



# Penningpolitisk rapport

2007:1

## Penningpolitisk rapport

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras tre gånger om året.

Rapporten beskriver de överväganden Riksbanken gjort när man kommit fram till vad som är en lämplig penningpolitik.<sup>1</sup> Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den räntebana som Riksbanken för närvarande anser ger en väl avvägd penningpolitik. Varje rapport består också av en beskrivning av den nya information som inkommit sedan föregående rapport samt en bedömning av hur Riksbanken ser på det ekonomiska nuläget.

Syftet med den penningpolitiska rapporten är att ta fram underlag för de penningpolitiska besluten och att sprida kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör. Genom att publicera rapporterna vill Riksbanken underlätta för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken.

Riksbanken ska minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse om penningpolitiken till riksdagens finansutskott (se 6 kapitlet 4 § i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank). Riksbanken har valt att använda två av årets tre penningpolitiska rapporter för detta ändamål. Denna rapport är en sådan redogörelse till riksdagen. Årets första rapport innehåller som vanligt ett underlag för en utvärdering av penningpolitiken.

Den penningpolitiska rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se). Där går det att utan kostnad beställa en tryckt version av rapporten eller ladda ned den i pdf-format.

För att prenumerera på den penningpolitiska rapporten kontakta Riksbanken.

E-post: [penningpolitiskrapport@riksbank.se](mailto:penningpolitiskrapport@riksbank.se)

Adress: Sveriges riksbank 103 37 Stockholm

Telefon: 08-787 00 00

Mer information om Riksbanken finns på: [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)

<sup>1</sup> Se *Penningpolitiken i Sverige* på nästa sida för en genomgång av den penningpolitiska strategin och av vad som kan betraktas som en önskvärd penningpolitik.

# Penningpolitiken i Sverige

## PENNINGPOLITISKT MÅL

Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen "att upprätthålla ett fast penningvärde". Riksbanken har preciserat detta mål till att den årliga förändringen av inflationen, mätt som konsumentprisindex (KPI), ska vara två procent. Kring målet på två procent har Riksbanken satt upp ett toleransintervall på plus/minus en procentenhet. Intervallet markerar att det inte står i penningpolitikens makt att uppnå målet exakt hela tiden. Det markerar samtidigt att alltför stora avvikelser inte kan accepteras om målet ska behålla sin trovärdighet.

## PENNINGPOLITISK STRATEGI<sup>2</sup>

- Penningpolitiken vägleds, utöver KPI, av olika mått på "underliggande inflation". Ett sådant mått är UND1X. Det är rensat från direkta effekter av förändringar i indirekta skatter och subventioner och från räntekostnader för egnahem. Det finns dock inte något enskilt inflationsmått som vid varje tidpunkt alltid visar vilken penningpolitik som behövs.
- Penningpolitiken inriktas normalt på att inflationsmålet ska uppnås inom två år. Det beror bland annat på att penningpolitiken påverkar den ekonomiska utvecklingen med viss fördröjning. Tvåårshorisonten ger även Riksbanken utrymme att ta hänsyn till den real-ekonomiska utvecklingen (BNP-tillväxt, arbetslöshet, sysselsättning etc).
- Riksbanken tar löpande hänsyn till förändringar i tillgångspriser och andra finansiella variabler i de penningpolitiska besluten.
- Riksbankens prognoser utgår ifrån antagandet att reporäntan utvecklas på ett sådant sätt att penningpolitiken kan betraktas som väl avvägd. I normalfallet innebär en väl avvägd penningpolitik att inflationen är nära inflationsmålet på två års sikt samtidigt som inflationen och den reala ekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar. Det är samtidigt viktigt att påpeka att produktionens och sysselsättningens nivå på lång sikt inte påverkas av penningpolitiken utan styrs av andra faktorer som t.ex. teknologi och tillgången på arbetskraft.
- Öppenhet och tydlighet i penningpolitiken är en förutsättning för att kunna kombinera trovärdighet för inflationsmålet med en flexibel tillämnning av målet på kort sikt.

## BESLUTSPROCESSEN

Direktionen håller normalt sju penningpolitiska möten under ett år då man fattar beslut om reporäntan. I samband med tre av dessa möten publiceras en penningpolitisk rapport. Ungefär två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att följa den diskussion som ledde fram till det aktuella räntebeslutet och se hur de olika direktionsledamöterna röstade.

## PRESENTATION AV RÄNTEBESLUT

- Räntebeslutet presenteras i ett pressmeddelande kl. 9.30 dagen efter det penningpolitiska mötet.
- Presskonferens hålls normalt när en penningpolitisk rapport publiceras och vid de mötestillfällen då reporäntan ändras. Tidpunkten för presskonferensen meddelas då i pressmeddelandet.

<sup>2</sup> En utförlig beskrivning av den penningpolitiska strategin finns i pdf-format och som tryckt publikation att beställa på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) under rubriken Penningpolitik/Prisstabilitet.

# Innehåll

- Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning **5**
- KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **7**
  - Huvudsakliga prognosrevideringar **17**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **23**
  - Alternativa scenarier för reporäntan **24**
  - Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen **29**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **39**
- Appendix **63**
  - Tabeller **64**
  - Tidigare räntebeslut **68**
  - Översikt över fördjupningar 2004–2006 **69**
  - Ordlista **71**
- Fördjupningar
  - Riksbanken publicerar egen prognos för reporäntan **19**
  - Beräkningsmetod för osäkerhetsintervall **22**
  - RAMSES – Ett verktyg för penningpolitisk analys **32**
  - Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2004–2006 **55**



# ■ Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning

Riksbankens direktion beslutade vid sitt sammanträde den 14 februari att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 3,25 procent. Samtidigt gjordes bedömningen att reporäntan behöver höjas med ytterligare 0,25 procentenheter under de kommande sex månaderna. Därefter kan man sannolikt avvakta något med ytterligare en höjning. Ränthöjningarna bedöms bidra till att inflationen är i linje med målet på ett par års sikt och att den real-ekonomiska utvecklingen blir balanserad.

Inflationen är för närvarande låg. Samtidigt utvecklas konjunkturen starkt i Sverige liksom i omvärlden. Resursutnyttjandet i Sverige ökar men bedöms i nuläget inte vara ansträngt. De senaste årens höga BNP-tillväxt har drivits av starka produktivetsökningar och en hög efterfrågan från omvärlden. Den starka ekonomiska utvecklingen har lett till att utlåningen och huspriserna fortsatt att öka snabbt även om en viss dämpning skedde under det andra halvåret 2006. Börskurserna har dessutom stigit kraftigt sedan sommaren 2006.

Riksbanken bedömer att BNP-tillväxten i Sverige dämpas under 2007-2009 då den internationella konjunkturen går in i ett något lugnare skede och tillväxten i produktiviteten avtar. BNP-tillväxten blir ändå förhållandevis hög 2007 till följd av att sysselsättningen stiger och att konsumtionen ökar snabbt. Kostnadstrycket stiger framöver i takt med att sysselsättningen ökar och lönerna stiger snabbare. Produktivetsutvecklingen håller inte heller tillbaka kostnaderna i lika stor utsträckning som tidigare. Inflationen väntas därför stiga.

Flera faktorer bidrar dock till att inflationen blir relativt måttlig framöver. I omvärlden väntas de senaste årens prispress fortsätta. I kombination med en förstärkning av kronkursen bidrar detta till låga importpriser. Dessutom väntas kostnadstrycket bli förhållandevis dämpat trots att det stiger. En orsak är att inte bara sysselsättningen, utan även arbetsutbudet ökar. Fallande energipriser medför dessutom att inflationen tillfälligt sjunker under 2007.

Penningpolitiken blev under förra året gradvis mindre expansiv. Riksbanken bedömer för närvarande att en väl avvägd penningpolitik är att höja reporäntan med ytterligare 0,25 procentenheter nu och sedan 0,25 procentenheter till under de närmaste sex månaderna. Därefter kan man sannolikt avvakta något innan det är dags för ytterligare en höjning. Detta bidrar till att inflationen är nära målet från hösten 2008 och framåt. Samtidigt bedöms den realekonomiska utvecklingen bli balanserad. Att Riksbanken anser att reporäntan inte behöver höjas mer trots att tillväxten är stark beror på att inflationen dämpas av ett antal faktorer, bl.a. en snabb ökning av arbetsutbudet.

Det är dock viktigt att poängtera att det som alltid råder en stor osäkerhet om den framtida ekonomiska utvecklingen. Därmed är osäkerheten också stor om hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Om exempelvis avtalsrörelsen leder till högre ökningstakt i lönerna eller om den inhemska efterfrågan blir högre än förväntat kan det bli nödvändigt att föra en stramare penningpolitik. Om däremot utvecklingen i omvärlden visar sig bli svagare eller om arbetskraftsutbudet ökar mer än väntat kan penningpolitiken behöva bli mer expansiv. Hur penningpolitiken kommer att utformas framöver beror därmed som vanligt på den nya information som inkommer om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige och vilka effekter denna kan få för de svenska inflations- och konjunkturutsikterna.

Protokollet från direktionens sammanträde den 14 februari publiceras den 28 februari. Nästa penningpolitiska möte hålls den 29 mars. Nästa penningpolitiska rapport publiceras den 20 juni.



# KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

De senaste årens höga BNP-tillväxt i Sverige hänger främst samman med en hög efterfrågan från omvärlden och starka produktivitetsoökningar. Under 2007-2009 dämpas den ekonomiska tillväxten bl.a. på grund av att den internationella tillväxten och produktivitetsokningarna avtar. BNP-tillväxten blir ändå förhållandevis hög 2007 driven av en uppgång i sysselsättningen och en snabb konsumtionsökning. I takt med att sysselsättningen ökar och löneökningstakten tilltar väntas företagens produktionskostnader stiga snabbare. Inflationen väntas därför stiga under prognosperioden. Flera faktorer bidrar dock till att inflationen blir relativt måttlig: I omvärlden väntas de senaste årens prispress fortsätta vilket, i kombination med en förstärkning av kronkursen, bidrar till låga importpriser. Dessutom väntas kostnadstrycket, trots att det stiger, bli förhållandevis måttligt. En orsak till detta är att inte bara sysselsättningen utan även arbetsutbudet ökar. Fallande energipriser kommer också att medföra att inflationen tillfälligt sjunker under 2007.

I takt med att sysselsättningen har stigit har ekonomins produktionsresurser tagits i anspråk i allt större utsträckning. Penningpolitiken har därför gradvis blivit mindre expansiv för att få en inflationsutveckling i linje med målet och en utveckling av produktion och sysselsättning som är balanserad. Riksbanken bedömer för närvarande att reporäntan behöver höjas med ytterligare 0,25 procentenheter i februari och sedan 0,25 procentenheter till under de närmaste sex månaderna. Därefter kan man sannolikt avvakta något innan det är dags för ytterligare en höjning. BNP-tillväxten dämpas efter hand från 3,5 procent i år till 2,5 procent 2009. Inflationen, mätt med KPI och UND1X, väntas på två års sikt uppgå till 2,1 respektive 1,9 procent.<sup>3</sup>

Diagram 1. Reporänta med osäkerhetsintervall  
Procent

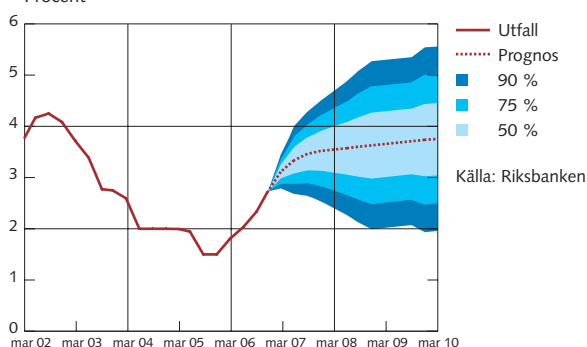


Diagram 2. BNP med osäkerhetsintervall  
Årlig procentuell förändring

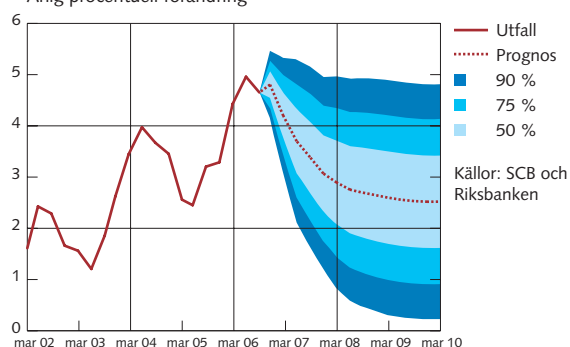


Diagram 3. KPI med osäkerhetsintervall  
Årlig procentuell förändring

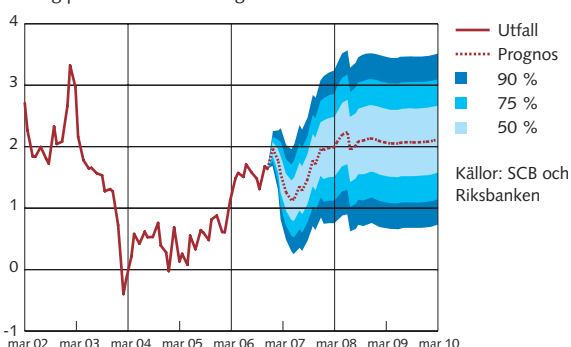
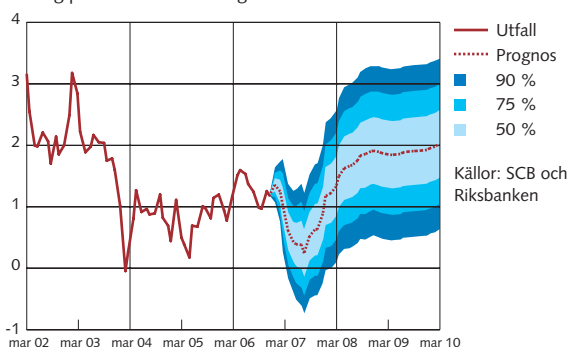


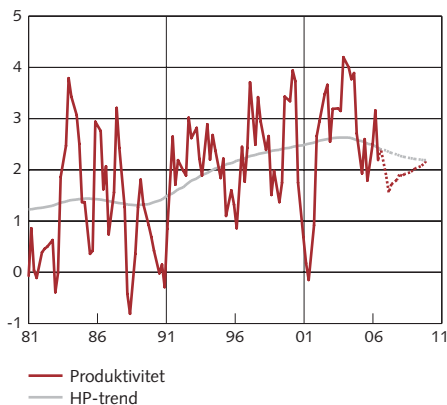
Diagram 4. UND1X med osäkerhetsintervall  
Årlig procentuell förändring



<sup>3</sup> Osäkerhetsintervallen i diagrammen är baserade på historiska prognosfel. Se fördjupningsrutan "Beräkningsmetod för osäkerhetsintervall" i denna rapport.



**Diagram 5. Faktisk och trendmässig arbetsproduktivitet i hela ekonomin**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Trend beräknad med Hodrick-Prescott-filtret.  
Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken

## ■ ■ Stark tillväxt och låg inflation för närvarande

Inflationen är för närvarande låg liksom löneökningstakten och kostnadstrycket. Samtidigt utvecklas konjunkturen starkt både i Sverige och i omvärlden. Resursutnyttjandet ökar och bedöms i nuläget vara ungefär normalt. De senaste årens höga BNP-tillväxt i Sverige har drivits av starka produktivitetsoökningar och en hög efterfrågan från omvärlden. Den starka ekonomiska utvecklingen i Sverige avspeglas även på kredit- och tillgångsmarknaderna. Börskurserna har stigit kraftigt sedan sommaren 2006 och företag och hushåll har fortsatt att öka sin upplåning relativt mycket sett i ett historiskt perspektiv. Samtidigt har huspriserna fortsatt att stiga och hushållens förmögenhet har ökat ytterligare. Tillväxttakten i både upplåning och huspriser har dämpats något under det andra halvåret 2006 men är dock fortfarande hög.

## ■ ■ God produktivitetstillväxt men lägre än de senaste åren

Sedan 2002 har arbetsproduktiviteten, mätt som BNP per arbetstimme, ökat i snabb takt (se diagram 5). En av de viktigaste och, som det har visat sig, svåraste bedömningarna för svenska prognosmakare har varit att avgöra hur länge denna höga ökningstakt kommer att bestå.

Inledningar av konjunkturuppgångar är normalt förknippade med en hög produktivitetstillväxt. Det kan förklaras av att företag i början av en uppgång har kapacitet att öka sin produktion med de produktionsresurser som redan finns i företagen. Efter hand blir behovet av mer produktionsresurser allt större och företagen anställer mer personal. Då faller samtidigt ökningstakten i produktiviteten.

Detta fenomen är sannolikt en del av förklaringen till den starka produktivitetsoökningen 2002-2004 även om andra faktorer också spelat roll. Produktionen ökade under denna period med över 2,5 procent per år i genomsnitt trots att antalet arbetade timmar och sysselsatta i genomsnitt minskade under samma period. Sett över de senaste tjugofem åren har kombinationen av hög tillväxt och sjunkande sysselsättning varit ovanlig, speciellt under en så pass lång och sammanhållen period.

Under 2005 vände utvecklingen och produktivitetstillväxten dämpades samtidigt som sysselsättningen började öka. Även om produktivitetsoökningen under 2006 var något högre än 2005 talar ändå mycket för att produktivitetstillväxten nu har saktat ned till en mer normal nivå sett ur ett långsiktigt perspektiv. Riksbankens bedömning är att produktivitetstillväxten tillfälligt reduceras under 2007 för att sedan stiga upp mot den långsiktiga nivån under resten av prognosperioden (se diagram 5 och tabell A6). Även det faktum att sysselsättningen främst väntas stiga i tjänstebranscherna talar för en något lägre produktivitetstillväxt framöver jämfört med de senaste åren, eftersom tjänstebranscher i genomsnitt har en lägre produktivetsnivå än industrin.

Den starka produktivitetstillväxten har möjliggjort en snabb ökning av produktionen utan att produktionskostnaderna har stigit i lika hög takt. Därmed har också prisökningarna hållits nere. Att produktivitetstillväxten nu har stabiliserats på en relativt sett lägre nivå innebär att denna dämpande effekt på företagens enhetsarbetskostnader – och i förlängningen på inflationen – till viss del kommer att avta framöver.

Samtidigt bör man ha i minnet att bedömningen av storleken på den långsiktiga produktivitetstillväxten har höjts under det senaste decenniet. Det är t.ex. tydligt att den trendmässiga, dvs. den icke konjunkturberoende, produktivitetstillväxten har varit högre de senaste femton åren än tidigare (se diagram 5). Drivkrafterna bakom detta kan vara omläggningen av stabiliseringspolitiken i början av 1990-talet, strukturella faktorer som ökad internationell och inhemsk konkurrens och större användning av informations- och kommunikationsteknologi. Jämfört med de två föregående decennierna krävs det nu alltså i genomsnitt en mindre arbetsinsats och därmed en lägre arbetskostnad för att öka produktionen med en enhet. Det bidrar till att kostnadstrycket trots allt blir relativt måttligt framöver, även om det stiger.

Hur produktiviteten utvecklas är således av stor vikt för tillväxten och kostnadstrycket framöver. Riksbankens bedömning är att produktivitetstillväxten de kommande åren i genomsnitt kommer att bli lägre än den genomsnittliga utvecklingen de senaste fem åren. Som påpekades ovan har dock produktivitetstillväxten överraskat tidigare och osäkerheten i den nuvarande bedömningen är också stor. Det finns argument såväl för att tillväxten i produktiviteten kan bli högre som att den kan bli lägre än i huvudscenariot.

## ■ ■ Sysselsättningsuppgång och hög efterfrågan driver

### BNP-tillväxten

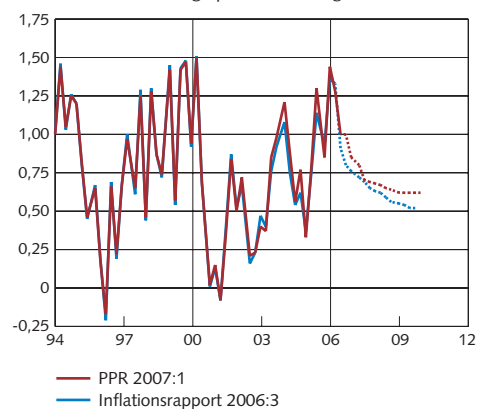
Trots dämpningen av produktiviteten väntas BNP-tillväxten bli förhållandevis hög framöver (se diagram 6). I år bedöms BNP växa med 3,5 procent. Under resten av prognosperioden dämpas tillväxten gradvis och bedöms nå en mer långsiktigt uthållig nivå på 2,5 procent 2009 (se tabell 2).

Den förhållandevis starka BNP-tillväxten i år förklaras av en uppgång i sysselsättningen och en fortsatt ökning av hushållens konsumtion. Efterfrågan stimuleras bl.a. av det s.k. jobbavdraget, som medför ett tillskott till hushållens inkomster. Räntenivån har varit och är fortfarande förhållandevis låg. Även en relativt stark internationell konjunkturutveckling bidrar till BNP-tillväxten 2007.

Konjunkturuppgången i omvärlden dämpas efter hand. Samtidigt blir penningpolitiken i Sverige mindre expansiv för att inflationsstrycket inte ska öka alltför snabbt och för att bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. BNP-tillväxten dämpas därför efter hand under 2008 och 2009.

Diagram 6. BNP

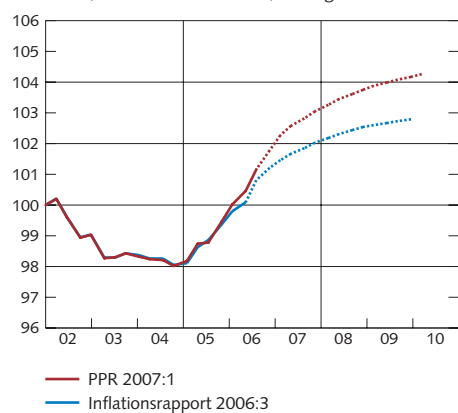
Kvartalsförändring i procent, säsongrensade data



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

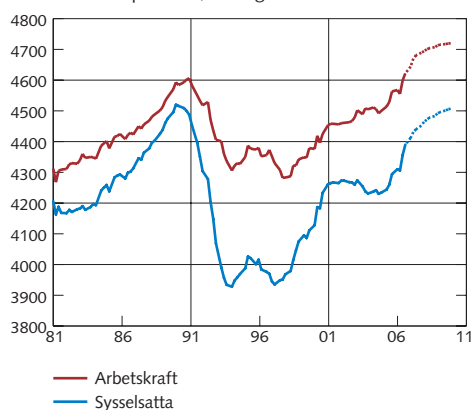
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 7. Arbetade timmar**  
Index, 2002 kvartal 1 = 100, säsongrensade data



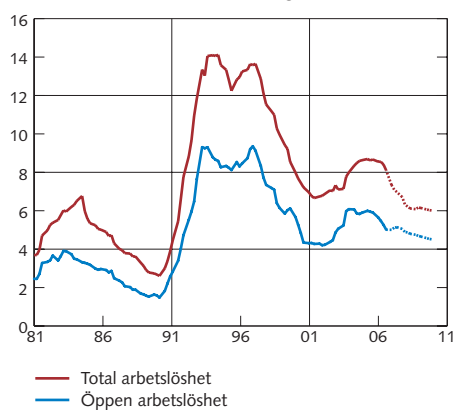
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 8. Antal sysselsatta och antal i arbetskraften**  
Tusentals personer, säsongrensade data



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

**Diagram 9. Andel öppet och totalt arbetslösa**  
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



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

## ■ ■ Sysselsättningen och arbetskraften fortsätter att öka snabbt

Under det andra halvåret 2006 skedde en snabb uppgång av antalet sysselsatta och denna utveckling ser ut att fortsätta. Ökningen av sysselsättningen räknat i såväl antal personer som antal arbetade timmar väntas därför bli stor under 2007 – ca 2 procent i båda fallen (se diagram 7-8 och tabell A5). Sysselsättningen väntas också öka under resten av prognosperioden, om än i avtagande takt. Antal personer i arbetsmarknadspolitiska sysselsättningsåtgärder kommer visserligen att minska successivt 2007-2009, men sammantaget väntas de åtgärder och jobbstimulanser som introducerats av regeringen bidra till att öka sysselsättningen.

Riksbankens bedömning är att även arbetskraften kommer att fortsätta öka snabbt under 2007 (se diagram 8 och tabell A5). Neddragningarna av antalet personer i utbildningsåtgärder kommer att bidra till den utvecklingen redan under det första halvåret 2007. Under resten av prognosperioden väntas regeringens politik leda till ett gradvis ökat arbetsutbud, dvs. fler personer ställer sig till arbetsmarknadens förfogande. Men ökningen av arbetskraften mattas något 2008-2009 i takt med att det finns allt färre personer utanför arbetskraften att tillgå och konjunkturuppgången dämpas. Det finns också faktorer som kommer att bidra till att ökningen av arbetsutbudet hålls tillbaka under prognosperioden. Andelen personer i åldersgrupperna med högt arbetskraftsdeltagande, dvs. de mellan 35 och 55 år, kommer t.ex. att minska, medan andelen yngre och äldre kommer att öka.

Osäkerheten i bedömningen av hur mycket arbetskraften kommer att öka framöver är stor, bl.a. eftersom effekterna av regeringens politik är osäkra. I kapitel 2 redovisas ett alternativt scenario där utbudet av arbetskraft ökar mer än i huvudscenariot.

Eftersom sysselsättningen väntas öka något mer än arbetskraften, minskar andelen öppet arbetslösa gradvis under prognosperioden (se diagram 9 och tabell 2). Den relativt snabba ökningen av antalet personer i arbetskraften (se ovan) håller dock tillbaka nedgången under 2007. Även under resten av prognosperioden ökar arbetsutbudet relativt snabbt vilket håller upp arbetslösheten trots att sysselsättningen ökar.<sup>4</sup> Detta bidrar till att den starka uppgången i sysselsättningen sannolikt inte driver upp graden av resursutnyttjande och kostnadstrycket i lika stor utsträckning. Dessutom är Riksbankens bedömning för närvarande att arbetslösheten troligtvis kan sjunka till en relativt låg nivå utan att resursutnyttjandet blir allt för ansträngt.

<sup>4</sup> Inom kort kommer SCB att börja publicera ett mått på öppen arbetslöshet enligt en ny EU-harmoniserad definition som liknar den s.k. ILO-definitionen. Skillnaden jämfört med den gamla definitionen är främst att den inkluderar heltidsstuderande som sökt arbete. EU-definitionen ger en öppen arbetslöshet som under 2006 var ca 1,5 procentenhet högre än enligt den gamla definitionen för åldersgruppen 16-64 år. Riksbankens prognos för arbetslösheten framöver enligt den nya definitionen är också knappt 1,5 procentenhet högre än enligt den gamla definitionen.

## ■ ■ Starka finanser och hög konsumtionstillväxt i offentlig sektor

En stark konjunkturutveckling och ett förbättrat arbetsmarknadsläge medför fortsatt goda offentliga finanser och en fortsatt stark ökning av den offentliga konsumtionen 2007, framförallt i kommunerna. Högre sysselsättning leder till större skatteinkomster vilket antas leda till ökad offentlig konsumtion. Regeringens beslut att avsluta flera av de arbetsmarknadspolitiska programmen väntas minska den offentliga konsumtionen. Sammantaget bedöms dock den offentliga konsumtionen endast påverkas marginellt av regeringens åtgärder eftersom budgetpropositionen också innehöll åtgärder som ökar konsumtionen inom statlig och kommunal sektor, t.ex. fler poliser, ökat integrations/jämställdhetsarbete och tillskott till hälso- och sjukvård.

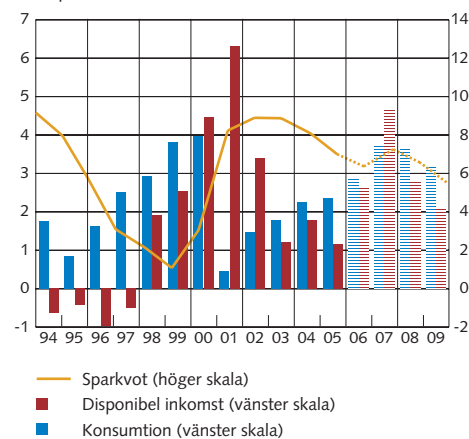
Målet för den offentliga sektorns finansiella sparande är att det ska uppgå till i genomsnitt 2 procent av BNP över en konjunkturcykel. Riksbankens bedömning är att det faktiska finansiella sparandet kommer att hålla sig över målet under hela prognosperioden (se tabell 2). Det s.k. konjunkturjusterade sparandet kan användas som en indikation på avvikelser från målet under enskilda år. Riksbankens bedömning är att det konjunkturjusterade sparandet kommer att hålla sig över målet under hela prognosperioden.<sup>5</sup> Som andel av BNP bedöms både den offentliga sektorns inkomster och utgifter sjunka under prognosperioden. Nedgången i inkomstandelen beror framförallt på att direkta skatter från hushållen minskar som andel av BNP till följd av det s.k. jobbavdraget som innebär sänkta skatter på förvärvsinkomster. Minskningen av utgiftsandelens förklaras framförallt av att transfereringarna till hushållen blir mindre, dels till följd av regeringens reformer, dels som ett resultat av den ökade sysselsättningen.

## ■ ■ Hushållens konsumtion ökar snabbt

Den starka utvecklingen på arbetsmarknaden framöver väntas medföra att hushållens disponibla inkomster fortsätter att stiga. Uppgången i sysselsättningen i kombination med skattesänkningarna på förvärvsinkomster gör att ökningen blir särskilt stor under 2007. Höjningen av avgiften till arbetslöshetskassan sänker visserligen de disponibla inkomsterna något men Riksbankens bedömning är ändå att hushållens reala disponibla inkomster ökar med knappt 5 procent under 2007. Under resten av prognosperioden mattas ökningstakten något då ökningen av sysselsättningen dämpas och storleken på skattesänkningarna minskar (se diagram 10).

Hushållen är enligt enkätundersökningar optimistiska i sina bedömningar av den egna ekonomin och av utvecklingen av svensk ekonomi som helhet. Då sysselsättningen fortsätter att öka och risken för arbetslöshet blir mindre innebär det rimligtvis att hushållens s.k. försiktighetssparande också minskar framöver. Sparkvoten stiger dock

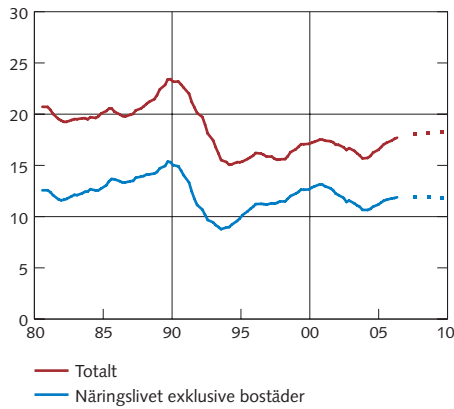
Diagram 10. Hushållens konsumtion, disponibla inkomst och sparkvot  
Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



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

<sup>5</sup> I denna bedömning inkluderas sparandet i premiepensionssystemet. Under 2007 kommer redovisningen att förändras. Detta sparande, som uppgår till ca 1,1 procent av BNP, kommer istället att räknas till hushållens sparande enligt beslut av Eurostat.

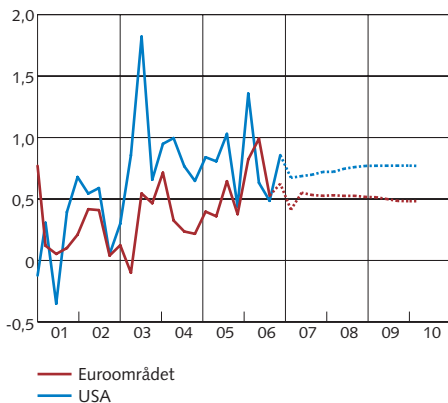
**Diagram 11. Investeringar**  
Procent av BNP



Anm. Fyra kvartals glidande medelvärde. Punkter avser Riksbankens helårsprognos.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 12. BNP i USA och euroområdet**  
Kvartalsförändring i procent



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Eurostat, US Department of Commerce och Riksbanken

tillfälligt under 2007 som ett resultat av den ovanligt stora inkomstökningen, men sedan faller den successivt under prognosperioden (se diagram 10).

Såväl hushållens innehav av likvida tillgångar (bankinlåning) som värdet av deras tillgångar i form av aktier och hus har stigit snabbt under senare år. Hushållens förmögenhetsställning bedöms bli fortsatt stark. Huspriserna väntas fortsätta öka under prognosperioden, men den gradvisa uppgången av räntorna bidrar till att ökningstakten sannolikt blir lägre än under de senaste åren. Det innebär också att ökningstakten i hushållens upplåning dämpas. Stigande räntor leder till att hushållens ränteutgifter ökar, men det motverkas av att hushållens disponibla inkomster samtidigt stiger. Räntekvoten, dvs. ränteutgifterna som andel av den disponibla inkomsten, kommer därmed sannolikt att öka måttligt under prognosperioden.<sup>6</sup>

Riksbankens sammantagna bedömning är att hushållens konsumtion kommer att öka i snabb takt under prognosperioden. Under 2007 och 2008 ökar konsumtionen med 3,7 procent (se diagram 10 och tabell A4). Konsumtionsökningen dämpas sedan något under 2009 till strax över 3 procent.

### ■ ■ Tydlig avmattning av investeringsutvecklingen

De senaste åren har investeringarna utvecklats förhållandevis starkt och investeringsnivån har stigit. De närmaste åren väntas det ske en tydlig avmattning av ökningstakten i investeringarna (se diagram 11 och tabell A4).

Bostadsbyggandet har under senare tid gått in i en lugnare fas och denna utveckling bedöms fortsätta framöver. Det innebär att det sker en tydlig dämpning av ökningstakten i bostadsinvesteringarna under 2007. Svagt stigande räntor innebär att ökningen av bostadsinvesteringarna dämpas ytterligare något under 2008-2009. De övriga investeringarna i näringslivet väntas fortsätta att öka framöver men även här mattas utvecklingen av jämfört med de senaste årens snabba tillväxt.

De offentliga investeringarna bedöms öka de närmaste åren till följd av bl.a. statliga infrastruktursatsningar och ökat investeringsutrymme i kommunerna. Ökningstakten kommer dock att bli måttlig och den avtar också något under prognosperioden.

### ■ ■ Avtagande konjunkturuppgång i omvärlden dämpar svensk export

I omvärlden har konjunkturen utvecklats gynnsamt under ett antal år. Under senare tid har tillväxttakterna i många länder mattats något men fortfarande varit relativt höga.

<sup>6</sup> Finansiell Stabilitet 2006:2 innehåller en utförlig analys av husprisutvecklingen framöver och av hushållens marginaler mot stigande kostnader.

Jämfört med de senaste åren väntas BNP-tillväxten i USA bli lägre under prognosperioden (se diagram 12). Riksbankens sammantagna bedömning är att BNP-tillväxten i USA under prognosperioden blir 2,8 procent 2007 och sedan stiger gradvis till strax över 3 procent 2009 (se tabell A2).

Förra året bidrog bl.a. en dämpning av bostadsmarknaden till att den amerikanska konjunkturuppgången bromsade in något. Vad som ändå talar för en förhållandevis mild avmattning framöver är bl.a. att sysselsättningen fortsätter att öka i god takt. Fallande oljepriser och en stark börsutveckling väntas också hålla uppe hushållens konsumtion framöver, trots dämpningen av bostadsmarknaden. Den amerikanska tillväxten skulle dock kunna mattas ännu mer om t.ex. nedgången i huspriser får ett större genomslag på hushållens konsumtion än vad den hittills har haft (se diagram 13). I kapitel 2 redovisas ett scenario där omvärldstillväxten blir svagare än i huvudscenariot. En möjlig drivkraft bakom ett sådant scenario skulle kunna vara en kraftigare dämpning av den amerikanska konjunkturutvecklingen.

I euroområdet väntas BNP-tillväxten hålla sig nära 2 procent 2007-2009 men dämpas något under prognosperioden (se diagram 12 och tabell A2). Anledningen är bl.a. en lägre efterfrågetillväxt i omvärlden och stramare finans- och penningpolitik. Även i våra nordiska grannländer talar indikatorer för den ekonomiska aktiviteten nu för en lägre BNP-tillväxt. Det är dock en långsam och gradvis anpassning mot mer långsiktigt hållbara tillväxttakter som prognostiseras.

Sammanvägt med svenska exportviktorer dämpas tillväxten i omvärlden under prognosperioden. Exportmarknadstillväxten bedöms successivt bli lägre från en topp på nästan 10 procents tillväxt 2006 till ungefär 6 procent 2009 (se tabell A2). Utöver detta bidrar en prognostiserad förstärkning av växelkursen också till att i viss mån dämpa den svenska exporten framöver. Sammantaget förväntas därmed en avtagande exporttillväxt de närmaste åren (se diagram 14 och tabell A4).

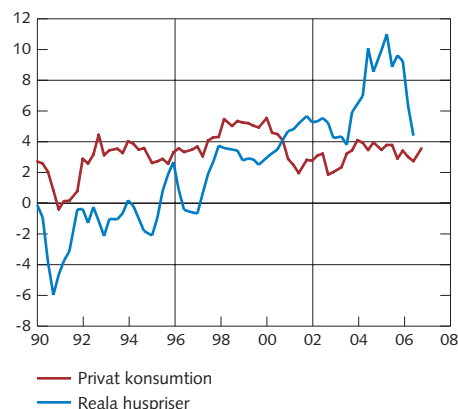
## ■ ■ Kronkursen stärks

Under 2006 stärktes den konkurrensvägda växelkursen. Förstärkningen bedöms fortsätta under 2007-2009 men i långsammare takt (se diagram 15).

Bytesbalansöverskotten i den svenska ekonomin har varit stora de senaste åren. Det har stärkt Sveriges utlandsställning, även om värderingseffekter komplicerar bilden något.<sup>7</sup> BNP-tillväxten i Sverige väntas fortsätta vara hög i förhållande till omvärlden. Båda dessa faktorer talar för en fortsatt appreciering av den reala växelkursen, dvs. växelkursen korrigerad för den relativa prisnivån i Sverige jämfört med omvärlden. Givet att inflationsutvecklingen i Sverige och i omvärlden blir ungefär densamma innebär detta att den nominella växelkursen sannolikt kommer att stärkas.

<sup>7</sup> Se P. R. Lane, "The Swedish External Position and the Krona", Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 200, samt G. Blomberg och M. Falk, "Stora bytesbalansöverskott och svag utlandsställning – hur hänger det ihop?", *Penning- och valutapolitik*, Nr 1, 2006, Sveriges riksbank.

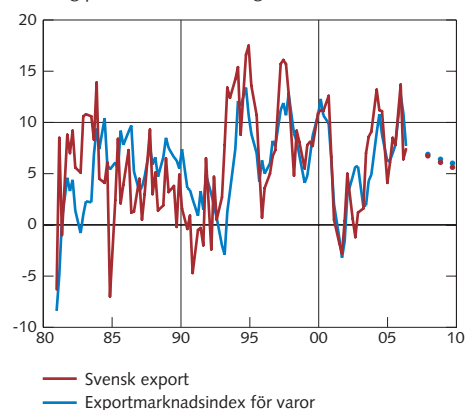
**Diagram 13. Reala huspriser och privat konsumtion i USA**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Huspriserna har deflaterats med KPI.

Källor: Office of Federal Housing Enterprise Oversight och US Department of Commerce

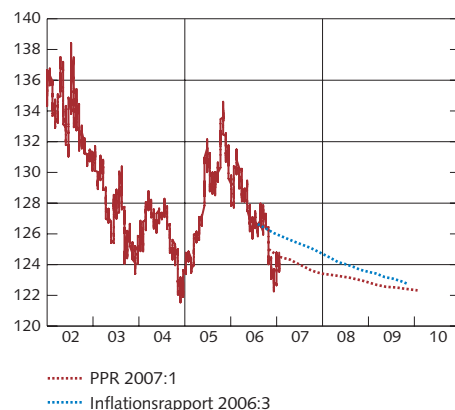
**Diagram 14. Svensk export och exportmarknadsindex för varor**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Punkter avser Riksbankens helårsprognos.

Källor: SCB och Riksbanken

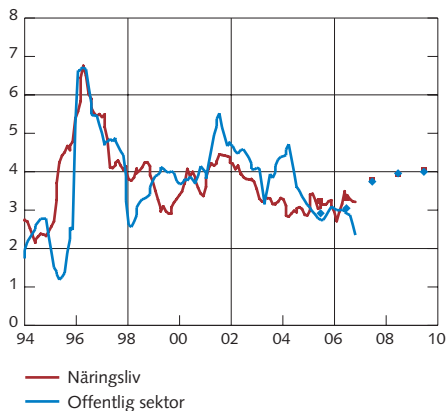
**Diagram 15. Konkurrensvägd växelkurs, TCW Index, 1992-11-18 = 100**



Anm. Utfall är dagskurser och prognoserna avser kvartalsgenomsnitt. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

**Diagram 16. Nominella timlöner**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Preliminära utfall fr.o.m. december 2005. Punkter avser Riksbankens prognos.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

## ■ ■ Ekonomins resursutnyttjande ökar inledningsvis men stabiliseras efter hand

Resursutnyttjande kan mätas på många sätt och olika mått kan ge olika indikationer på mängden lediga resurser. Riksbankens samlade bedömning är att ekonomins resursutnyttjande är ungefär normalt i dagsläget (se vidare kapitel 3). Under 2007 bedöms graden av resursutnyttjande stiga.

Som har poängterats ovan kommer regeringens reformer att få konsekvenser för arbetsutbudet, både på kort och på lång sikt. Fler personer beräknas därför komma in på arbetsmarknaden framöver. Det väntas ha en återhållande effekt på löneutvecklingen samtidigt som det också innebär att den uthålliga tillväxten i ekonomin sannolikt höjs. Det minskar risken för att uppgången i sysselsättningen och tillväxten i efterfrågan kommer att leda till en "överhettning" i ekonomin framöver med snabbt stigande kostnadstryck och inflation.

Under resten av prognosperioden stabiliseras graden av resursutnyttjande i takt med att tillväxten i ekonomin dämpas och det väntas återigen vara ungefär normalt i slutet av prognosperioden (se också avsnittet om alternativa räntescenarier i kapitel 2).

## ■ ■ Lönerna ökar snabbare

Under prognosperioden förväntas löneökningarna utvecklas ungefär enligt ett historiskt mönster givet utvecklingen av arbetsmarknaden. Riksbankens sammantagna bedömning är att lönerna i hela ekonomin ökar med knappt 4 procent 2007. Under första halvåret i år kommer sannolikt nivån på löneökningarna att höjas med ungefär en halv procentenhet jämfört med föregående år till följd av att en stor del av de nya löneavtalen då kommer att slutas. Under 2008 och 2009 väntas löneökningarna också bli cirka 4 procent (se diagram 16 och tabell 2).

Riksbankens prognos för löneutvecklingen framöver måste baseras på en sammanvägd bedömning av många faktorer. Vissa av dessa talar för att löneökningarna – både vad gäller avtalslöner och s.k. löneglidning – kan bli relativt stora. Andra faktorer talar för en mer återhållsam utveckling.

Till de faktorer som talar för att löneökningarna kan bli höga hör bl.a. att utnyttjandet av resurserna på arbetsmarknaden är högre i dagsläget än t.ex. under avtalsrörelsen 2004. Bristen på arbetskraft har ökat något i samtliga sektorer (se kapitel 3) och framöver förväntas en ordentlig sysselsättningsuppgång. LO-förbundens samlade avtalskrav är nu dessutom något högre än vid tidigare avtalsrörelser med samordnade avtalskrav samtidigt som företagets vinstandelar är högre i genomsnitt. Enkätundersökningar visar också att arbetsmarknadsorganisationernas förväntningar om löneökningar framöver är högre nu än motsvarande förväntningar i början av den förra avtalsrörelsen.

Det som å andra sidan talar för relativt måttliga löneökningar är t.ex. att industrin är utsatt för ett högt internationellt konkurrenstryck. En annan faktor är regeringens skattesänkning på förvärvsinkomster, det s.k. jobbavdraget, som kan tänkas dämpa kraven på löneökningar. Jobbavdraget innebär också att det blir mer lönsamt att arbeta vilket sannolikt får effekten att arbetskraftsutbudet ökar, dvs. antalet personer på arbetsmarknaden blir större. Ett större utbud bör ha en dämpande effekt på löneglidningen.

Löneutvecklingen framöver kommer alltså att påverkas av faktorer som talar för högre löneökningar – t.ex. sysselsättningsuppgången och bristen på arbetskraft – och av sådana som indikerar en måttligare löneutveckling – t.ex. det ökade arbetsutbudet. Det finns ett stort mått av osäkerhet i bedömningen av storleken på dessa effekter. I kapitel 2 analyseras två alternativa scenarier som innebär högre respektive lägre löneökningar än i huvudscenariot. Det ena scenariot utgår från att avtalsrörelsen medför ett högre löneutfall än i huvudscenariot och det andra utgår från att regeringens politik får större effekt på arbetsutbudet.

### ■ ■ Högre löneökningar och sänkt produktivitetstillväxt höjer kostnadstrycket

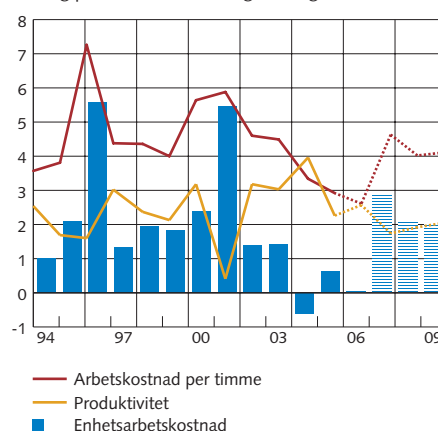
Stigande löneökningstakt och produktivitetsökningar som stabiliseras på en mer normal nivå innebär att kostnadstrycket hos företagen ökar under prognosperioden. Detta väntas bidra till att prisökningarna blir större. Riksbankens bedömning är att enhetsarbetskostnaderna i hela ekonomin ökar med 2,8 procent i år och med omkring 2 procent per år under resten av prognosperioden (se diagram 17 och tabell A6). Den stora uppgången av enhetsarbetskostnaderna i år förklaras delvis av att den rabatt på de kollektiva avgifterna som sänkte enhetsarbetskostnaderna förra året antas upphöra i år. Detta bidrar till att förändringen av enhetsarbetskostnaderna mellan 2006 och 2007 blir extra stor (se tabell A6).

Under prognosperioden beräknas arbetskostnaderna även påverkas av regeringens olika aviserade förändringar av arbetsgivaravgifterna (se vidare kapitel 3). Vissa av dessa åtgärder innebär att företagens arbetskostnader höjs medan andra bidrar till att de sänks. Effekterna av åtgärderna beräknas ta ut varandra under 2007. Under 2008 och 2009 beräknas åtgärderna sammantaget bidra till att sänka ökningstakten för arbetskostnaderna med 0,2 procentenheter per år.

### ■ ■ Kraftiga svängningar i energipriserna gör inflationsbedömningen osäker på kort sikt

Det senaste året har energipriserna svängt kraftigt. Under förra året steg oljepriset snabbt fram till oktober men har sedan dess fallit till en lägre nivå. Även elpriserna har varierat mycket under det senaste året (se vidare om nuläget i kapitel 3).

Diagram 17. Enhetsarbetskostnader i hela ekonomin  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

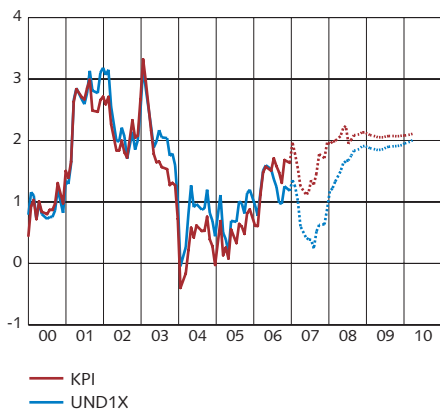


Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken



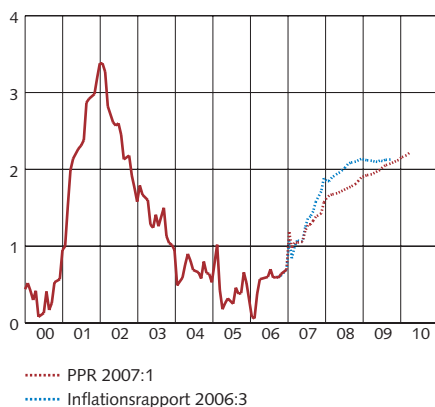
**Diagram 18. UND1X och KPI**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

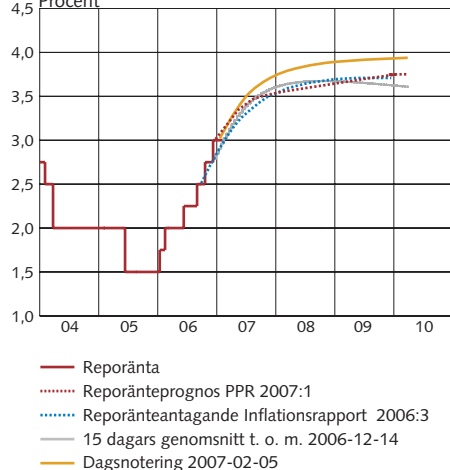
**Diagram 19. UND1X exklusive energi**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 20. Reporänteprognois samt implicita  
terminräntor utifrån statspapper vid olika  
tillfällen**  
Procent



Anm. Reporänteprognoiset i Inflationsrapport 2006:3 baseras på terminräntor beräknade som ett genomsnitt för 15 dagar till och med 2006-10-12.

Källa: Riksbanken

Fallet i både spot- och terminspriserna på el under senare tid talar för att priserna i konsumentledet kommer att sjunka framöver. Samtidigt kommer förra årets kraftiga prisökningar på oljeprodukter (bensin, diesel och villaolja) och el att falla ur tolv månadersjämförelserna. Sammantaget innebär det att energipriserna enligt bedömningen bidrar till att dra ner inflationen med ca 1 procentenhet under mitten av 2007. Med tanke på de kraftiga svängningarna i el- och oljepriser är det dock svårt att förutse energiprisernas utveckling den närmaste tiden. Det innebär att det finns ett stort mått av osäkerhet i bedömningen av inflationsutvecklingen även på kort sikt.

### ■ ■ Inflationen stiger på sikt men hålls inledningsvis nere av energipriserna

Den underliggande inflationen, mätt med UND1X, väntas falla relativt kraftigt från dagens nivå för att tillfälligt vara nära noll till sommaren. Den låga inflationen följer främst av de fallande energipriserna (se diagram 18-19).

Från slutet av 2007 och framåt stiger dock inflationen igen då energiprisnivåerna har normaliserats och kostnadstrycket i ekonomin tilltar. Rensat för energipriserna stiger den underliggande inflationen gradvis under hela prognosperioden, från dagens nivå på ca 0,7 procent till drygt 2 procent mot slutet av 2009 (se diagram 19).

Riksbankens sammantagna bedömning är att inflationen enligt UND1X kommer att uppgå till 1,3, 1,9 respektive 2,0 procent på ett, två respektive tre års sikt. Motsvarande siffror för inflationen mätt med KPI är 2,0, 2,1 respektive 2,1 procent (se tabell 1). Stigande räntor gör att KPI-inflationen blir högre än UND1X-inflationen under större delen av prognosperioden (se diagram 18).

### ■ ■ Reporäntan beräknas stiga långsamt

Även om inflationen väntas stiga under prognosperioden bidrar gynnsamma utbudsförhållanden till att inflationen blir relativt måttlig, trots en stark uppgång i sysselsättningen och förhållandevis hög BNP-tillväxt. Antal personer i arbetskraften väntas öka snabbt. Det har sannolikt en återhållande effekt på löneökningstakten. Tillväxten i produktiviteten har visserligen sjunkit något men väntas ändå hålla sig på en förhållandevis hög nivå. Kronans förstärkning och den internationella prispressen som hållit nere prisökningarna på importerade varor kommer sannolikt att fortsätta framöver. Energipriserna kommer dessutom att hålla nere inflationen på kort sikt.

Fortsatt gynnsamma utbudsförhållanden gör att Riksbanken för närvarande räknar med att reporäntan kommer att höjas i relativt långsam takt framöver. Den prognos för reporäntan som Riksbanken gör i denna rapport skiljer sig inte så mycket från den implicita terminräntebana som prognoserna i inflationsrapporten i oktober baserades på (se diagram 20). Den skiljer sig knappast heller från

hur marknadens förväntningar om den framtida reporäntan såg ut kring tiden för Riksbankens penningpolitiska beslut i december. Däremot har marknadens förväntningar på senare tid överlag varit inställda på snabbare räntehöjningar än i huvudscenariot i denna rapport. Detta kan bero på en tro på en starkare konjunkturutveckling än den Riksbanken förutser, men också på en annan bedömning av utbudsförhållandena.

## Huvudsakliga prognosrevideringar

Att Riksbankens bedömning av hur snabbt reporäntan behöver höjas inte har förändrats så mycket sedan slutet av 2006 betyder inte att bankens prognoser av den ekonomiska utvecklingen i övrigt är oförändrade. Tvärtom har det kommit en stor mängd ny information som ändrat bilden, men de sammantagna konsekvenserna för reporäntan har i slutänden blivit små när delvis motverkande faktorer har ställts mot varandra.

Prognosen för antalet personer i arbetskraften har reviderats upp sedan inflationsrapporten i oktober (se tabell A5). Uppjusteringen av prognosen på kort sikt beror på överraskande starka utfall i slutet av 2006. Revideringen av prognosen på längre sikt beror främst på en ändrad bedömning av effekterna av regeringens ekonomiska politik.

Prognosen för sysselsättningen både räknat i personer och timmar (se diagram 7 och tabell A5) har reviderats upp av samma skäl som arbetskraftsprognosen. Sammantaget har dessa justeringar inneburit att prognosen för arbetslösheten har reviderats ned något (se tabell 2).

Jämfört med inflationsrapporten i oktober har prognosen för BNP-tillväxten reviderats upp (se diagram 6 och tabell 2). Uppjusteringen beror på oväntat starka utfall i slutet av 2006 samt den ändrade bedömningen av arbetskraftens utveckling.

I samband med publiceringen av det senaste utfallet av nationalräkenskaperna reviderades även den historiska statistiken något. För åren 2004 och 2005 reviderades produktivitetsökningen upp och arbetskostnaderna ned i både varu- och tjänstebanscher, vilket alltså innebär att enhetsarbetskostnaderna dessa år inte ökade lika mycket som tidigare statistik indikerade. Bilden av kostnadstrycket dessa år revideras därför ned.

När effekterna på arbetskostnaderna av den nya regeringens föreslagna åtgärder beräknades i inflationsrapporten i oktober inkluderades inte effekterna av förslaget om nedsättning av arbetsgivare- och egenavgifterna för vissa tjänsteföretag. Effekterna av detta förslag har nu inkluderats och beräknas dämpa enhetsarbetskostnaderna något 2008 och 2009.

Energipriserna har fallit snabbare än väntat på senare tid. Terminspriserna har fallit mer på kort sikt än på längre sikt. Det medför att inflationsprognosen reviderats ner 2007 och upp 2008 (se tabell 1).

Prognosen för löneökningstakten i slutet av prognosperioden är marginellt uppreviderad eftersom arbetsmarknadsläget bedöms vara något mera ansträngt än i föregående prognos (se tabell 2).

Synen på växelkursens utveckling på lång sikt är oförändrad. Den nominella växelkursens utveckling under det närmaste året är dock något starkare, vilket främst beror på den starka utvecklingen under slutet av 2006.

Prognosen för inflationen exklusive energi har reviderats ned något under hela prognosperioden (se tabell 1). Det beror på flera olika faktorer som dämpar kostnadstrycket. Påtagligt lägre oljeprisnivå, lägre globala producentpriser och starkare växelkurs bidrar till att sänka inflationen antingen direkt eller indirekt via lägre kostnader för insatsvaror i företagen. Dessutom har bilden av enhetsarbetskostnadernas utveckling 2004-2005 justerats ned vilket påverkar inflationen med fördröjning.

**Tabell 1. Inflation**  
Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt					Tolv månaderstal			
	2005	2006	2007	2008	2009	mar-07	mar-08	mar-09	mar-10
KPI	0,5	1,4 (1,3)	1,5 (2,0)	2,1 (1,9)	2,1	1,5 (1,7)	2,0 (2,1)	2,1 (1,9)	2,1
UND1X	0,8	1,2 (1,2)	0,7 (1,3)	1,6 (1,6)	1,9	1,0 (1,3)	1,3 (1,4)	1,9 (1,9)	2,0
UND1X exkl. energi	0,5	0,5 (0,5)	1,2 (1,3)	1,7 (2,0)	2,0	1,0 (1,0)	1,7 (1,9)	1,9 (2,1)	2,2

Anm. Bedömningen i föregående rapport anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 2. Nyckeltal**  
Årlig procentuell förändring om inget annat anges

	2005	2006	2007	2008	2009
BNP, världen	4,9	5,0 (5,1)	4,7 (4,7)	4,4 (4,4)	4,2 (4,2)
Råoljepris Brent, USD/fat, årsgenomsnitt	54	65 (65)	57 (65)	60 (66)	59 (65)
Växelkurs, TCW-index, årsgenomsnitt	128,3	127,4 (127,7)	124,0 (125,4)	123,2 (124,1)	122,6 (123,1)
Reporänta, procent, årsgenomsnitt	1,7	2,2 (2,2)	3,4 (3,2)	3,6 (3,6)	3,7 (3,7)
Offentligt finansiellt sparande, procent av BNP	2,7	2,9 (2,8)	2,7 (2,3)	2,6 (2,2)	2,4 (2,0)
BNP, Sverige	2,9	4,5 (4,3)	3,5 (3,1)	2,9 (2,7)	2,5 (2,2)
Sysselsatta personer	0,5	1,9 (1,9)	2,1 (1,1)	0,9 (0,8)	0,5 (0,4)
Öppen arbetslöshet, procent av arbetskraften	5,9	5,4 (5,4)	5,1 (5,4)	4,8 (5,1)	4,6 (4,9)
Timlön i hela ekonomin	3,1	3,2 (3,4)	3,8 (3,8)	3,9 (3,9)	4,0 (3,9)

Anm. Bedömning i föregående rapport anges inom parentes. För reporäntan gäller siffran inom parentes den implicita terminsränta som användes som ränteantagande i föregående rapport.

Källor: IMF, Intercontinental Exchange, Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

## ■ Riksbanken publicerar egen prognos för reporäntan

Riksbankens beslut att börja publicera en egen prognos för reporäntan är ett led i arbetet med att öka öppenheten och tydligheten i kommunikationen ytterligare. Denna förändring påverkar inte hur penningpolitiken bedrivs men har vissa konsekvenser för prognosprocessen. Nedan ges en bakgrund till de förändringar Riksbanken nu gör i den penningpolitiska analysen och kommunikationen.<sup>8</sup>

### Varför publicerar Riksbanken en egen prognos för reporäntan?

Fram till hösten 2005 baserade Riksbanken sina prognoser i huvudskenariot på antagandet att reporäntan var konstant under prognosperioden. Detta gjorde det enkelt för Riksbanken att kommunicera, något som var särskilt viktigt när den nya penningpolitiska regimen skulle etableras och trovärdigheten för inflationsmålet byggas upp. Samtidigt var det för det mesta ett realistiskt antagande som gjorde det svårt att göra bra prognoser. Det gav heller ingen tydlig vägledning om hur Riksbanken såg på ränteutvecklingen på sikt. Detta var en nackdel eftersom allmänhetens och marknadens förväntningar om den framtida räntebanan är minst lika viktiga för hur penningpolitiken påverkar ekonomin som förväntningarna kring beslutet om den aktuella räntenivån.

Dessa problem minskade när Riksbanken började göra prognoser baserade på marknadens förväntningar, så som de speglas i de s.k. implicita terminräntorna.<sup>9</sup> Marknadens förväntningar ger i de flesta fall en betydligt mer realistisk bana för reporäntans framtida utveckling än antagandet om konstant reporänta. Riksbanken började då också tala mer systematiskt om den framtida ränteutvecklingen genom att kommentera rimligheten i den räntebana som gavs av marknadens förväntningar. I och med detta tog Riksbanken ett stort steg mot ökad tydlighet när det gäller att ge sin syn på den framtida utvecklingen av reporäntan.

När Riksbanken nu går över till att publicera egna prognoser för reporäntan är det ett led i att ytterligare öka tydligheten. Marknadens förväntningar speglar inte nödvändigtvis de överväganden som ligger till grund för de penningpolitiska besluten. Riksbanken kan genom att göra egna prognoser för reporäntan tydligare förklara för allmänheten och de finansiella marknaderna hur den ser på den framtida ränteutvecklingen och hur den resonerar när de penningpolitiska besluten fattas. Det är också naturligt att i prognosarbetet behandla reporäntan som en prognosvariabel bland andra.

Att basera prognoser på marknadens förväntningar kan vara förenat med vissa problem om marknadens syn skiljer sig från centralbankens syn på vad som är en rimlig framtida utveckling av styr-

<sup>8</sup> En utförligare framställning med referenser ges i Irma Rosenbergs tal "Riksbanken inför egen räntebana", 17 januari, 2007.

<sup>9</sup> Mellan 1999 och 2003 publicerade Riksbanken alternativa inflationsprognoser baserade på reporänteförväntningar i marknadsenkäter.

räntan. Den prognos för utvecklingen av den reala ekonomin och inflationen som publiceras kommer då inte att vara den som centralbanken tror mest på. Värdet av den publicerade prognosen blir därmed mindre.

Att det blir tydligare med en egen ränteprognos har också att göra med att tolkningen av de implicita terminsräntorna som marknadens förväntningar om reporäntans utveckling inte är entydig. Det beror på att terminsräntor innehåller premier som kan ses som ersättning för skillnader mellan värdepapper vad gäller löptid, kreditrisk och grad av likviditet. Att uppskatta storleken på dessa premier är komplicerat och kan göras på olika sätt. Detta riskerar att skapa otydlighet i Riksbankens kommunikation.

### **Möjliga problem med en egen prognos för reporäntan**

För att kunna göra en prognos för reporäntan måste Riksbankens direktion tillsammans bilda sig en uppfattning om vad som är en önskvärd bana för reporäntan under prognosperioden, även om räntebesluten enbart avser den nivå på reporäntan som ska gälla fram till nästa beslutstillfälle. De olika direktionsmedlemmarna kan ha olika uppfattningar om t.ex. det aktuella läget i ekonomin och med vilken hastighet inflationen bör föras tillbaka mot målet med hänsyn även till den reala ekonomin och olika risker. Det säger sig själv att det inte är helt enkelt att sammanfatta direktionens syn i termer av en förväntad bana för reporäntan. Riksbankens direktion har dock kommit till slutsatsen att dessa problem i praktiken inte är större än att det går att komma fram till en bana som åtminstone en majoritet i direktionen kan stå bakom. Redan tidigare har direktionen enats om räntebudskap med viss information om hur den ser på den framtida ränteutvecklingen.

Ett argument som framförts mot att centralbanken presenterar sin egen ränteprognos går ut på att kommunikationen med allmänheten kan försvåras istället för att förenklas när prognosen revideras. Om centralbanken först tillkännager en viss räntebana och det sedan

kommer in ny information som leder fram till räntebeslut som avviker från den tidigare publicerade banan, skulle det kunna uppfattas som ett misslyckande från centralbankens sida som kan försämra bankens trovärdighet. Riksbankens bedömning är dock att detta inte blir något stort problem. Riksbanken har alltid noga understrukt, oavsett vilket antagande för räntan som har legat till grund för prognoserna, att osäkerheten i bedömningarna är stor och förklarat att det hela tiden kommer in ny information som kan ändra förutsättningarna för de penningpolitiska bedömningarna. Ränteprognozen är precis som inflationsprognosen behäftad med osäkerhet och behöver justeras över tiden. Riksbankens prognos över reporäntans utveckling är således inte en utfästelse från Riksbankens sida att reporäntan faktiskt sedan kommer att följa den banan.

### **Konsekvenser för Riksbankens sätt att arbeta**

Det nya antagandet för reporäntan påverkar inte Riksbankens sätt att bedriva penningpolitik. De principer som vägleder de penningpolitiska besluten som beskrivs i dokumentet "Penningpolitiken i Sverige", och som kortfattat återges i början av denna rapport, gäller fortfarande.<sup>10</sup> Däremot har det nya förfarandet en viss betydelse för det interna prognosarbetet. Det kan ibland behöva göras större förändringar i prognoserna på ett senare stadium i prognosprocessen än tidigare. Detta är ett skäl till att tryckningen av den penningpolitiska rapporten skjutits framåt i tiden och att den första publiceringen sker i elektronisk form på Riksbankens webbplats. De penningpolitiska sammanträdena har också förlagts till förmiddagar. Detta ger utrymme att justera rapporten efter direktionens beslut. Det bör dock understrykas att det även tidigare har hänt att det gjorts relativt stora justeringar i prognosen på ett sent stadium på grund av att ny viktig information tillkommit. Som vanligt fattar direktionen beslut om reporäntans aktuella nivå vid det penningpolitiska mötet. Då beslutas också, precis som tidigare, om innehållet i den penningpolitiska rapporten, inklusive ränteprognozen.

<sup>10</sup> Se skriften *Penningpolitiken i Sverige* som kan laddas ned från Riksbankens webbplats, [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

## ■ Beräkningsmetod för osäkerhetsintervall

Prognoserna i huvudscenariot är som vanligt förknippade med osäkerhet, vilket bl.a. illustreras av osäkerhetsintervallen kring inflations-, BNP- och ränteprognoserna i diagram 1 – 4. Prognoserna i huvudscenariot är den utveckling som Riksbanken förväntar sig att ekonomin kommer att följa och är en sammanvägning av olika tänkbara utvecklingsvägar (scenarier) och risker.<sup>11</sup> I kapitel 2 diskuteras några specifika alternativscenarier och vad de skulle ha för konsekvenser för inflation, ränta m.m. om de skulle realiseras.

I denna rapport presenteras osäkerhetsintervall inte bara runt inflationsprognosen, utan även runt prognoserna för BNP-tillväxten och reporäntan. Osäkerhetsintervallen kring prognoserna för inflationen och BNP-tillväxten är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.<sup>12</sup> I fallet med reporäntan baseras osäkerhetsintervallen på de implicita terminsräntornas historiska prognosfel.<sup>13</sup>

Riksbankens historiska prognosfel kan användas för att illustrera osäkerheten i prognoserna under förutsättning att prognosfelen framöver är lika stora som de historiska. Om prognosfelen är normalfördelade så kan olika osäkerhetsintervall beräknas med hjälp av det så kallade medelkvadratfelet (eller egentligen roten ur medelkvadratfelet), vilket är den metod som Riksbanken använder i denna rapport. Exempelvis kan under dessa förutsättningar ett osäkerhetsintervall konstrueras som visar inom vilket intervall variabeln i fråga kommer att hamna med 90 procents sannolikhet.

Roten ur medelkvadratfelet (RMKF) är ett vanligt statistiskt mått som används för att beskriva och jämföra prognosprecision. Exempelvis beräknas RMKF för prognoser en tidsperiod in i framtiden som

$$\sqrt{\sum_{t=1}^n (y_{t+1} - y_{t+1}^{progn})^2 / n}$$

där  $y$  betecknar utfall och  $y^{progn}$  prognos. Om RMKF t.ex. ett kvartal framåt är 0,4 ges ett 90 procentigt osäkerhetsintervall av

$$y_{t+1}^{progn} \pm 1,64 \times 0,4$$

där talet 1,64 är taget från normalfördelningen.

En komplikation när man använder denna metod för att beräkna osäkerhetsintervall kring reporäntan är att de implicita terminsräntorna inte bara speglar prognoser för reporäntan, utan också inkluderar riskpremier. Detta ger upphov till ett systematiskt prognosfel i de implicita terminsräntorna, som inte kan anses vara representativa för prognoser för reporäntan. För att de beräknade osäkerhetsintervallen ska bli mer representativa för reporänteprognosen rensas det systematiska prognosfelet bort. Det kan dock inte uteslutas att detta systematiska prognosfel till viss del beror på andra saker än förekomsten av riskpremier.

11 Det finns därmed inget skäl att efterjustera huvudscenariot mot bakgrund av en viss specifik risk. Detta förfarande användes tidigare i Inflationsrapporten.

12 Detta innebär alltså ett metodbyte för konstruktionen av inflationstratten, som tidigare beräknats genom en sammanvägning av underliggande risker. Med den nya metoden är osäkerhetsintervallen symmetriska.

13 För beräkningen av de implicita terminsräntorna har statsskuldväxlar och statsobligationer använts.

Riksbanken bedömer att en väl avvägd penningpolitik denna gång är att fortsätta höja reporäntan med 0,25 procentenheter i februari och sedan med lika mycket ytterligare en gång under de kommande sex månaderna. Därefter bör man sannolikt avvakta innan det är dags för en höjning till. En sådan penningpolitik bidrar till att inflationen beräknas ligga nära målet från hösten 2008 och framåt. Samtidigt bedöms den realekonomiska utvecklingen bli balanserad. En lägre ränta än i huvudscenariot skulle förvisso leda till att inflationen når målet snabbare. Nackdelen är att inflationen under senare delen av prognosperioden skulle kunna överstiga målet relativt mycket. En högre ränta än i huvudscenariot skulle däremot kunna medföra att inflationen förblir under målet under hela prognosperioden.<sup>14</sup>

En stramare penningpolitik skulle kunna motiveras om exempelvis avtalsrörelsen leder till en högre ökningstakt i lönerna eller om den inhemska efterfrågan blir högre jämfört med bedömningen i huvudscenariot. Motiv för en lägre bana för reporäntan skulle kunna vara om utvecklingen i omvärlden visar sig bli svagare eller om lönerna ökar långsammare t.ex. som en effekt av att arbetskraftsutbudet ökar mer än vad som antagits i huvudscenariot. Utvecklingen av huspriser och kreditvolym innebär också risker för en mindre stabil utveckling av inflation och realekonomi än i huvudscenariot.

I detta kapitel redovisas två olika typer av alternativa scenarier, dvs. scenarier som skiljer sig från huvudscenariot. Först beskrivs vad som skulle hända med bl.a. inflationen och tillväxten i BNP om Riksbanken förde en annan penningpolitik än den som föreslås i huvudscenariot. Det svarar på frågor som t.ex. "Vad händer med inflationen och BNP-tillväxten om Riksbanken höjer räntan i en snabbare takt än i huvudscenariot?" Syftet med dessa scenarier är att belysa de avvägningar Riksbanken behöver göra för att komma fram till vad en rimlig utveckling av reporäntan är framöver.

Den andra typen av scenarier är baserade på en annan ekonomisk utveckling än i huvudscenariot och svarar på frågor som t.ex. "Hur skulle penningpolitiken reagera om lönerna ökade mer än i huvudscenariot?"

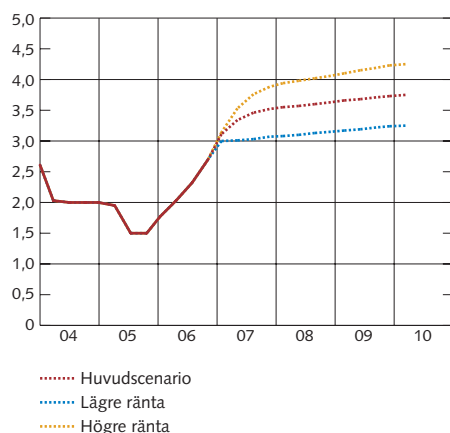
I de första scenarierna antas alltså huvudscenariots förutsättningar gälla, men Riksbanken väljer att bedriva en annan penningpolitik än i huvudscenariot. I den andra typen av scenarier antas att någon förutsättning i huvudscenariot ändras vilket får konsekvenser för bl.a. utvecklingen av reporäntan.

För att belysa dessa frågor använder Riksbanken bl.a. en allmänjämviktsmodell. Modellen beskrivs i fördjupningsrutan "RAMSES – ett verktyg för penningpolitisk analys" i denna rapport. Det bör poängteras att de effekter av penningpolitik på t.ex. inflation och BNP som redovisas här är resultat både av simuleringar i en ekonomisk modell och av bedömningar samt att dessa effekter givetvis är osäkra.

<sup>14</sup> I detta kapitel ges ingen fullständig redogörelse av de penningpolitiska övervägandena som gjordes denna gång. Dessa redovisas i stället i protokollet från Riksbankens direktionens penningpolitiska möte.



Diagram 21. Reporänteantaganden  
Procent



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

## Alternativa scenarier för reporäntan

### ■ ■ En väl avvägd penningpolitik

I normalfallet innebär en väl avvägd penningpolitik att inflationen är nära inflationsmålet inom två år samtidigt som inflationen och den reala ekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar. Att penningpolitiken normalt inriktas på att inflationsmålet ska uppnås inom två år beror bl.a. på att penningpolitiken påverkar den ekonomiska utvecklingen med viss fördröjning. Tvåårsperspektivet ger även Riksbanken utrymme att ta hänsyn till den realekonomiska utvecklingen (BNP-tillväxt, sysselsättning etc.).

Exakt hur snabbt inflationen bör föras mot målet i praktiken kommer att bero på varför inflationen avviker från målet. Om ekonomin har utsatts för oväntade förändringar som pressar ned inflationen samtidigt som tillväxten är hög (vilket t.ex. kan bli fallet vid produktivetsförbättringar) kan det få ta längre tid än två år att föra tillbaka inflationen till målet. Att i ett sådant fall snabbt föra tillbaka inflationen till målet kan leda till att ekonomin överhettas. På liknande sätt kan det behöva ta längre tid än två år att få inflationen på målet om inflationen pressats upp samtidigt som tillväxten är svag (vilket t.ex. kan bli resultatet vid plötsliga energiprisstegringar).

Det är i detta sammanhang viktigt att påminna om att penningpolitiken inte har till uppgift, och inte heller kan användas för att åstadkomma en bestående högre sysselsättning eller höja den långsiktigt hållbara tillväxten i ekonomin. Vad penningpolitiken kan bidra till är att dämpa svängningarna i den realekonomiska utvecklingen. Penningpolitiken kan inte heller användas för att finjustera den ekonomiska utvecklingen. Förändringar i reporäntan är ett alltför trubbigt verktyg för att med precision styra den ekonomiska utvecklingen på kort sikt.

Valet av räntebana innebär alltså en avvägning mellan att få inflationen på målet och att stabilisera svängningarna i inflation och real ekonomi. För att belysa dessa avvägningar har ett par alternativa räntescenarier beräknats och de illustreras nedan tillsammans med huvudscenariot. Det är viktigt att vara medveten om att det i varje situation kan finnas fler än en räntebana som kan innebära en väl avvägd penningpolitik.

### ■ ■ Scenario med en högre ränta ger lägre inflation

Räntebanan i det ena alternativscenariot (kallat Högre ränta) innebär en mindre expansiv penningpolitik än i huvudscenariot. I genomsnitt är räntan ca 0,2 procentenheter högre under 2007 och ca 0,4 respektive 0,5 procentenheter högre under 2008 och 2009 (se diagram 21 och tabell A8).

Effekten av att räntan höjs mer än i huvudscenariot är att den privata konsumtionen och därmed efterfrågan inte ökar lika mycket eftersom en högre ränta gör det mer fördelaktigt att spara istället för

att konsumera.<sup>15</sup> Utbudet av arbetskraft ökar inte heller lika mycket vilket hänger ihop med den lägre konsumtionsefterfrågan. Företagens produktion ökar i långsammare takt vilket samtidigt innebär att sysselsättningsuppgången blir mindre. Eftersom företagens produktionsökning inte blir lika stor stiger också priserna långsammare.

Den högre räntenivån i alternativscenariot får också konsekvenser för växelkursen. Bl.a. leder en högre ränta i Sverige, i relation till vår omvärld, till att kronan blir starkare än i huvudscenariot. Den starkare växelkursen har en direkt effekt på inflationen i och med att importpriserna mätt i svenska kronor inte stiger lika snabbt. Växelkursen påverkar även inflationen indirekt i och med att svenska exportvaror blir dyrare för omvärlden. Då dämpas den svenska exporten och därmed blir tillväxten i BNP inte lika stor.

Sammantaget kommer den svagare utvecklingen av efterfrågan och de lägre importpriserna att leda till lägre inflation än i huvudscenariot (se diagram 22 och tabell A9). Under 2008 och 2009 blir inflationen 1,3 procent i genomsnitt.

### ■ ■ Scenario med en lägre ränta ger högre inflation

Räntebanan i det andra alternativscenariot (kallat Lägre ränta) är mer expansiv än i huvudscenariot och innebär en reporänta på 3 procent från det första kvartalet 2007 tills någon gång mot slutet av prognosperioden. Under 2007 är reporäntan i genomsnitt 0,4 procentenheter lägre än i huvudscenariot och under 2008 och 2009 är den 0,5 procentenheter lägre (se diagram 21 och tabell A8).

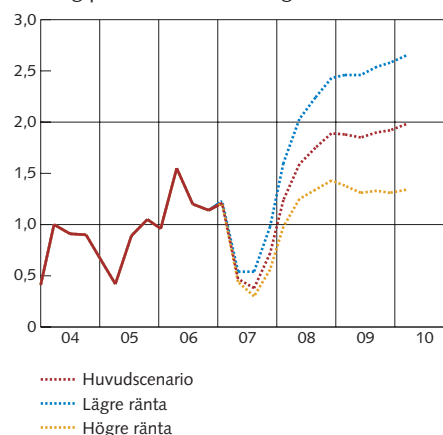
Med motsvarande mekanismer som i det första alternativscenariot ovan blir tillväxten i BNP och arbetade timmar med denna räntebana högre än i huvudscenariot (se diagram 23-24 och tabell A10-A11). Även UND1X-inflationen blir därmed högre än i huvudscenariot under hela prognosperioden. Inflationen stiger snabbt till målet och är 2 procent i mitten av 2008. Sedan fortsätter den att stiga under resten av prognosperioden. I början av 2010 är inflationen 2,6 procent (se diagram 22).

### ■ ■ Inflationen avviker minst från målet i huvudscenariot

En väl avvägd penningpolitik innebär i normalfallet att inflationen är i linje med inflationsmålet inom två år. Av diagram 22 framgår att inflationen i huvudscenariot stabiliseras kring målet från hösten 2008. I scenariot där räntan inte höjs lika mycket nås målet tidigare men fortsätter därefter att stiga till ca 2,6 procent i slutet av prognosperioden. I scenariot där räntan höjs mer når inflationen inte målet under prognosperioden (se diagram 22 och tabell A9).

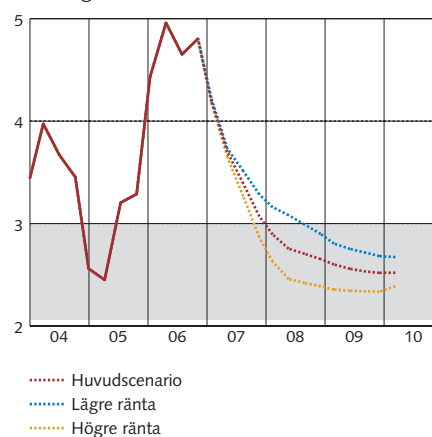
Inflationens avvikelser från målet är alltså minst i huvudscenariot. I scenariot med en lägre ränta stiger inflationen relativt snabbt och i scenariot med en högre ränta är inflationen relativt långt ifrån målet under hela prognosperioden.

**Diagram 22. UND1X**  
Årlig procentuell förändring



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

**Diagram 23. BNP**  
Årlig procentuell förändring,  
säsongrensade data

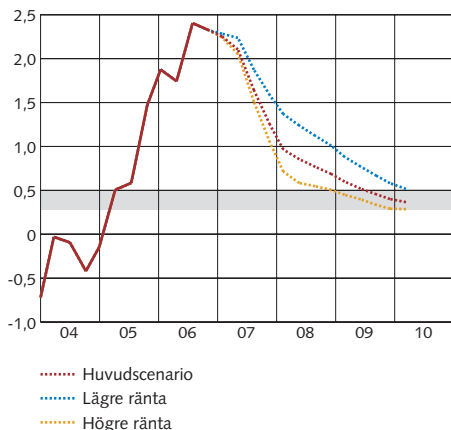


Anm. Det grå fältet visar en årlig BNP-tillväxt mellan 2,1 procent och 3,0 procent. BNP har vuxit med i genomsnitt 2,1 procent per år mellan 1980 och 2005 och med 3,0 procent mellan 1998 och 2005. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken

<sup>15</sup> Se fördjupningsrutan "Ramses – ett verktyg för penningpolitisk analys" för en mer detaljerad genomgång av den penningpolitiska transmissionsmekanismen.

**Diagram 24. Arbetade timmar**

Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data

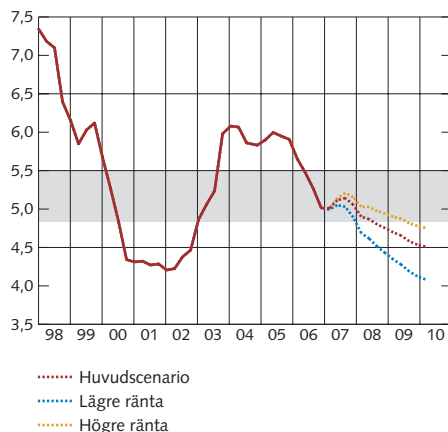


Anm. Det grå fältet innebär en tillväxt i arbetade timmar med i genomsnitt mellan 0,3 procent och 0,5 procent per år. Arbetade timmar har vuxit med i genomsnitt 0,3 procent per år mellan 1980 och 2005 och med 0,5 procent mellan 1998 och 2005. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 25. Öppen arbetslöshet**

Procent av arbetskraften, säsongsrensade data



Anm. Det grå fältet innebär en öppen arbetslöshet mellan 4,8 procent och 5,5 procent. Den öppna arbetslösheten har i genomsnitt varit 4,8 procent mellan 1980-2005 och 5,5 procent 1998-2005 enligt Riksbankens länkning av gamla AKU till den nya AKU. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

## ■ ■ Alla tre scenarier ger en balanserad realekonomisk utveckling

En väl avvägd penningpolitik bör samtidigt bidra till att inte heller den reala ekonomin uppvisar alltför stora svängningar utan utvecklas på ett långsiktigt hållbart sätt. En svårighet i detta sammanhang är dock hur detta ska mätas. Det är t.ex. svårt att exakt precisera vad som är en hållbar utveckling för produktion, sysselsättning osv. på sikt. Därför blir det också svårt att definiera vad som är oönskade svängningar i dessa storheter. Vad som är en önskvärd realekonomisk utveckling är därmed svårare att avgöra än vad som är en önskvärd utveckling av inflationen, i och med att det finns ett fastlagt inflationsmål.

En grov uppskattning av vad som kan betraktas som en långsiktigt uthållig utveckling kan fås genom att studera genomsnitt över längre perioder. Ett problem med historiska genomsnitt är dock att de beskriver hur det har varit och inte nödvändigtvis hur det kommer att bli framöver. En ytterligare svårighet gäller synen på resursutnyttjandet. Det finns inte ett allmänt vedertaget mått på graden av resursutnyttjande och olika indikatorer och ekonometriska skattningar kan ge olika svar. Dessutom påverkas synen av vilken del av ekonomin som studeras.

Det finns med andra ord flera olika sätt att bedöma om en räntebana leder till en balanserad realekonomisk utveckling, vilket illustreras nedan. Den stora osäkerheten om resursutnyttjandet gör det svårt att få någon precision i rangordningen av de olika räntebanorna utifrån den realekonomiska utvecklingen. Den sammantagna bedömningen är att alla tre räntescenarierna ger en relativt balanserad realekonomisk utveckling.

## ■ ■ Real utveckling i linje med historiska genomsnitt

Ett första steg i värderingen av den realekonomiska utvecklingen är att jämföra utvecklingen av BNP-tillväxt, arbetade timmar och öppen arbetslöshet givet de olika räntebanorna (se diagram 23-25). För att sätta prognoserna i de olika scenarierna i relation till en långsiktig utveckling visas ett skuggat intervall vars gränser bestäms av den genomsnittliga utvecklingen under längre perioder.<sup>16</sup>

Tillväxten i BNP och i arbetade timmar är högst i scenariot med en lägre ränta och lägst i scenariot med en högre ränta. Det omvända gäller arbetslösheten. I princip är alla prognoser för BNP-tillväxt och arbetade timmar i slutet av prognosperioden i nivå med de historiska genomsnitten. Scenarierna skiljer sig dock åt beträffande hur lång tid det tar innan dessa nivåer nås under prognosperioden. Arbetslösheten hamnar under prognosperioden under de historiska genomsnitten. Dessa präglas dock till stor del av krisen i början av 1990-talet. Riksbankens bedömning för närvarande är därför att arbetslösheten troligtvis kan vara något lägre än dessa genomsnitt utan att resursutnyttjandet blir allt för ansträngt.

<sup>16</sup> Dessa genomsnitt ska inte tolkas som någon definitiv övre och undre gräns för en långsiktigt uthållig utveckling. Intervallet beror på vilka perioder som väljs för beräkningarna.

Ett annat sätt att studera antal arbetade timmar är att sätta dem i relation till befolkningstillväxten och beräkna den genomsnittliga årsarbetstiden per capita (se diagram 26). Liksom i de tidigare diagrammen visar det grå fältet i diagram 26 den genomsnittliga utvecklingen under två tidigare perioder. Nivån beror bl.a. på sammansättningen i arbetskraften. Framöver kommer Sverige att ha en stor andel unga och äldre i arbetskraften som vanligtvis har en lägre genomsnittsarbets-tid. Om en långsiktigt hållbar nivå är mellan 1210 och 1240 timmar per invånare förefaller både huvudscenariot och det lägre räntescenariot leda till en rimlig utveckling.

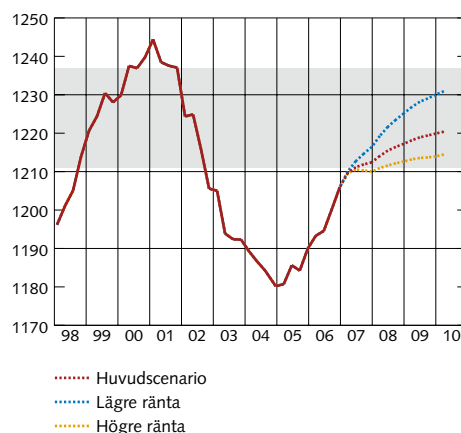
Ett annat mått som kan vara intressant att studera är sysselsättningsgraden, här beräknad som antalet sysselsatta i förhållande till befolkningen i åldrarna 16-64 år (se diagram 27). Enligt huvudscenariot kommer sysselsättningsgraden att stiga till 2001 års nivå medan den blir något högre med den lägre räntebanan och motsatsen med den högre räntebanan. Jämfört med utvecklingen ca 10 år bakåt i tiden så innebär det lägre räntescenariot att sysselsättningsgraden stiger till ovanligt höga nivåer i slutet av prognosperioden. Men med tanke på den förväntade uppgången av arbetsutbudet bör det dock vara möjligt att sysselsättningsnivån skulle kunna stiga upp över den senaste toppen från 2001 utan att det uppstår överhettning.

### ■ ■ Resursutnyttjandet förefaller rimligt i alla scenarier

För att få en uppfattning om utvecklingen är hållbar på sikt är det nödvändigt att ha en uppfattning om mängden lediga resurser i ekonomin i utgångsläget. Den bedömning Riksbanken gör i denna rapport är att resursutnyttjandet i dagsläget är ungefär normalt (se kapitel 3 för en genomgång av olika mått på mängden lediga resurser). Osäkerheten är dock stor.

Utifrån synen på mängden lediga resurser i dagsläget kan man beräkna graden av resursutnyttjande i ekonomin framöver i de olika räntealternativen (se diagram 28–29). Mängden lediga resurser mäts med både s.k. arbetsmarknadsgap och produktionsgap, dvs. den procentuella avvikelsen av arbetade timmar och BNP från sin långsiktiga trendutveckling. Trenden i de båda gapen har beräknats med ett s.k. Hodrick-Prescott-filtret.<sup>17</sup> I huvudscenariot stiger resursutnyttjandet något inledningsvis (se diagram 28–29). Under 2008 och framåt mattas det av och i slutet av prognosperioden bedöms det åter vara relativt normalt. Jämförs resursutnyttjandet under prognosperioden

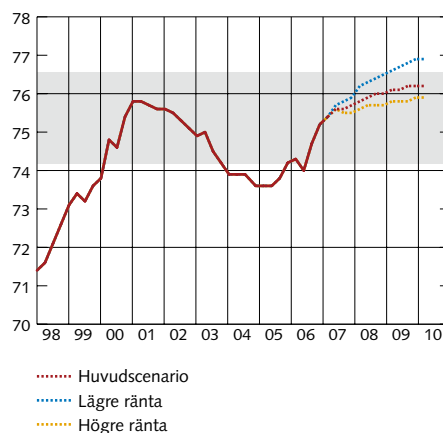
**Diagram 26. Genomsnittlig årsarbetstid**  
Timmar per invånare 16-64 år



Anm. Det grå fältet innebär en genomsnittlig årsarbetstid mellan 1211 och 1236 timmar. Den genomsnittliga årsarbetstiden var 1236 timmar per capita mellan 1980 och 2005 och 1211 timmar per capita mellan 1998 och 2005. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 27. Sysselsättningsgrad**  
Procent

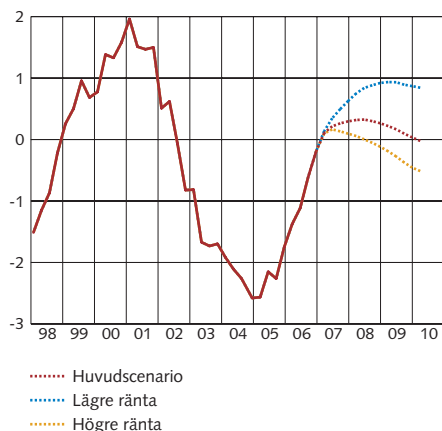


Anm. Andel sysselsatta i förhållande till befolkningen i åldrarna 16-64 år. Det grå fältet innebär en sysselsättningsgrad mellan 74,2 procent och 76,5 procent. Den genomsnittliga sysselsättningsgraden var 76,5 procent mellan 1980 och 2005 och 74,2 procent mellan 1998 och 2005. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

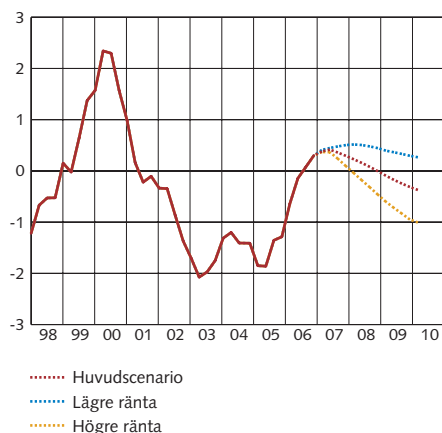
17 Hodrick-Prescott-filtret är en statistisk metod för att dela upp utvecklingen i en variabel i en trendmässig del och en cyklisk del. Metoden kan beskrivas som ett viktat dubbelsidigt glidande medelvärde där högre vikt läggs på närliggande observationer och successivt fallande vikt för mer avlägset liggande observationer. Att filtret är dubbelsidigt innebär att trendvärdet en viss tidpunkt beräknas både från historiska och framtida värden. Mjukheten i trenden bestäms av en parameter som brukar betecknas med  $\lambda$ . I dessa beräkningar har  $\lambda$  satts lika med 6 400. För en mer detaljerad beskrivning av metoden, se till exempel R.J. Hodrick och E. Prescott, "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 29, No 1, 1997. För att beräkna den långsiktiga trenden i BNP och arbetade timmar har kvartalsdata från första kvartalet 1980 t.o.m. tredje kvartalet 2006 använts. Från och med det fjärde kvartalet 2006 används kvartalsprognoserna från huvudscenariot. Gapen för alternativscenarierna utgår från samma trend som i huvudscenariot. Avvikelseberäkningarna för de olika scenarierna kommer från Riksbankens allmänna jämviktsmodell (se fördjupningsrutan "RAMSES – ett verktyg för penningpolitisk analys" i denna rapport). Dessutom har HP-gapens nivå justerats ned med 0,5 procentenheter för att överensstämma med Riksbankens bedömning att resursutnyttjandet i dagsläget är ungefär normalt.

**Diagram 28. Skattade arbetsmarknadsgap**  
Procentuell avvikelse från HP-trend



Anm. HP-gapet är nedjusterat med 0,5 procentenheter för att anpassas till Riksbankens bedömning om utgångsläget. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 29. Skattade produktionssgap**  
Procentuell avvikelse från HP-trend



Anm. HP-gapet är nedjusterat med 0,5 procentenheter för att anpassas till Riksbankens bedömning om utgångsläget. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: SCB och Riksbanken

beräknat med arbetade timmar och BNP så är utvecklingen i stort sett densamma.

Med en lägre ränta är resursutnyttjandet kvar på en högre nivå under hela prognosperioden. I scenariot med den stramaste penningpolitiken, stiger resursutnyttjandet kortvarigt under början av 2007 för att därefter falla från mitten av 2008 och framöver.

Slutsatsen är föga förvånande att scenariot med en högre ränta ger ett lägre resursutnyttjande och scenariot med en lägre ränta ett något högre resursutnyttjande. Det är dock ingen större skillnad i utveckling mellan de olika scenarierna. I alla tre scenarierna förefaller resursutnyttjandet på det hela taget vara relativt nära ett normalläge under hela prognosperioden. Då dessa resultat i hög grad beror på de underliggande antagandena om resursutnyttjande i dagsläget och utvecklingen av den långsiktiga tillväxten är dock slutsatserna behäftade med stor osäkerhet. Detta gör det svårt att i nuläget med någon större precision rangordna de olika scenarierna med avseende på den reala utvecklingen.

## ■ ■ Vad är en normal reporänta?

Enligt den reporäntebana som antagits i denna rapport är reporäntan 3,75 procent under det första kvartalet 2010. Detta ska dock inte uppfattas som att Riksbankens syn på en normal reporänta, dvs. vad som kan anses vara en genomsnittlig räntenivå sett över en längre tidsperiod, är exakt 3,75 procent. Riksbanken har tidigare (se fördjupningsrutan "Vad är en normal nivå på reporäntan?" i Inflationsrapport 2006:2) konstaterat att en normal reporänta sannolikt ligger i intervallet 3,5 till 5 procent samt att den varierar över tiden. Dessutom är slutsatsen att reporäntan under ganska långa perioder kan hamna utanför även detta ganska breda intervall.

Att reporäntan i föreliggande rapport förväntas ligga i den nedre delen av intervallet i slutet av prognosperioden hänger bl.a. samman med att inflationen, trots att den stiger, ändå är låg under en stor del av prognosperioden. Det beror i sin tur på gynnsamma utbudsfaktorer vilket beskrivs i kapitel 1.

## Alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen

De prognoser som görs för reporäntan, UND1X och BNP-tillväxten är, liksom prognoserna för övriga variabler, behäftade med osäkerhet. Detta åskådliggörs med osäkerhetsintervall kring huvudscenariot (se diagram 1-4). Ju bredare intervallen är desto större är osäkerheten i prognosen. Huvudscenariot bygger på en bedömning där olika tänkbara scenarier har vägts ihop. Nedan illustreras prognoserna för tillväxt, inflation och reporäntan i några speciella alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen.

Det är viktigt i detta sammanhang att poängtera att de reporäntebanor som redovisas här i huvudsak bygger på hur reporäntan brukar ändras när störningar inträffar. Exakt hur penningpolitiken skulle utformas om ett av dessa alternativa scenarier realiserar framöver kan avvika från vad som redovisas nedan eftersom Riksbankens avvägningar i framtiden inte självklart följer ett genomsnittligt historiskt mönster. Hur penningpolitiken faktiskt kommer att utformas beror dessutom på hur omständigheterna i övrigt ser ut.

### ■ ■ Högre reporänta om lönerna stiger mer

I huvudscenariot väntas uppgången i konjunkturen leda till att efterfrågan på arbetskraft fortsätter att öka och att löneökningstakten tilltar. I bedömningen har hänsyn tagits till att många avtal på arbetsmarknaden kommer att omförhandlas under 2007. Det finns en risk att den snabba ökningen av sysselsättningen under senare tid leder till att avtalsförhandlingarna resulterar i löneökningar som är högre än vad som antas i huvudscenariot.

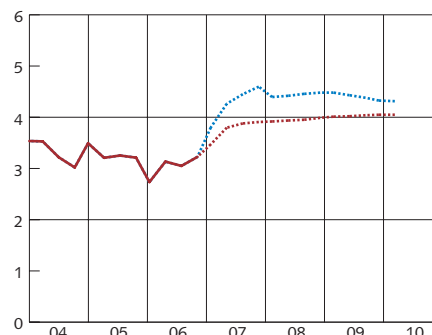
För att illustrera hur inflation, ränta och BNP skulle kunna utvecklas i en situation med högre löneökningar presenteras ett alternativscenario där nominallönen i genomsnitt växer 0,5 procentenheter snabbare än i huvudscenariot under de närmaste två åren (se diagram 30). De reallöneökningar som tas ut de närmaste två åren är i snitt 0,2 procentenheter högre än i huvudscenariot.

De högre löneökningarna leder till att efterfrågan på arbetskraft minskar, vilket får till följd att BNP och sysselsättning ökar i långsammare takt. Tillväxten i BNP blir 0,5 procentenheter lägre än i huvudscenariot (se diagram 31). En högre löneökningstakt medför också ökade kostnader för företagen. Det leder till att priserna stiger och att inflationstrycket ökar.

Det stigande inflationstrycket leder i sin tur till en högre ränta. I snitt under prognosperioden blir reporäntan 0,3 procentenheter högre än i huvudscenariot (se diagram 32). Den högre räntan motverkar delvis inflationstrycket som orsakas av den högre lönetillväxten. Inflationen blir i genomsnitt 0,2 procentenheter högre än i huvudscenariot (se diagram 33).

**Diagram 30. Nominallön, scenario med högre löner**

Årlig procentuell förändring



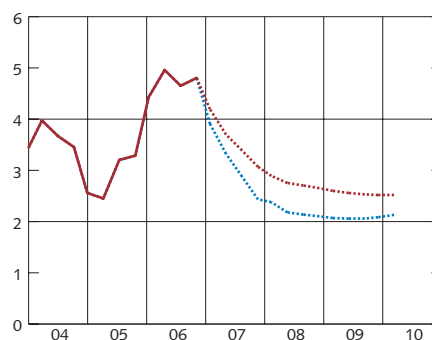
..... Huvudscenario  
..... Högre löner

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

**Diagram 31. BNP, scenario med högre löner**

Årlig procentuell förändring



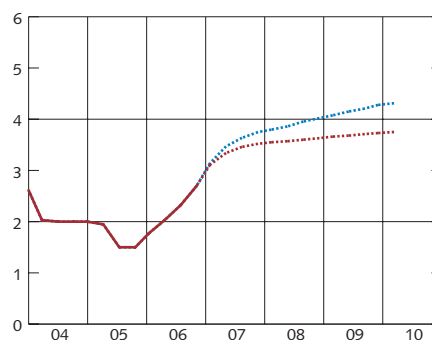
..... Huvudscenario  
..... Högre löner

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 32. Reporänta, scenario med högre löner**

Procent



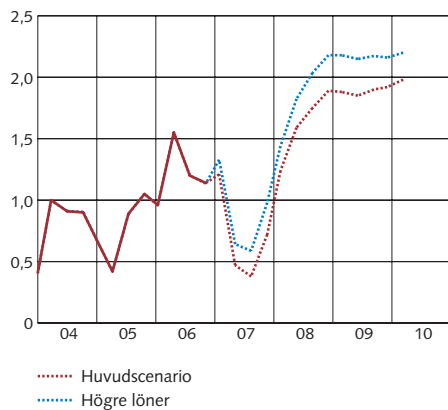
..... Huvudscenario  
..... Högre löner

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

**Diagram 33. UND1X, scenario med högre löner**

Årlig procentuell förändring

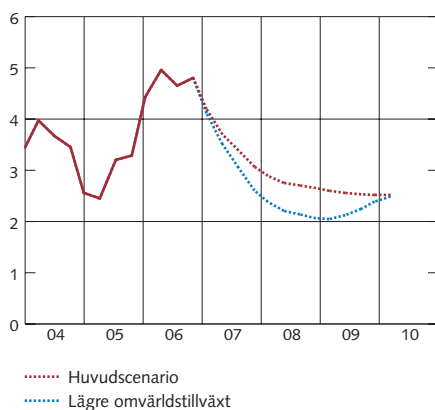


Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 34. BNP, scenario med lägre omvärldstillväxt**

Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

**■ ■ Lägre reporänta om arbetsutbudet ökar mer**

Det är också möjligt att det motsatta scenariot skulle kunna inträffa. Om t.ex. utbudet av arbetskraft blir ännu större än vad som antagits i den sammantagna bedömningen skulle inflationen bli lägre.

Ett ökat utbud av arbetskraft leder till både högre sysselsättning och lägre lönetillväxt än i huvudscenariot. Fler personer kommer in på arbetsmarknaden vilket leder till en press nedåt på ökningstakten i lönerna. Den lägre tillväxten i reallönerna gör att företagen är beredda att öka antalet anställda. De lägre lönekostnaderna gör samtidigt att företagen höjer sina priser i mindre utsträckning än i huvudscenariot.

Den högre sysselsättningen gör också att den privata konsumtionen stiger och att företagen vill investera i mer produktionskapital, för att på ett bättre sätt anpassa produktionsstrukturen till det ökade arbetsutbudet. Det gör att investeringarna ökar. Då den inhemska kostnadsnivån utvecklas långsammare än i huvudscenariot kommer exportföretagen att bli mer konkurrenskraftiga, vilket också ökar exporten. BNP-tillväxten blir därmed högre.

Den lägre inflationstakten gör att Riksbanken kan låta reporäntan följa en något lägre bana än i huvudscenariot. Den högre BNP-tillväxten gör dock att Riksbanken inte sänker reporäntan fullt så mycket som enbart den lägre inflationstakten skulle kunna motivera.

**■ ■ Lägre reporänta om tillväxten i omvärlden blir svagare**

Ett annat möjligt scenario är att utvecklingen i omvärlden blir svagare än vad som antagits i den sammanvägda bedömningen i kapitel 1. I tidigare rapporter har de globala obalanserna lyfts som en risk för den internationella tillväxten. Det är också möjligt att den amerikanska tillväxten mattas mer än vad som antas i huvudscenariot, vilket skulle kunna bli fallet om t.ex. nedgången i huspriserna får ett större genomslag på hushållens konsumtion.

För att illustrera effekterna av en svagare utveckling i omvärlden presenteras ett alternativscenario där tillväxten i omvärlden är ca 0,8 procentenheter lägre i snitt under två år. En mindre efterfrågan på svensk export gör att den inhemska BNP-tillväxten 2008 blir 0,6 procentenheter lägre än enligt huvudscenariot (se diagram 34). Då omvärldens BNP-tillväxt ökar 2009 återhämtar sig även den svenska BNP-tillväxten.

En svagare konjunkturutveckling gör att inflationen blir lägre. Dessutom stärks växelkursen pga att omvärldens ränta sänks mer än den svenska. Detta bidrar också till att inflationen blir lägre. Under 2008 och 2009 blir inflationen i genomsnitt 0,7 procentenheter lägre än i den sammanvägda bedömningen i kapitel 1 (se diagram 35). Den svagare tillväxten och inflationstrycket gör att reporäntan i Sverige blir lägre än i huvudscenariot (se diagram 36).

### ■ ■ Högre reporänta om tillväxten blir starkare

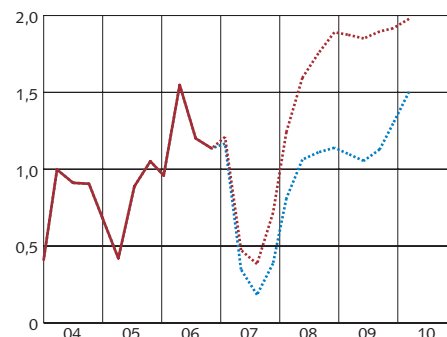
I huvudscenariot antas att BNP-tillväxten i Sverige mattas framöver. Det finns faktorer som talar för att dämpningen kan bli ännu större. Men det finns även argument för att tillväxten skulle kunna bli högre. Under senare år har BNP-tillväxten ökat snabbare än förväntat. Det är möjligt att styrkan i konjunkturuppgången återigen underskattas. T.ex. väntas hushållen fortfarande spara en förhållandevis hög andel av sina inkomster och ränteläget är fortsatt relativt lågt även efter de höjningar som har genomförts. Om tillväxten blir starkare än i huvudscenariot skulle därmed inflationen bli högre liksom reporäntan, dvs. det motsatta jämfört med alternativscenariot ovan med lägre omvärldstillväxt.

### ■ ■ Hänsyn tas till utvecklingen av huspriser och krediter

Utvecklingen på de finansiella marknaderna påverkar, och påverkas av, variationer i inflation och realekonomi. Därför tas löpande hänsyn till förändringar i tillgångspriser och andra finansiella variabler (valutakurser, huspriser, aktievärden, skuldsättning bland hushåll och företag, etc.) i de penningpolitiska besluten.<sup>18</sup>

Ökningstakterna för huspriser, utlåning och hushållens skuldsättning har under senare år legat på höga nivåer. Under andra halvåret 2006 har en viss dämpning skett, men fortfarande är ökningstakterna höga. Detta stöder bilden av en stark tillväxt i efterfrågan understödd av en expansiv penningpolitik. Om huspriser och krediter fortsätter att öka snabbt finns det en risk att det byggs upp obalanser som längre fram i tiden kan tvinga fram en anpassning med betydande konsekvenser för både inflationen och realekonomin. Som Riksbanken tidigare påpekat är dessa scenarier svåra att siffrasätta med hjälp av de prognosmetoder som står till buds. Därför visas inga prognoser för tillväxt, inflation och reporäntan i ett sådant scenario. Men det är i detta sammanhang viktigt att poängtera att dessa risker ändå beaktas i utformningen av penningpolitiken.

**Diagram 35. UND1X, scenario med lägre omvärldstillväxt**  
Årlig procentuell förändring

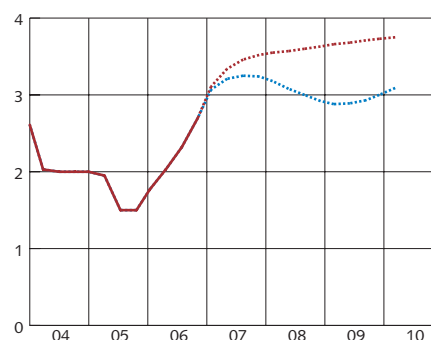


..... Huvudscenario  
..... Lägre omvärldstillväxt

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 36. Reporänta, scenario med lägre omvärldstillväxt**  
Procent



..... Huvudscenario  
..... Lägre omvärldstillväxt

Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källa: Riksbanken

<sup>18</sup> Se skriften *Penningpolitiken i Sverige* för en genomgång av detta.



## ■ RAMSES – ett verktyg för penningpolitisk analys

Här ges en kort beskrivning av en allmän-jämviktsmodell som utvecklats på Riksbanken under senare år och som används i arbetet med att göra prognoser, tolka utvecklingen i den svenska ekonomin och beräkna effekterna av penningpolitik. Modellen har exempelvis använts för att ta fram de olika alternativ till huvudscenariot som presenteras i kapitel 2.

### Modellers roll i prognosarbetet

Prognoser över hur ekonomin kommer att utvecklas kan göras på många olika sätt. Det finns stora fördelar med att använda sig av formella modeller som utnyttjar lärdomar både från ekonomisk teori och från praktiska erfarenheter (empiriska studier) av hur olika samband i ekonomin ser ut. Modellerna gör det lättare att förklara prognoserna och även att utvärdera dem. De gör det också möjligt att relativt snabbt göra nya prognoser när nya data över utvecklingen kommer in, samt belysa effekterna av olika antaganden om exempelvis utvecklingen i omvärlden eller utformningen av den ekonomiska politiken. Men eftersom inga modeller är exakta beskrivningar av verkligheten, utan just förenklade modeller, måste resultaten kombineras med både sunt förnuft och insikter om viktiga förhållanden i verkligheten som modellerna inte kan fånga.

Riksbanken gör därför prognoser med hjälp av både formella modeller och bedömningar av experter. På Riksbanken inleds varje prognosomgång med en genomgång av den nya statistik som inkommit sedan närmast föregående beslut om reporäntan. Olika s.k. indikatormodeller används för att sammanfatta och tolka informationen i en stor mängd indikatorer på den ekonomiska utvecklingen, t.ex. enkätdata.<sup>19</sup> Bedömningar görs av nuläget i ekonomin och om utvecklingen de närmaste kvartalen framöver. Dessa bedömningar utgör startpunkten för modellprognoser som sträcker sig några år framåt. Både modeller som bygger på ekonomisk teori och mer renodlat statistiska modeller används i arbetet. Modellprognoserna granskas sedan av sektorexperter som besitter sakkunskaper om många viktiga detaljer som modellerna inte kan fånga. Experternas bedömningar och modellernas resultat ligger sedan till grund för det huvudscenario som så småningom läggs fast.

### Allmän jämvikt

På Riksbanken används sedan ett par år tillbaka en ny s.k. allmän-jämviktsmodell av svensk ekonomi som går under namnet RAMSES.<sup>20</sup>

<sup>19</sup> Läs mer om Riksbankens indikatormodeller i fördjupningsrutorna om BNP-indikatorer och inflationsindikatorer i Inflationsrapport 2005:3 respektive 2006:3.

<sup>20</sup> RAMSES står för Riksbankens Aggregerade Makromodell för Studier av Ekonomin i Sverige. En utförlig beskrivning av modellens teoretiska struktur ges i uppsatsen av M. Adolfson, S. Laséen, J. Lindé och M. Villani, "Bayesian Estimation of an Open Economy DSGE Model with Incomplete Exchange Rate Pass-Through", Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 179, 2005, som är under utgivning i *Journal of International Economics*. En utförlig empirisk utvärdering av modellen på svenska data ges i artikeln av M. Adolfson, S. Laséen, J. Lindé och M. Villani, "Evaluating an Estimated New Keynesian Small Open Economy Model", Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 203, 2005, som är under utgivning i *Journal of Economic Dynamics and Control*. Datorprogrammen som dessa uppsatser använder kan erhållas från författarna vid förfrågan.

Med "allmän" avses att modellen i princip försöker förklara "hela ekonomin" och inte bara en viss del, t.ex. den privata konsumtionen eller arbetsmarknaden. Det betyder inte att RAMSES beskriver alla väsentliga delar av svensk ekonomi lika väl. Finanspolitiken och kreditmarknaden är exempelvis inte särskilt sofistikerat modellerade i RAMSES. Därför används i prognosarbetet även "partiella" modeller som fokuserar på en enskild variabel eller sektor – både ekonomiska modeller och sådana som främst bygger på statistiska samband. Men de "partiella" modellerna kan inte fånga de samband mellan ekonomins olika delar som är viktiga att beakta när man vill göra prognoser under olika förutsättningar, exempelvis olika antaganden om penningpolitikens utformning.

Att en modell är en "jämviktsmodell" brukar betyda att den bygger på väl etablerad nationalekonomisk teori och att dess resultat förutsätter att marknadsmekanismer skapar balans mellan utbud och efterfrågan på ekonomins olika marknader. Det finns prognosmodeller som är "allmänna" i den meningen att de beskriver sambanden mellan flera sektorer i ekonomin, utan att för den skull vara "jämviktsmodeller". Det gäller t.ex. modeller som består av ett system av statistiska samband utan närmare stöd i ekonomisk teori, exempelvis VAR-modeller som Riksbanken också använder sig av. Moderna allmänna-jämviktsmodeller utgår däremot normalt från vissa bestämda antaganden om de ekonomiska motiven bakom individers och organisationers beteende. Enskilda individer och hushåll antas sträva efter att maximera sin "nytta" över sin livscykel och företagen antas önska maximera det diskonterade nuvärdet av alla sina framtida vinster. Det rationella beteendet innebär också att individerna och företagen bygger sitt handlande på så bra prognoser om framtiden som det står i deras makt att göra. De har vad man kallar för rationella förväntningar. När Riksbanken använder RAMSES för att göra prognoser över den privata sektorns beteende, utgår man alltså samtidigt från att t.ex. effekterna av penningpolitiken delvis styrs av den privata sektorns prognoser över Riksbankens agerande.

### Ny-Keynesianska modeller

Före 1980-talet var inte allmänna jämviktsmodeller den dominerande ansatsen i analyser och prognoser över inflationens och konjunktorens utveckling. De modeller som istället användes i ekonomiska analyser kring denna tidpunkt var s.k. Keynesianska modeller. I denna typ av modeller antogs aktörerna i ekonomin styras av olika tumregler. Förväntningarna om framtiden antogs vanligen inte heller bildas på något rationellt sätt, utan istället vara enkla framskrivningar av tidigare mönster i data. Att man valde att beskriva ekonomin på detta sätt berodde delvis på att man inte hade de tekniska verktyg (teorier och datorer) som behövdes för att kunna lösa komplicerade system av ekvationer med framåtblickande förväntningar. Men det berodde också på att de första årgångarna av allmänna-jämviktsmodeller tycktes stå i dålig samklang med data. Ekonomin syntes präglas av mycket

större trögheter än vad man borde förvänta sig om det vore marknads-mekanismer och rationella hushåll och företag som styrde utvecklingen. En omfattande akademisk forskning med nya tekniska verktyg till sitt förfogande har under det senaste årtiondet utvecklat en ny generation av allmänna-jämviktsmodeller. Denna "andra generation" av allmänna jämviktsmodeller går vanligen under samlingsnamnet ny-Keynesianska modeller, och har dokumenterat goda empiriska egenskaper.<sup>21</sup> Riksbankens nya modell RAMSES faller inom denna kategori.

I RAMSES, liksom i många andra ny-Keynesianska allmänna-jämviktsmodeller av modernare snitt, antas inte att marknaderna för varor och tjänster eller arbetsmarknaden utmärks av perfekt konkurrens. Det innebär att företag och arbetstagare inte tar priser och löner på marknaden för givna utan är medvetna om att de kan styra dessa genom sitt beteende. När det skett en förändring i ekonomin anpassas inte priser och löner omedelbart till en ny långsiktig och stabil jämvikt utan istället sker en gradvis anpassning när förutsättningarna ändras. Även den privata sektorns konsumtions- och investeringsbeslut präglas av trögheter. Hushållen vill inte ändra sitt konsumtionsmönster snabbt och för företagen tar det tid innan nya investeringar kan utnyttjas fullt ut i produktionen. På detta sätt kan modellerna ta hänsyn till de trögheter man tycker sig se i data, men ändå utgå från att rationellt beteende och marknadsmekanismer styr vart ekonomin tar vägen på lång sikt.

### Penningpolitikens effekter i RAMSES

Bland nationalekonomer är det sedan länge en utbredd syn att produktionens och sysselsättningens nivå på lång sikt inte påverkas av penningpolitiken utan styrs av utvecklingen av arbetskraften och teknologin.<sup>22</sup> Detta synsätt präglar också RAMSES. Om Riksbanken skulle bestämma sig för att föra en permanent mer expansiv politik skulle det – enligt denna syn – på sikt bara leda till högre inflation. Det råder emellertid lika stor enighet om att ekonomins kortsiktiga – "konjunkturmässiga" – utveckling inte bara styrs av förändringar i t.ex. utbudet av arbetskraft eller produktionsteknologin utan även av penningpolitiken.

På grund av att priserna och lönerna är trögrörliga leder en tillfällig höjning av reporäntan i RAMSES till att efterfrågan på varor och tjänster faller. Det är rationellt för hushållen att minska sin efterfrågan på konsumtionsvaror, eftersom en högre ränta gör det mer lönsamt att spara och skjuta upp sin konsumtion till framtiden. Den högre räntan gör också att det blir mer kostsamt att låna upp pengar för att investera, och därmed faller också investeringarna. Den lägre efterfrågan medför att produktionen faller och att företagen minskar efter-

21 Se t.ex. L. Christiano, M. Eichenbaum och C. Evans, "Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, Vol. 113 No. 1, 2005; F. Smets och R. Wouters, "An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 1 No. 5, 2003.

22 Se t.ex. F. Giavazzi och F. Mishkin, "En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995-2005", Rapport från riksdagen 2006/07:RFR I.

frågan på arbetskraft och kapital. När efterfrågan på arbetskraft och kapital faller minskar även priset på dessa produktionsfaktorer, vilket leder till ett fall i företagens marginalkostnader.

Eftersom RAMSES är en modell för en öppen ekonomi leder också räntehöjningen till att kronans värde stiger i förhållande till andra valutor, vilket i sin tur leder till en försämrad handelsbalans (exporten minskar och importen stimuleras). Detta förstärker fallet i efterfrågan i viss utsträckning. Även inflationstakten påverkas eftersom kronans högre värde leder till lägre priser på importerade varor samtidigt som den minskade nettoexporten leder till en minskning i inhemsk efterfrågan och därmed bidrar till en dämpning av den inhemska prisutvecklingen.

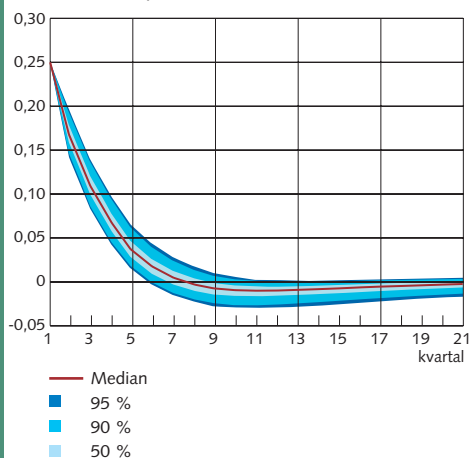
Med tiden kommer både hushållen och företagen att justera sina priser och nominallöner nedåt i allt högre grad till följd av den minskade efterfrågan i ekonomin. Därmed minskar penningpolitikens genomslag på aktivitetsnivån i ekonomin. Till slut har alla företag och hushåll fullt ut anpassat priserna och lönerna och då återgår ekonomin till sitt utgångsläge.

### Effekter av en oförväntad räntehöjning

I RAMSES antas att Riksbanken bestämmer reporäntans nivå beroende på inflationens och BNP:s utveckling, ungefär i linje med en s.k. Taylor-regel. Detta är ett vanligt sätt att beskriva penningpolitiken i ekonomiska modeller, men givetvis är detta en stark förenkling av verkligheten. Den penningpolitiska regeln är dock vald så att den ger en relativt god beskrivning av ränteutvecklingen genom åren. Avvikelser mellan de faktiska räntebesluten och de beslut som skulle ha fattats om modellens ränteregeln följts exakt kan uppfattas som ett mått på penningpolitiska "överskningar". I diagram R2-R4 visas genomslaget på den underliggande inflationstakten (UND1X), BNP-tillväxten och BNP-nivån av en sådan oförväntad räntehöjning (se diagram R1) enligt den nuvarande versionen av RAMSES.<sup>23</sup> Tankeexperimentet är alltså att det sker en oförväntad penningpolitisk åtstramning som inte är föranledd av en förändring i inflationen eller den ekonomiska aktiviteten som penningpolitiken normalt reagerar på. Diagram R1-R4 visar därmed RAMSES uppskattningar av vad som skulle hända om reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter givet de ekonomiska förutsättningarna ("allt annat lika"). Som vi ser beräknas genomslaget på inflationstakten vara som störst efter ett år då inflationstakten gått ner med ungefär 0,13 procentenheter. BNP-nivån faller som mest med drygt 0,1 procentenhet efter tre till fyra kvartal. Som beskrivet ovan kan inte penningpolitiken varaktigt påverka resursutnyttjandet, och effekten på BNP-nivån klingar därför av och ekonomin återgår till den långsiktiga tillväxtbana som gällde innan man oväntat och tillfälligt höjde räntan.

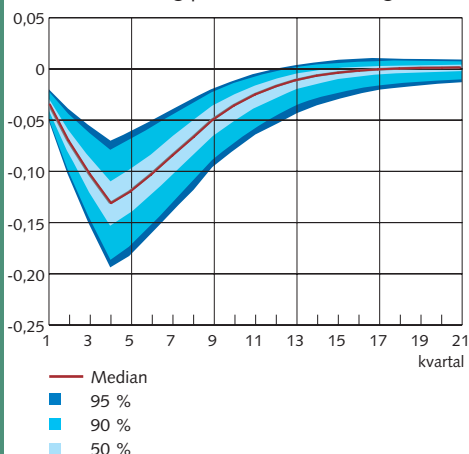
<sup>23</sup> Modellen utvecklas ständigt och estimeras om ca 1-2 gånger per år, vilket innebär att de s.k. impuls-responser som visas i diagram R1-R4 kan variera något.

**Diagram R1. Reporänta**  
Avvikelse, procent



Anm. Avvikelseberäkningar, s.k. impuls-responser, från RAMSES.  
Källa: Riksbanken

**Diagram R2. UND1X**  
Avvikelse, årlig procentuell förändring



Anm. Avvikelseberäkningar, s.k. impuls-responser, från RAMSES.  
Källa: Riksbanken

## Alternativscenarierna bygger på penningpolitiska överraskningar

Det är denna typ av beräkningar som ligger bakom de alternativscenarier som presenteras i kapitel 2 i denna penningpolitiska rapport. Skillnaderna mellan alternativscenarierna med högre respektive lägre reporänta och huvudscenariot motsvarar ungefär de effekter som erhålls när man utsätter RAMSES för en följd av penningpolitiska överraskningar. Man kan göra liknande analyser för att ta fram andra alternativa scenarier, t.ex. med en annan löneutveckling eller omvärldsutveckling än i huvudscenariot (alternativ som också presenteras i kapitel 2). Det bör understrykas att den här typen av beräkningar ska tolkas med försiktighet. Dels beror det på att modellens beskrivningar av sambanden i ekonomin är osäkra, vilket leder till osäkerhet om effekterna av olika störningar. Den osäkerheten beskrivs i form av osäkerhetsintervall ("trattar") i diagram R1-R4.<sup>24</sup> Men beräkningarna bör tolkas försiktigt även av det skälet att det är långt ifrån självklart hur man ska definiera ett experiment med "en annan penningpolitik".<sup>25</sup> I detta fall sker det genom att analysera effekterna av oväntade avvikelser från en enkel handlingsregel för penningpolitiken. Ett annat sätt kunde ha varit att undersöka effekterna av förväntade avvikelser från regeln eller förändringar i själva regeln (t.ex. hur mycket reporäntan påverkas av inflationen eller en förändring av inflationsmålet). Huruvida sådana förändringar är tillfälliga eller permanenta och förväntade eller oförväntade kommer också att påverka beräkningarna av penningpolitikens effekter. Hur den här typen av modellövningar ska utformas och tolkas råder det därför delade meningar om, och svaren kommer att förändras över tiden allt eftersom den national-ekonomiska forskningen leder till nya rön.

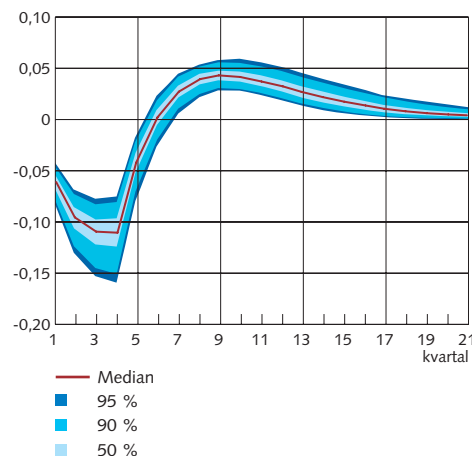
24 De färgade ytorna i diagram R1-R4 visar de undre och övre 50:e, 90:e och 95:e percentilerna i fördelningen, och ger således en uppfattning om osäkerheten i beräkningen av genomslaget av den penningpolitiska interventionen. Den heldragna linjen är medianen i fördelningen. Osäkerhetsintervallen i diagram R1-R4 är av en helt annan karaktär än de som presenteras i diagram 1-4 i kapitel 1. De senare beror både på osäkerheten om den framtida ekonomiska utvecklingen (sämre/bättre internationell konjunkturutveckling, minskad/ökad produktivitetutveckling osv.) och ekonomins funktionssätt, medan osäkerhetsbanden i diagram R1-R4 endast avser att spegla osäkerheten om ekonomins funktionssätt.

25 Robert E. Lucas lyfte i en inflytelserik artikel ("Econometric Policy Evaluation: A Critique", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 1, 1976) fram detta problem vilket har gett upphov till en omfattande akademisk litteratur om den s.k. Lucas-kritiken.

Effekterna av penningpolitik i RAMSES så som de beskrivs i diagram R1-R4 kan alltså skilja sig från beräkningar som presenterats tidigare av flera olika skäl. Utöver skillnader i modellspecifikation kan olikheter i resultat ha att göra med att det penningpolitiska experimentet utformats på olika sätt. Resultaten i diagram R1-R4 är icke desto mindre i linje med dem som redovisats för liknande modeller från andra länder.<sup>26</sup> Den akademiska litteraturen kan därför sägas ge stöd för att RAMSES egenskaper är rimliga. Utvärderingar av prognoser som gjorts med olika varianter av RAMSES tyder också på att modellen har goda prognosegenskaper, fullt i klass med statistiska prognosmodeller och de prognoser Riksbanken publicerat tidigare genom åren (som varit ett resultat av både modeller och experters bedömningar).<sup>27</sup>

En fördel med RAMSES är att den utöver prognoser och beräkningar av penningpolitikens effekter också kan användas för att beräkna effekterna av många andra förändringar i ekonomin. Exempelvis kan modellen användas för att i efterhand försöka urskilja de bakomliggande orsakerna till att prognoser slagit fel. Beroende på prognosfelens natur, kommer RAMSES att föreslå vilka källor till prognosfelen som är mest sannolika, givet de teoretiska och historiska samband som RAMSES bygger på. Exempel på sådana beräkningar ges i det underlag för utvärdering av den förda penningpolitiken som presenteras i denna penningpolitiska rapport.

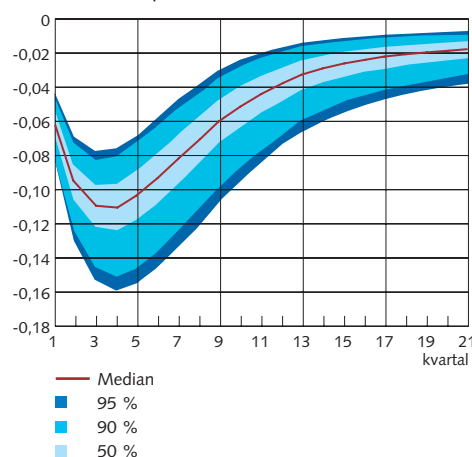
**Diagram R3. BNP-tillväxt**  
Avvikelse, årlig procentuell förändring



Anm. Avvikelseberäkningar, s.k. impuls-responser, från RAMSES.

Källa: Riksbanken

**Diagram R4. BNP-nivå**  
Avvikelse, procent



Anm. Avvikelseberäkningar, s.k. impuls-responser, från RAMSES.

Källa: Riksbanken

26 Se t.ex. F. Smets och R. Wouters, "An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 1 No. 5, 2003; M. Del Negro, F. Schorfheide, F. Smets och R. Wouters, "On the Fit and Forecasting Performance of New Keynesian Models", Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper No. 2004-37, under utgivning i *Journal of Business and Economic Statistics*; M. Adolfson, S. Laséen, J. Lindé och M. Villani, "Bayesian Estimation of an Open Economy DSGE Model with Incomplete Exchange Rate Pass-Through", Sveriges Riksbank Working Paper Series No. 179, 2005, under utgivning i *Journal of International Economics*.

27 Läs mer om utvärderingarna i M. Adolfson, M.K. Andersson, J. Lindé, M. Villani och A. Vredin, "Modern Forecasting Models in Action: Improving Macroeconomic Analyses at Central Banks", Sveriges Riksbank Working Paper Series No.188, 2005.



Både den svenska ekonomin och världsekonomin i stort befinner sig i en stark expansionsfas. BNP i Sverige beräknas ha vuxit med 4,5 procent under 2006, samtidigt som sysselsättningen ökade med 1,9 procent. En hög efterfrågan från omvärlden och en stark tillväxt i produktiviteten har varit viktiga drivkrafter bakom de senaste årens höga BNP-tillväxt. Under 2006 har hushållens konsumtion börjat öka snabbare liksom sysselsättningen. Resursutnyttjandet har stigit och bedöms i nuläget vara ungefär normalt.

Inflationen är för närvarande låg och beräknas den närmaste tiden bli lägre än bedömningen i inflationsrapporten i oktober. Till stor del beror detta på att energipriserna har sjunkit och väntas bli lägre än vad som tidigare antogs.

Den starka ekonomiska utvecklingen i Sverige avspeglas även på kredit-, bostads- och aktiemarknaderna. Börskurserna har fortsatt att stiga under 2006. Företag och hushåll har fortsatt att öka sin upplåning i en relativt snabb takt. Samtidigt har huspriserna och hushållens förmögenhet ökat ytterligare. Tillväxttakterna i både upplåning och huspriser har möjligen dämpats något under det andra halvåret 2006. Sett i ett historiskt perspektiv är räntorna fortfarande relativt låga.

## ■ ■ Fortsatt stark efterfrågan från hushållen i USA

Preliminära utfall visar att BNP i USA ökade med 3,4 procent under 2006, vilket var i linje med prognosen i inflationsrapporten i oktober (se tabell A2). Visserligen utvecklades investeringarna i bostäder överraskande svagt, enligt preliminära utfall föll de med 4,2 procent under fjolåret, men det har uppvägs av att andra komponenter som bl.a. exporten har blivit högre än väntat. Hushållens konsumtion utvecklades däremot som prognostiserat.

Arbetsmarknaden och hushållens inkomster har fortsatt att stärkas i USA de senaste månaderna (se diagram 38). Samtidigt har hushållens utrymme för konsumtion ökat till följd av lägre olje- och bensinpriser. Hushållens efterfrågan är därmed fortsatt hög, trots den betydande dämpning som har skett på bostadsmarknaden och trots att finans- och penningpolitiken har stramats åt de senaste åren.

Företagens vinster fortsatte att stiga betydligt det tredje kvartalet förra året och är som andel av BNP de högsta sedan 1950. Stämningläget inom tjänstesektorn är fortsatt positivt, medan det har dämpats inom tillverkningsindustrin (se diagram 39).

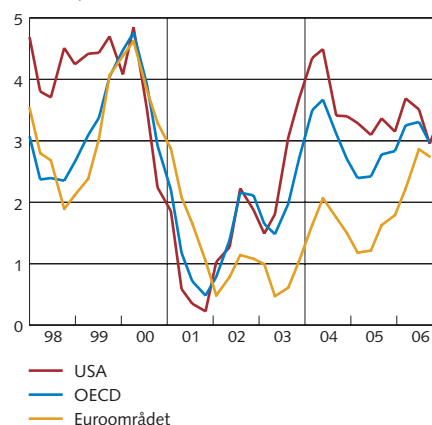
## ■ ■ Stark tillväxt i euroområdet under 2006

Konjunkturen i euroområdet fortsätter att utvecklas gynnsamt. Under tredje kvartalet ökade BNP i linje med bedömningen i inflationsrapporten i oktober.

Samtidigt har tillväxten de två första kvartalen 2006 reviderats upp något jämfört med tidigare publicerade uppgifter. Tillväxten under de tre första kvartalen i fjol var bred. Samtliga komponenter i efterfrågan ökade. Även i geografiskt hänseende var tillväxten bred.

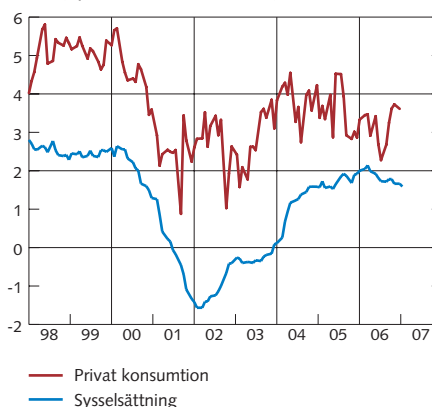
Statistik och indikatorer visar att utvecklingen under det fjärde kvartalet fortsatte att vara stark (se diagram 40). Situationen på

Diagram 37. BNP  
Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat, OECD och US Department of Commerce

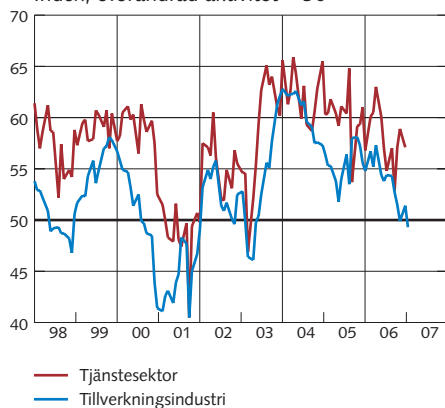
Diagram 38. Sysselsättning och privat konsumtion i USA  
Årlig procentuell förändring



Anm. Sysselsättning enligt arbetsgivarenkät (non-farm payrolls).  
Källor: Bureau of Labor Statistics och US Department of Commerce



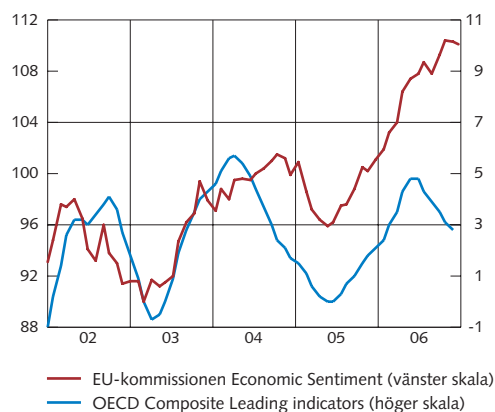
**Diagram 39. Inköpschefsindex i USA**  
Index, oförändrad aktivitet = 50



Källa: Institute for Supply Management

**Diagram 40. Konjunkturindikatorer för euroområdet**

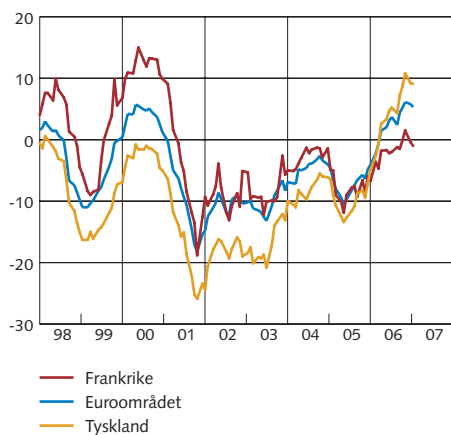
Index, 2000 = 100, respektive årlig procentuell förändring



Källor: EU-kommissionen och OECD

**Diagram 41. Konfidensindikatorer för tillverkningsindustrin i euroområdet, Frankrike och Tyskland**

Nettotal



Källa: EU-kommissionen

arbetsmarknaden förbättrades ytterligare. Arbetslösheten fortsatte att sjunka, till 7,5 procent i december. Sysselsättningen var under det tredje kvartalet 1,4 procent högre än ett år tidigare. Tillförsikten bland hushållen har förbättrats och förtroendeindikatorn ligger historiskt sett högt. Stämningläget inom industrin är gott och EU-kommissionens barometer för industrin ligger högt i ett historiskt perspektiv, även om den har fallit tillbaka marginellt sedan november (se diagram 41).

I vissa länder inom euroområdet har priserna på bostäder ökat snabbt. I t.ex. Frankrike har bostadspriserna stigit med ca 15 procent per år sedan 2004 jämfört med genomsnittet för euroområdet som är ungefär 7 procent. Hushållens upplåning har ökat något mer men även där skiljer det sig kraftigt åt mellan olika länder.

I någon mån torde höjningen av mervärdesskatten i Tyskland vid årsskiftet ha stimulerat tillväxten i konsumtionen i euroområdet under fjärde kvartalet genom att de tyska hushållen kan antas ha tidigare lagt inköp av kapitalvaror. Statistiken över detaljhandeln och nyregistrerade personbilar i Tyskland tyder emellertid på att denna effekt inte har varit så stor.

BNP-tillväxten i euroområdet beräknas ha varit 2,7 procent under 2006, vilket är högre än under 2005. Det är också högre än det historiska genomsnittet sedan 1980 som är ca 2,3 procent. Bedömningen är något uppreviderad sedan föregående rapport (se tabell A2).

### ■ ■ God tillväxt i Norden och Storbritannien

I de nordiska länderna har tillväxten under 2006 varit hög och prognoserna i inflationsrapporten i oktober har överträffats. Gemensamt för Norge, Danmark och Finland är att tillväxten i hushållens konsumtion har varit stark de tre första kvartalen 2006. Penningpolitiken har förts i mindre expansiv riktning och olika indikatorer på den ekonomiska aktiviteten talar för att tillväxten i Finland och Danmark gradvis har dämpats mot slutet av 2006.

I Norge visar olika konjunkturindikatorer på fortsatt hög aktivitet i ekonomin. Tillväxten i investeringarna är snabb, i synnerhet i den oljeproducerande sektorn. Priserna på bostäder i Norge ökar förhållandevis mycket, med över 15 procent. Även utlåningen och penningmängden ökar snabbt. Sysselsättningen ökar snabbt och arbetslösheten är låg, mellan 2 och 3 procent beroende på vilket mått man använder. Resursutnyttjandet i Norge har varit högt i flera år och det finns nu tecken på att ett ökat antal företag upplever brist på arbetskraft. Lönerna stiger också snabbare än tidigare. Mot denna bakgrund har Norges bank fortsatt att höja styrräntan till 3,75 procent.

I Storbritannien var tillväxten 2006 stabil och relativt god. Såväl investeringar som konsumtion har bidragit till ökningen i efterfrågan, men tillväxten i konsumtionen har varit mer måttlig än i de nordiska länderna. Enkätdata tyder på att resursutnyttjandet har stigit inom både tillverkningsindustrin och tjänstesektorn de senaste månaderna. Uppgången i bostadspriserna har åter tagit fart efter att tidigare ha dämpats. Krediter och penningmängd ökar också i relativt snabb

takt. Inflationen har ökat gradvis och nådde 3 procent i december. Detaljhandeln har aviserat ökade priser framöver. Detta har lett till farhågor om att inflationsförväntningarna ska stiga och Bank of England har fortsatt att höja styrräntan till 5,25 procent.

### ■ ■ Måttlig tillväxt i Japan, men hög i Kina och Indien

I Japan råder en viss osäkerhet om styrkan i konjunkturen. Tillväxten dämpades under andra och tredje kvartalet 2006. Företagens investeringar och export fortsatte som tidigare att växa i god takt. Däremot var tillväxten i hushållens konsumtion svag. Indikatorer på den ekonomiska aktiviteten talar emellertid för att det skedde en viss upphämtning under fjärde kvartalet. Arbetslösheten sjönk i november till 4,0 procent, vilket är den lägsta nivån sedan 1998. Sammantaget bedöms tillväxten ha varit betydligt lägre 2006 jämfört med bedömningen i oktober (se tabell A2). Det hänger till stor del samman med att metoden för att beräkna de japanska nationalräkenskaperna har förändrats, vilket har medfört en nedrevidering av BNP-nivån.

I Kina var BNP-tillväxten det tredje kvartalet fortsatt över 10 procent i årstakt. Precis som tidigare utvecklades exporten mycket starkt. Detaljhandelsstatistiken, framförallt för varaktiga varor, tyder samtidigt på att hushållens efterfrågan är hög. Kredittillväxten har dämpats något bl.a. till följd av den penningpolitiska åtstramningen och höjda krav på bankernas reservnivåer. Under hösten skedde också en viss dämpning av tillväxten i industrin.

Även Indien har fortsatt att växa starkt under 2006. Tillväxten i BNP var strax över 9 procent de tre första kvartalen jämfört med samma period 2005. Det är betydligt över genomsnittet på ca 6,5 procent de senaste sex åren.

### ■ ■ Exportmarknadstillväxten dämpades under loppet av 2006

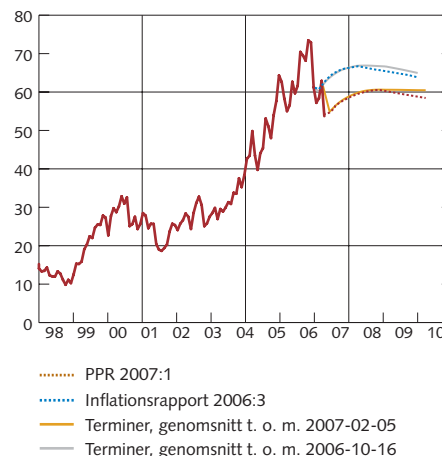
Omvärldens import av varor, sammanvägd med svenska exportvikter, har vuxit med i genomsnitt 6 procent per år sedan mitten av 1980-talet. I slutet av 2005 och början av 2006 accelererade utvecklingen. Under första halvåret 2006 var exportmarknadstillväxten omkring 12 procent jämfört med motsvarande period året innan. Den dämpades betydligt under det tredje kvartalet 2006.

I Norge, Danmark och Storbritannien, var ökningstakten i importen mycket hög under första halvåret, men dämpades sedan påtagligt. Mest markant var uppbromsningen i den brittiska importen. Den svenska exportmarknadstillväxten för 2006 har därför justerats ned (se tabell A2).

### ■ ■ Sjunkande oljepris har dämpat inflationen

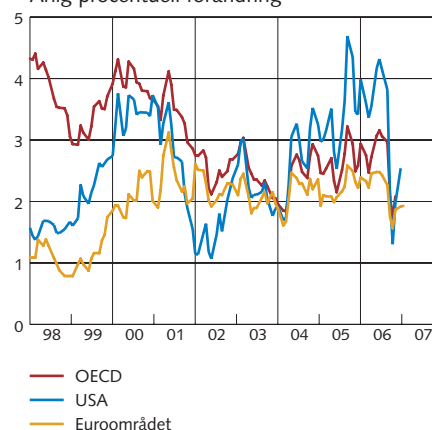
Under fjolåret fluktuerade oljepriset kraftigt. I början av året var priset på olja ca 60 dollar per fat. Under sommaren uppgick oljepriset stundtals till över 70 dollar per fat. Sedan inflationsrapporten i oktober har oljepriset fallit tillbaka för att i januari uppgå till i genomsnitt ca 54

Diagram 42. Oljepris, Brentolja  
USD per fat



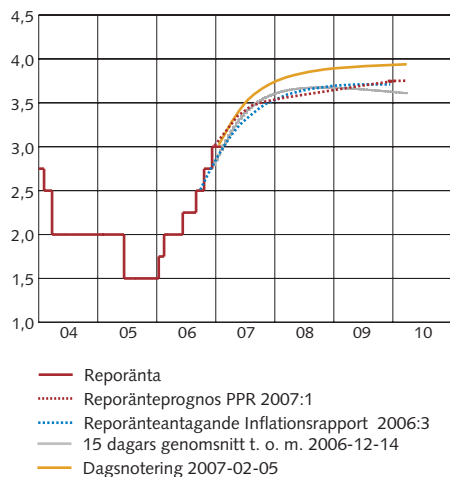
Anm. Terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Streckad linje avser Riksbankens prognos.  
Källor: Intercontinental Exchange och Riksbanken

Diagram 43. KPI  
Årlig procentuell förändring



Källa: OECD

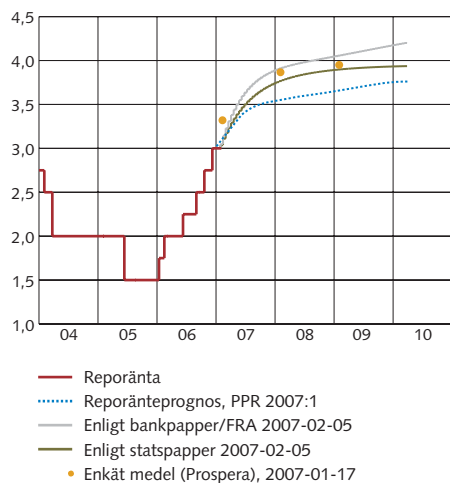
**Diagram 44. Reporänteprognos samt implicita terminsräntor utifrån statspapper vid olika tillfällen**  
Procent



Anm. Reporäntebestämningen i Inflationrapport 2006:3 baseras på terminsräntor beräknade som ett genomsnitt för 15 dagar till och med 2006-10-12.

Källa: Riksbanken

**Diagram 45. Reporänteprognos, aktuella implicita terminsräntor utifrån statspapper och bankpapper samt förväntningar på reporäntan enligt enkäter**  
Procent



Anm. Terminsräntorna beräknade med bankpapper som underlag är nedjusterade med 10 räntepunkter med anledning av att de kortaste bankpapperna (over night räntan) noteras till 10 räntepunkter över reporäntan. Dessa 10 räntepunkter avspeglar inte förväntningar om den framtida penningpolitiken.

Källor: Prospera Research AB och Riksbanken

dollar per fat (se diagram 42). Detta är ungefär 10 dollar lägre än vad som förväntades i oktober. Även terminspriserna har fallit. En något minskad geopolitisk oro samt ett relativt högt utbud av olja är troligen viktiga orsaker till att oljepriserna faller trots en fortsatt stark efterfrågan. Sedan mitten av januari har oljepriserna åter börjat stiga.

Oljeprisfallet bidrog till att konsumentpriserna i världen sjönk i slutet av förra året (se diagram 43). Nedgången i inflationen var större än väntat, framförallt i USA (se tabell A2).

### ■ ■ Terminsräntor ligger högre på sikt än Riksbankens reporänteprognos

En viktig förändring jämfört med inflationsrapporten i oktober 2006 är att inflationsbedömningen i huvudscenariot numera baseras på den utveckling för reporäntan som Riksbanken för närvarande bedömer ge en väl avvägd penningpolitik (se kapitel 2). Detta innebär att reporänteprognosen kan avvika från förväntningarna enligt den implicita terminsräntekurvan. Terminsräntekurvan är dock fortfarande av stort analytiskt intresse eftersom den avspeglar hur marknaden förväntar sig den framtida utvecklingen av reporäntan.

Den implicita terminsräntekurvan har sedan inflationsrapporten i oktober skiftat upp något på längre sikt delvis sammanhängande med att räntorna i utlandet har stigit (se diagram 44). Den har även skiftat upp jämfört med ett genomsnitt vid det förra penningpolitiska mötet i december. De senaste enkätundersökningarna av penningmarknadens reporänteförväntningar ligger i linje med terminsräntekurvan (se diagram 45). Marknadens förväntningar beräknad utifrån statspapper är något högre på sikt än Riksbankens reporänteprognos.

## ■ ■ Penningpolitiska förväntningar har skiftat upp lite i USA och mer i euroområdet

I USA har styrräntan hållits oförändrad på 5,25 procent medan ECB höjde med 25 räntepunkter i december till 3,50 procent. Prissättningen på penning- och obligationsmarknaden tyder på att ECB förväntas fortsätta höja räntan ytterligare under året (se diagram 46). Jämfört med oktober har marknadsaktörernas förväntningar reviderats upp något främst till följd av oväntat positiv statistik. Terminalsräntekurvan indikerar att styrräntan under senare delen av 2007 når intervallet mellan 3,75 och 4,0 procent

Även i USA tyder prissättningen på penning- och obligationsmarknaden på att de penningpolitiska förväntningarna har skiftat upp något det närmaste året jämfört med oktober (se diagram 46). En sänkning av styrräntan förväntas enligt prissättningen på marknaden att ske under första kvartalet 2008.

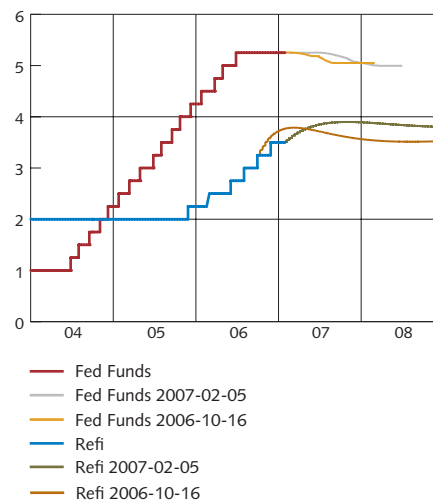
## ■ ■ Låga men stigande långräntor

Sedan början av december har de långa räntorna stigit (se diagram 47). Detta speglar främst de förändringar som skett i förväntningarna om penningpolitiken och tillväxten i USA respektive euroområdet. Fortfarande är dock de långa räntorna, speciellt i Sverige och euroområdet, relativt låga.

## ■ ■ Starkare krona och svagare dollar

Sedan inflationsrapporten har den amerikanska dollarn försvagats mot euron från ca 1,25 till runt 1,30 dollar per euro. Dollarförsvagningen kan i viss mån vara relaterad till förändringarna i de penningpolitiska förväntningarna.

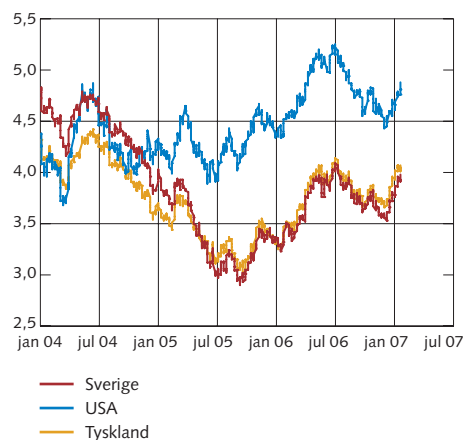
**Diagram 46. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet och USA**  
Procent



Anm. Förväntningar beräknade enligt implicita terminräntor för euroområdet och Fed Fundskontrakt för USA.

Källa: Riksbanken

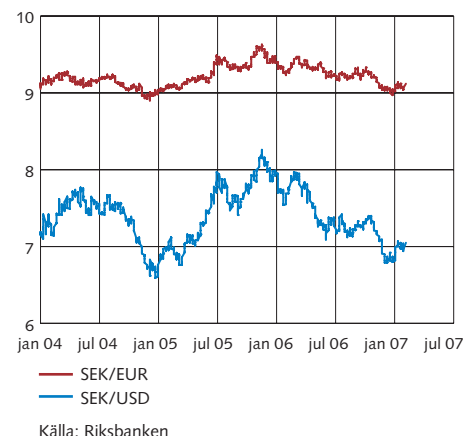
**Diagram 47. Långa räntor**  
Procent



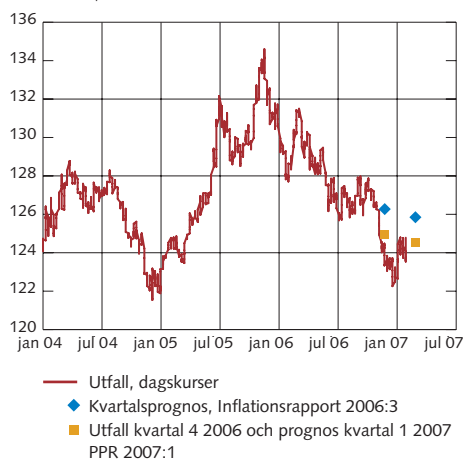
Anm. Statsobligationer med ca 10 års återstående löptid.

Källa: Riksbanken

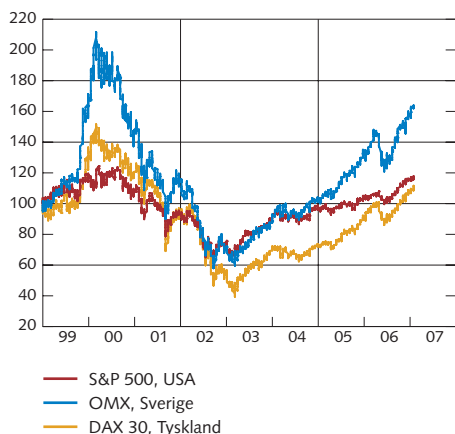
**Diagram 48. Växelkursutveckling**  
SEK/EUR och SEK/USD



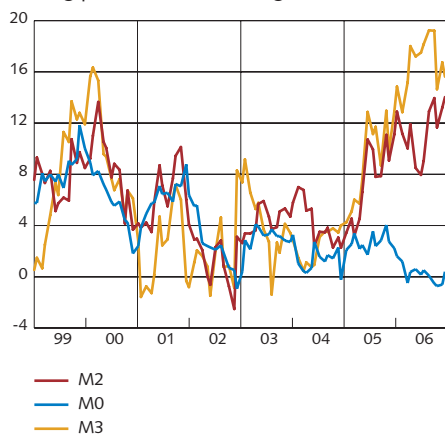
Källa: Riksbanken

**Diagram 49. Konkurrensvägd växelkurs, TCW Index, 1992-11-18 = 100**

Källa: Riksbanken

**Diagram 50. Aktieindex i Sverige, USA och Tyskland**  
Index, 1999-01-01=100

Källa: Reuters Ecowin

**Diagram 51. Penningmängden**  
Årlig procentuell förändring

Källor: SCB och Riksbanken

Kronan har förstärkts något mer än den bedömning som gjordes i oktober. I slutet av 2006 förstärktes kronan påtagligt, både mot euron och mot dollarn (se diagram 48). Utfallet för fjärde kvartalet för SEK/TCW-kursen var ca 1 procent starkare än prognosen i inflationsrapporten i oktober (se diagram 49). Inledningsvis under 2007 har dock kronan försvagats både mot euron och mot dollarn. Kronan är för närvarande något starkare i TCW-termer än den bedömning av första kvartalet som redovisades i inflationsrapporten i oktober.

### ■ ■ Stark börsutveckling i Sverige sedan sommaren

Under de senaste åren har börserna i USA, euroområdet och i Sverige utvecklats gynnsamt. En försvagning skedde under våren 2006, men sedan dess har börskurserna åter stigit (se diagram 50). Uppgången i Sverige är klart störst. OMX har sedan sommaren stigit med drygt 30 procent, medan uppgången i USA har varit mer modest.

### ■ ■ Fortsatt hög ökningstakt i penningmängden

Tillväxten i M0, dvs. i allmänhetens innehav av sedlar och mynt, har varit nära noll det senaste året (se diagram 51). Penningmängden mätt som M2 växer desto snabbare och ökningstakten uppgick till ca 14 procent i slutet av 2006. I M2 ingår hushållens och företagens bankinlåning, som är den största delkomponenten. Inlåningen har ökat mycket snabbt de senaste två åren. En förklaring kan vara att avkastningen på alternativa finansiella placeringar som t.ex. obligationer har varit låg, vilket har minskat alternativkostnaden för att hålla likvida medel. Inlåningsräntorna i banksystemet har också tenderat att öka under senare tid vilket har förstärkt denna effekt.

M3 är det penningmängdsmått som har ökat snabbast. I M3 ingår förutom M2 också allmänhetens innehav av finansiella instrument med hög volatilitet.<sup>28</sup> Utvecklingen av M3 har under det förra året påverkats påtagligt av denna typ av placeringar.

### ■ ■ Även upplåningen fortsätter att öka snabbt

Företagen och hushållen har under senare år ökat sin upplåning kraftigt. Hushållen har i stor utsträckning använt lånen till att köpa bostäder, vilket bidragit till snabbt stigande fastighetspriser. Under andra och tredje kvartalet 2006 dämpades ökningstakten i hushållens upplåning och uppgången i huspriserna något, men var fortfarande höga i ett historiskt perspektiv (se diagram 52).

Månadsdata för fjärde kvartalet förra året visar att ökningstakten för utlåningen var fortsatt hög, men att den avtog ytterligare något jämfört med tredje kvartalet. Indikatorer tyder även på att huspriserna ökade långsammare under fjärde kvartalet förra året.

<sup>28</sup> Dessa finansiella instrument innefattar allmänhetens andelar i penningmarknadsfonder och räntebärande värdepapper utgivna av svenska monetära finansinstitut med en löptid upp till 2 år samt vissa typer av kortfristiga lån mot säkerhet, s.k. återköpsavtal.

## ■ ■ Svensk BNP-tillväxt starkare än väntat

Viktig ny information som inkommit sedan föregående rapport är nationalräkenskaperna för tredje kvartalet 2006 samt olika indikatorer, bl.a. konjunkturbarometrarna för oktober till januari, industriproduktionsindex t.o.m. december samt detaljhandelsindex t.o.m. december.

BNP-tillväxten har varit hög de senaste åren. Viktiga orsaker till detta har varit den starka utvecklingen i produktiviteten i kombination med en hög efterfrågan från omvärlden. Under 2006 har inhemsk efterfrågan i form av hushållens och den offentliga sektorns konsumtion ökat.

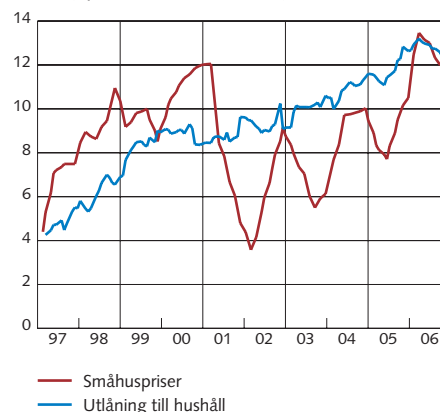
I samband med publiceringen av nationalräkenskaperna för tredje kvartalet 2006 reviderades BNP-tillväxten upp för helåren 2004 och 2005 med 0,4 respektive 0,2 procentenheter. Även utfallen för de tre första kvartalen 2006 har visat sig vara starkare än väntat. BNP växte med 4,6 procent under de tre första kvartalen 2006 jämfört med samma period 2005. Det var 0,2 procentenheter mer än vad som prognostiserades i föregående rapport.

I kalenderkorrigerade termer växte BNP med 4,4 procent under tredje kvartalet 2006 jämfört med samma kvartal året innan. I kvartalstakt blev tillväxten 1,0 procent vilket var marginellt högre än prognosen i inflationsrapporten i oktober (se diagram 53). Att tillväxten blev något starkare än väntat berodde främst på att bidraget från lagerinvesteringarna blev större än väntat. Även exporten växte mer än prognostiserat. Däremot ökade hushållens och den offentliga sektorns konsumtion samt investeringarna mindre än väntat.

Bland investeringarna utvecklades näringslivets investeringar (exklusive bostäder) något svagare än förväntat, medan övriga investeringar var i linje med bedömningen.

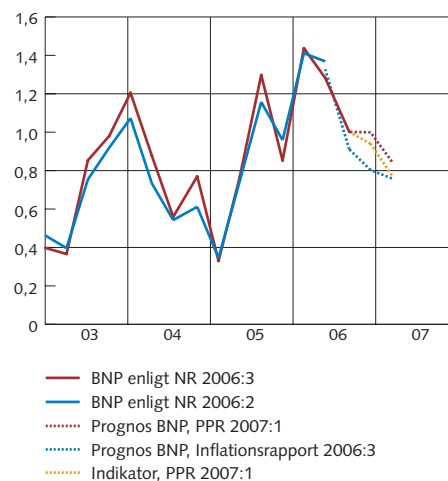
Hushållens konsumtion har varit svår att prognostisera under 2006. Under tredje kvartalet var konsumtionen av detaljhandelsvaror enligt nationalräkenskaperna mindre än väntat. Sambandet mellan detaljhandels omsättningsstatistik och hushållens konsumtion av detaljhandelsvaror har varit något svårtolkat, speciellt första kvartalet 2006 (se diagram 54). I detaljhandels omsättningsstatistik ingår några branscher, som t.ex. byggvaruhus, vitvaruhus och apotek, vars försäljning i nationalräkenskapernas beräkningar endast till liten del antas vara hushållskonsumtion. Dessa branschens omsättning ökade starkt under första kvartalet. Andra svårigheter beror på att säsongsmonstret i hushållens konsumtion sannolikt har påverkats av förändringar i utbetalningarna av skatteåterbäring, som sedan 2005 huvudsakligen sker under andra kvartalet istället för under tredje kvartalet. Förutom detta har det skett en del revideringar av utfallen för hushållens konsumtion, speciellt för första kvartalet 2006.

**Diagram 52. Småhuspriser och total utlåning till svenska hushåll**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

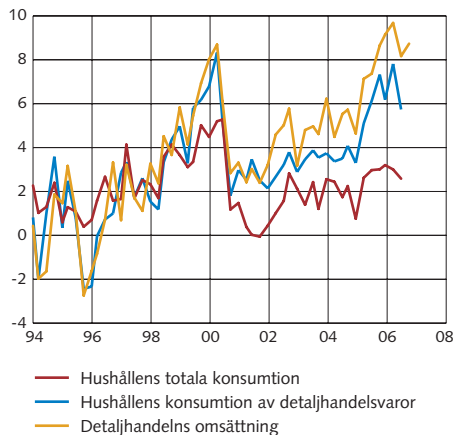
**Diagram 53. BNP, utfall och Riksbankens prognos samt prognos enligt indikatormodeller**  
Kvartalsförändring i procent, säsongsrensade data



Anm. "Indikator" avser medelvärdet av de indikatorprognoser som beskrivs i fördjupningsrutan "BNP-indikatorer", Inflationsrapport 2005:3.

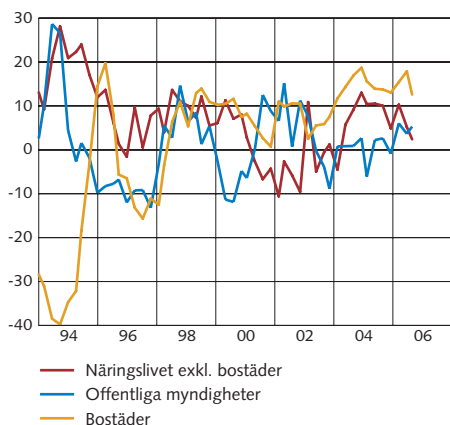
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 54. Detaljhandelns omsättning och hushållens konsumtion**  
Årlig procentuell förändring



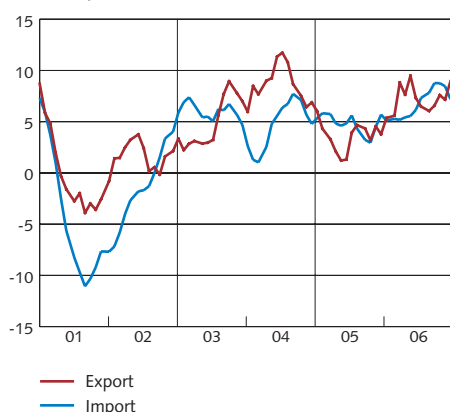
Anm. Ej kalenderkorrigerade värden.  
Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

**Diagram 55. Fasta bruttoinvesteringar**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 56. Utrikeshandel med varor i fasta priser**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde.  
Källor: SCB och Riksbanken

## ■ ■ Fortsatt stark BNP-utveckling väntas under fjärde kvartalet 2006

För att bedöma BNP-utvecklingen på kort sikt använder Riksbanken bl.a. statistiska modeller som utnyttjar informationen från ett stort antal konjunkturindikatorer. Enligt dessa modeller väntas tillväxten under fjolårets sista kvartal nu bli något starkare än prognosen i inflationsrapporten i oktober (se diagram 53). Bedömningar av månadsstatistik för bl.a. industriproduktion och omsättning i detaljhandeln liksom enkätdata stöder denna bild.

Sammantaget revideras tillväxten i BNP 2006 upp jämfört med bedömningen i inflationsrapporten i oktober. Under 2006 förväntas BNP nu ha vuxit med 4,5 procent.

BNP-tillväxten förväntas att dämpas under den närmaste framtiden. Denna bedömning hänger främst samman med förväntningar om en lugnare utveckling i tillväxten för investeringar och export.

## ■ ■ Investeringstillväxten dämpas

De fasta bruttoinvesteringarna har sedan slutet av 2003 stigit med ungefär 25 procent. Denna ökning är i samma storleksordning som de två senaste uppgångsfaserna i mitten respektive i slutet av 1990-talet. Framförallt är det bostadsinvesteringarna som har ökat kraftigt (se diagram 55). Även för näringslivet i övrigt har investeringarna expanderat tydligt medan uppgången har varit relativt beskedlig inom offentlig sektor.

Investeringenkäten för oktober visade något svagare investeringsplaner för 2006 jämfört med motsvarande undersökning från maj. Detta stämmer således med att utfallet för tredje kvartalet blev svagare än väntat. Det finns också uppgifter i enkäten om investeringsplaner för 2007, även om dessa är vagt specificerade. Enkäten tyder på en positiv volymtillväxt i år, men ändå en tydlig dämpning jämfört med de senaste årens starka ökningstal.

Den senaste statistiken av mängden påbörjade lägenheter tyder på en viss avmattning, vilket efterhand kommer att verka dämpande på bostadsinvesteringarna. Mängden beviljade bygglov fortsätter samtidigt att öka i relativt god takt. Det tyder på att uppgången i bostadsbyggandet kommer att fortsätta, men förmodligen i lägre takt än tidigare.

Sammantaget revideras prognosen för de fasta bruttoinvesteringarna ned något på kort sikt till följd av den svaga utvecklingen under tredje kvartalet.

## ■ ■ Fortsatt god men avtagande exporttillväxt

Den månadsstatistik för exporten med varor som finns tillgänglig till och med december 2006 tyder på en fortsatt god utveckling under slutet av fjolåret (se diagram 56). Tillväxten bedöms avta något under

den närmaste framtiden, men det starka utfallet för tredje kvartalet har medfört att prognosen för exporten sammantaget har reviderats upp något på kort sikt. För varuimporten tyder månadsstatistik på en viss dämpning den senaste tiden, vilket stödjer bedömningen att importtillväxten avtar gradvis framöver.

### ■ ■ God konsumtionstillväxt

Utvecklingen i detaljhandelsindex och utfallen för hushållens inköpsplaner indikerar att hushållens konsumtion under fjärde kvartalet 2006 växte starkt och ungefär som beräknat i prognosen i inflationsrapporten i oktober.

Konjunkturinstitutets barometer visar att företagen inom detaljhandeln är fortsatt optimistiska även om konfidensindikatorn har sjunkit något de senaste månaderna. Detaljhandels omsättning fortsätter att öka förhållandevis mycket. Under 2006 ökade detaljhandels omsättning i fast pris med 9,1 procent i kalenderkorrigerad årstakt. Motsvarande siffra för 2005 var 7,4 procent. Hushållens inköpsplaner för januari visade ett fortsatt positivt stämningläge bland hushållen beträffande såväl arbetslösheten som svensk och egen ekonomi (se diagram 57).

Enligt nationalräkenskaperna ökade hushållens disponibla inkomster reallt med endast 0,9 procent under de tre första kvartalen 2006 jämfört med samma period 2005, trots goda ökningstakter för löne- och företagarinkomster (se diagram 58). Detta kan tyckas lågt med tanke på den starka utvecklingen i konjunkturen och på arbetsmarknaden. En förklaring är att hushållen har betalat förhållandevis mycket i skatt på grund av realisationsvinster på aktier och fastigheter. Dessa vinster räknas inte in i den disponibla inkomsten, medan däremot den skatt som betalas påverkar den disponibla inkomsten.

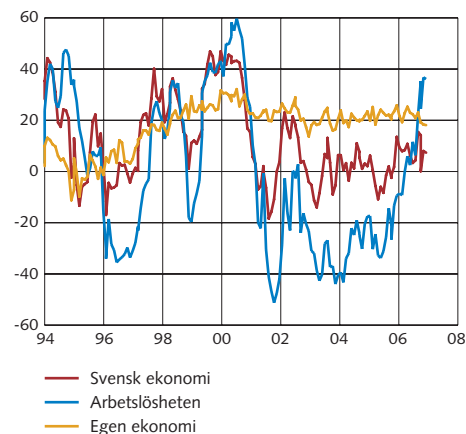
Utfallet för de tre första kvartalen tyder på att den offentliga sektorns konsumtion ökade relativt mycket under 2006 (se tabell A4). Detta är delvis en följd av de ökade arbetsmarknadspolitiska åtgärderna som kommit kommunerna till del. Även den statliga konsumtionen har ökat något efter att ha minskat två år i rad.

Prognosen för både den offentliga sektorns och i hushållens konsumtion har justerats ned något till följd av nedreviderade utfall för första kvartalet 2006.

### ■ ■ Starka offentliga finanser

Utfallet för den offentliga sektorns sparande de tre första kvartalen 2006 var starkare än prognosen i inflationsrapporten i oktober. Det var främst inkomst- och förmögenhetskatterna från hushållen som blev högre än väntat. Utfallen för den offentliga sektorns sparande 2004 och 2005 reviderades dock ned något i de senast publicerade nationalräkenskaperna.

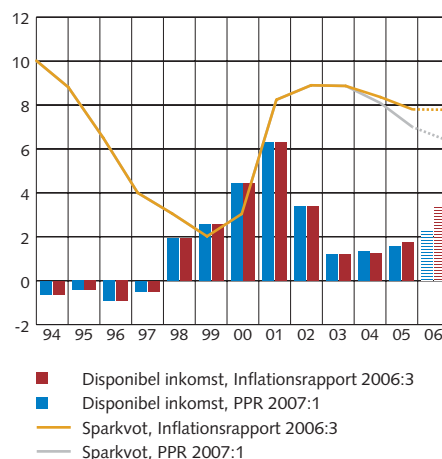
**Diagram 57. Hushållens förväntningar om framtiden**  
Nettotal



Källa: Konjunkturinstitutet

**Diagram 58. Hushållens disponibla inkomster och sparkvot**

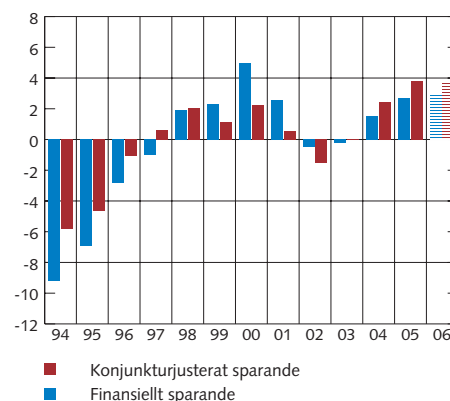
Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 59. Offentligt finansiellt sparande**  
Procent av BNP



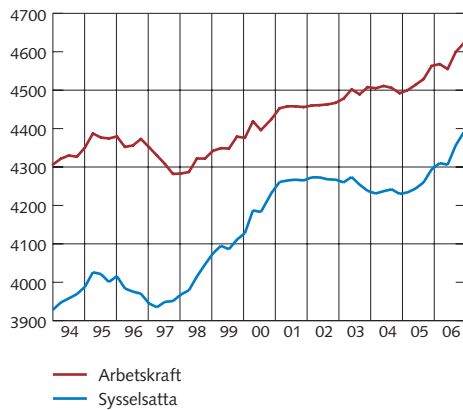
Anm. Konjunkturjusterat sparande är beräknat enligt ESCB-metoden. Streckade staplar avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken



**Diagram 60. Antal sysselsatta och antal i arbetskraften**

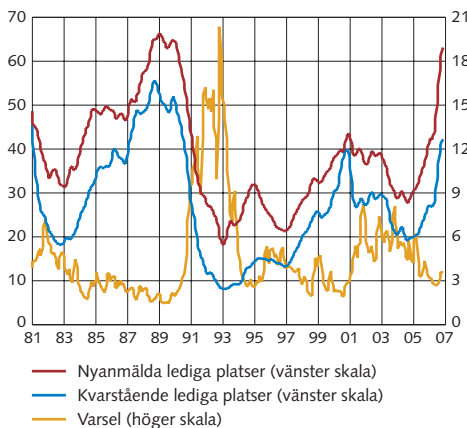
Tusentals personer, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 61. Lediga platser och varsel**

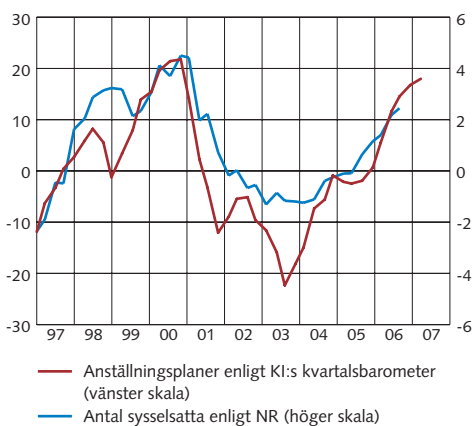
Tusental, säsongrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Lediga platser avser platser med en varaktighet på mer än tio dagar.  
Källa: AMS

**Diagram 62. Anställningsplaner och antalet sysselsatta i näringslivet**

Nettotal respektive årlig procentuell förändring



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

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

Den starka utvecklingen i konjunkturen och ett förbättrat läge på arbetsmarknaden bidrar till ett fortsatt högt sparande i den offentliga sektorn. Det finansiella sparatet beräknas ha uppgått till 2,9 procent av BNP under 2006. Det konjunkturjusterade sparatet beräknas ligga över regeringens mål på 2 procent av BNP (se diagram 59).

### ■ ■ Öväntat snabb tillväxt i sysselsättningen under andra halvåret 2006

Viktig ny information som har inkommit sedan inflationsrapporten i oktober är utfall för sysselsättningen enligt arbetskraftsundersökningarna (AKU) för september till december, statistik över nyanmälda lediga platser och varsel för september till december samt konjunkturbarometrarna för oktober till januari.

Sedan inledningen av 2005 har antalet personer i arbetskraften ökat allt snabbare. Detta beror delvis på att antalet personer i arbetsför ålder (16-64 år) har ökat men det starkare arbetsmarknadsläget har också bidragit till utvecklingen. Sysselsättningen började öka under 2005 efter att ha utvecklats svagt sedan 2001 (se diagram 60). Antalet sysselsatta fortsatte att växa allt snabbare under 2006. Den snabba uppgången i sysselsättningen, i såväl timmar som personer, under de senaste kvartalen beror på en stark efterfrågan i kombination med utökade arbetsmarknadspolitiska sysselsättningsåtgärder. Under 2006 ökade sysselsättningen med 97 000 personer. Av dessa är 26 000 en ökning av antalet personer i sysselsättningsåtgärder.

Sysselsättningsökningen har varit särskilt stor inom bygg- och tjänstesektorn under 2006. Inom tjänstesektorn är det främst företagstjänster (bl.a. IT-konsulter, tekniska konsulter, arkitekt- och advokatjänster) som bidragit till uppgången i sysselsättningen. Under det tredje kvartalet bidrog även antalet sysselsatta i kommunsektorn starkt till den totala uppgången, vilket främst kan förklaras av ökningen av de så kallade plusjobben. Under det senaste halvåret har de ökat med ca 10 000 personer.

Indikatorer tyder på en fortsatt förbättring av arbetsmarknadsläget (se diagram 61). Företagens anställningsplaner enligt Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer tyder också på en fortsatt uppgång av antalet sysselsatta under innevarande kvartal (se diagram 62).

Sysselsättningen ökade mer under det fjärde kvartalet än den bedömning som gjordes i inflationsrapporten i oktober. Den öppna arbetslösheten sjönk med ca 0,5 procentenheter till 5,4 procent i genomsnitt 2006. Det var i linje med bedömningen i den senaste inflationsrapporten.

### ■ ■ Produktivitetens ökningstakt avtar

Tillväxten i produktivitet har varit mycket hög under de senaste åren. I samband med den senaste publiceringen av nationalräkenskaperna reviderades tillväxten i produktiviteten dessutom upp med 0,4 och 0,1 procentenheter för 2004 respektive 2005 (se diagram 63). Under första halvåret 2006 var tillväxten i produktiviteten hög. I inflationsrapporten i oktober väntades att produktivitetstillväxten skulle avta under andra halvåret 2006 i takt med att konjunkturuppgången fortskred. Under tredje kvartalet växte också produktiviteten långsammare än tidigare under året. Indikatorer för sysselsättning och produktion under fjärde kvartalet talar för att tillväxten i produktivitet den närmaste framtiden fortsätter vara lägre än under första halvåret 2006.

Sammantaget förväntas tillväxten i produktivitet under 2006 ha varit marginellt lägre än i bedömningen i inflationsrapporten i oktober.

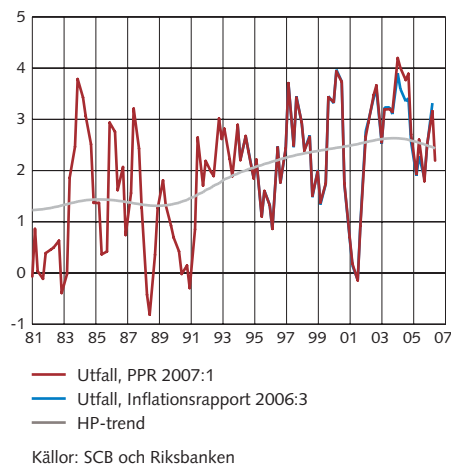
### ■ ■ Normalt men stigande resursutnyttjande

Utnyttjandet av ekonomins produktionsresurser har stigit sedan början av 2005. Under fjolåret bedöms graden av resursutnyttjande ha fortsatt stiga ungefär i linje med bedömningen i senaste inflationsrapporten.

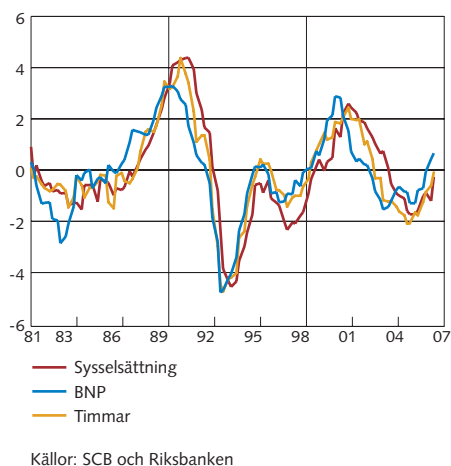
Det finns olika sätt att mäta resursutnyttjande. Olika indikatorer och ekonometriska skattningar kan ge varierande bild av nivån på resursutnyttjandet beroende på vilken metod som används och vilken del av ekonomin de beskriver. Gemensamt för dessa mått på resursutnyttjandet är dock att de alla stiger för närvarande.

Ett sätt att värdera resursutnyttjandet är att studera hur mycket olika mått på produktion och resursåtgång avviker från trenden. Dessa avvikelser, eller "gap", påverkas i stor utsträckning av vilken metod som används för att beräkna trenden. Beräkningar av trenden är förknippad med stor osäkerhet, särskilt i slutet av perioden som samtidigt

**Diagram 63. Arbetsproduktivitets i hela ekonomin**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

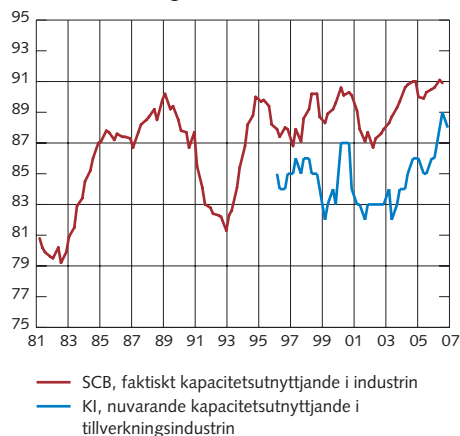


**Diagram 64. Skattade gap**  
Procentuell avvikelse från HP-trend



**Diagram 65. Industrins kapacitetsutnyttjande enligt SCB och Konjunkturinstitutet**

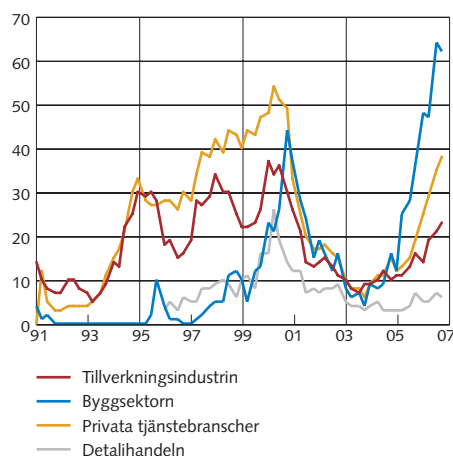
Procent, säsongrensade data



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

**Diagram 66. Andel företag med brist på arbetskraft**

Procent, säsongrensade data



Anm. Av Riksbanken sammanvägda bristtal i detaljhandel och privata tjänstebanscher.

Källa: Konjunkturinstitutet

är den mest intressanta i analysen. Resursutnyttjandet mätt med tre olika gap beräknade med ett så kallat Hodrick-Prescott-filter har stigit tydligt sedan början av 2005 och är för närvarande nära eller något över noll (se diagram 64).<sup>29</sup>

Ett annat mått på resursutnyttjandet är kapacitetsutnyttjandet inom industrin. Detta är fortsatt högt (se diagram 65), men det råder ingen större brist på arbetskraft inom tillverkningsindustrin (se diagram 66).

Ytterligare ett sätt att värdera resursutnyttjandet är att studera bristen på arbetskraft i olika sektorer, så kallade bristtal. I byggsektorn har bristtalet fortsatt att stiga och är nu mycket högt. Den stora bristen på arbetskraft har dock ännu inte resulterat i någon hög löneökningstakt i byggsektorn (se diagram 67). Detta kan tolkas som att även byggsektorn utsätts för stigande internationell konkurrens och därmed inte kan höja lönerna trots en stark efterfrågan. I både privata tjänstebanscher och handeln har bristen på arbetskraft stigit de senaste åren, men ligger ändå inte på anmärkningsvärt höga nivåer.

Utnyttjandet av arbetskraft kan även mätas med total sysselsättningsgrad, dvs. antalet sysselsatta som andel av befolkningen i arbetsför ålder. Sysselsättningsgraden har stigit de senaste åren och närmar sig nu nivån från den senaste konjunkturtoppen år 2000 (se diagram 68). Den är dock fortfarande långt under den höga nivå som rådde under 1980-talet. Det är inte heller troligt att sysselsättningsgraden varaktigt kan nå upp till 1980-talets nivåer, bl.a. eftersom många fler nu studerar på högskola. Däremot finns det anledning att tro att den långsiktigt uthålliga sysselsättningsgraden har stigit något sedan 1990-talet och kan väntas fortsätta göra det. Det beror bl.a. på att allt fler äldre pensioneras senare.

Utbudet på arbetskraft växer dessutom för närvarande ganska snabbt, och väntas göra det även framöver bland annat som en följd av inkomstskattesänkningar för de som har ett arbete. Det innebär att sysselsättningen kan öka jämförelsevis snabbt framöver utan att resursutnyttjandet för den skull stiger till en ohållbart hög nivå.

Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet har stigit under senare tid och att det för närvarande är ett normalt resursutnyttjande sett i ett historiskt perspektiv.

## ■ ■ Fortsatt låga löneökningstakter under 2006

Enligt nationalräkenskaperna ökade lönerna i hela ekonomin under de tre första kvartalen 2006 med 3,3 procent, vilket är något mindre än väntat. Löneutvecklingen enligt denna statistik reviderades ned något för 2005 och det första halvåret 2006 i de senast publicerade nationalräkenskaperna.

Enligt den s.k. konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet har lönerna de första 11 månaderna 2006 stigit med 3,0 procent i hela ekonomin. Detta är något mer än under motsvarande period 2005. Nya utfall med bland annat retroaktiva utbetalningar kommer

<sup>29</sup> Se fotnot i kapitel 2 för beskrivning av Hodrick-Prescott-filtret.

sannolikt att innebära att den publicerade ökningstakten i lönerna revideras upp något. Löneökningstakten är dock låg i relation till konjunkturläget. Under konjunkturuppgången 1999-2000 ökade lönerna med 3,6 procent. I näringslivet och i den offentliga sektorn har lönerna ökat med 3,2 respektive 2,8 procent, medan lönerna inom byggsektorn har ökat med 3,3 procent, under de första 11 månaderna 2006 (se diagram 67).

Sammantaget bedöms lönerna i hela ekonomin ha ökat med 3,2 procent under 2006 enligt konjunkturlönestatistiken och med 3,4 procent enligt nationalräkenskaperna. Båda bedömningarna är något lägre än i senaste inflationsrapporten.<sup>30</sup>

### ■ ■ Låg ökningstakt för enhetsarbetskostnaderna

Enhetsarbetskostnaderna har utvecklats svagt under ett antal år. Detta kan främst förklaras med att produktivitetstillväxten har varit stark samtidigt som ökningstakten i lönerna har varit måttlig. I samband med den senaste publiceringen av nationalräkenskaperna reviderades ökningstakten i enhetsarbetskostnaderna ned kraftigt för 2004 och 2005 (se diagram 69). 2004 berodde det framförallt på att tillväxten i produktiviteten reviderades upp. Den främsta orsaken 2005 var att timlönerna enligt nationalräkenskaperna reviderades ned ganska mycket men även ett högre utfall för produktivitetstillväxten bidrog.

Enhetsarbetskostnaderna i hela ekonomin beräknas ha fortsatt att vara låga under 2006. Under de tre första kvartalen 2006 minskade de med 0,1 procent jämfört med samma period 2005. Den låga ökningstakten 2006 beror delvis på en tillfällig rabatt på de pensionspremier som ingår i de avtalade kollektiva avgifterna. Eftersom rabatten antas upphöra i år höjs ökningstakten för arbetskostnaderna tillfälligt.

Framöver påverkas arbetskostnaderna av ett antal olika förslag till förändrade arbetsgivaravgifter som den nya regeringen har aviserat.<sup>31</sup> Sammantaget beräknas dessa åtgärder inte påverka arbetskostnaderna 2007, men sänka ökningstakten för arbetskostnaderna med 0,2 procentenheter både 2008 och 2009.

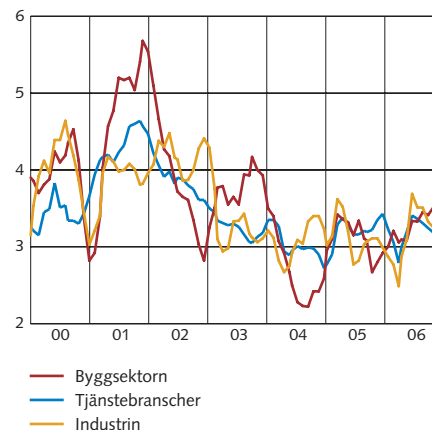
### ■ ■ Höga vinster i näringslivet

Lönsamheten i näringslivet har utvecklats väl de senaste åren. Den s.k. vinstandelen, som mäter vinsterna i den inhemska delen av företagens verksamhet, har stigit påtagligt sedan 2001 (se diagram 70). Det beror främst på rationaliseringar som resulterat i stark produktivitetstillväxt och måttligt stigande arbetskostnader. Industri- och detaljhandelsfö-

30 Timlönerna enligt konjunkturlönestatistiken ökar normalt sett något långsammare än timlönerna enligt nationalräkenskaperna på grund av metod- och definitionsskillnader. Syftet med konjunkturlönestatistiken är främst att mäta lön för arbetad tid, medan syftet med statistiken i nationalräkenskaperna är att redovisa ekonomins samlade inkomster och utgifter. I nationalräkenskapernas timlön ingår därför alla lönepåslag och andra utgifter som påverkar lönekostnaderna.

31 Det särskilda avdraget för arbetsgivar- och egenavgifter halveras 2007 och slopas 2008. Den särskilda löneskatten slopas för äldre anställda. Nedsättningen av arbetsgivaravgiften för enmansföretag som anställer tas bort. Arbetsgivar- och egenavgiften för personer i åldrarna 19-24 halveras. Arbetsgivar- och egenavgifter för vissa tjänsteföretag slopas i juli 2008. Effekten av den sista åtgärden inkluderades inte i prognosen i föregående rapport.

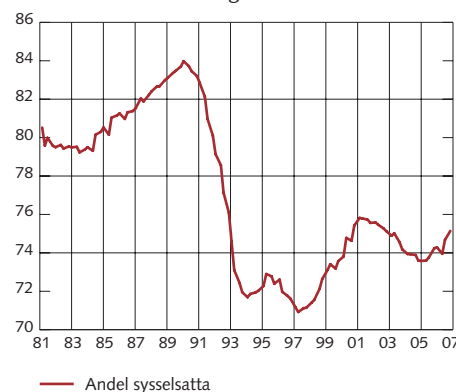
**Diagram 67. Löner i byggsektorn, tjänstebranscher och industri**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

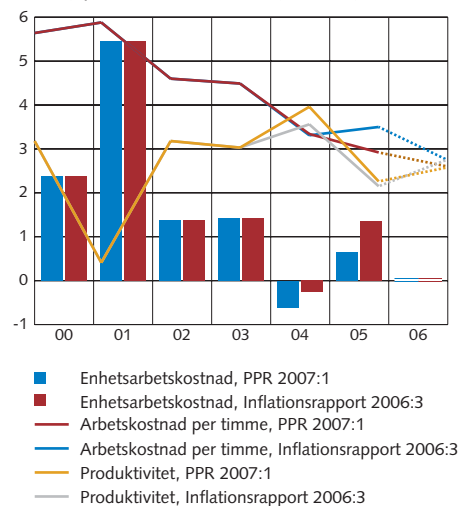
Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

**Diagram 68. Sysselsättningsgrad**  
Procent av befolkning 16-64 år



Källor: SCB och Riksbanken

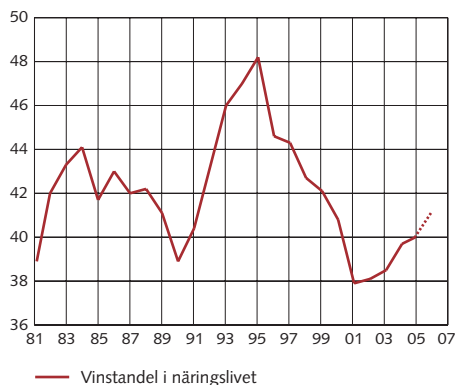
**Diagram 69. Enhetsarbetskostnader**  
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Anm. Avser hela ekonomin. Streckad linje och stapel för 2006 avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

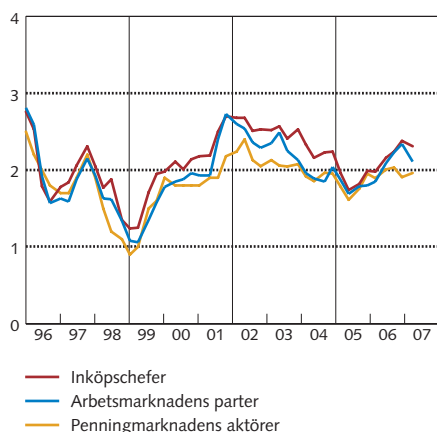
**Diagram 70. Vinster i näringslivet enligt nationalräkenskaperna**  
Procent av förädlingsvärde



Anm. Driftsöverskott (brutto) i procent av förädlingsvärde till faktorpris. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

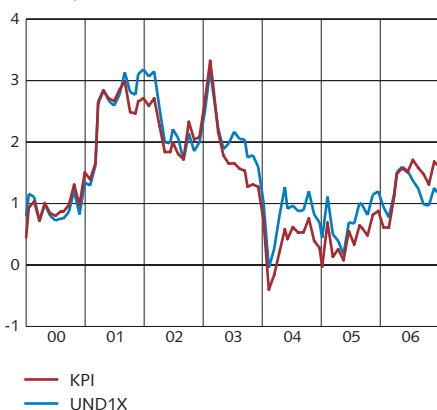
**Diagram 71. Olika aktörers inflationsförväntningar på två års sikt**  
Årlig procentuell förändring



Anm. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.

Källa: Prospera Research AB

**Diagram 72. KPI och UND1X**  
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

retagens lönsamhetsomdömen enligt Konjunkturbarometern är nu också på en jämförelsevis hög nivå. Den goda lönsamheten bedöms innebära att det nu finns vissa marginaler att hantera stigande produktionskostnader utan att höja priserna på kort sikt.

### ■ ■ Inflationsförväntningarna ligger stabilt runt 2 procent

Viktig ny information sedan inflationsrapporten i oktober är enkätundersökningar av inflationsförväntningarna i november och januari samt konjunkturbarometrarna och hushållens inköpsplaner i oktober till januari.

Hushållens förväntningar om inflationen det kommande året justerades upp 0,1 procentenhet till 2,2 procent från december till januari enligt enkätundersökningen Hushållens inköpsplaner. Konjunkturinstitutets kvartalsbarometer visar att företagens förväntningar på prisökningstakten för samma period var 1,9 procent i januari, vilket är 0,2 procentenheter högre än vid undersökningen i oktober (se tabell A7).

Enkätundersökningar av inflationsförväntningarna hos arbetsmarknadens parter, inköpschefer och penningmarknaden visar att dessa inte har fortsatt att stiga utan ligger kvar nära eller strax över 2 procent på två års sikt (se diagram 71). I januarienkäten har arbetsgivar- och arbetstagarorganisationer samstämmiga inflationsförväntningar på medellång och lång sikt. Inköpscheferna inom industrin har samma förväntningsbild som i novemberenkäten, medan inköpscheferna inom handel har justerat ned sina inflationsförväntningar något över hela tidsperioden. Penningmarknadens aktörer förväntar sig en inflation på 1,8 procent på ett års sikt, 2,0 procent på två års sikt samt 1,9 procent på fem års sikt (se tabell A7).

Sammantaget ligger samtliga gruppers inflationsförväntningar väl i linje med Riksbankens prognos som förutspår att KPI-inflationen de kommande två åren är i genomsnitt 2,1 procent per år.

### ■ ■ Fluktuerande energipriser påverkar inflationen

Sedan inflationsrapporten i oktober har utfall för inflationen för oktober, november och december publicerats. Den årliga ökningstakten av KPI och UND1X uppgick till 1,6 procent respektive 1,2 procent i december (se diagram 72).

Under de senaste åren har energipriserna fluktuerat kraftigt (se diagram 73). Elpriserna, vilka utgör ca 5 procent av KPI, har stigit mycket i konsumentledet under det senaste halvåret. Efter den nederbördsfattiga sommaren var nivåerna i såväl de svenska som de norska vattenmagasinen för produktion av vattenkraft extremt låga under hösten. Detta är en viktig orsak till att elpriserna stigit. Under slutet av 2006 medförde dock mildväder och riklig nederbörd att elpriserna föll kraftigt på elbörsen Nordpool. Detta har dock ännu

bara delvis hunnit slå igenom i konsumentpriserna på el (se diagram 73). Den årliga ökningstakten av elpriserna i KPI uppgick till drygt 17 procent i december. Under de närmaste månaderna väntas dock även konsumentpriserna på el falla.

Priserna på oljeprodukter (bensin, diesel och villaolja), vilka utgör ca 5 procent av KPI, har under de senaste två åren ökat snabbt och bidragit till att dra upp inflationen. I slutet av förra året föll världsmarknadspriset på olja och detta, tillsammans med en förstärkning av kronan, bidrog till att dra ned inflationen. Priserna på oljeprodukter i KPI föll med knappt 4 procent i årstakt i december.

### ■ ■ Inflationen rensat för energipriser är låg och stabil

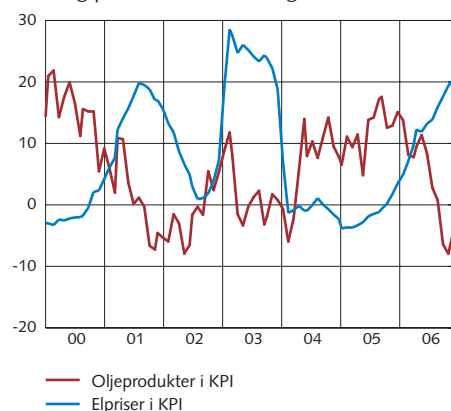
Diagram 74 visar hur övriga komponenter i UND1X har utvecklats under de senaste sex åren. Varupriserna har ökat mycket långsamt eller till och med fallit i årstakt under de tre senaste åren. En viktig orsak till detta är troligen att en allt större andel av importen kommit från lågkostnadsländer, vilket har bidragit till att sänka priserna på vissa varor. Kronkursen, som förstärktes gradvis mellan 2002 och 2004, antas också ha dämpat inflationen med viss fördröjning. Importpriserna på konsumtionsvaror i producentledet har också fallit i årstakt sedan mitten av förra året (se diagram 75).

Ökningstakten för tjänstepriserna har fallit sedan början av 2002. Under 2006 tycks ökningstakten ha planat ut. Kostnadstrycket i den svenska ekonomin har under flera år varit lågt till följd av måttliga löneökningar och en stark produktivitetstillväxt. Detta är troligen en viktig orsak till att tjänstepriserna för närvarande ökar förhållandevis långsamt. De tjänster vars priser ökar långsammare nu än under tidigare år är t.ex. kommunala avgifter, hyror, kostnader för läkarvård, hushållstjänster och posttjänster. Tjänstepriserna ökar vanligtvis snabbare än varupriserna, vilket delvis beror på att produktivitetstillväxten i genomsnitt är långsammare inom tjänsteproducerande företag. En annan viktig orsak är att tjänsteproduktion i mindre grad är utsatt för internationell konkurrens.

Ökningstakten för livsmedelspriserna har tilltagit under det senaste året efter att ha varit mycket låg under 2004 och 2005. Denna bild styrks även av barometerdata från konjunkturinstitutets konjunkturbarometer. En ökad konkurrens inom livsmedelshandeln bidrog då till att livsmedelspriserna till och med sjönk. Att livsmedelspriserna nu åter har börjat stiga beror delvis på att råvarupriserna stiger, men troligtvis också på att konkurrensen från lågpriskedjor inte ökar i samma takt längre.

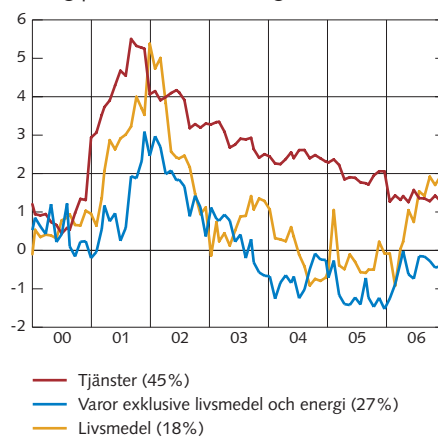
Rensat för energipriserna har därmed UND1X-inflationen varit låg och stabil under de senaste åren (se diagram 76). Ökningstakten av UND1X exklusive energi uppgick till 0,7 procent i årstakt i december, vilket var som förväntats i inflationsrapporten i oktober.

**Diagram 73. Energipriser i KPI**  
Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken

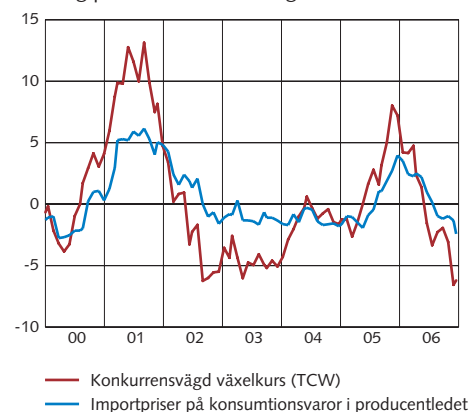
**Diagram 74. UND1X exklusive energi uppdelat i varor, tjänster och livsmedel**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Siffrorna inom parentes anger procentuell andel av UND1X.

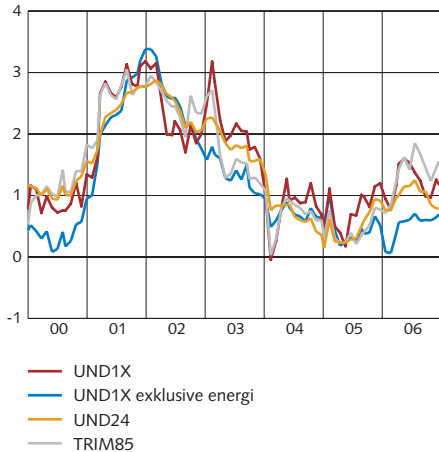
Källa: Riksbanken

**Diagram 75. Importpriser på konsumtionsvaror i producentledet och konkurrensvägd växelkurs, TCW**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 76. Olika mått på underliggande inflation**  
Årlig procentuell förändring



Anm. De alternativa måtten är beräknade utifrån KPI uppdelat på cirka 70 undergrupper. UND24 är sammanvägd med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen. I TRIM85 har de 7,5 procent högsta och de 7,5 procent lägsta årliga prisförändringarna under varje månad exkluderats.

Källor: SCB och Riksbanken

### ■ ■ Den underliggande inflationstakten har stigit något

För att analysera hur inflationen har utvecklats rensat för olika tillfälliga faktorer studerar Riksbanken ett antal mått på den så kallade underliggande inflationen. Syftet med de olika måtten är att försöka urskilja den gemensamma trendmässiga förändringen av den allmänna prisnivån. En vanlig metod är att rensa bort en del varor och tjänster från KPI vars priser fluktuerar kraftigt på grund av tillfälliga faktorer, såsom oljeprodukter, el och grönsaker. Det är också vanligt att beräkna underliggande inflation genom att använda olika statistiska metoder som tar bort eller minskar betydelsen av de varu- och tjänstegrupper vars priser varierar mest. I diagram 76 visas olika mått på den underliggande inflationen. Trenden i dessa mått tycks vara svagt uppåtgående sedan andra halvåret 2005, men kring mitten av 2006 dämpades uppgången.

Sammantaget är inflationen för närvarande låg. Fallande energipriser väntas bidra till att inflationen dämpas ytterligare den närmaste tiden.

## ■ Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2004-2006

I denna fördjupningsruta analyseras inflationen 2006 och de penningpolitiska beslut som fattades 2004-2005. Syftet är att ge ett underlag till den årliga utvärdering av penningpolitiken som görs av riksdagens finansutskott. Ett liknande underlag finns även i Riksbankens årsredovisning 2006.

Inflationen 2006 var inom toleransintervallet på 1-3 procent men hamnade under målet på 2 procent. Det är gynnsamma förändringar på ekonomins utbudssida, framförallt en snabb produktivitetstillväxt, som hållit ned inflationen. Inflationen blev lägre än vad Riksbanken räknade med i de prognoser som gjordes under 2004, men väl i linje med de prognoser som gjordes under 2005.

### Utfall och målavvikelse 2006

Inflationen blev högre 2006 än 2005 och låg inom toleransintervallet på 1-3 procent, men hamnade ändå under målet på 2 procent. KPI steg med i genomsnitt 1,4 procent. Inflationen var marginellt lägre mätt med UND1X, 1,2 procent i genomsnitt under året (se tabell R1). Att KPI-inflationen blev något högre än UND1X-inflationen beror bland annat på att räntorna steg under året. Det medförde högre räntekostnader för egnahemsboende, vilket påverkar KPI-inflationen men inte UND1X-inflationen. Åt andra hållet verkade den begränsning av fastighetsskatten som genomfördes 2006. Den bidrog till att dämpa ökningstakten i KPI i förhållande till UND1X.

**Tabell R1. Jämförelse mellan olika inflationsmått, årlig procentuell förändring samt standardavvikelse**

	Årsgenomsnitt			Standardavvikelse		
	2006	1995-2006	1995-2006*	2006	1995-2006	1995-2006*
KPI	1,4	1,1	1,3	1,2	1,0	1,0
UND1X	1,2	1,5	1,7	0,3	0,8	0,8
UNDIMPX	-0,2	0,2	0,5	1,2	1,3	1,3
UNDIMPX exkl. oljeprodukter	-0,8	-0,2	0,2	0,5	1,5	1,5
UNDINHX	1,8	2,1	2,3	0,5	1,0	1,0

Anm. Inflationsmått beräknat enligt den nya metod som började gälla från och med januari 2005.

\* Inflationsmått som för perioden 1995-2004 beräknats enligt den metod som användes fram till 1 januari 2005 och för 2005-2006 enligt den nya metoden. Standardavvikelsen är beräknad på månadsdata för inflationen (12-månaders förändring).

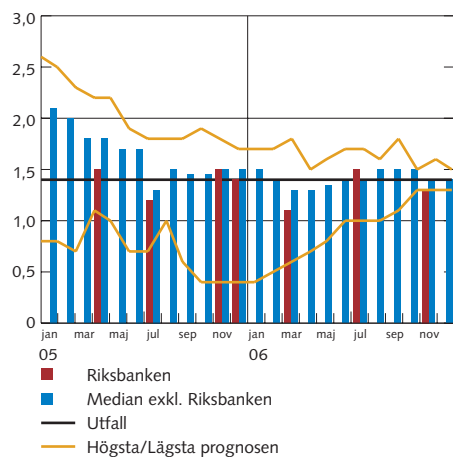
Källor: SCB och Riksbanken

I likhet med tidigare år var den importerade inflationen betydligt lägre än den inhemska. UNDINHX, som avser att mäta priserna på inhemska producerade varor och tjänster, steg med 1,8 procent i genomsnitt. UNDIMPX, som avser att mäta priserna på importerade varor och tjänster, sjönk däremot något.

En viktig orsak till att inflationen i genomsnitt blev högre 2006 än 2005 var att energipriserna ökade kraftigt. Exklusive priserna på energi uppgick UND1X-inflationen till 0,5 procent i genomsnitt under året, vilket var oförändrat jämfört med 2005.



**Diagram R5. Prognoser för inflationen (KPI) 2006 vid olika tidpunkter, Riksbanken och andra prognosmakare**  
Årsgenomsnitt



Anm. I jämförelsen med andra prognosmakare ingår prognoser från de prognosmakare som finns med i den sammanställning som görs av Consensus Economics Inc. (vilken bland annat inkluderar Konjunkturinstitutet och svenska och utländska banker) samt Finansdepartementet, LO och några internationella organisationer. Medianen är den prognos bland övriga prognosmakare som storleksmässigt ligger i mitten. Jämfört med medelvärdet påverkas medianen mindre av enstaka extremvärden.

Källor: Consensus Economics Inc., Finansdepartementet, LO, SCB och Riksbanken

### Prognoserna för 2006 var relativt träffsäkra

En naturlig utgångspunkt när penningpolitiken ska utvärderas är att jämföra utfallet för inflationen med Riksbankens prognoser, eftersom de utgör en grund för räntebesluten.

En svårighet vid en sådan jämförelse är att Riksbankens prognoser fram till och med den andra inflationsrapporten 2005 baserades på antagandet att reporäntan skulle vara oförändrad under prognosperioden. Därefter baserades prognoserna istället på antagandet att reporäntan följer marknadens förväntningar såsom dessa avspeglas i de så kallade implicita terminräntorna. Det antagandet underlättar en utvärdering av prognoserna eftersom det i normala fall är mer realistiskt.

Reporäntan ändras vanligtvis under prognosperioden och därmed påverkas utfallet för inflationen. Därför är det svårt att få en exakt uppfattning om träffsäkerheten i de prognoser som gjordes under antagande om konstant reporänta. För de prognoser som gjordes under det första halvåret 2005 finns dock viss vägledning att få. I fördjupningsrutorna i de två första inflationsrapporterna 2005 presenterades alternativa prognoser med en reporänta som utvecklades i linje med de implicita terminräntorna. Av dessa framgår att skillnaden för KPI-inflationen mellan de båda sätten att göra prognoser vid dessa tillfällen bedömdes vara ganska liten.

Penningpolitiken verkar med viss fördröjning och måste således vara framåtblickande. Det är därför främst de prognoser som gjordes under 2004 och 2005 som är relevanta vid en utvärdering av måluppfyllelsen 2006.

Under 2004 räknade Riksbanken med att inflationen skulle öka gradvis i takt med ett stigande resursutnyttjande i ekonomin. Inflationen väntades vara nära 2 procent i slutet av 2006 vilket skulle visa sig vara en överskattning. I början av 2005 justerades dock inflationsprognoserna ned över hela prognosperioden. Det berodde bland annat på en omvärdering av pristrycket i ekonomin. Olika strukturella faktorer såsom den skärpta konkurrensen inom flera sektorer bedömdes hålla tillbaka inflationen mer än vad som tidigare hade antagits. Efter denna nedjustering var prognoserna för inflationen 2006 relativt träffsäkra (se diagram R5).

Att inflationen blev fortsatt låg under 2006 beror inte på att tillväxten i ekonomin varit oväntat svag. BNP-tillväxten 2005, som kan antas ha påverkat inflationsutfallet 2006, blev om något starkare än vad Riksbanken räknade med (se diagram R6). Noterbart är att prognoserna i slutet av 2004 och början av 2005 var närmare utfallet än prognoserna senare under 2005. Det berodde bland annat på att nationalräkenskapsstatistiken till att börja med pekade på en oväntat svag tillväxt under slutet av 2004 och början av 2005. Riksbankens bedömning var att det rörde sig om en tillfällig konjunktursvacka men prognosen för tillväxten justerades ändå ned förhållandevis mycket. I efterhand skulle det visa sig att konjunktursvackan var mer kortvarig än väntat och att utfallet första kvartalet enligt reviderad statistik

dessutom inte blev lika svagt som först indikerades. Resultatet blev att de BNP-prognoser för helåret 2005 som gjordes under resten av året underskattade tillväxten relativt mycket.

I diagram R5 och R6 visas också de prognoser för inflationen 2006 och BNP-tillväxten 2005 som andra bedömare har gjort. En jämförelse med en sammanvägning (medianen) av andras prognoser för inflationen visar att avvikelserna i förhållande till Riksbankens prognoser överlag är små. Inflationen 2006 tenderade att överskattas i de prognoser som gjordes i början av 2005 (se diagram R5). Under loppet av 2005 justerade även andra prognosmakare ned inflationsprognoserna.

Om man i stället jämför Riksbanken med enskilda prognosmakare var Riksbanken en av dem som i genomsnitt gjorde de minsta felen i prognoserna för inflationen 2006 (se diagram R7).

Även de flesta andra prognosmakare underskattade styrkan i konjunkturuppgången på ett liknande sätt som Riksbanken (se diagram R6). Vid en jämförelse av hur stora prognosfel för BNP-tillväxten 2005 som olika enskilda prognosmakare i genomsnitt gjorde under 2004 och 2005 placerar sig Riksbanken i den sämre halvan (se diagram R8). Det klart största prognosfelet för Riksbanken var den stora nedrevidering som gjordes våren 2005.

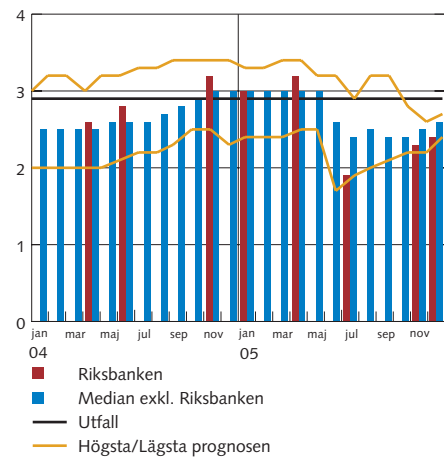
Det är dock vanskligt att av dessa beräkningar av prognosfel dra några generella slutsatser om olika bedömares prognosförmåga, bland annat eftersom den period som utvärderas är kort (sju prognostillfällen för Riksbankens del).

Sammanfattningsvis blev inflationen 2006 lägre än vad Riksbanken räknade med under 2004. Däremot var träffsäkerheten god i de prognoser som gjordes under 2005. Inflationens delkomponenter utvecklades dock annorlunda än väntat. Energipriserna blev betydligt högre än vad Riksbanken räknat med medan inflationen exklusive energi steg mindre än väntat. Samtidigt blev BNP-tillväxten 2005 starkare än vad Riksbanken och andra prognosmakare överlag antog i de prognoser som gjordes under 2004 och 2005. Kombinationen av låg inflation och stark tillväxt indikerar att det är förändringar på ekonomins utbudssida som har fortsatt att hålla nere inflationen.

### Ökad produktivitet och låga importpriser

En huvudförklaring till den låga inflationen är att produktivitetstillväxten i ekonomin har varit överraskande hög under senare år. Detta har gjort att produktionen har kunnat öka snabbt utan att företagets arbetskraftskostnader per producerad enhet ökat särskilt mycket. Under ett par års tid sjönk kostnaderna till och med. Under 2005 saktade produktivitetstillväxten in vilket medförde att enhetsarbetskostnaderna då ökade något. Men sammantaget har ändå arbetskraftskostnaderna per producerad enhet utvecklats mycket gynnsamt för företagen under senare tid (se diagram R9). De låga kostnadsökningarna har inneburit att behovet att höja priserna varit begränsat.

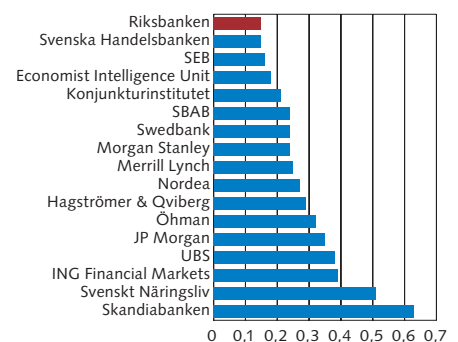
**Diagram R6. Prognoser för BNP-tillväxten 2005 vid olika tidpunkter, Riksbanken och andra prognosmakare**  
Årsgenomsnitt



Anm. I jämförelsen med andra prognosmakare ingår prognoser från de prognosmakare som finns med i den sammanställning som görs av Consensus Economics Inc. (vilken bland annat inkluderar Konjunkturinstitutet och svenska och utländska banker) samt Finansdepartementet, LO och några internationella organisationer. Medianen är den prognos bland övriga prognosmakare som storleksmässigt ligger i mitten. Jämfört med medelvärdet påverkas medianen mindre av enskilda extremvärden.

Källor: Consensus Economics Inc., Finansdepartementet, LO, SCB och Riksbanken

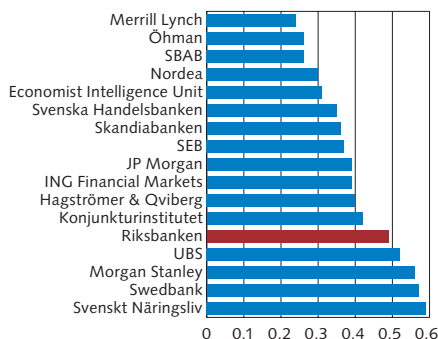
**Diagram R7. En jämförelse av prognosfel, Riksbanken och andra prognosmakare**  
Genomsnittligt prognosfel KPI-inflationen 2006



Anm. Prognosfelet är beräknat som RMKF (roten ur medelkvadratfelet) och avser det fel som respektive prognosmakare i genomsnitt gjorde i prognoserna under 2005 och 2006 för inflationen 2006. De andra prognosmakare som ingår i jämförelsen är de prognosmakare som finns med i den sammanställning som görs av Consensus Economics Inc.

Källor: Consensus Economics Inc. och Riksbanken

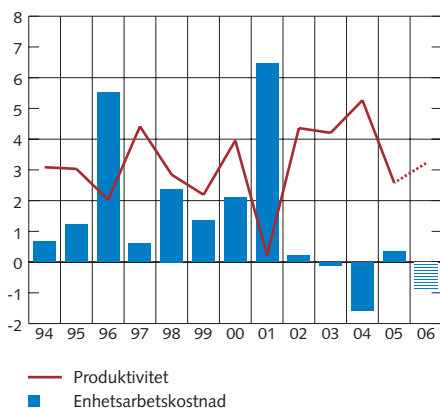
**Diagram R8. En jämförelse av prognosfel, Riksbanken och andra prognosmakare**  
Genomsnittligt prognosfel BNP-tillväxt 2005



Anm. Prognosfelet är beräknat som RMKF (roten ur medelkvadratfelet) och avser det fel som respektive prognosmakare i genomsnitt gjorde i prognoserna under 2004 och 2005 för BNP-tillväxten 2005. De andra prognosmakare som ingår i jämförelsen är de prognosmakare som finns med i den sammanställning som görs av Consensus Economics Inc.

Källor: Consensus Economics Inc. och Riksbanken

**Diagram R9. Enhetsarbetskostnad och produktivitet i näringslivet**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje och stapel avser Riksbankens prognos. Kalenderkorrigerade data.

Källor: SCB och Riksbanken

Orsakerna till att produktiviteten har förbättrats så snabbt är inte helt klarlagda. En möjlighet är att de stora investeringarna i informationsteknologi som gjordes i slutet av 1990-talet har börjat ge resultat under senare år. Det är också tänkbart att den högre produktivitetstillväxten är en följd av att företag i många sektorer upplever ökad konkurrens, inte minst som en följd av globaliseringen. Som en konsekvens har de sett sig tvingade att rationalisera verksamheten. Med effektivare produktionsprocesser har företagen därmed kunnat tillgodose en stigande efterfrågan utan att behöva nyanställa i samma omfattning som i tidigare konjunkturuppgångar. Sysselsättningen har därför utvecklats relativt svagt sett i relation till den snabba tillväxten av produktionen.

Att bedöma varaktigheten i den här typen av förändringar i ekonomins produktionsförutsättningar är genuint svårt. Riksbankens bedömning i de prognoser som gjordes under 2004 och 2005 var att produktivitetstillväxten gradvis skulle dämpas kommande år, men att den likväl skulle fortsätta att vara betydligt högre än till exempel under 1980-talet. När produktivitetstillväxten sjönk under 2005 var det en nedgång i ungefär den storleksordning som Riksbanken hade räknat med. Men under de tre första kvartalen 2006 tilltog produktivitetstillväxten åter.

Bedömningarna kompliceras av att revideringar av data kan göra att historieber beskrivningen ibland ändras. Till exempel reviderades produktivitetstillväxten för 2004 upp förhållandevis mycket i samband med att SCB i november 2006 publicerade definitiva nationalräkenskaper för 2004.

En annan utbudsfaktor som bidragit till den låga inflationen är de låga prisökningarna på importerade varor. Sedan början av 2003 har konsumentpriserna på importerade varor och tjänster, exklusive oljeprodukter, sjunkit. Den starka produktivitetstillväxten har bidragit till den svaga prisutvecklingen också för importerade varor eftersom de bearbetas och distribueras inom landet innan de säljs till konsumenter. Men att det också finns andra förklaringar illustreras av att producentpriserna för importerade konsumtionsvaror, det vill säga priserna i svenska kronor då varorna kommer in i landet, har sjunkit under en stor del av de senaste åren. Producentpriserna på hemmamarknaden har samtidigt ökat, om än måttligt (se diagram R10).

Hur importpriserna utvecklas beror bland annat på växelkursen. Att växelkursen har stärkts sedan 2002 har bidragit till de låga varuimportpriserna. Uppgången i prisökningstakten för importerade varor under andra halvåret 2005 sammanföll också med en försvagning av kronan. En annan anledning till att importpriserna har fallit förefaller vara ett förändrat importmönster. En växande andel av importen kommer från så kallade lågkostnadsländer. Importen från Kina har till exempel ökat stadigt de senaste åren. Denna förskjutning av importen till billigare länder bidrar till att sänka de priser som svenska

importörer betalar. Det är svårt att uppskatta betydelsen av denna effekt på de priser som svenska konsumenter möter. Riksbanken har under senare år gradvis justerat ned prognosen för prisöknings-takten för importerade varor och tjänster (exklusive oljeprodukter) i konsumentledet, men trots det fortsatte den att vara överraskande svag under 2006.

### Varför inflationen hamnade under målet – en analys gjord med Riksbankens makroekonomiska modell

Riksbankens makroekonomiska modell, RAMSES, kan användas i analysen av varför den faktiska inflationsutvecklingen skiljt sig från den av Riksbanken förväntade.<sup>32</sup> Modellen beskriver utvecklingen av ett dussintal ekonomiska storheter, som t.ex. BNP, konsumtion, investeringar, arbetade timmar och inflation. Parametrarna i modellen bestäms genom en ekonometrisk metod i syfte att få en så god beskrivning som möjligt av den historiska utvecklingen i den svenska ekonomin.

För att man ska kunna studera varför inflationen varit så låg de senaste åren måste modellen först ge svar på vilka olika störningar som ekonomin drabbats av under senare år, dvs. vilka drivkrafterna i modellen har varit. Därefter exkluderas en drivkraft i taget och modellen får visa hur konsumtion, investeringar, BNP-tillväxt, inflation osv. hade utvecklats under senare år i frånvaro av dessa drivkrafter. Genom att göra denna analys för var och en av de olika drivkrafterna och jämföra inflationsutfallet i varje experiment kan man få en uppfattning om vilken eller vilka drivkrafter som varit av störst betydelse för att inflationen blivit låg.

En sådan analys visar att det främst är en hög produktivitetstillväxt, via en snabb teknisk utveckling, som varit orsaken till den låga inflationen de senaste åren. I diagram R11 illustreras det faktiska inflationsutfallet samt vad inflationen, enligt modellen, skulle ha blivit i frånvaron av drivkraften bakom den starka produktiviteten. Om produktivitetstillväxten inte hade blivit ovanligt hög från 2002 och framåt hade inflationen, enligt modellen, istället varierat runt 2 procent under senare år.

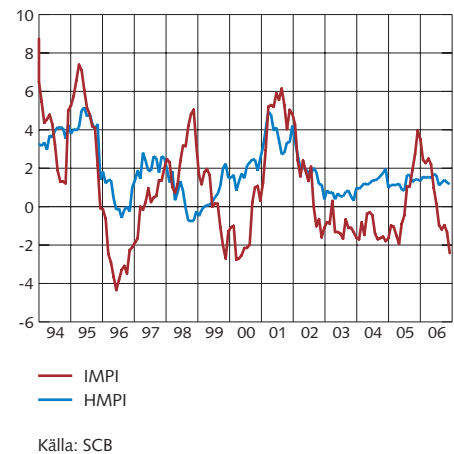
Resultaten av denna modellanalys stöder således slutsatserna från det föregående avsnittet, dvs. att ovanligt snabba produktivetsförbättringar har bidragit till att hålla nere inflationen de senaste åren.

### Direktionens penningpolitiska beslut 2004-2005

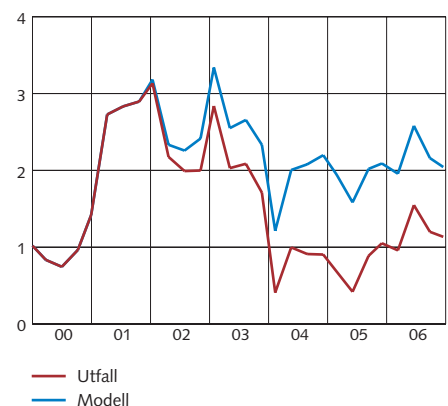
De prognoser och bedömningar som gjordes under 2004 och 2005 låg till grund för direktionens beslut att vid tre tillfällen under dessa år sänka räntan, från 2,75 till 1,5 procent.

I februari och mars 2004 sänktes reporäntan med 0,25 respektive 0,5 procentenheter till 2 procent. Inflationen hade fallit i början

**Diagram R10. Producentpriser på konsumtionsvaror enligt hemmamarknadsprisindex (HMPI) och importprisindex (IMPI)**  
Årlig procentuell förändring



**Diagram R11. Inflationsutfall samt inflation i frånvaro av störning till produktivitetstillväxten enligt Riksbankens makroekonomiska modell**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Inflationen enligt UND1X.  
Källor: SCB och Riksbanken.

32 Se fördjupningsrutan "RAMSES – ett verktyg för penningpolitisk analys" i denna rapport.

av 2004. Det var delvis förutsett och sammanhängande med att den snabba uppgången i elpriset ett år tidigare försvann ur inflationstalen. Men inflationen blev ännu lägre än väntat. Riksbanken gjorde bedömningen att det underliggande inflationstrycket sannolikt var lägre än man tidigare räknat med, trots en allt tydligare internationell och inhemsk konjunkturuppgång. Lägre importpriser, svagare arbetsmarknad och högre produktivitetstillväxt än man tidigare hade prognostiserat talade för ett mer dämpat löne- och pristryck.

Under resten av 2004 lämnades reporäntan oförändrad. Riksbankens syn på den svenska konjunkturutvecklingen blev under sommaren och hösten mer optimistisk, då ny information pekade på en allt starkare internationell och inhemsk utveckling. Det bedömdes finnas skäl att räkna med att konjunkturen skulle fortsätta att stärkas framöver och prognosen för tillväxten justerades upp både för 2004 och 2005. Därmed väntades också inflationstrycket öka i takt med att resursutnyttjandet steg. Detta talade för att penningpolitiken efter hand skulle behöva bli mindre expansiv. Låga kostnadsökningar, bland annat till följd av en fortsatt hög produktivitetstillväxt, bidrog till att ökningen i inflationen dock bedömdes bli måttlig.

I början av 2005 tydde tillgänglig information på att tillväxten hade mattats något. Den svenska konjunkturutvecklingen bedömdes alltjämt bli god, även om den framöver förmodades gå in i en lugnare fas. Resursutnyttjandet väntades öka gradvis och medföra stigande inflation. Uppgången i inflationen bedömdes dock ske långsammare än vad Riksbanken tidigare räknat med. Olika strukturella faktorer, såsom skärpt konkurrens, bedömdes dämpa inflationen mer än vad som tidigare hade förutspåtts.

Under våren 2005 tilltog osäkerheten om styrkan i konjunkturuppgången. Flera konjunkturindikatorer tydde på en svagare utveckling än väntat. I juni sänktes reporäntan med 0,5 procentenheter till 1,5 procent. Det främsta skälet var att nyinkommen nationalräkenskapsstatistik visade att ekonomin hade vuxit betydligt långsammare än väntat i slutet av 2004 och början av 2005. Tillväxtprognosen justerades därför ned förhållandevis kraftigt på kort sikt. Bedömningen var dock att det handlade om en tillfällig upp- och bromsning och att det mesta trots allt talade för en förhållandevis god tillväxt framöver.

Under resten av 2005 lämnades reporäntan oförändrad. Synen att den svaga tillväxten varit tillfällig fick alltmer stöd och reviderad statistik visade dessutom att konjunkturutvecklingen i slutet av 2004 och början av 2005 varit något starkare än vad som först framkommit. Den mer expansiva penningpolitiken bidrog till en viss upp- och revidering av prognoserna för tillväxten och inflationen. Bedömningen var alltjämt att inflationen skulle komma att öka framöver, om än i ganska måttlig takt. Det stod alltmer klart att ekonomin närmade sig ett läge där penningpolitiken skulle behöva läggas om i mindre expansiv riktning.

**Räntebeslut 2004**

**5 februari:** Reporäntan sänktes med 0,25 procentenheter till 2,5 procent. Kristina Persson reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med 0,5 procentenheter med hänvisning till att inflationsprognosen redan i december 2003 pekat på ett utrymme att sänka räntan och att utvecklingen därefter indikerat ett ännu svagare pristryck, bland annat till följd av att produktivitetstillväxten fortsatt att förbättras.

**31 mars:** Reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter till 2,0 procent. Villy Bergström och Eva Srejber reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde sänkas med endast 0,25 procentenheter. De förordade en större försiktighet med den penningpolitiska stimulansen, bland annat för att inte uppmuntra till ökad skuldsättning hos hushållen. Ett annat skäl var osäkerheten om styrkan och varaktigheten i den produktivitetstillväxt och den växande internationella konkurrens som hållit inflationen nere trots en expansiv ekonomisk politik på flera håll i världen.

**28 april:** Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

**27 maj:** Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

**23 juni:** Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

**19 augusti:** Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

**13 oktober:** Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

**8 december:** Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

**Räntebeslut 2005**

**27 januari:** Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

**14 mars:** Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

**28 april:** Reporäntan hölls oförändrad på 2,0 procent.

**20 juni:** Reporäntan sänktes med 0,5 procentenheter till 1,5 procent.

**23 augusti:** Reporäntan hölls oförändrad på 1,5 procent.

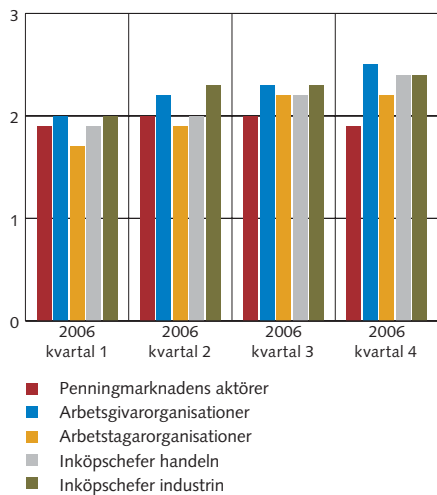
**19 oktober:** Reporäntan hölls oförändrad på 1,5 procent.

**1 december:** Reporäntan hölls oförändrad på 1,5 procent. Villy Bergström, Lars Nyberg och Eva Srejber reserverade sig mot beslutet och ansåg att reporäntan borde höjas med 0,25 procentenheter. De menade att tecknen på en stabil och varaktig konjunkturuppgång hade blivit fler och att det nu var önskvärt att inleda den gradvisa åtstramningen av penningpolitiken de såg framför sig. Detta för att minska risken att kronan skulle försvagas ytterligare till följd av stigande räntor i Europa och för att en räntehöjning skulle sända en signal till bostadsmarknaden om att nuvarande prisökningstakt inte var hållbar.

**Inflationsförväntningarna**

Om inflationsförväntningarna är stabila och ligger nära inflationsmålet på ett par års sikt är det ett tecken på att allmänheten har förtroende för att Riksbanken ska uppnå sitt mål. Ett högt förtroende för inflationsmålet ökar möjligheten att i utformningen av penningpolitiken ta hänsyn till andra faktorer än inflationen, såsom tillväxt och sysselsättning. Diagram R12 visar inflationsförväntningarna för 2008 hos penningmarknadens aktörer, arbetsgivar- och arbetstagarorganisationerna samt inköpschefer i handeln och industrin. Även om inflationsförväntningarna har ökat något under 2006 hos de flesta av dessa aktörer förefaller förtroendet för inflationsmålet alltså vara stort. Förväntningarna om inflationen på ett par års sikt är väl samlade kring målet på 2 procent.

**Diagram R12. Olika aktörers inflationsförväntningar för 2008 under 2006**  
Procent



Källa: Prospera Research AB

## Sammanfattning

Inflationen blev högre 2006 än 2005 och var inom toleransintervallet på 1-3 procent, men hamnade ändå under målet. Inflationsutfallet 2006 blev lägre än vad Riksbanken räknade med i de prognoser som gjordes under 2004, men väl i linje med de prognoser som gjordes under 2005. Inflationens delkomponenter utvecklades dock annorlunda än väntat. Energipriserna bidrog till att pressa upp inflationen mer än vad som förutsetts. Inflationen rensad för energipriser var samtidigt lägre än väntat.

Den låga inflationen var inte ett resultat av en svag tillväxt i ekonomin. BNP-tillväxten 2005, som kan antas ha påverkat inflationsutfallet 2006, blev tvärtom god och underskattades i Riksbankens prognoser.

Kombinationen av låg inflation och hög tillväxt indikerar att ekonomin påverkats av förändringar på ekonomins utbudssida. Det har framförallt handlat om att produktivitetstillväxten återigen har blivit överraskande hög. En hög produktivitetstillväxt bidrar till att hålla ned företagets kostnader och efterfrågan kan därmed öka utan att det uppstår ett tryck att höja priserna i alltför snabb takt. Det är alltså i grunden gynnsamma förändringar som påverkat den svenska ekonomin under senare år.

Det låga inflationstrycket i ekonomin har fått till följd att Riksbanken bedrivit en starkt expansiv penningpolitik, trots den goda tillväxten. Den period av räntesänkningar som inleddes i slutet av 2002 fortsatte under 2004 och 2005. Räntan sänktes vid två tillfällen under våren 2004 och en gång i mitten av 2005. Sänkningarna under 2004 motiverades av att inflationen fallit mer än väntat och att det underliggande inflationstrycket sannolikt var lägre än vad som tidigare bedömts vara fallet. Skälet till räntesänkningen 2005 var att det fanns tecken på att konjunkturen försvagats kraftigt, om än tillfälligt.

I och med dessa räntesänkningar hade räntan kommit ned till en historiskt låg nivå på 1,5 procent. Under 2005 räknade Riksbanken ändå med att inflationen skulle vara låg även under 2006, om än stigande. Bedömningen grundades på att olika strukturella förändringar, bland annat den höga produktivitetstillväxten, fortfarande skulle verka återhållande på inflationen. Samtidigt väntades efterfrågan växa starkt, delvis till följd av den expansiva penningpolitiken. Det låga ränteläget hade också medfört att hushållens upplåning och huspriserna stigit snabbt. Det bedömdes därför inte som rimligt att genom ytterligare räntesänkningar försöka driva upp inflationen i snabbare takt. Under hösten 2005 framstod det istället som allt tydligare att räntan skulle komma att behöva höjas gradvis för att säkerställa en inflation i nivå med målet på ett par års sikt.

# ■ Appendix

- Tabeller
- Tidigare räntebeslut
- Översikt, fördjupningar 2003–2006
- Ordlista



## Tabeller

Bedömningen i föregående rapport anges inom parentes

**Tabell A1. Inflation**

Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt					Tolvmånaderstal			
	2005	2006	2007	2008	2009	mar-07	mar-08	mar-09	mar-10
KPI	0,5	1,4 (1,3)	1,5 (2,0)	2,1 (1,9)	2,1	1,5 (1,7)	2,0 (2,1)	2,1 (1,9)	2,1
UND1X	0,8	1,2 (1,2)	0,7 (1,3)	1,6 (1,6)	1,9	1,0 (1,3)	1,3 (1,4)	1,9 (1,9)	2,0
					2005	2006	2007	2008	2009
UND1X					0,8	1,2 (1,2)	0,7 (1,3)	1,6 (1,6)	1,9
Förändrade räntekostnader*					-0,4	0,1 (0,1)	0,8 (0,7)	0,5 (0,4)	0,3
Förändrade indirekta skatter och subventioner*					0,2	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	-0,1
=KPI					0,5	1,4 (1,3)	1,5 (2,0)	2,1 (1,9)	2,1

\*Bidrag till KPI-inflationen, procentenheter

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A2. Internationella förutsättningar**

Årlig procentuell förändring

BNP	2005	2006	2007	2008	2009
USA	3,2	3,4 (3,4)	2,8 (2,7)	2,9 (2,9)	3,1 (3,1)
Japan	1,9	2,2 (2,8)	2,0 (2,2)	1,8 (1,8)	1,5 (1,5)
Euroområdet	1,5	2,7 (2,6)	2,2 (2,0)	2,1 (2,0)	2,0 (1,9)
OECD	2,6	3,2 (3,2)	2,7 (2,6)	2,7 (2,6)	2,6 (2,6)
Världen	4,9	5,0 (5,1)	4,7 (4,7)	4,4 (4,4)	4,2 (4,2)
<b>KPI</b>					
USA	3,4	3,2 (3,5)	2,1 (2,6)	2,5 (2,5)	2,5 (2,5)
Japan	-0,6	0,2 (0,6)	0,4 (0,6)	0,7 (0,7)	0,7 (0,7)
Euroområdet (HIKP)	2,2	2,2 (2,3)	2,0 (2,2)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)
OECD	2,6	2,6 (2,7)	2,2 (2,4)	2,3 (2,2)	2,1 (2,1)
Svensk exportmarknadstillväxt	6,9	9,7 (11,0)	7,0 (7,0)	6,5 (6,3)	6,1 (6,0)
Internationella producentpriser	3,4	3,8 (4,0)	2,8 (3,4)	2,0 (2,2)	1,9 (2,0)
Råoljepris Brent, USD/fat	54	65 (65)	57 (65)	60 (66)	59 (65)

Anm. Svensk exportmarknadstillväxt avser tillväxt för import av varor för ca 70 procent av de länder Sverige exporterar till. Prognosen vägs ihop utifrån respektive lands andel av svensk varuexport. Internationella producentpriser i nationell valuta avser sammanvägning av nationella PPI-serier för bearbetade varor. Sammanvägningen görs med hjälp av TCW-vikter. Totalt ingår 11 länder som utgör 85 procent av vikten i TCW.

Källor: IMF, Intercontinental Exchange, OECD och Riksbanken

**Tabell A3. Räntor, växelkurs och offentliga finanser**

Procent, årsmedelvärde

	2005	2006	2007	2008	2009
Reporänta	1,7	2,2 (2,2)	3,4 (3,2)	3,6 (3,6)	3,7 (3,7)
10-årsränta	3,4	3,7 (3,8)	4,2 (4,3)	4,6 (4,7)	4,9 (4,9)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-19=100	128,3	127,4 (127,7)	124,0 (125,4)	123,2 (124,1)	122,6 (123,1)
Offentligt finansiellt sparande*	2,7	2,9 (2,8)	2,7 (2,3)	2,6 (2,2)	2,4 (2,0)

\*Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A4. BNP och försörjningsbalans**

Årlig procentuell förändring

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

\*Förändring i procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A5. Produktion, sysselsättning och arbetslöshet**

Årlig procentuell förändring

	2005	2006	2007	2008	2009
Folkmängd 16-64 år	0,6	1,0 (0,7)	0,7 (0,7)	0,4 (0,4)	0,2 (0,2)
BNP, kalenderkorrigerad	2,9	4,7 (4,5)	3,6 (3,2)	2,8 (2,6)	2,6 (2,2)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	0,6	2,1 (1,8)	1,8 (1,3)	0,8 (0,6)	0,5 (0,3)
Sysselsatta	0,5	1,9 (1,9)	2,1 (1,1)	0,9 (0,8)	0,5 (0,4)
Arbetskraft	0,5	1,3 (1,3)	1,9 (1,1)	0,6 (0,5)	0,3 (0,1)
Öppen arbetslöshet*	5,9	5,4 (5,4)	5,1 (5,4)	4,8 (5,1)	4,6 (4,9)
Arbetsmarknadspolitiska program*	2,7	3,1 (3,1)	2,0 (2,2)	1,4 (1,6)	1,5 (1,6)

\*Procent av arbetskraften

Källor: AMS, SCB och Riksbanken

**Tabell A6. Löner, produktivitet och enhetsarbetskostnader i hela ekonomin**

Årlig procentuell förändring

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

\*Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

Anm. KL avser konjunkturlönestatistik och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, kollektiva avgifter och löneskatter dividerat med säsongrensade totalt antal arbetade timmar. Enhetsarbetskostnad definieras som arbetskostnad dividerat med säsongrensat förädlingsvärde i hela ekonomin, dvs. BNP till marknadspris.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

**Tabell A7. Förväntad inflation enligt olika undersökningar**  
Procent, medelvärde

Förväntad inflationstakt om	1 år	2 år	5 år
Penningmarknadens aktörer	1,8 (1,9)	2,0 (1,9)	1,9 (2,0)
Arbetsgivarorganisationer	1,9 (2,4)	2,1 (2,5)	2,2 (2,5)
Arbetsstagarorganisationer	2,0 (1,9)	2,1 (2,2)	2,2 (2,3)
Inköpschefer handel	2,1 (2,2)	2,2 (2,4)	2,2 (2,3)
Inköpschefer industri	2,3 (2,3)	2,4 (2,4)	2,4 (2,4)
Hushåll (HIP) i januari (december)	2,2 (2,1)		
Företag (Barometern) i januari (oktober)	1,9 (1,7)		

Anm. Resultatet från föregående undersökning i november 2006 anges inom parentes där inget annat anges.  
Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera Research AB

**Tabell A8. Reporänta**  
Procent, årsgenomsnitt

	2005	2006	2007	2008	2009
Huvudscenario	1,7	2,2	3,4	3,6	3,7
Högre ränta	1,7	2,2	3,6	4,0	4,2
Lägre ränta	1,7	2,2	3,0	3,1	3,2
Högre löner	1,7	2,2	3,5	3,9	4,2
Lägre omvärldstillväxt	1,7	2,2	3,2	3,0	2,9

Källa: Riksbanken

**Tabell A9. UND1X**  
Årlig procentuell förändring

	2005	2006	2007	2008	2009
Huvudscenario	0,8	1,2	0,7	1,6	1,9
Högre ränta	0,8	1,2	0,6	1,3	1,3
Lägre ränta	0,8	1,2	0,8	2,1	2,5
Högre löner	0,8	1,2	0,9	1,9	2,2
Lägre omvärldstillväxt	0,8	1,2	0,5	1,0	1,1

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A10. BNP**

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerad data

	2005	2006	2007	2008	2009
Huvudscenario	2,9	4,7	3,6	2,8	2,6
Högre ränta	2,9	4,7	3,5	2,5	2,3
Lägre ränta	2,9	4,7	3,7	3,0	2,7
Högre löner	2,9	4,7	3,1	2,2	2,1
Lägre omvärldstillväxt	2,9	4,7	3,3	2,2	2,2

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A11. Arbetade timmar**

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerad data

	2005	2006	2007	2008	2009
Huvudscenario	0,6	2,1	1,8	0,8	0,5
Högre ränta	0,6	2,1	1,7	0,6	0,4
Lägre ränta	0,6	2,1	2,0	1,2	0,7

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell A12. Öppen arbetslöshet**

Procent av arbetskraften

	2005	2006	2007	2008	2009
Huvudscenario	5,9	5,4	5,1	4,8	4,6
Högre ränta	5,9	5,4	5,1	5,0	4,8
Lägre ränta	5,9	5,4	5,0	4,6	4,2

Källor: SCB och Riksbanken

Tidigare räntebeslut<sup>33</sup>

Mötesdatum	Reporänta (procent)	Beslut (procentenheter)	Inflationsrapport
<b>2003</b>			
6 februari	3,75	0	ingen rapport
17 mars	3,50	-0,25	2003:1
24 april	3,50	0	ingen rapport
4 juni	3,00	-0,5	2003:2
3 juli	2,75	-0,25	ingen rapport
14 augusti	2,75	0	ingen rapport
15 oktober	2,75	0	2003:3
4 december	2,75	0	2003:4
<b>2004</b>			
5 februari	2,50	-0,25	ingen rapport
31 mars	2,00	-0,50	2004:1
28 april	2,00	0	ingen rapport
27 maj	2,00	0	2004:2
23 juni	2,00	0	ingen rapport
19 augusti	2,00	0	ingen rapport
13 oktober	2,00	0	2004:3
8 december	2,00	0	2004:4
<b>2005</b>			
27 januari	2,00	0	ingen rapport
14 mars	2,00	0	2005:1
28 april	2,00	0	ingen rapport
20 juni	1,50	-0,50	2005:2
23 augusti	1,50	0	ingen rapport
19 oktober	1,50	0	2005:3
1 december	1,50	0	2005:4
<b>2006</b>			
19 januari	1,75	+0,25	ingen rapport
22 februari	2,00	+0,25	2006:1
27 april	2,00	0	ingen rapport
19 juni	2,25	+0,25	2006:2
29 augusti	2,50	+0,25	ingen rapport
25 oktober	2,75	+0,25	2006:3
14 december	3,00	+0,25	ingen rapport

33 En förteckning över historiska räntebeslut från och med 1999 och framåt finns på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

## Översikt över fördjupningar 2004-2006<sup>34</sup>

### Inflation och priser

- 2004:1 Den senaste tidens inflationsutveckling
- 2004:2 Växelkursen och den importerade inflation
- 2004:2 Den senaste tidens inflationsutveckling
- 2004:2 Ändrade beräkningsmetoder för inflationstakten
- 2004:3 Oljepriset och penningpolitiken
- 2004:3 Den senaste tidens inflationsutveckling
- 2004:4 Den senaste tidens inflationsutveckling
- 2005:1 Den senaste tidens inflationsutveckling
- 2005:2 Varför är de svenska importpriserna så låga?
- 2006:1 Kronans utveckling och inflationen

### Penningpolitik

- 2004:1 Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2001-2003
- 2004:3 Oljepriset och penningpolitiken
- 2004:4 Finanspolitikens betydelse för penningpolitiken
- 2005:1 Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2002-2004
- 2006:1 Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2003-2005
- 2006:1 Osäkerhet om den framtida ränteutvecklingen
- 2006:2 Penningpolitiken i Sverige
- 2006:2 Vad är en normal nivå på reporäntan?
- 2006:3 Penningpolitiken i Sverige

### Finanspolitik

- 2004:4 Finanspolitikens betydelse för penningpolitiken
- 2005:4 Finanspolitikens inriktning

<sup>34</sup> En förteckning över fördjupningsrutor från och med 1993 och framåt finner du på vår webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

**Arbetsmarknad, löneavtal, produktivitet, resursutnyttjande**

2004:1 Kalendereffekter på produktion, timmar och kostnader

2004:1 Konjunkturen och arbetsmarknaden

2004:1 Hur uthållig är den senaste tidens produktivitetsuppgång?

2004:2 Indikatorer på resursutnyttjandet

2005:2 Arbetsmarknadsutvecklingen framöver – utvecklingen i andra länder och betydelsen av tillväxtens sammansättning

2006:2 Resursutnyttjande, kostnader och inflation

2006:3 Avtalsrörelsen 2007

2006:3 Perspektiv på mängden lediga resurser på arbetsmarknaden

**Prognoser och Riksbankens prognosarbete**

2004:3 Utvecklingen på längre sikt

2005:1 Metodförändringar i Riksbankens prognosarbete

2005:1 Prognoser i ett längre tidsperspektiv och under antagande om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna

2005:2 Prognoser på längre sikt under antagande om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna

2005:3 Prognoser till 2007 under antagande om att reporäntan hålls konstant under två år

2005:3 BNP-indikatorer

2006:3 Inflationsindikatorer

**BNP och dess komponenter**

2005:3 Hushållens konsumtion, lån och sparande

## Ordlista

**AKU:** Arbetskraftsundersökningar. Månatlig enkätundersökning som utförs av SCB för att mäta bl.a. arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet.

**Arbetskostnad:** Total kostnad för arbetskraft per arbetad timme enligt nationalräkenskaperna, dvs. summan av lön, bonus, arbetsgivareavgift, avtalade kollektiva avgifter och löneberoende produktionsskatter.

**Avkastningskurva:** Avkastningskurvan binder samman marknadens noterade räntor för olika löptider.

**Bristtal:** Andelen företag som uppger att de har brist på personal.

**ECB:** Europeiska Centralbanken.

**ESCB:** Europeiska centralbankssystemet. Samarbetsorgan mellan EU-ländernas centralbanker.

**Ekometrisk skattning:** Oftast en statistisk beräkning baserad på historiska data.

**Enhetsarbetskostnad:** Arbetskostnad per producerad enhet.

**Exportmarknadstillväxt:** Avser att mäta tillväxten på de marknader (länder) som svenska varor och tjänster exporteras till. Se även anmärkning till tabell A2.

**FED:** Den amerikanska centralbanken Federal Reserve Bank.

**Finansiella marknader:** De finansiella marknaderna består av aktiemarknaden, penningmarknaden, obligationsmarknaden och valutamarknaden med tillhörande derivatmarknader.

**Finansiellt sparande (offentlig sektor):** Den offentliga sektorns inkomster minus dess utgifter.

**Hodrick-Prescott (HP) filter:** En statistisk metod för att dela upp utvecklingen av en variabel i en trendmässig och i en cyklisk del. Metoden kan beskrivas som ett viktat dubbelsidigt glidande medelvärde där högre vikt läggs på närliggande observationer och successivt fallande vikt för mer avlägset liggande observationer.

**Inflation:** Allmänna prishöjningar som innebär att penningvärdet faller. Motsatsen är deflation.

**Implicit terminränta:** De terminräntor som kan beräknas implicit utifrån avkastningskurvan.

**Kapacitetsutnyttjande:** Graden av utnyttjande av produktionskapaciteten, d.v.s. den maximala produktion som är möjlig med befintlig arbetsstyrka, maskinpark och lokaler.

**Konjunkturbarometer:** En undersökning där företag besvarar frågor om sin försäljning, produktion, anställningsplaner m.m.

**Konkurrensvägd växelkurs:** Den svenska kronans kurs mätt mot en korg av valutor där viktorna huvudsakligen bestäms av hur mycket handel vi har med respektive land.

**KPI:** Konsumentprisindex är ett mått på prisnivån som beräknas månadsvis av SCB. Riksbankens inflationsmål är uttryckt i den årliga procentuella förändringen av KPI.

**P/E-tal:** Är engelska och står för Price/Earning vilket på svenska betyder pris/vinst. Används för att mäta hur billig eller dyr en aktie är i förhållande till vinsten.



**Penningmarknad:** Marknaden för räntebärande värdepapper med en löptid upp till ett år.

**Penningmarknadsinstrument:** Värdepapper som handlas på penningmarknaden.

**PPR:** Penningpolitisk rapport.

**Produktivitet:** Hur mycket varor och tjänster som produceras i förhållande till de resurser i form av arbetskraft och kapital som sätts in. Det vanligaste måttet är arbetsproduktivitet som mäter produktionen per arbetad timme.

**Reporänta:** Riksbankens styrränta. Den ränta bankerna får betala när de lånar pengar av Riksbanken.

**Resursutnyttjande:** Utnyttjandet av produktionsresurserna arbetskraft och kapital.

**Riksbankens direktion:** Leder Riksbanken och fattar bl.a. de penningpolitiska besluten.

**Riksbankslagen:** Lagen där Riksbankens arbetsuppgifter har fastställts.

**Riskpremie:** En extra avkastning på en riskfylld placering som en investerare vill ha för att anse att en placering med risk och en placering utan risk är likvärdiga.

**SCB:** Statistiska Centralbyrån. Central förvaltningsmyndighet för den statliga statistikproduktionen.

**Spotmarknadspris:** Priset på en vara för omedelbar leverans.

**TCW-vägd växelkurs, TCW-index:** Ett index för den svenska kronans kurs baserat på konkurrensvikter.

**Terminspris:** Priset för att köpa eller sälja en tillgång för framtida leverans.

**Terminsränta:** Räntan på ett kontrakt som innebär en skyldighet för ingående parter att fullfölja ett köp eller en försäljning av en räntetillgång till en förutbestämd ränta, terminsräntan, och vid en förutbestämd tidpunkt.

**Tillgångspriser:** Priset på obligationer, aktier och fastigheter.

**UND1X:** Mått på den underliggande inflationen. Beräknas månadsvis av SCB som KPI exklusive hushållens räntekostnader för egna hem och rensat för de direkta effekterna av förändringar i indirekta skatter och subventioner.

**Underliggande inflation:** Inflationsmått som på något sätt rensar bort eller väger om de varor och tjänster som ingår i KPI. Underliggande inflation kan beräknas genom att man exkluderar prisförändringar på vissa varor och tjänster vars priser brukar fluktuera kraftigt. Underliggande inflation kan också beräknas med hjälp av ekonometriska metoder.

**UNDIMPX:** Underliggande importerad inflation som avser prisförändringar på i huvudsak importerade varor och tjänster i UND1X.

**UNDINHX:** Underliggande inhemsk inflation avser prisförändringar på i huvudsak inhemskt producerade varor och tjänster i UND1X.