

Fortfarande finns dock spänningar på arbetsmarknaden som skulle kunna leda till ett ökat kostnads- och inflationstryck. Kommunalarbetsförbundets krav kan komma att följas av andra låglöneförbund som också kräver att deras relativa löneläge ska förbättras. I förra avtalsrörelsen enades LO-förbunden om låglönesatsningar. Signaler som har kommit från LO tyder på att även nästa års avtal kommer att innehålla en satsning på de lägsta lönerna. Erfarenheterna visar att det finns risk för att låglönesatsningarna leder till allmänt högre lönekrav.

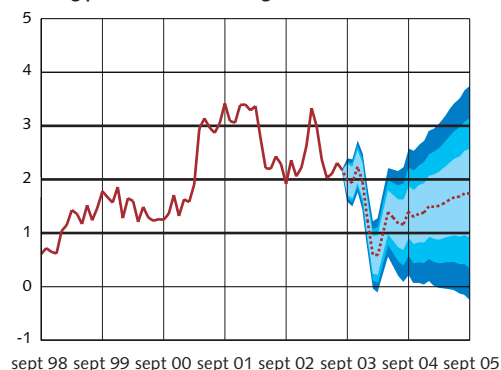
Det finns också risk för att spänningar mellan arbetare och tjänstemän inom industrin kommer att komplicera Industriavtalet och leda till höga löne- och prishöjningar. Spänningarna beror på att arbetarna, trots att de slöt avtal på högre nivåer än tjänstemännen i förra avtalsrörelsen, har haft en svagare löneutveckling.

I föregående inflationsrapport i juni bedömdes det även finnas en risk för att spridningseffekterna av de höga elpriserna kunde bli större än i huvudscenariot. Under de senaste månaderna har spotpriserna på den nordiska elbörsen Nord Pool inte fallit som förväntat. Terminspriserna, som är en indikator på hur spotpriserna kommer att utvecklas framöver, ligger nu knappt 10 procent högre under hösten och vintern än de gjorde i juni. Elpriserna i konsumentledet har fallit under sommaren, men inte lika mycket som väntades i den senaste inflationsrapporten. Elpriserna i konsumentledet väntas i nuvarande huvudscenariot ligga kvar ungefär på dagens nivå under hösten och vintern för att sedan börja falla under våren 2004. Det finns emellertid risker för att elpriserna på spotmarknaden och i konsumentledet ligger kvar på nuvarande nivå under en längre tid än väntat och för att de indirekta effekterna blir något större än vad som är antaget i huvudscenariot. Oljepriset ligger också högre än väntat.

Riksbankens bedömning är att lönebildningen och energipriserna fortfarande utgör risker för högre inflation än i huvudscenariot.

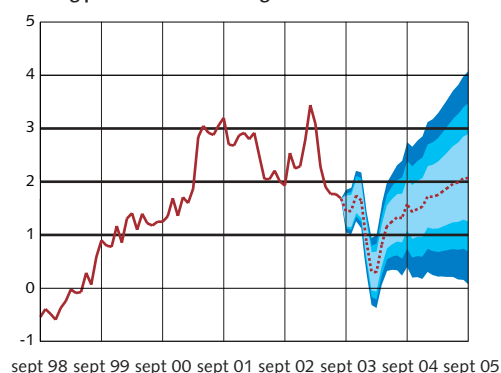
Den samlade bedömningen för den svenska inflationen är att riskerna för lägre inflation än i huvudscenariot i stort sett balanseras av riskerna för högre inflation. Bedömningen framgår av diagram 60 och 61 som visar osäkerheten runt prognosen för UND1X-inflationen och KPI-inflationen.

Diagram 60. UND1X-inflationen med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 61. KPI-inflationen med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

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

	Årsgenomsnitt		Tolvmånadersförändring	
	2003	2004	sep 2004	sep 2005
KPI	2,1 (2,2)	1,1 (1,3)	1,6 (1,4)	2,1
UND1X	2,3 (2,2)	1,2 (1,0)	1,4 (1,2)	1,7

Anm. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 60-61. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

Tabell 12. UND1X-inflation (tolvmånaderstal). Sannolikhet i procent för olika utfall.

	UND1X<1	1<UND1X<2	2<UND1X<3	UND1X>3	Summa
sep 2004	29 (49)	51 (43)	19 (8)	1 (0)	100
sep 2005	27 (33)	31 (32)	27 (24)	15 (11)	100

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

Källa: Riksbanken.

Tabell 13. KPI-inflation (tolvmånaderstal). Sannolikhet i procent för olika utfall.

	KPI<1	1<KPI<2	2<KPI<3	KPI>3	Summa
sep 2004	21 (37)	52 (49)	25 (13)	2 (1)	100
sep 2005	19 (24)	29 (31)	30 (28)	22 (17)	100

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

Källa: Riksbanken.

## Utvecklingen bortom prognoshorizonten

Penningpolitiken baseras normalt på inflationsutsikterna på ett till två års sikt. En längre penningpolitisk tidshorizont är problematisk därför att precisionen i prognoserna för ekonomins utveckling förmodligen avtar med prognoshorizontens längd (se även fördjupningsrutan "Riksbankens penningpolitik – mål och indikatorer").

Osäkerheten kring vad som kan komma att hända längre än två år framåt i tiden innebär dock inte att utvecklingen efter den ordinarie prognosperioden är oviktig vid utformningen av penningpolitiken. Det kan t.ex. uppkomma en situation där inflationen i slutet av prognosperioden förväntas uppgå till 2 procent, men där förloppet i anpassningen är sådant att inflationen bortom tvåårshorizonten kan förväntas bli märkbart högre eller lägre än 2 procent. I ett sådant fall är det svårt att argumentera för att penningpolitiken är väl avvägd, trots att inflationsmålet förväntas uppnås inom prognosperioden. Rent allmänt är det naturligtvis också viktigt att försöka skapa sig en så god bild som möjligt av de mer långsiktiga utvecklingstendenserna i ekonomin för att minska risken för framtida överraskningar och felbedömningar. En sådan längre utblick blir med nödvändighet relativt skissartad.

### ■ ■ Det korta perspektivet.

Huvudscenariot i denna rapport inrymmer inte speciellt mycket av dramatik. En återhämtning förutses under prognosperioden men den väntas gå förhållandevis långsamt. Efter en relativt svag utveckling innevarande år väntas BNP-tillväxten bli betydligt högre under 2004 och 2005. Det samlade resursutnyttjandet väntas stiga svagt under loppet av prognosperioden, men ett visst mått av lediga resurser väntas kvarstå ännu 2005. Det efterfrågebestämda inflationstrycket ökar därmed svagt men väntas inte bli besvärande.

På kostnadssidan finns alltså en viss osäkerhet om hur väl den svenska lönebildningen fungerar. En del tyder dock på att risken för höga avtal som i förlängningen slår mot sysselsättningen kan ha minskat. För detta talar bl.a. Kommunalarbetareförbundets avtal som slöts på lägre nivåer än som inledningsvis befarades. Den tydliga kopplingen mellan utfallet av lönerörelsen och penningpolitiken består efter resultatet i folkomröstningen vilket talar för en förhållandevis lugn löneutveckling även under åren närmast bortom prognoshorizonten. Mot detta ska dock ställas att konjunkturläget då förmodligen kommer att vara bättre än idag och att en fortsatt ogynnsam utveckling av arbetsutbudet kan komma att ställa lönebildningen på svåra prov.

Till grund för huvudscenariot för svensk ekonomi ligger ett antagande om att även den internationella konjunkturen är på väg mot en återhämtning. Den expansiva ekonomiska politiken i USA väntas bidra till att den amerikanska ekonomin återigen kommer att vara dragloket för resten av världen. Tillväxten antas på de flesta håll bli betydligt högre de kommande två åren än i år och lediga resurser väntas därmed gradvis tas i anspråk.

I inflationsrapporten identifieras såväl nedåtrisker som uppåtrisker

för inflationen. Sammantaget är riskbilden balanserad. Nedåtriskerna handlar bl.a. om att underskotten i de offentliga finanserna och bytesbalansen i USA driver fram en ränteuppgång och att konsumtions- och investeringsefterfrågan i Europa utvecklas oväntat svagt, exempelvis till följd av en stramare finanspolitik. Uppåtriskerna hänger främst samman med lönebildningen och elprisutvecklingen. Givet att dessa risker inte realiserar är det rimligt att åren strax bortom prognoshorisonten räkna med en fortsatt lugn uppgångsfas utan överhettningstendenser där BNP-tillväxten under en tid fortsätter att överstiga den potentiella, både i Sverige och internationellt.

Prisstegringstakten i ekonomin påverkas inte bara av det inhemskt genererade inflationstrycket utan även av den importerade inflationen. Växelkursutveckling spelar i detta sammanhang en central roll. Det har sedan länge funnits förväntningar om en appreciering av kronan mot bakgrund av bl.a. betydande överskott i bytesbalansen. I slutet av prognosperioden och därefter väntas dock växelkursen inte längre ha någon större återhållande effekt på inflationen. Samtidigt väntas det internationella pristrycket öka över tiden, i takt med ett stigande globalt resursutnyttjande.

Sammanfattningsvis är den grundläggande bilden att den uppgångsfas som inleds de kommande två åren fortsätter i måttlig takt även åren närmast bortom prognoshorisonten. Inflationstrycket ökar svagt i takt med att BNP både i Sverige och internationellt närmar sig, och efter hand börjar överstiga, sin potentiella nivå samtidigt som den inflationsdämpande effekten av en apprecierande krona avklingar.

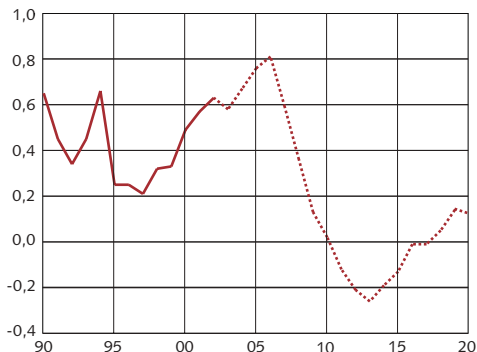
### ■ ■ Den potentiella tillväxten – tendenser på längre sikt.

En variabel som är av central betydelse vid en bedömning av utvecklingen av BNP och inflation på längre sikt är den potentiella, eller trendmässiga, tillväxten. Ju högre den potentiella tillväxten är desto snabbare kan svensk BNP växa utan att inflationsmålet äventyras. Den potentiella tillväxten bestäms av teknikutvecklingen och den trendmässiga ökningen av produktionsfaktorerna. Ett vanligt sätt att dekomponera den potentiella tillväxten är i dels den trendmässiga förändringen av arbetsproduktiviteten (BNP per arbetad timme), dels den trendmässiga förändringen av arbetsutbudet (antalet arbetade timmar).

Under 1990-talet skedde en snabb ökning av arbetsproduktivitets-tillväxten som stabiliserades kring 2 procent per år. Detta innebar en tydlig förbättring jämfört med 1980-talet då ökningen stannade på ca 1 procent och i än högre grad jämfört med 1970-talet då produktivitetstrenden var negativ. Drivkrafterna bakom utvecklingen under 1990-talet är långtifrån självklara, men man kan peka på ett antal faktorer som kan ha spelat en roll.

Ett förhållande som inledningsvis påverkade produktiviteten positivt var att krisen i början av decenniet resulterade i att lågproduktiv produktion slogs ut. Detta medförde en ökning i den uppmätta arbetsproduktiviteten, men innebar samtidigt att arbetslösheten ökade. Olika typer av strukturella förändringar i den svenska ekono-

**Diagram 62. Befolkningstillväxt 16-64 år i Sverige, utfall och prognos. Årlig procentuell förändring**



Anm. Streckad linje avser prognos.

Källa: SCB.

min under 1990-talet kan också ha haft betydelse genom att skapa en gynnsammare miljö för produktivitetstillväxt. Till dessa hör prioriteringen av långsiktig hållbarhet i de offentliga finanserna, reformer inom skatte- och socialförsäkringssystemen och avregleringen av ett flertal marknader som öppnades för inhemsk och internationell konkurrens. En snabb tillväxt i den privata sektorn relativt den offentliga bidrog sannolikt också, liksom utvecklingen och spridningen av informationsteknologin. I synnerhet telekomindustrin stod för en betydande del av produktivitetstillväxten under slutet av 1990-talet.

Eftersom åtminstone vissa av dessa faktorer endast övergångsvis påverkar produktivitetstillväxten bör kanske utvecklingen sedan krisen i början på 1990-talet inte ligga till grund för alltför långtgående slutsatser om de framtida förhållandena. En rimlig bedömning är dock att den långsiktiga produktivitetstillväxten idag är klart högre än under 1970- och 1980-talen.

Den andra komponenten i den potentiella tillväxten, den trendmässiga ökningen av arbetsutbudet, inger större oro. Även om produktivitet utvecklingen vanligen spelar en mer central roll för tillväxten än ökningarna i arbetsutbudet är den senare faktorn långtifrån oviktig. Det är t.ex. framförallt skillnader i tillväxten av arbetsutbudet som till stor del förklarar att den potentiella tillväxten är betydligt högre i USA än i Sverige.

Arbetsutbudet, mätt som antalet arbetade timmar i ekonomin, bestäms dels av hur många personer som arbetar, dels av medelarbets-tiden. Till en del styrs arbetsutbudet av faktorer som är svåra att påverka med ekonomisk politik. I Sverige liksom i många andra länder kommer t.ex. tillväxten av antalet personer i arbetsför ålder att inom ett antal år börja utvecklas betydligt mindre gynnsamt än under det senaste decenniet (se diagram 62). Därmed kommer såväl arbetsutbudet som tillväxten att dämpas trendmässigt. Arbetsutbudet styrs emellertid också av faktorer där ekonomisk politik kan ha effekt. Det kan gälla att hitta vägar att på ett bättre sätt än hittills ta till vara den arbetskraftsreserv som finns bland personer födda utomlands eller vända den negativa trenden i långtidssjukskrivningarna. I ett medelfristigt perspektiv kan sådana åtgärder bidra till att mildra den mer trendmässigt negativa effekten på arbetsutbudet av den alltmer ogynnsamma åldersammansättningen hos befolkningen. Även en ökad arbetskraftsinvandring skulle kunna mildra problemen.

Då utvecklingen av produktivitet och arbetsutbud vägs samman förefaller en rimlig bedömning vara att den långsiktiga tillväxten i svensk ekonomi i dagsläget ligger i intervallet 2-2,5 procent. Huvuddelen utgörs av produktivitetökningar medan den trendmässiga ökningen i arbetsutbudet står för en förhållandevis blygsam del. Om inte åtgärder vidtas för att så långt det är möjligt uppväga de demografiskt betingade negativa effekterna på arbetsutbudet är det dock troligt att den potentiella tillväxten på sikt snarare blir 2 än 2,5 procent.

## Deflation – en problemöversikt

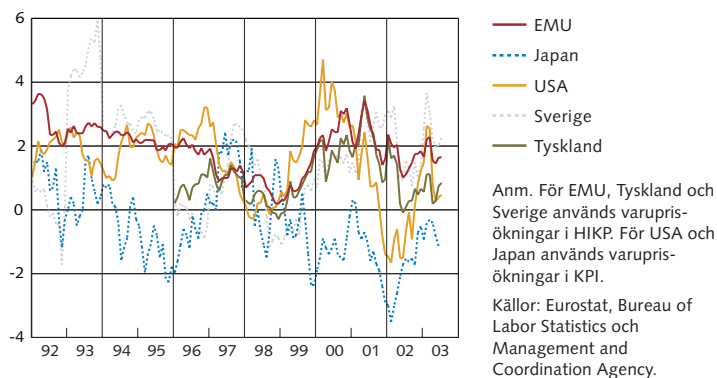
Världsekonomin kännetecknades under stora delar av 1990-talet av en uppåt-gående konjunktur och en relativt snabb BNP-tillväxt. Sedan några år tillbaka ser utvecklingen dock ut att ha vänt. BNP-tillväxten har fallit tillbaka påtagligt i flertalet länder och resursutnyttjandet är nu lågt (se diagram 1). Utvecklingen i svensk ekonomi har inte varit fullt så dystert men även i Sverige har en viss avmattning av konjunkturen skett. Samtidigt som världskonjunkturen har försvagats har inflationstakten i många länder dämpats avsevärt. Det gäller i synnerhet för priserna på varor som tidvis sjunkit i både USA och Tyskland (se diagram R15). Denna utveckling har rest frågan om de två traditionella dragloken för den internationella konjunkturen, USA och Tyskland, löper risken att hamna i samma situation som Japan, dvs. med en påtagligt svag tillväxt och ett ihållande fall av den allmänna prisnivån.<sup>12</sup>

Det finns skäl att alltid ha risken för deflation i åtanke eftersom fall i den allmänna prisnivån tenderar att vara förknippade med betydande problem i den reala ekonomin. Det kan dock vara värt att betona att fallande priser inte alltid behöver innebära bekymmer, vilket den allmänna debatten ofta ger intryck av.

### Bra och dålig deflation

En första naturlig distinktion gäller längden på perioden med fallande priser. Medan en mer utdragen period med deflation ofta kan ha en negativ inverkan på ekonomins funktionssätt gäller detta inte om prisnivån faller under en begränsad period. Ett exempel på det senare är utvecklingen i Sverige i slutet av 1998 och början av 1999. Inflationen mätt som tolv månadersförändringen i KPI var då negativ under några månader, delvis som en följd av att penningpolitiska lättnader medförde lägre räntekostnader för hushållen. Det faktum att priserna föll ledde till en del braskande rubriker om deflationshot i media, men de realekonomiska konsekvenserna av själva prisnedgången var förmodligen mycket begränsade. De långsiktiga inflationsförväntningarna låg förhållandevis väl förankrade kring inflationsmålet.

Diagram R15. Konsumentprisutvecklingen för varor i olika länder.  
Årlig procentuell förändring

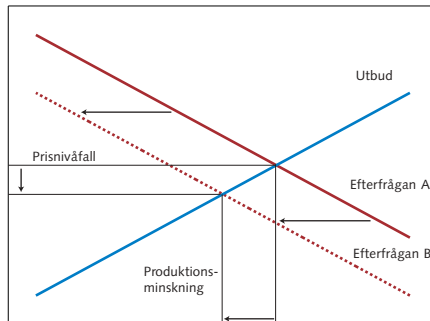


Det är också viktigt att skilja på om prisutvecklingen styrs av skeenden på efterfrågesidan eller utbudssidan. En period med fallande priser har ofta sitt ursprung i att den aggregerade efterfrågan är betydligt mindre än det samlade utbudet av varor och tjänster i ekonomin. En sådan situation kan uppkomma av två skäl: Dels kan efterfrågan falla kraftigt, t.ex. på grund av att hushållen av någon anledning minskar sin konsumtion. Dels kan utbudet öka markant, t.ex. till följd av att tekniska framsteg leder till att produktiviteten utvecklas gynnsammare. Såväl en minskning av efterfrågan som en ökning av utbudet kan vara förknippad med en fallande prisnivå. Men medan efterfrågedriven deflation är förknippad med att produktionen utvecklas svagt gäller det motsatta för utbudsdriven deflation (se diagram R16 och R17 för en principskiss av dessa effekter). På grund av skillnaderna i effekterna på produktionen betecknas dessa båda typer av deflation ibland som "bad deflation" respektive "good deflation". Sannolikt är det ovanligt med renodlat utbudsdriven deflation, även om utvecklingen i Kina de senaste åren skulle kunna vara ett exempel. I den följande diskussionen avses med deflation en förhållandevis utdragen period med fallande priser och en påfallande svag efterfrågan. Det är också denna definition som står i fokus för den internationella ekonomiska debatten.

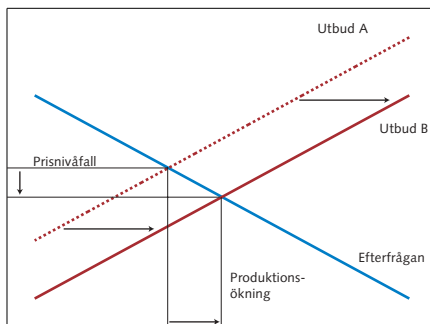
<sup>12</sup> Den amerikanska situationen diskuteras i bl.a. Bernanke, B.S., "Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here", tal, Federal Reserve Board, 2002-11-21 och Bernanke, B.S., "An Unwelcome Fall in Inflation?", tal, Federal Reserve Board, 2003-07-23. För en diskussion av deflationshotet i Tyskland (och euroområdet) se t.ex. The Economist, "The Unfinished Recession", 2002-09-26, Issing, O., "The Euro after Four Years: Is There a Risk of Deflation?", tal, ECB, 2002-12-02 och Svensson, L.E.O., "The Risks of Deflation and the Effectiveness of Monetary Policy in the Euro Area", Briefing Paper (<http://www.princeton.edu/~svensson/>), 2003.

Anm. Diagrammet visar de effekter på prisnivån (vertikal axel) och produktionsnivån (horisontell axel) som uppstår när efterfrågan faller från läget A till läget B.  
Källa: Riksbanken.

**Diagram R16. Effekter av ett fall i aggregerad efterfrågan. Pris- respektive produktionsnivå**



**Diagram R17. Effekter av en ökning av aggregerat utbud. Pris- respektive produktionsnivå**



Anm. Diagrammet visar de effekter på prisnivån (vertikal axel) och produktionsnivån (horisontell axel) som uppstår när utbudet ökar från läget A till läget B.  
Källa: Riksbanken.

#### Varför utgör deflation ett problem?

I den ekonomiska litteraturen brukar man framhålla framförallt tre negativa effekter av deflation. Den första hänger samman med att det är svårt att sänka nominella löner. I ett läge där efterfrågan och priserna faller men där de nominella lönerna inte sjunker kan företagen bara kompensera sig för de minskade intäkterna genom personalnedskärningar. Kombinationen av trögrorliga nominallöner och deflation förstärker därigenom den nedgång som det inledande efterfrågebortfallet givit upphov till.

Den andra negativa effekten beror på att deflation, om den är oväntad, resulterar i att förmögenhet omfördelas från låntagare till långivare. Skälet är att deflationen ökar det reala värdet på en given nominell skuld på ett sätt som inte var förväntat då lånekontraktet upprättades. Om lånet tecknats till en given nominell ränta blir dessutom de reala räntebetal-

ningarna högre under den tid som lånet löper. Liknande effekter skulle uppkomma även då inflationen faller på ett oväntat sätt men fortfarande är positiv. Grundproblemet är således att priserna inte utvecklas som förväntat efter det att lånekontrakten upprättats, och inte så mycket deflationen i sig.

Effekterna av deflation på ekonomin kan förstärkas genom att låntagarnas ökade reala skuldbörda påverkar kreditgivningsprocessen och den finansiella stabiliteten i ekonomin. De ökade reala skulderna urholkar företagens balansräkningar och kan göra det dyrare och svårare att låna, vilket bidrar till att dämpa aktiviteten i ekonomin.<sup>13</sup> På motsvarande sätt kan hushåll vars förmögenhetssituation försämras få problem med ytterligare krediter. Den ökade reala skuldbördan hos låntagande hushåll och företag kan dessutom leda till konkurser och till en ökad andel dåliga lån hos bankerna. Om det vill sig riktigt illa kan resultatet i förlängningen bli problem med den finansiella stabiliteten i ekonomin som helhet.

Den tredje negativa effekten med deflation är relaterad till penningpolitikens effekter på aktiviteten i ekonomin. Om en nominell ränta på noll procent inte räcker för att stimulera ekonomin och häva deflationen kan problem uppstå. Realräntan, dvs. den nominella räntan minus (den förväntade) inflationen, kanske skulle behöva vara negativ för att stimulera en återhämtning. Om den nominella räntan är noll procent kan realräntan inte sänkas ytterligare utan kommer alltjämt att vara positiv.<sup>14</sup> Den realränta som låntagare tvingas betala kommer att vara lika med deflationen. Ju mer prisnivån väntas falla, desto högre real avkastning krävs för att en investering ska vara lönsam. Den i förhållande till efterfrågan alltför höga realräntan hämmar investeringarna och bidrar till att förstärka nedgången.

#### Vad kan göras för att undvika deflation?

Mot bakgrund av de problem som skisserats ovan är det angeläget att försöka vidta förebyggande åtgärder för att undvika en deflationistisk utveckling. Det finns en hög grad av samsyn kring hur det penningpolitiska ram-

<sup>13</sup> Ett fall i företagets investeringar till följd av en kraftigt ökad real skuldbörda (s.k. debt deflation) anses ha spelat en central roll vid depressionen på 1930-talet. Hypotesen lanserades av Irving Fisher ("The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica* 1, 1933, 337-357).

<sup>14</sup> Parallellt till fallet med stela nominallöner är värd att notera. Medan stela nominallöner hindrar en önskvärd anpassning nedåt av priset på arbetskraft, hindrar nollgränsen för räntan en önskvärd anpassning av det intertemporala priset på konsumtion idag i förhållande till konsumtion imorgon.

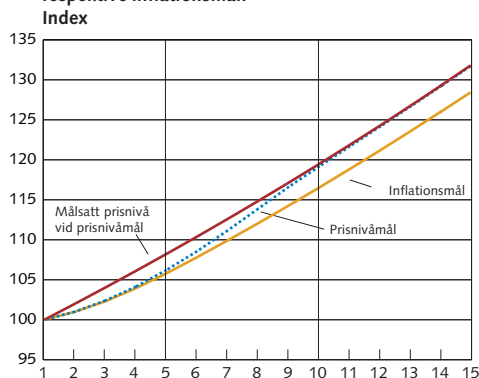


verket bör vara utformat för att risken för deflation ska bli så liten som möjligt. En central komponent är att penningpolitiken inriktas på att hålla inflationen och inflationsförväntningarna stabila på en positiv men ändå låg nivå. Detta kan ske genom att låta ett explicit inflationsmål fungera som ett tydligt riktmärke för ekonomins aktörer. Penningpolitiken bör vara framåtblickande så att förebyggande åtgärder kan vidtas om inflationen hotar att understiga (eller överstiga) målet.

Det finns ett intressant men i praktiken i stort sett oprövat alternativ till att definiera målet i termer av en viss *inflation*. Det är att sätta upp en målbana ("target path") för den framtida *prisnivån*, t.ex. att den ska stiga med 2 procent per år (se diagram R18).<sup>15</sup> Ett prisnivåmål kan vara ett föredra framför ett inflationsmål när det gäller att undvika deflation. Det kanske viktigaste skälet är att en sådan strategi, när den uppfattas som trovärdig, kan förmodas vara ett effektivare sätt att stabilisera ekonomins mer långsiktiga inflationsförväntningar. Ett prisnivåmål innebär att låg inflation idag måste uppvägas av högre inflation i framtiden (och vice versa). Det gör att den genomsnittliga inflationen i detta fall blir högre än om det inte finns något krav att kompensera för den tidigare låga inflationen, som i fallet med en målsatt inflationstakt (se diagram R19).

På litet kortare sikt kan ett prisnivåmål också bidra till mer av önskvärda korrigeringar nedåt av realräntan om deflation ändå skulle uppkomma. Ju mer prisnivån väntas falla desto högre behöver den framtida (faktiska och förväntade) inflationen vara under en övergångsperiod för att målbana åter ska uppnås. Ytterligare deflation kommer därför att "automatiskt" sänka realräntan, även då den nominella räntan har sänkts till noll. En annan fördel är att ett prisnivåmål i ett deflationsscenario inte ökar den reala skuldbördan för låntagare på samma sätt som ett inflationsmål riskerar att göra. Prisnivån förs ju tillbaka till den ursprungliga bana som låg till grund för lånekontrakten.

Diagram R18. Prisnivåutveckling vid prisnivå- respektive inflationsmål.



Anm. Diagrammet visar de effekter på prisnivån (vertikal axel) som uppstår över tiden (perioder, horisontell axel) efter det att inflationen plötsligt minskat med 1 procentenhet (från 2 till 1 procent).

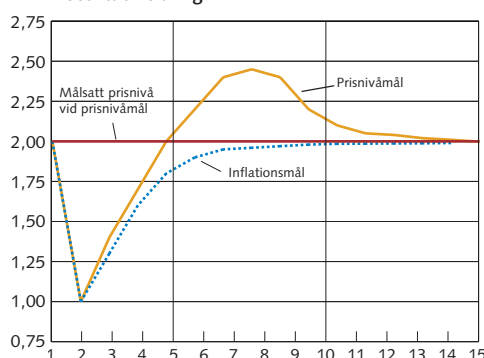
Källa: Riksbanken.

Vad kan göras om deflationen trots allt blir ett faktum?

Antag att det ändå uppstår en situation där efterfrågan utvecklas svagt och priserna faller trots att centralbanken sänkt styrräntan så långt det går. Vilka möjligheter står då till buds för att stimulera ekonomin? Denna fråga har diskuterats flitigt under senare tid.<sup>16</sup> Debatten har främst handlat om hur deflationstrenden i Japan ska kunna brytas, men också hur Fed och andra centralbanker bör agera i händelse av att de uttömt möjligheterna att stimulera ekonomin med styrräntesänkningar.

Diskussionen nedan fokuserar på penningpolitiska åtgärder men det kan även vara möjligt att använda finanspolitiska insatser. Om de offentliga finanserna i utgångsläget är goda kan det finnas utrymme för staten att på tradi-

Diagram R19. Inflationsutveckling vid prisnivå- respektive inflationsmål. Procentuell ökning.



Anm. Diagrammet visar de effekter på inflationen (vertikal axel) som uppstår över tiden (perioder, horisontell axel) efter det att inflationen plötsligt minskat med 1 procentenhet (från 2 till 1 procent).

Källa: Riksbanken.

<sup>15</sup> Se t.ex. Svensson, L.E.O., "Price Level Targeting vs. Inflation Targeting", *Journal of Money Credit and Banking* 31, 1999, 277–295, för en mer detaljerad diskussion. Det sannolikt enda exemplet på en implementering av ett prisnivåmål är den politik som fördes i Sverige under delar av 1930-talet (se Berg, C. och L. Jonung, "Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931–1937", *Journal of Monetary Economics* 43, 1999, 525–551).

<sup>16</sup> För en utförlig genomgång av olika metoder och litteraturhänvisningar, se t.ex. Svensson, L.E.O., "Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others", under publicering i *Journal of Economic Perspectives*.

tionellt sätt stimulera efterfrågan genom skattesänkningar och/eller utgiftsökningar. Det är också möjligt att stimulera efterfrågan utan att budgetunderskottet ökar, vilket kan vara en fördel i en ekonomi där de offentliga finanserna redan är försvagade. Detta kan ske exempelvis genom en sänkning av moms och en skattecredit på investeringar som under en period gör det mer attraktivt att konsumera och investera. Staten kan förhindra att budgetunderskottet ökar genom att höja skatter som i mindre utsträckning påverkar efterfrågan i ekonomin.

När det gäller penningpolitikens möjligheter att höja aktiviteten består det grundläggande problemet alltså i att centralbanken sänkt styrräntan till en nivå där det inte går att sänka den mer. Det finns dock andra sätt för centralbanken att försöka stimulera ekonomin, låt vara tämligen okonventionella och i stort sett oprövade. Grundtanken i de flesta av dessa är att centralbanken ska vidta åtgärder som leder till att företagens och hushållens inflationsförväntningar stiger. Eftersom realräntan definieras som nominell ränta minus inflationsförväntningar kan man på så sätt sänka realräntan och därigenom förhoppningsvis få fart på ekonomin.

Det finns dock även vägar att påverka realräntorna via de nominella räntorna. Det kan ske genom att inrikta sig på andra segment av avkastningskurvan än det allra kortaste, om de långa räntorna alltså är positiva. Ett sätt att försöka sänka räntorna på värdepapper med lite längre löptid är att centralbanken deklarerar att den har för avsikt att hålla kvar styrräntan på noll procent under en längre period. Via förväntningshypotesen, som säger att långa räntor är relaterade till förväntade framtida korta nominella räntor, borde detta bidra till att sänka de långa räntorna. Centralbanken kan också sätta upp ett lågt "räntetak" för obligationer upp till en viss löptid och förbinda sig att köpa en obegränsad mängd obligationer till denna räntenivå.<sup>17</sup>

Ett tämligen rättfram sätt att försöka höja den väntade inflationen är att annonsera ett inflationsmål eller ett prisnivåmål. Detta har rekommenderats som en delösning på proble-

men i Japan där något kvantifierat mål för inflationen tidigare inte tydligt har specificerats. För att ett inflations- eller prisnivåmål ska bidra till att sänka realräntan och stimulera ekonomin krävs dock att målet upplevs som trovärdigt av ekonomins aktörer. Detta kan vara svårt att uppnå, framförallt i ett läge då deflation redan råder och styrräntans nivå ligger omkring noll procent.

Ett uppmärksammat förslag bygger på idén att centralbanken genom att agera på valutamarknaden kan göra det trovärdigt att inflationen faktiskt kommer att bli högre. Idén kan beskrivas på följande sätt.<sup>18</sup> Centralbanken annonserar och implementerar:

- 1 en uppåt lutande målbana för prisnivån,
- 2 en depreciering och en s.k. crawling peg, dvs. en viss framtida bana för valutan, samt
- 3 en "exitstrategi" där valutabanan överges till förmån för ett inflations- eller prisnivåmål när väl målbanan för prisnivån har uppnåtts.

För att förstå varför en styrning av växelkursen kan påverka förväntningarna om den framtida prisnivån är det illustrativt att starta "bakvägen" och ställa sig frågan: Hur skulle valutakursen påverkas om utfästelsen om en högre framtida prisnivå upplevs som trovärdig av ekonomins aktörer? En högre förväntad framtida inhemsk prisnivå innebär en motsvarande svagare förväntad framtida växelkurs. Det hänger samman med att det långsiktiga utbytesförhållandet mellan inhemsk och utländska produkter inte påverkas. I diagram R20 ökar den framtida prisnivån från PT till PT' och växelkursen med lika mycket från VT till VT'. Den svagare förväntade framtida växelkursen innebär emellertid att växelkursen kommer att försvagas till en ännu lägre nivå redan idag (från VO till VO'). Skälet är att om den inhemska räntan är noll procent samtidigt som den utländska räntan är positiv krävs över tiden en appreciering av valutan (av samma storleksordning som den utländska räntan) för att avkastningen på en investering i inhemsk och utländsk valuta ska vara lika stor.

<sup>17</sup> Dessa två metoder har förespråkats av bl.a. den amerikanska centralbanken, se referenserna till Bernanke i fotnot 12.

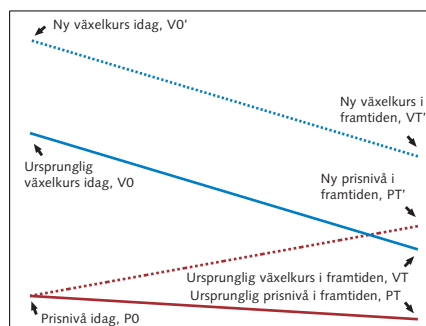
<sup>18</sup> Se Svensson, L.E.O., "The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap", *Monetary and Economic Studies* 19(S-1), Bank of Japan, 2001, 277–312, samt referensen till Svensson i fotnot 16.

Jämviktstvillkoret på den internationella valuta-marknaden blir därigenom uppfyllt. I diagram R20 åstadkoms ett parallellskift av hela växelkursbanan från linjen VOVT till linjen VO'VT'. Med andra ord: Om utfästelsen om en högre framtida inhemsk prisnivå är trovärdig skulle detta avspeglas i en påtaglig depreciering av den inhemska valutan redan idag.

"Trepunktsprogrammet" ovan vänder på resonemanget och börjar i andra änden. Centralbanken kan skapa förväntningar om en högre inhemsk prisnivå och en svagare framtida växelkurs. Det gör den genom att annonsera en depreciering av valutan samt en "crawling peg", och i handling visa sig beredd att köpa och sälja obegränsade belopp av utländsk valuta till den tillkännagivna växelkursen. Det bör noteras att det rimligen är betydligt lättare att skapa trovärdighet för denna svagare växelkurs än för en valuta som är utsatt för ett deprecieringstryck, som kronan var i början av 1990-talet. Om den annonserade strategin inte skulle hålla skulle den inhemska valutan stärkas tillbaka till den växelkursrelation som rådde innan centralbanken gick ut med sitt tillkännagivande. En placerare som innehar den inhemska valutan skulle i ett sådant fall göra en god affär. Det innebär att det inledningsvis, innan den annonserade växelkursbanan blivit trovärdig, borde råda ett efterfrågeöverskott på inhemsk valuta. Den efterfrågan kan emellertid lätt tillgodoses genom att centralbanken helt enkelt trycker nya pengar. Det centrala i förslaget är att centralbanken genom att agera konkret på valutamarknaden kan öka trovärdigheten för sina utfästelser. Detta till skillnad mot fallet då centralbanken enbart annonserar ett inflations- eller prisnivåmål.

Sammanfattningsvis kan konstateras att det bästa skyddet mot deflation antagligen är att se till att ekonomin utvecklas på ett sådant sätt att företagens och hushållens förväntningar om den framtida inflationen är stabila och på en lagom nivå. Mycket talar för att denna nivå är kring 2 procent.<sup>19</sup> Centralbanker som försöker

Diagram R20. Utveckling av prisnivå och växelkurs. Prisnivå och växelkurs



Anm. Diagrammet visar de effekter på prisnivån och växelkursen (vertikal axel) som inträffar över tiden (horisontell axel) vid en implementering av "trepunktsprogrammet".

Källa: Svensson, L.E.O., "Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others", under publicering i *Journal of Economic Perspectives*.

styra inflationen mot ett inflationsmål runt 2 procent kan därför sägas ha en "extraförsäkring" när det gäller att undvika deflationsfällan. Om deflationen ändå skulle bli ett faktum och centralbanken inte har möjlighet att sänka styrräntan ytterligare finns ett antal åtgärder som den kan tillgripa. Det handlar om att söka påverka räntor på värdepapper med längre löptid, att göra en högre framtida inflation eller prisnivå trovärdig och att vidta finanspolitiska åtgärder. I det sammanhanget förefaller framförallt små öppna ekonomier att ha en särskild fördel. Det beror på att valutamarknaden i detta fall erbjuder en möjlighet att öka trovärdigheten i utfästelserna att politiken ska inriktas på att höja den framtida inflationen och prisnivån.

Hur stor är då i dagsläget risken att USA, Tyskland eller till och med Sverige ska hamna i en situation liknande den som råder i Japan? Det är mycket som talar för att det inte föreligger någon större risk för deflation i något av länderna. Samtliga bedriver en penningpolitik som, implicit eller explicit, syftar till att hålla prisutvecklingen stabil i närheten av 2 procent. Dessutom har konjunkturläget stabiliserats under senare tid och på sina håll förbättrats. Intressant är också att den japanska ekonomin nu börjat uppvisa tecken på en mer tydlig återhämtning, med påtagligt högre tillväxttal för BNP.

<sup>19</sup> Modellsimuleringar indikerar att risken är liten att nollgränsen för räntan ska bli bindande när den genomsnittliga inflationen är 2 procent. Endast i omkring 0–5 procent av tiden kommer ekonomin att befinna sig vid nollgränsen i detta fall. Se t.ex. Yates, T., "Monetary Policy and the Zero Bound to Nominal Interest Rates", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2003, 27–37, för en översikt av sådana simuleringar.