



Inflationsrapport

2004:1

Innehåll

FÖRORD 5

SAMMANFATTNING 7

Inflationsbedömningen 9

INFLATIONENS BESTÄMNINGSFAKTORER 11

De finansiella marknaderna 11

Den internationella utvecklingen 14

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige 19

Inflationsförväntningar 35

INFLATIONSBEDÖMNING 49

Inflationsutsikterna i huvudscenariot 49

Riskbilden 53

Fördjupningsrutor

Kalendereffekter på produktion, timmar och kostnader 34

Konjunkturen och arbetsmarknaden 37

Hur uthållig är den senaste tidens produktivitetsuppgång? 42

Den senaste tidens inflationsutveckling 47

Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2001–2003 57

■ Förord

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

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

Inflationsrapporten återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 17 och den 23 mars 2004. Inflationsrapporten utgör bakgrund till Riksbankens penningpolitiska beslut den 31 mars. Eventuella meningsskiljaktigheter i synen på inflationsutvecklingen redovisas i det särskilda protokoll från direktionens sammanträde den 31 mars som kommer att publiceras den 20 april 2004.

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

I denna inflationsrapport presenteras Riksbankens syn på inflationsutsikterna t.o.m. första kvartalet 2006. För att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitiken utgår analysen från att reporäntan hålls oförändrad under samma tid.

Inledningsvis sammanfattas inflationsrapporten. Därefter diskuteras den mest sannolika utvecklingen av inflationens viktigaste bestämningsfaktorer. Avslutningsvis presenteras Riksbankens samlade bedömning av inflationsutsikterna i huvudscenariot och de viktigaste riskerna i denna bedömning. Rapporten innehåller också flera fördjupningsrutor vars syfte är att förmedla en djupare kunskap i olika frågor som är viktiga för inflationsbedömningen och penningpolitikens utformning. I en av dessa fördjupningsrutor redovisas ett underlag för en utvärdering av penningpolitiken under 2001-2003.

Stockholm i mars 2004

Lars Heikensten
Riksbankschef

■ Sammanfattning

Tecknen på att svensk ekonomi är på väg att återhämta sig, efter en mild konjunkturedgång, blir allt tydligare. Inflationen och tillväxten under 2003 blev som Riksbanken har förväntat. Med tanke på det aktuella konjunkturläget är inflationen för närvarande låg. Detta beror i hög grad på att energipriserna fallit tillbaka efter de kraftiga stegringarna i början av 2003, en utveckling som är i linje med Riksbankens prognoser under det senaste året. Den allra senaste tiden har inflationen dock blivit ännu lägre än väntat och prisförändringarna uppgick i februari till -0,3 procent mätt med KPI och 0,1 procent mätt med UND1X. Detta beror framförallt på oväntat låga importpriser. En överraskande svag inhemsk kostnadsutveckling har också bidragit. Dessa faktorer väntas påverka utvecklingen även de närmaste åren och bidrar till att inflationsprognoserna revideras ned. Trots att återhämtningen fortgår och tillväxten i den svenska ekonomin beräknas uppgå till ca 2½ procent de närmaste två åren väntas inflationen underskrida målet om två procents inflation.

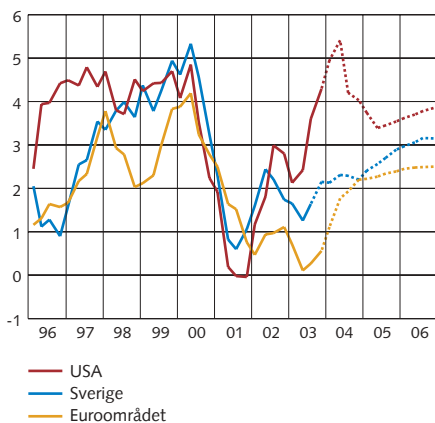
■ ■ Återhämtningen fortgår.

Den internationella konjunkturen har under de senaste månaderna fortsatt att förbättras och världshandeln har ökat. Företagens och hushållens framtidsförväntningar har också blivit mer optimistiska och aktiekurserna världen över har stigit. Tillsammans med en expansiv ekonomisk politik talar detta för en fortsatt återhämtning under de kommande åren.

Det är dock fortfarande en tydlig skillnad i utvecklingen mellan olika regioner. I euroområdet ser tillväxten ut att ha blivit något svagare i slutet av förra året än vad som låg i den tidigare bedömningen. Det kan åtminstone delvis bero på att eurokursen har stärkts. Bedömningen är att den starka växelkursen kommer att dämpa uppgången något mer än tidigare beräknat i år och nästa år. Det mesta tyder samtidigt på att tillväxten i USA, Asien, Öst- och Centraleuropa samt Latinamerika kan bli något starkare än tidigare väntat. Sammantaget bedömer Riksbanken att BNP-tillväxten i OECD-området blir 3,2 procent i år, 2,8 procent 2005 och 2,9 procent 2006, vilket innebär en liten upprevidering jämfört med inflationsrapporten från december. Svensk exportmarknadstillväxt väntas gradvis stiga under prognosperioden och uppgå till ca 7 procent under 2006, vilket är i linje med ett historiskt genomsnitt.

I Sverige har konjunkturedgången varit ovanligt mild. En expansiv finanspolitik i kombination med låga räntor har hållit konsumtionen uppe samtidigt som exporten gynnats av en förhållandevis svag växelkurs. Återhämtningen har under hösten och vintern fortlöpt i stort som förväntat. Synen på den aggregerade efterfrågans utveckling de närmaste åren har inte heller ändrats nämnvärt. Uppgången har hittills drivits av bl.a. den internationella konjunkturen och därmed stigande export samtidigt som konsumtionen ökat i stabil takt. Under andra halvan av 2003 ökade exporten till och med något snabbare än vad som låg i bedömningen i december och det finns anledning att vara något mer optimistisk även om utvecklingen framöver. Då även

Diagram 1. BNP för Sverige, USA och euroområdet, utfall och prognoser. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: US Department of Commerce, Eurostat, SCB och Riksbanken.

importen bedöms tillta antas dock inte utrikeshandeln ge något större positivt bidrag till BNP-tillväxten. Uppgången väntas i stället drivas av att investeringarna tar fart, till viss del stimulerade av att exporten stiger men också av låga räntor. Investeringarna utvecklades dock något svagare än väntat under senare delen av 2003, vilket medför att den förväntade uppgången skjuts fram något. En starkare utveckling av de reala disponibla inkomsterna framöver och lägre räntor jämfört med den tidigare bedömningen gör å andra sidan att det finns anledning att vara något mer optimistisk om konsumtionstillväxten. Den kommunala konsumtionen väntas dock växa långsammare. Detta har framförallt att göra med kommunernas ekonomiska situation. Under 2006 antas sedan den offentliga konsumtionen ta fart då de offentliga finanserna bedöms förbättras.

En speciell faktor som påverkar produktion, arbetade timmar och företagens kostnader är att 2004 har fyra arbetsdagar mer än 2003. Nya beräkningar av Konjunkturinstitutet tyder på att kalendereffekterna är större än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Antalet arbetade timmar liksom BNP-tillväxten antas nu öka mer i år på grund av kalendereffekten. Detta påverkar dock inte synen på resursutnyttjandet eftersom den potentiella produktionen bedöms påverkas på samma sätt av kalendereffekten. Sammantaget förväntas BNP-tillväxten öka med drygt 2½ procent per år (se diagram 1). I slutet av prognosperioden bedöms ekonomin närma sig fullt resursutnyttjande.

■ ■ Svagare pris- och kostnadstryck.

Trots att konjunkturuppgången fortsätter ungefär som väntat bedöms inflationstrycket vara lågt. Det beror både på låg internationell inflation och på den svaga inhemska kostnadsutvecklingen.

Producentpriserna på bearbetade varor i våra viktigaste importländer stiger endast svagt. Att det internationella pristrycket för närvarande är lågt är till viss del ett konjunkturfenomen. Den globala inflationen har emellertid sjunkit trendmässigt under en längre tid. En orsak till detta kan vara att penningpolitiken i många länder under de senaste decennierna tydligare inriktats på att hålla låg inflation. Men ökad handel och hårdare konkurrens kan också ha bidragit till en varaktig sänkning av inflationstakten, liksom en ökande betydelse för världshandeln av låginkomstländer som Kina. Oljepriset och priserna på övriga råvaror har däremot stigit relativt kraftigt under senare tid. Ett stigande globalt resursutnyttjande talar för att världsmarknadspriserna på bearbetade varor kommer att öka i snabbare takt framöver även om uppgången bedöms bli svagare än historiska mönster visar.

Även det inhemska kostnadstrycket är lågt för närvarande, vilket bl.a. beror på en oväntat stark produktivitetstillväxt under förra året. Det går inte att avgöra vilka de exakta orsakerna till detta är och därför är det svårt att bedöma hur man ska se på den framtida utvecklingen. Troligen beror den starkare produktiviteten både på konjunkturella och mer varaktiga faktorer. Produktivitetstillväxten kommer av konjunkturmässiga skäl antagligen att avta framöver. Men det finns också skäl att räkna med något mer varaktiga inslag i uppgången av

produktiviteten. Mot den här bakgrunden väntas denna bli något starkare än enligt decemberrapporten (se fördjupningsrutan "Hur uthållig är den senaste tidens produktivitetsuppgång?").

Den svenska arbetsmarknaden har runt årsskiftet utvecklats svagare än vad som låg i bedömningen i december och det mesta talar för att det finns anledning att vara något mer pessimistisk om sysselsättningen under prognosperioden. Löneökningarna kan bl.a. av detta skäl bli aningen mer dämpade i år och nästa år jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Företagens enhetsarbetskostnader beräknas ha ökat med ca 1 procent under förra året. I år väntas de stiga med endast 0,2 procent, 2005 med 1,3 procent och under 2006 med 2,1 procent. De lägre enhetsarbetskostnaderna hänger också samman med att det är fler arbetsdagar 2004 än 2003. Sammantaget talar detta för att det inhemska kostnadstrycket tilltar under de kommande åren men att det även i slutet av prognosperioden troligen är måttligt.

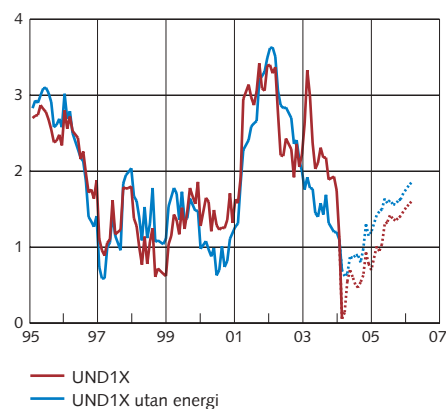
Under förra året och i början av detta år har inflationen fallit kraftigt. Till största delen rör det sig om en förväntad nedgång efter de stora energiprisökningarna i början av förra året (se diagram 2).¹ Energipriserna har anpassat sig nedåt ungefär som väntat. Detta är positivt för inflationsbilden eftersom risken för spridningseffekter i andra delar av ekonomin blir lägre. Dessa risker har också minskat genom att hyresavtalen hittills slutits på rimliga nivåer. Till detta kommer att inflationsutfallen den allra senaste tiden blivit lägre än väntat, främst beroende på importprisutvecklingen, men även till följd av en svag inhemska kostnadsutveckling (se fördjupningsrutan "Den senaste tidens inflationsutveckling"). Den låga inflationen under senare tid har också gjort att inflationsförväntningarna dämpats något.

Inflationsbedömningen

Inflationen väntas i genomsnitt vara påtagligt lägre än Riksbankens inflationsmål de närmaste två åren. Den väntas dock stiga gradvis i takt med ett stigande resursutnyttjande såväl i Sverige som internationellt. Uppgången i inflationstakten förutses dock bli långsammare än tidigare beräknat till följd av att det inhemska kostnadstrycket väntas bli svagare (se diagram 3 och tabell 1) samtidigt som den importerade inflationen (exklusive olja) bedöms bli klart lägre. För 2004 och 2005 görs prognosen att UND1X-inflationen uppgår till i genomsnitt 0,6 respektive 1,2 procent vilket är 0,5 respektive 0,4 procentenheter lägre än bedömningen i föregående inflationsrapport (se tabell 1). En viktig omständighet är att KPI- och UND1X-inflationen från mitten av 2005 inte längre bedöms påverkas av de kraftiga svängningarna i elpriset som skedde förra vintern.

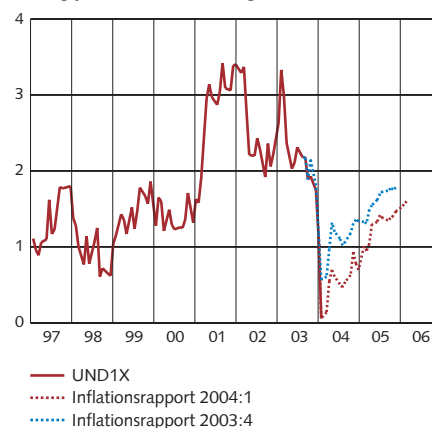
Utformningen av penningpolitiken påverkas också av riskbilden. Riksbankens bedömning är att riskerna för en sämre internationell och inhemska konjunkturutveckling har minskat och att sannolikheten

Diagram 2. UND1X med och utan energi. Årlig procentuell förändring



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

Diagram 3. UND1X, prognosjämförelse. Årlig procentuell förändring



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

¹ Att inflationen varit låg och fallande i många länder under senare år betyder inte att det föreligger ett problem med allmän deflation, även om de genomsnittliga prisförändringarna varit negativa emellanåt. Deflationsproblematiken har behandlats utförligt i en fördjupningsruta i Inflationrapport 2003:3.

för en bättre utveckling har ökat. Visserligen finns fortfarande en del frågetecken kring utvecklingen på arbetsmarknaden, såväl i Sverige som i övriga Europa och USA. Ett annat möjligt orosmoln är de stora budget- och bytesbalansunderskotten i USA. Bilden av en konjunkturuppgång har emellertid blivit allt tydligare, och i dagsläget förefaller risken störst att underskatta kraften i uppgången och konsekvenserna för inflationen. För detta talar bl.a. kraftigt stigande råvarupriser under senare tid. Med oförändrad penningpolitik kommer inflationen förr eller senare att överstiga Riksbankens inflationsmål. Det kan inte uteslutas att detta kan ske redan under prognosperioden. Dels kan konjunkturuppgången bli starkare än väntat, dels kan konjunkturen leda till snabbare prisökningar – inte minst på olja och andra råvaror – än vad som ligger i bedömningarna i huvudscenariot.

I huvudscenariot har det inhemska kostnadstrycket reducerats. De treåriga avtal som slutits för industri och handel (på nivåer som är i linje med Riksbankens prognoser) har minskat osäkerheten om löneutvecklingen. Det finns dock fortfarande en risk att lönebildningen på lokal nivå skulle kunna leda till högre löneökningar och inflation än väntat. En faktor som i gengäld kan leda till att inflationen blir lägre än väntat, även om produktion och efterfrågan utvecklas enligt huvudscenariot, är produktivitetens utveckling. Osäkerheten om den är dock betydande. Det är svårt att avgöra hur varaktiga den senaste tidens produktivetsförbättringar är. En stark produktivetsutveckling och låga prisökningar (rent av prisfall inom vissa sektorer) är något som observerats även i andra länder än Sverige. Det är möjligt att detta beror på strukturella förändringar, t.ex. effekter av tidigare investeringar i informationsteknologi och ökad handel och konkurrens, som har mer långsiktiga effekter på produktiviteten och mer dämpande effekter på inflationen än vad som antas i huvudscenariot. Produktiviteten kan emellertid också bli lägre än i huvudscenariot. Riksbanken gör bedömningen att de risker som är relaterade till det inhemska kostnadstrycket är balanserade.

Sammantaget innebär detta att den riskkorrigerade inflationsbedömningen blir något högre än i huvudscenariot – men alltså lägre än Riksbankens inflationsmål – till följd av den risk för högre inflation som kommer från den internationella och inhemska konjunkturutvecklingen.

**Tabell 1. Inflationsprognosen i huvudscenariot.
Årlig procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt			Tolvmånaderstal		
	2003	2004	2005	mar 04	mar 05	mar 06
KPI	2,1 (2,1)	0,4 (1,1)	1,5 (1,9)	-0,3 (0,4)	1,2 (1,6)	1,9
UND1X	2,3 (2,3)	0,6 (1,1)	1,2 (1,6)	0,1 (0,6)	0,9 (1,3)	1,6
UNDINHX	3,6 (3,6)	1,7 (2,2)	1,9 (2,3)	1,5 (1,9)	1,6 (2,0)	2,2
UNDIMPX	-0,2 (-0,1)	-1,6 (-1,1)	0,0 (0,3)	-2,7 (-2,1)	-0,3 (0,0)	0,4
UND1X exkl. energi	1,5 (1,6)	0,9 (1,6)	1,5 (1,9)	0,6 (1,3)	1,5 (1,9)	1,9

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport inom parentes. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem rensat för effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner. UNDINHX avser bara priser på i huvudsak inhemska producerade varor och tjänster i UND1X. UNDIMPX avser priser på i huvudsak importerade varor och tjänster i UND1X.

Källor: SCB och Riksbanken.

■ Inflationens bestämningsfaktorer

De finansiella marknaderna

Räntorna har fallit på de globala obligationsmarknaderna sedan föregående inflationsrapport. En viktig anledning är att den förväntade åtstramningen av penningpolitiken har skjutits fram i tiden. I Sverige har också reporäntan sänkts med 0,25 procentenheter till 2,50 procent i februari. Kronan har i handelsvägda termer (TCW) varit något svagare än bedömningen i december men prognosen revideras enbart marginellt. Dollarn har fortsatt att försvagas mot euron trots den amerikanska ekonomins höga tillväxttakt. Sammantaget bedöms utvecklingen av räntor och växelkurs ha en något mindre återhållande effekt på den realekonomiska utvecklingen i Sverige under prognosperioden än vad som förväntades i föregående inflationsrapport.

■ ■ Fallande långräntor.

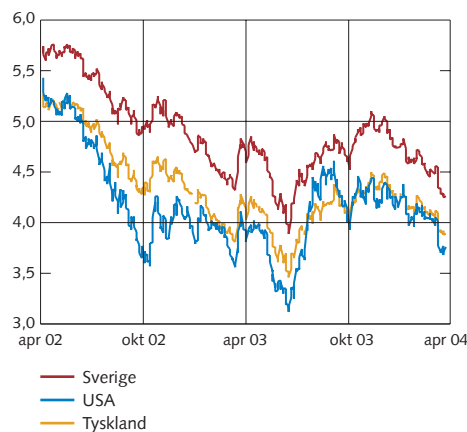
Sedan föregående inflationsrapport har räntorna fallit på världens obligationsmarknader samtidigt som aktiepriserna har fortsatt stiga (se diagram 4).

En viktig anledning till att långräntorna i världen sjunkit är sannolikt förväntningar om låg inflation och därmed om en mindre åtstrammande penningpolitik. Amerikanska centralbanken Federal Reserve (FED) har upprepade gånger sagt att den kan komma att behålla den låga styrräntan en längre tid. Detta beror bl.a. på att resursutnyttjandet i spåren av en hög produktivitetstillväxt tycks ha blivit lägre än väntat. Prissättningen på penningmarknaderna samt terminskontrakt i både USA och euroområdet antyder att det nu finns förväntningar om att penningpolitiken ska stramas åt först längre fram i tiden (se diagram 5).

De svenska långräntorna har fallit mer än i Tyskland. Differensen har gått ned med knappt 0,20 procentenheter till omkring 0,40 procentenheter sedan föregående inflationsrapport. Efter att den förra inflationsrapporten publicerades och reporäntan lämnades oförändrad stärktes förväntningarna om en sänkt styrränta. Statsskuldväxelräntan med löptiden 3 månader började falla några dagar senare.² Den 5 februari beslutade Riksbanken att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 2,50 procent. Prissättningen på penningmarknaden avspeglar förväntningar om en ännu lägre reporänta under våren. Riksbanken väntas inte höja reporäntan förrän i början av nästa år (se diagram 6).³

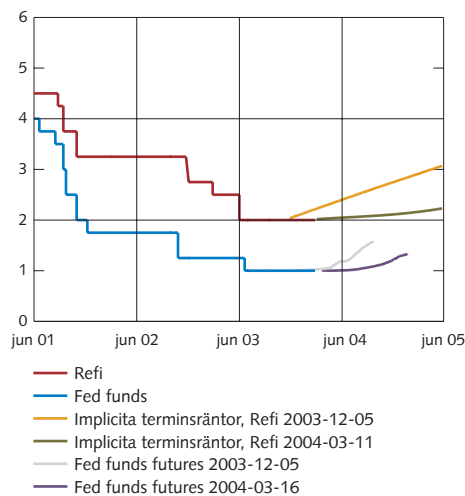
De svenska långräntorna väntas i enlighet med tidigare bedömning stiga under prognosperioden i takt med att konjunkturen stärks. Riksbanken har dock reviderat ned ränteprognosen jämfört med bedömningen i december. Det beror på att räntorna i världen fallit och på förväntningar om en fortsatt relativt expansiv penningpolitik i USA

Diagram 4. Statsobligationsräntor med 10 års löptid avseende Sverige, Tyskland och USA. Procent



Källa: Riksbanken.

Diagram 5. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet och USA enligt implicita terminräntor och Fed Funds kontrakt. Procent



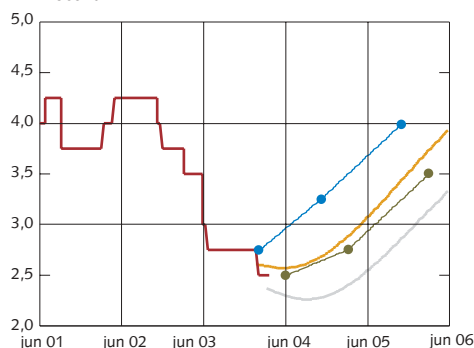
Anm. Fed funds är den amerikanska centralbanken FED:s styrränta och Refi är styrräntan för den europeiska centralbanken, ECB. Fed funds futures är terminer avseende den amerikanska styrräntan.

Källa: Riksbanken.

² Publicering av protokollet den 18 december tycks inte ha fått någon nämnvärd effekt på korträntan.

³ Implicita terminräntor indikerar dock att marknadsförväntningar om framtida korträntor har justerats ned flera år framåt i tiden vilket tycks vara svårt att motivera enbart utifrån nyttillkommen information om konjunktur- och inflationsutsikterna.

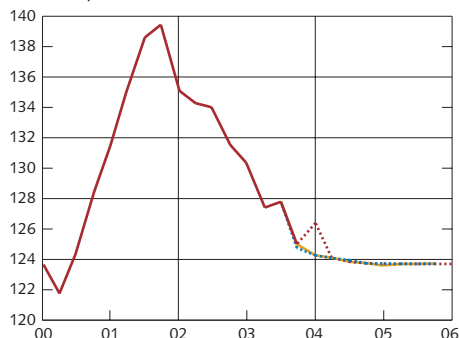
Diagram 6. Reporänta samt penningpolitiska förväntningar i Sverige (enligt implicita terminsräntor och enkätundersökningar).
Procent



— Reporäntan
— Prospera 2003-11-19
— Prospera 2004-03-17
— Implicita terminsräntor 2004-02-04
— Implicita terminsräntor 2004-03-16

Källor: Prospera och Riksbanken.

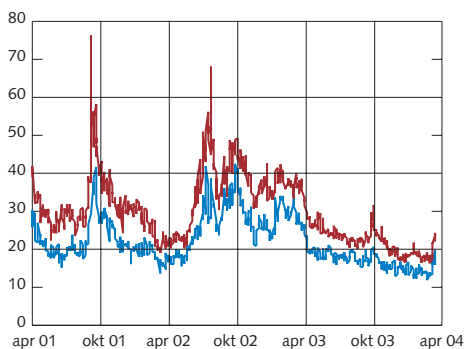
Diagram 7. Handelsvägd växelkursprognos, SEK/TCW.
Index, 1992-11-18=100



— SEK/TCW
..... Prognos, Inflationsrapport 2004:1
..... Prognos, Inflationsrapport 2003:3
— Prognos, Inflationsrapport 2003:4

Källa: Riksbanken.

Diagram 8. Implicit volatilitet på aktiemarknaden.
Procent



— Implicit volatilitet OMX
— Implicit volatilitet S&P500

Källa: Bloomberg.

och Euroområdet under prognosperioden. Den 10-åriga svenska obligationsräntan väntas öka till i genomsnitt 4,90 procent under 2004, till 5,35 procent nästa år och till 5,60 procent 2006. Detta innebär att långräntan bedöms bli 0,2–0,4 procentenheter lägre än i föregående inflationsrapport.

■ ■ Marginell revidering av växelkursprognosen.

Trots att den amerikanska ekonomin vuxit relativt snabbt är dollarn svagare mot euron än i december 2003. Detta är sannolikt relaterat till de finansiella marknadernas fortsatta fokus på underskotten i USA:s budget och bytesbalans.

Prognoserna för kronans växelkurs mänt mot Riksbankens konkurrensvägda valutakorg, TCW-index, har i stort sett inte ändrats mellan de senaste inflationsrapporterna. Prognoserna har legat väl i linje med den faktiska utvecklingen. Jämfört med bedömningen i december har växelkursen emellertid varit något svagare vilket främst varit kopplat till att kronan försvagats mot euron. Det kan möjligen delvis förklaras av det förväntade relativa ränteläget, där det skett en viss förskjutning sedan i höstas. Försvagningen kan troligtvis också bero på kapitalutflöden från pensionssystemet och en oro kring dollar/eurokursen som tenderar att försvaga valutorna i små ekonomier utanför euroområdet.

Jämfört med bedömningen i den förra inflationsrapporten justeras kronprognosen i termer av TCW-index endast marginellt. Kronan bedöms stärkas till i genomsnitt 124,5 under 2004 och 123,7 under 2005 och 2006 (se diagram 7). Detta baseras som förut på Sveriges goda tillväxtutsikter, relativt goda offentliga finanser i en internationell jämförelse och fortsatta överskott i bytesbalansen.

■ ■ Stark börsutveckling tyder på goda konjunktutsikter.

Aktiepriserna världen över har fortsatt att stiga sedan föregående inflationsrapport. Uppgången beror framförallt på tilltagande optimism om konjunkturutvecklingen. Riskpremien på aktiemarknaden har i stort sett legat kvar på en relativt låg nivå även om en viss uppgång skett den allra senaste tiden (se diagram 8).

■ ■ Reala räntor och real växelkurs väntas dämpa efterfrågan.

Nedgången i korta och långa realräntor innebär en stimulans till efterfrågan och i denna mening något mer expansiv effekt på den realekonomiska utvecklingen än bedömningen i föregående inflationsrapport, samtidigt som kronans reala handelsvägda växelkurs har försvagats något (se diagram 9).

Enligt Riksbankens bedömning väntas stigande räntor och en appreciering av kronans växelkurs under prognosperioden ha en återhållande effekt på efterfrågan. Effekten väntas dock bli något mindre än bedömningen i föregående inflationsrapport eftersom reporäntan har sänkts med 0,25 procentenheter och långränteprognosen reviderats ned. Efterfrågeeffekten på ekonomin av stigande räntor och starkare

krona motverkas i viss utsträckning av en stabil utveckling av priserna på aktier och småhus. Takten på prisökningarna på bostäder väntas dock avta när räntorna stiger.

■ ■ Hushållens upplåning fortsätter att stiga medan företagens faller.

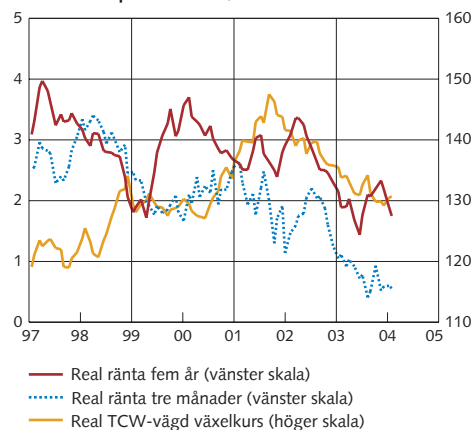
Den årliga tillväxttakten i penningmängden (M3) har fallit snabbt under de senaste månaderna, från 6,0 procent i oktober förra året till 2,2 procent i januari.⁴ Hushållens bankinlåning har ökat i långsamare takt den senaste tiden vilket sannolikt beror på ett ökat intresse att placera i aktier.

Ökningen av hushållens totala upplåning i januari i år var drygt 10 procent på årsbasis. Det är främst upplåningen i bostadsinstituten som ökat vilket talar för att upplåningen till stor del hänger samman med köp eller renovering av bostäder (se diagram 10). Företagens upplåning föll med drygt 3 procent under samma period, vilket sannolikt hänger ihop med att investeringsplanerna skjutits på framtiden.

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

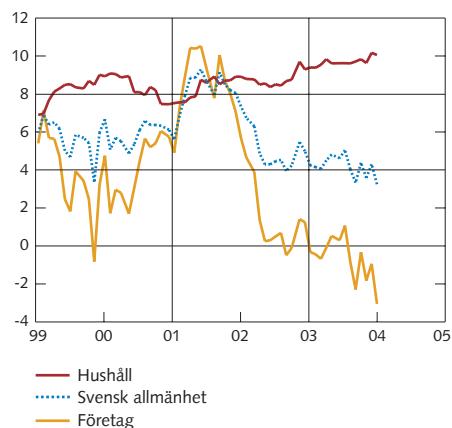
- Långränteprognosen revideras ned som en följd av förväntningar om lägre inflation och en mindre åtstramande penningpolitik i bl.a. USA och euroområdet. Långräntan i Sverige bedöms bli 0,2–0,4 procentenheter lägre jämfört med föregående inflationsrapport.
- I linje med förra inflationsrapporten väntas kronan i handelsvägda termer stärkas.
- Den framtida utvecklingen av räntor och växelkurs bedöms innebära en något mindre återhållande effekt på den realekonomiska utvecklingen än vad som väntades i föregående inflationsrapport.

Diagram 9. Realränta med fem års respektive tre månaders löptid samt real TCW-vägd växelkurs. Procent respektive index, november 1992=100.



Källor: Konjunkturinstitutet, Prospera och Riksbanken.

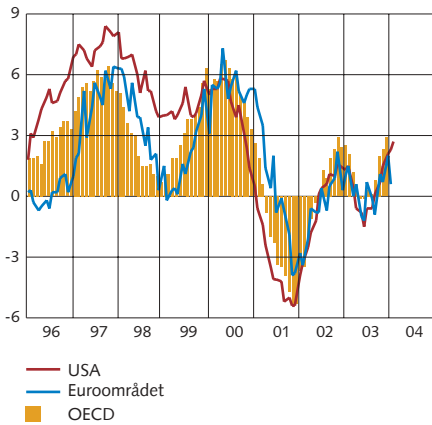
Diagram 10. Samtliga kreditinstituts utlåning till svensk allmänhet, sektorsfördelad. 12-månaders procentuellt förändring



Källa: SCB.

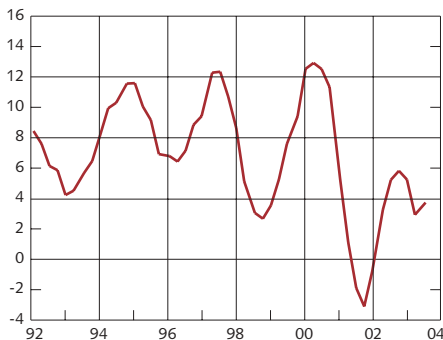
⁴ Det breda penningmängdsaggregatet M3 består av allmänhetens innehav av sedlar och mynt, inlåning i bank samt innehav av bankcertifikat uttryckt i svenska kronor.

Diagram 11. Industriproduktion i OECD, USA och euroområdet.
Årlig procentuell förändring



Källor: OECD, Eurostat och Federal Reserve.

Diagram 12. Världshandeln, varor och tjänster.
Värde, årlig procentuell förändring



Källa: OECD.

Diagram 13. Svensk exportmarknadstillväxt.
Årlig procentuell förändring, volym



Anm. Utfallsrserien är en sammanvägning av den reala varuimporten för de länder som utgör den svenska exportmarknaden. Serien är till viss del approximativ då statistiken för vissa mindre länder/regioner släpar efter. Prognoser från NIESR används i möjligaste mån för att uppskatta varuimporten för de länder/regioner där utfall kommer med lång fördröjning. För ca 3 procent av aggregatet saknas utfall helt. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: NIESR och Riksbanken.

Den internationella utvecklingen

Under vintern har den internationella konjunkturuppgången, i enlighet med bedömningen i december, förstärkts och fått allt större spridning. I år väntas tillväxttakten i OECD-området uppgå till 3,2 procent för att därefter falla tillbaka något under 2005 och 2006 när den ekonomiska politiken blir mindre expansiv. Den svenska exportmarknadens tillväxt bedöms, i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport, stiga gradvis under prognosperioden. Det finns alltså gott om lediga resurser i världsekonomin, och det globala prstrycket väntas förbli måttligt.

■ ■ Återhämtningen fortskrider som väntat.

Sedan föregående inflationsrapport har uppgången i industrikonjunkturen och världshandeln fortsatt (se diagram 11). Återhämtningen har varit särskilt stark i USA och Asien, där såväl exporten som inhemsk efterfrågan har bidragit till den goda utvecklingen. Den senaste tiden har dessutom den japanska ekonomin växt snabbare än vad många bedömare räknat med. I euroområdet tyder den senaste statistiken på att återhämtningen fått visst fäste i industrin medan inhemsk efterfrågan fortsätter att utvecklas relativt svagt.

I år väntas tillväxten i OECD-området bli relativt stark. Uppgången drivs av bl.a. en expansiv ekonomisk politik i USA. Under 2005 och 2006 väntas tillväxten i OECD-området falla tillbaka något. Jämfört med föregående inflationsrapport bedöms tillväxten bli något starkare, vilket bl.a. sammanhänger med en något mer optimistisk syn på den amerikanska ekonomin. Tillväxten i euroområdet bedöms däremot bli något svagare i år och nästa år till följd av den starka eurokursen.

Världshandeln minskade 2001 men sedan dess har en återhämtning ägt rum (se diagram 12). I år väntas handeln öka ytterligare till följd av en starkare industrikonjunktur, ökade investeringar, viss lageruppbyggnad och en återhämtning i IKT-sektorn. Den svenska exportmarknadstillväxten bedöms stiga successivt under prognosperioden. Under 2006 väntas tillväxten uppgå till ca 7 procent vilket är ungefär i linje med genomsnittet sedan 1993 (se diagram 13). Ökningen beror huvudsakligen på att handeln med EU-länderna, där merparten av Sveriges handelspartners finns, väntas bli mer omfattande vartefter tillväxten i dessa länder tar fart och efterfrågan ökar. Bedömningen av den svenska exportmarknadstillväxten är i stort sett densamma som i föregående inflationsrapport (se tabell 2). En något svagare tillväxt i euroområdet uppvägs därmed av en starkare tillväxt i övriga länder Sverige exporterar till.

Oljepriset har fortsatt att stiga mer än väntat sedan inflationsrapporten i december, bl.a. till följd av låga lagernivåer i USA. Den starka utvecklingen har föranlett många bedömare att revidera upp sina prognoser för oljepriset vilket avspeglas i stigande terminspriser. Dessutom har Opec nyligen beslutat att dra ner produktionskvoterna. Högre tillväxt i världsekonomin bidrar också till att Riksbanken reviderar upp oljepriset för hela prognosperioden. Det väntas dock alltså falla

framöver (se diagram 14). Svårigheterna att prognostisera oljepriset diskuterades i fördjupningsrutan "Oljepriset" i inflationsrapporten från oktober förra året.

Priserna på övriga råvaror har också stigit mycket under senare tid. Den breda uppgången sammanfaller i tiden med att industrikonjunkturen i OECD-området förbättrats (se diagram 15) och avspeglar också styrkan i den globala efterfrågan. Det är troligt att den kraftiga industriella expansionen i Kina har bidragit till att världsmarknadspriset på stål stigit med drygt 30 procent mellan november 2003 och januari 2004. Idag förbrukar Kina hälften av all världens cement, 30 procent av all kol och 36 procent av allt stål. Därtill är landet numera världens näst största importör av råolja efter USA. Det senaste året har Kinas import av olja ökat med 77 procent. Prissättningen på terminsmarknaden indikerar dock att råvarupriserna kommer att falla från dagens höga nivåer under prognosperioden.

■ ■ Förväntan om lågt internationellt pristryck.

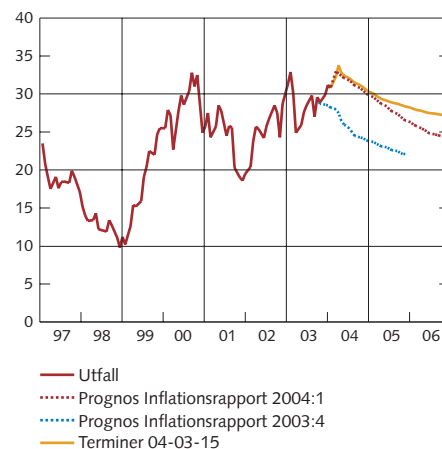
Pristrycket på bearbetade varor har under de senaste åren varit lågt (se diagram 16). Till stor del sammanhänger detta troligtvis med den tidigare svaga konjunkturen (se diagram 17). En annan förklaring kan vara strukturella förändringar i världsekonomin till följd av att handel och produktionsmönster globaliserats. Detta tar sig i uttryck i snabb tillväxt i utpräglade låginkomstländer som t.ex. Kina, men även nya tillämpningar av informationsteknik samt avregleringar kan ha bidragit. Dessa förändringar leder till ökad konkurrens vilket i sin tur medför lägre prisökningar. Dessutom har penningpolitiken i många länder tydligare inriktats på att hålla låg inflation. Av diagram 16 framgår att ökningstakten i det genomsnittliga internationella producentpriset på bearbetade varor har fallit under 1990-talet.

För närvarande finns det gott om lediga resurser i världsekonomin. De bedöms dock successivt tas i bruk under prognosperioden allteftersom efterfrågan ökar. Detta, tillsammans med höga råvarupriser, talar för att prisökningstakten på bearbetade varor kommer att tillta. De strukturella förändringarna bedöms dock medföra att uppgången inte blir så kraftig. Sammantaget leder detta till att det internationella pristrycket bedöms bli något lägre under de närmaste åren än vad som antogs i december.

■ ■ Fortsatt stark konjunktur i USA.

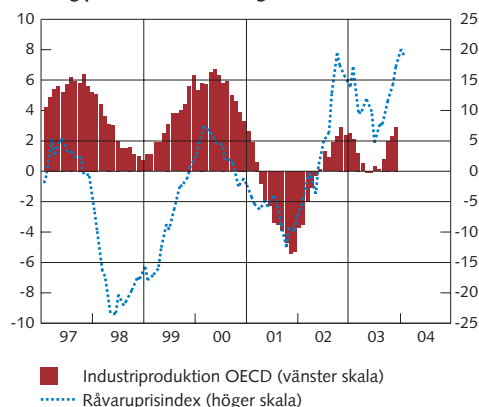
I USA har tillväxten fortsatt att överraska positivt sedan inflationsrapporten i december. Under det fjärde kvartalet 2003 växte BNP med 4,1 procent i uppräknad årstakt, vilket var något mer än väntat. Flera faktorer talar för att tillväxten kommer att accelerera ytterligare det närmaste halvåret. De finansiella förutsättningarna i form av låga räntor, svagare dollar och stigande aktiepriser stimulerar efterfrågan. Därtill väntas den expansiva finanspolitiken medföra att de disponibla inkomsterna fortsätter att öka. Låg inflation och en successiv återhämtning på arbetsmarknaden bidrar också. En allt starkare tillväxt i omvärlden leder till att USA:s export väntas öka, vilket även un-

Diagram 14. Oljepris: Utfall, prognos och terminer. USD



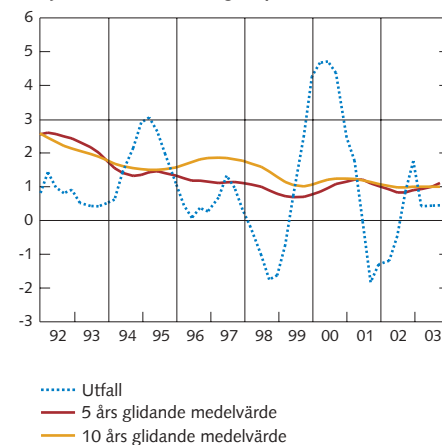
Källor: International Petroleum Exchange och Riksbanken.

Diagram 15. Industriproduktion i OECD-området och råvaruprisindex. Årlig procentuell förändring



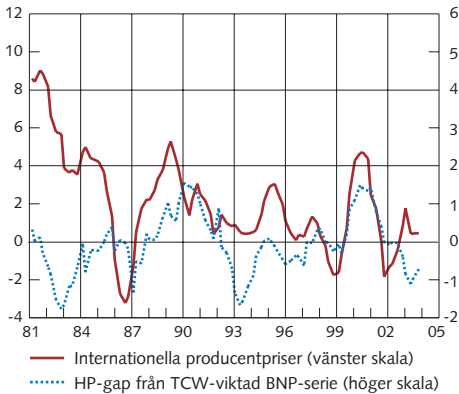
Källor: OECD och Economist.

Diagram 16. Internationella producentpriser på bearbetade varor. Fyra kvartals förändringar i procent



Källor: OECD och Riksbanken.

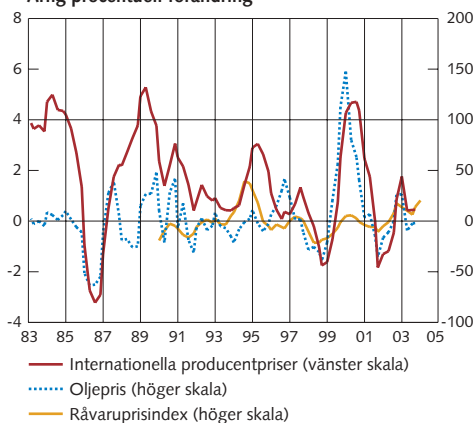
Diagram 17. Internationella producentpriser på bearbetade varor och sammanvägt BNP-gap. Årlig procentuell förändring respektive procentuell avvikelse från trend



Anm. I det TCW-viktade HP-gapet ingår 15 av de 20 länder som ingår i TCW. Sammanlagt utgör de 95 procent av totala TCW.

Källor: OECD och Riksbanken.

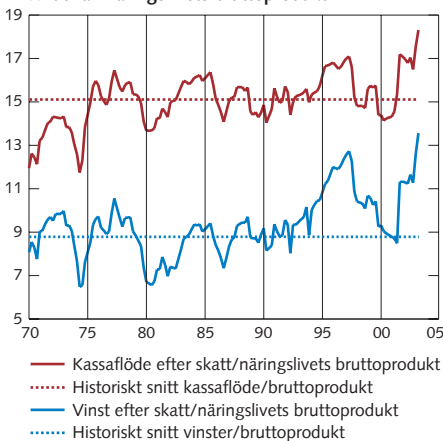
Diagram 18. Internationella producentpriser och oljepris i nationella valutor sammanvägda med TCW-vikter samt råvarupriser. Årlig procentuell förändring



Anm. I TCW-sammanvägningen ingår elva länder som utgör ca 85 procent av totala TCW på tjugo länder. Råvarupriset första kvartalet 2004 avser genomsnittet för perioden 2/1-19/3.

Källor: Riksbanken, OECD, London Metal Exchange och International Petroleum Exchange.

Diagram 19. Vinster och kassaflöde i USA. Andel av näringslivets bruttoprodukt



Anm. Vinster och kassaflöde justerade för lagervärdering och kapitalförslitning.

Källor: US Department of Commerce och Riksbanken.

derstöds av att dollarn har försvagats. Gynnsam efterfrågan, starka balansräkningar, stigande vinster (se diagram 19) och låga finansieringskostnader väntas dessutom leda till att näringslivets investeringar fortsätter att öka. De goda förutsättningarna har under inledningen av året återspeglats i bl.a. rekordhöga förväntningar i näringslivet (se diagram 20), stigande industriproduktion (se diagram 11) och ökad ordergång. Slutligen bedöms låga lagernivåer och den ökade efterfrågan medföra att lagerinvesteringarna åter ökar.

Under slutet av 2004 väntas tillväxten i USA börja mattas något, framförallt till följd av att finanspolitiken antas bli mindre expansiv. Detta bedöms i kombination med gradvis stigande räntor dämpa den privata konsumtionen och bostadsinvesteringarna något. De amerikanska konjunkturutsikterna väntas dock se fortsatt goda ut under 2005 och även 2006 prognostiseras den amerikanska ekonomin växa något snabbare än vad som är långsiktigt hållbart (se diagram 21 och tabell 2). Hushållens konsumtion som står för 70 procent av BNP väntas i kraft av sin storlek även fortsättningsvis vara en viktig faktor bakom tillväxten. De privata investeringarna bedöms vara en annan betydande drivkraft framöver. Samtidigt väntas de senaste årens negativa nettoexport vändas till positivt under 2005 och 2006.

Jämfört med föregående inflationsrapport revideras prognoserna för tillväxten upp både för i år och nästa år. Det sammanhänger bl.a. med att privat konsumtion bedöms bli starkare. Nya nationalräkenskaper visar att de amerikanska hushållens konsumtionsbenägenhet varit oväntat hög under de senaste åren, vilket har föranlett en viss upprevidering även under de kommande åren. Även investeringarna bedöms öka snabbare än vad som prognostiserades i december. Slutligen har exporten reviderats upp till följd av den svaga dollarn och att världshandeln bedöms bli något starkare.

Det är vanligt att tillväxten i sysselsättningen följer utvecklingen av produktionen med viss fördröjning (se diagram 22). I denna konjunkturuppgång har dock sysselsättningen ökat oväntat lite i relation till ökningen i produktionen. Produktiviteten har därmed stigit kraftigt (se diagram 22). Detta har dämpat enhetsarbetskostnaderna vilket påverkat näringslivets vinster och balansräkningar positivt. Det finns nu tecken på att arbetsmarknaden är på väg att stabiliseras, bl.a. har antalet ansökningar om arbetslöshetsersättning sjunkit sedan sommaren 2003. Under prognosperioden väntas sysselsättningen gradvis öka. Samtidigt bedöms produktivitetstillväxten falla tillbaka något, som efter tidigare konjunkturförbättringar.

Inflationen i USA blev något lägre än väntat under slutet av förra året samtidigt som importpriserna varit fortsatt låga trots försvagningen av dollarn. Detta har tillsammans med förväntningar om marginellt lägre enhetsarbetskostnader bidragit till att inflationsprognosen reviderats ned något 2004 och 2005 jämfört med bedömningen i december.

■ ■ Gradvis återhämtning i euroområdet.

I euroområdet väntas återhämtningen komma igång i år efter en mycket svag utveckling 2003. Sedan inflationsrapporten i december

har signalerna varit blandade. Industriproduktionen har fortsatt att öka i måttlig takt och barometerdata har överlag varit positiva (se diagram 11 och 20). Samtidigt är hushållens konsumtion alltjämt svag och den starkare euron hämmar exporten. Det preliminära utfallet för BNP-tillväxten under det fjärde kvartalet i fjol blev något lägre än prognostiserat vilket till stor del sammanhängde med att hushållens konsumtion minskade oväntat. Investeringarna, som under de senaste tre åren utvecklats svagt, uppvisade nu en mindre uppgång. Sedan föregående inflationsrapport har prognoserna för BNP-tillväxten reviderats ned något både för 2004 och 2005, framförallt till följd av den starka växelkursen.

Arbetsmarknaden bedöms ha stabiliserats och en relativt långsam förbättring väntas. Under konjunkturuppgången antas produktiviteten stiga gradvis från dagens låga nivå. Den högre produktiviteten och en stabil löneökningstakt bedöms dämpa enhetsarbetskostnaderna under prognosperioden.

Framöver väntas den allt starkare konjunkturen i omvärlden medföra att nettoexporten ger positiva bidrag till tillväxten. Hushållens konsumtion understöds av en gradvis förbättring på arbetsmarknaden, måttlig inflation och skattesänkningar i flera länder. Investeringarna bedöms också återhämta sig de närmaste åren. För detta talar främst en ökad efterfrågan från omvärlden, låga realräntor och börsuppgången. Under inledningen av återhämtningen väntas dessutom en viss lageruppbyggnad. Den offentliga konsumtionen bedöms till viss del begränsas av de besparingskrav som Tyskland och Frankrike i enlighet med stabilitetspaktens regler ska leva upp till under prognosperioden.

BNP-ökningen i euroområdet antas i år närma sig den nivå på tillväxten som är långsiktigt hållbar för att sedan överskrida den under 2005 och 2006 (se diagram 21). Det bedöms dock finnas ett visst mått av lediga resurser i ekonomin även mot slutet av prognosperioden. Inflationen väntas därför förbli måttlig de närmaste åren.

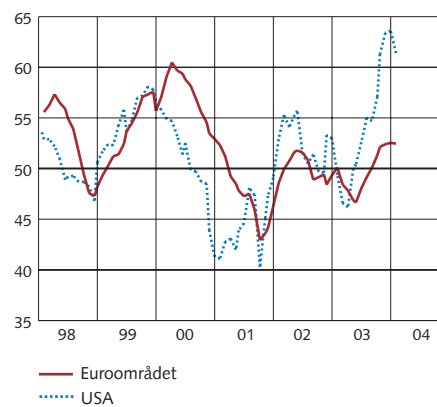
■ ■ Stark exportledd uppgång på tillväxtmarknaderna.

Under vintern har tillväxtutsikterna successivt förbättrats för Asien, Öst- och Centraleuropa samt Latinamerika. Den positiva utvecklingen har till stor del drivits av exportsektorn, som understöds av den globala uppgången. Sedan inflationsrapporten i december har särskilt Japan, som alltjämt är världens näst största ekonomi, växt snabbare än vad många externa bedömare räknat med. Detta hänger samman med en stark tillväxt av exporten, särskilt till Kina, högre företagsinvesteringar och stigande industriproduktion.

■ ■ Något ljusare konjunkturutsikter även i Storbritannien och Norden.

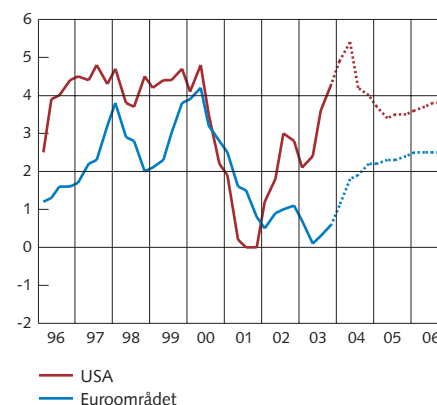
Sedan inflationsrapporten i december har prognosen för BNP-tillväxten i Storbritannien och Norge reviderats upp både för i år och nästa år. Det beror på förväntningar om fortsatt stark konsumtion och gynnsam utveckling på arbetsmarknaden. I Danmark och Finland är konjunkturbilden i stort sett oförändrad jämfört med föregående bedömning.

Diagram 20. Inköpschefsindex för USA och euroområdet. Index



Källor: NTC Research Ltd och ISM.

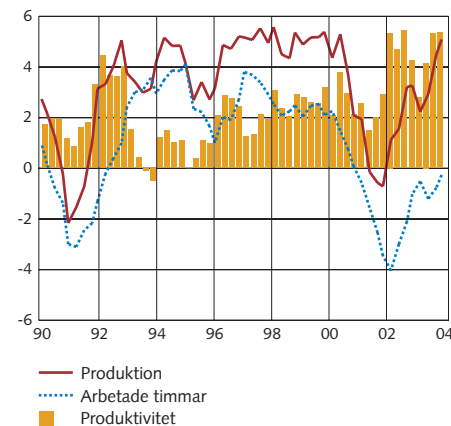
Diagram 21. BNP för USA och euroområdet, utfall och prognos. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: US Department of Commerce, Eurostat och Riksbanken.

Diagram 22. Produktivitet och komponenter, USA. Årlig procentuell förändring



Källa: Bureau of Labor Statistics.

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

- BNP-tillväxten i USA bedöms bli starkare både i år och nästa år. Det sammanhänger dels med att privat konsumtion och näringslivets investeringar har reviderats upp, dels med att bidraget från nettoexporten nu väntas bli positivt.
- BNP-tillväxten i euroområdet bedöms bli något svagare både i år och nästa år, framförallt till följd av en starkare växelkurs.
- Tillväxten i Asien, Öst- och Centraleuropa samt Latinamerika har reviderats upp något.
- Oljepriset revideras upp för hela prognosperioden. Det beror bl.a. på ökad efterfrågan och minskade produktionskvoter vilket avspeglas i stigande terminspriser.
- Den internationella inflationen bedöms bli något lägre under prognosperioden.

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

	BNP					KPI				
	2002	2003	2004	2005	2006	2002	2003	2004	2005	
USA	2,2	3,1 (3,0)	4,6 (4,2)	3,5 (3,2)	3,7	1,6	2,3 (2,4)	1,5 (1,8)	2,0 (2,3)	
Tyskland	0,2	-0,1 (0,0)	1,5 (1,6)	1,9 (2,0)	2,2	1,3	1,0 (1,1)	1,1 (1,1)	1,2 (1,4)	
Storbritannien	1,7	2,3 (2,0)	2,8 (2,6)	2,8 (2,7)	2,6	1,3	1,4 (-)	1,6 (-)	1,9 (-)	
Danmark	1,0	0,0 (1,0)	1,8 (2,0)	2,3 (2,2)	2,4	2,4	2,0 (2,2)	1,8 (2,0)	1,8 (2,0)	
Finland	2,3	1,9 (1,4)	2,5 (2,5)	3,2 (3,2)	2,5	2,0	1,3 (1,4)	1,3 (1,3)	1,8 (1,9)	
Norge	1,7	0,7 (0,5)	3,0 (2,3)	2,8 (2,6)	2,5	1,3	2,5 (2,2)	1,3 (2,0)	1,8 (2,5)	
Euro12	0,9	0,4 (0,6)	1,8 (1,9)	2,3 (2,5)	2,5	2,3	2,1 (2,0)	1,7 (1,7)	1,7 (1,7)	
TCW-vägt	1,2	1,1 (1,1)	2,4 (2,3)	2,5 (2,5)	2,6	1,7	1,7 (1,9)	1,4 (1,6)	1,6 (1,8)	
OECD 19	1,4	2,0 (2,0)	3,2 (2,9)	2,8 (2,7)	2,9	1,4	1,8 (1,9)	1,3 (1,5)	1,6 (1,8)	
				2002	2003	2004	2005	2006		
Svensk exportmarknadstillväxt				3,4	4,0 (3,8)	6,2 (6,1)	6,8 (6,9)	6,9		
Internationella producentpriser				-0,5	0,8 (-)	1,4 (-)	1,6 (-)	1,7		
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD/fat Brent Blend)				25,0	28,9 (28,8)	31,5 (25,6)	28,2 (22,8)	25,1		

Anm. KPI avser HIKP för Tyskland, Storbritannien (fr.o.m. december 2003), Danmark och Finland. BNP för Norge avser fastlandsekonomin. OECD 19 avser EU-länderna (exklusive Luxemburg), USA, Kanada, Japan, Norge och Schweiz. Prognoser i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Svensk exportmarknadstillväxt avser tillväxten i importen av varor från samtliga länder Sverige exporterar till. Prognosen vägs ihop med hjälp av respektive lands andel av total svensk export 2001–2002. Internationella producentpriser i nationell valuta avser sammanvägning av nationella PPI-serier för bearbetade varor. I denna sammanvägning ingår 11 länder och den görs med hjälp av TCW-vikter. Länderna som ingår är USA, Tyskland, Storbritannien, Norge, Finland, Danmark, Belgien, Japan, Kanada, Frankrike och Nederländerna. De utgör tillsammans ungefär 85 procent av den totala TCW-viktningen. Tidigare har en serie över internationella exportpriser på bearbetade varor använts. Motivet till att byta serie är att den nya serien inte publiceras med lika stor eftersläpning som den tidigare. Dessa serier har historiskt utvecklats relativt likartat.

Källa: Riksbanken.

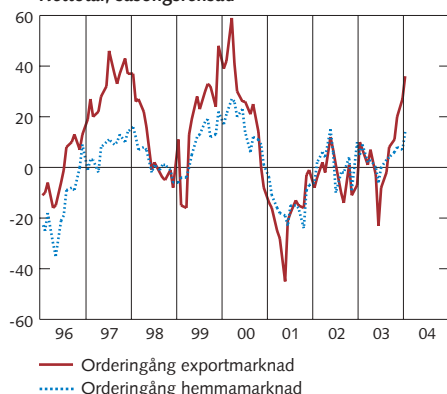
Den ekonomiska utvecklingen i Sverige

I föregående inflationsrapport tecknades bilden av en konjunkturuppgång där tillväxten långsamt tar fart och ekonomin närmar sig fullt resursutnyttjandet i slutet av prognosperioden. Ny statistik bekräftar den bilden. Det inhemska kostnadstrycket väntas ändå bli svagt även om det tilltar mot slutet av prognosperioden i takt med att en större andel av ekonomins resurser tas i anspråk. Bedömningen av den svenska konjunkturutvecklingen är i stort sett densamma som i inflationsrapporten i december. Sänkningen av reporäntan med 0,25 procentenheter i februari gör att efterfrågan i svensk ekonomi väntas stiga något snabbare framöver.

Under andra halvåret i fjol förstärktes återhämtningen i svensk ekonomi och BNP-tillväxten uppgick till 1,6 procent under 2003. Det var framförallt hushållens konsumtion och varuexporten som växte starkt medan investeringarna fortsatte att utvecklas svagt. Under 2004 väntas uppgången i den internationella konjunkturen medföra en ökad svensk exportmarknadstillväxt och därmed en ytterligare ökning av exporten. Eftersom importen samtidigt väntas stiga ger exportökningen inte upphov till en lika stor tillväxt i inhemsk efterfrågan och BNP. Ett högre kapacitetsutnyttjande i industrin i kombination med låga räntor medför att investeringarna bedöms vända upp efter att ha bottnat i fjol. Det oväntat svaga utfallet för investeringarna 2003 gör dock att uppgången har skjutits ytterligare något framåt i tiden. Låga räntor och ökade reala disponibla inkomster gör att hushållens konsumtion väntas fortsätta att öka och stiga i takt med ekonomins långsiktiga tillväxt.

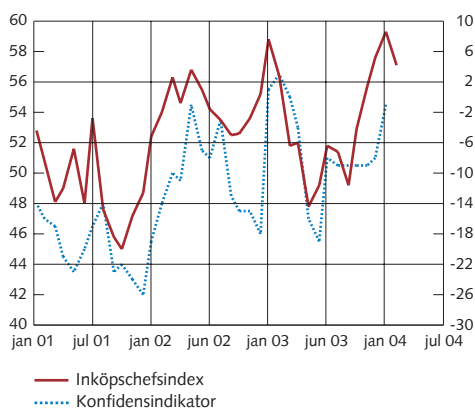
Den offentliga konsumtionen väntas växa snabbare under innevarande år jämfört med den bedömningen som gjordes i december. Det är enbart en kalendereffekt. Om man korrigerar för att antalet arbetsdagar är fler i år har tillväxten i den underliggande offentliga konsumtionen i själva verket reviderats ned till följd av den ansträngda ekonomiska situationen för kommunerna. Den konjunkturuppgång 2004–2006 som förväntas i huvudscenariot är förhållandevis försiktig. Sammantaget bedöms BNP-tillväxten bli 2,8 procent i år, 2,6 procent 2005 och 2,8 procent 2006 (se tabell 3). Årets BNP-ökning påverkas av att antalet arbetsdagar är 4 fler än 2003. Det har en effekt på BNP-tillväxten som i föregående inflationsrapport bedömdes uppgå till 0,3 procentenheter. Nya skattningar som Konjunkturinstitutet gjort tyder på att effekten på BNP skulle vara dubbelt så stor, dvs. 0,6 procentenheter. Den ändrade synen på kalendereffekten motiverar Riksbanken att revidera upp den faktiska tillväxten mellan 2003 och 2004. Däremot är synen på resursutnyttjandet i det närmaste oförändrad jämfört med föregående inflationsrapport. Resursutnyttjandet bedöms vara lågt i utgångsläget för att successivt stiga i slutet av prognosperioden och närma sig ett fullt kapacitetsutnyttjande.

Diagram 23. Ordergång, tillverkningsindustrin. Nettotal, säsongrensad



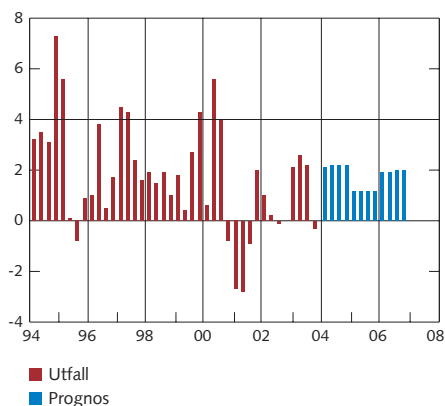
Anm. Med nettotal avses andelen företag som uppgivit en positiv utveckling minus andelen som uppgivit en försämring.
Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 24. Inköpschefsindex och konfidensindikator enligt Konjunkturbarometern. Index och netttotal



Anm. Med netttotal avses andelen företag som uppgivit en positiv utveckling minus andelen som uppgivit en försämring.
Källor: Föreningssparbanken och Konjunkturinstitutet.

Diagram 25. Export av varor. Kvartalsförändring i procent av säsongrensad serie



Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 3. Försörjningsbalans i huvudscenariot. Årlig procentuell förändring

	2003	2004	2005	2006
Hushållens konsumtion	2,0 (1,8)	2,6 (2,3)	2,3 (2,0)	2,4
Offentliga myndigheters konsumtion	0,7 (0,8)	1,1 (0,6)	0,3 (0,7)	1,4
- Statlig konsumtion	0,8 (-0,2)	1,3 (-0,1)	0,1 (0,1)	1,4
- Kommunal konsumtion	0,6 (1,2)	1,0 (0,9)	0,3 (0,9)	1,4
Fasta bruttoinvesteringar	-2,0 (-1,2)	4,8 (4,6)	6,9 (6,0)	4,9
Lagerförändring, bidrag	0,2 (0,3)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0
Export	5,9 (4,0)	6,8 (4,9)	6,1 (5,8)	6,5
Import	5,4 (3,9)	7,2 (5,5)	6,3 (5,9)	6,5
BNP	1,6 (1,5)	2,8 (2,4)	2,6 (2,5)	2,8

Anm. Bedömningen avser faktisk tillväxt. Siffrorna i föregående inflationsrapport anges inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken.

■ ■ Förbättrade utsikter i industrin.

Den statistik som inkommit de senaste månaderna visar på en fortsatt återhämtning inom industrin. Konjunkturinstitutets månadsbarometer för februari visar att konfidensindikatorn för tillverkningsindustrin har stigit till en relativt hög nivå. Även inköpschefsindex pekar på en uppgång inom industrin (se diagram 24). Produktionsvolymen har stigit, ordergången har ökat från såväl hemmamarknaden som exportmarknaden och företagen är optimistiska inför framtiden (se diagram 23). Företagen är också mindre missnöjda med färdigvarulagren. Även utfallet för industriproduktionen visar en uppgång de senaste månaderna. Ordergången till industrin minskade enligt SCB mellan tredje och fjärde kvartalet i fjol men ökade igen i januari. Bägge dessa serier från SCB brukar dock ofta revideras vilket gör att de senaste utfallen får tolkas med viss försiktighet.

■ ■ Starkare uppgång i både export och import.

Återhämtningen i svensk exportmarknadstillväxt och i industrikonjunkturen avspeglades även i en stark tillväxt av varuexporten under 2003. Exporten av varor ökade med 5,1 procent i fjol, vilket är mer än prognosen i decemberrapporten. Fordonsindustrin och läkemedelsindustrin svarade för den största exportökningen, enligt utrikeshandelsstatistiken. Den starkare exporten beror på att marknadstillväxten blev högre samtidigt som relativpriset på svensk export blev lägre än väntat. Marknadstillväxten för svenska varor bedöms ha ökat med 4 procent under fjolåret. Sverige lyckades därmed vinna marknadsandelar. En allt starkare efterfrågan från utlandet gör att exportutsikterna förbättras under prognosperioden och exporten väntas stiga. Svensk varuexport får dessutom draghjälp av att relativpriserna väntas utvecklas svagare. Exportföretagen har också blivit mer optimistiska inför framtiden. Tjänsteexporten återhämtade sig under fjolåret och ökade med 8,4 procent. Den bedöms nu komma att utvecklas starkare under prognosperioden än i decemberrapporten. Ett metodbyte vid insamlingen av statistiken i januari 2003 gör dock prognosen osäker.

Under 2003 ökade importen av varor med 5,5 procent och tjänster med 5,1 procent. Det var mer än väntat och beror på att både exporten och hushållens konsumtion utvecklades starkare än vad som prognostiserades i december. Tillväxttakten i varuimporten bedöms stiga under de kommande åren till följd av en ökad tillväxttakt i privat konsumtion, en ökad efterfrågan på insatsvaror till exportindustrin och en uppgång i de fasta bruttoinvesteringarna. Även tjänsteimporten väntas fortsätta att utvecklas starkare. I förhållande till föregående inflationsrapport har både tjänste- och varuimporten reviderats upp de kommande åren. Tjänsteimporten har historiskt sett varit större i förhållande till BNP än tjänsteexporten, men skillnaden har minskat sedan 1980 (se diagram 27). Även för resten av prognosperioden förväntas exporten av tjänster öka något mer än importen av tjänster.

Sammantaget har prognoserna för både importen och exporten reviderats upp jämfört med föregående inflationsrapport. Genomgående över hela prognosperioden förväntas en positiv men ganska liten nettoexport. Nettoexporten beräknas bli större i år än vad som prognostiserades i december förra året. Därmed blir bytesbalansöverskotten betydande även under de kommande åren.

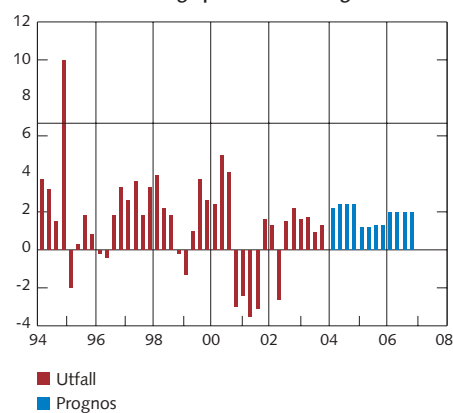
■■ Investeringssuppgång inleds i år.

De fasta bruttoinvesteringarna föll med 2 procent under 2003, vilket var en något större nedgång än väntat. Efter att investeringarna minskat tre år i följd samtidigt som den totala produktionen i ekonomin ökat något bör det finnas förutsättningar för en uppgång (se diagram 28). Att räntorna har sjunkit samtidigt som börskurserna stigit kan också antas stimulera investeringviljan. Hur snabb uppgången blir är dock svårbedömt. Ett stort antal lediga lokaler, måttligt resursutnyttjande och besparingskrav i den offentliga sektorn talar emot en snabb investeringssuppgång, utom möjligen i industrin.

Inom industrin tycks konjunkturuppgången nu ha kommit en bit på väg. Exportefterfrågan har tagit fart och företagen ser relativt ljusst på framtiden. SCB:s undersökningar visar att kapacitetsutnyttjandet i industrin ökat stadigt sedan början av 2002 och det är nu relativt högt sett i ett historiskt perspektiv. Till viss del beror uppgången på att företagen inom teleproduktindustrin avvecklat överskottskapacitet. Samtidigt visar Konjunkturinstitutets barometerundersökningar att andelen företag som ser maskin- och anläggningskapaciteten som den primärt begränsande faktorn ligger på en genomsnittlig nivå. Även den indikatorn visar på en mindre uppgång men den brukar vanligtvis stiga snabbt i konjunkturuppgångar. Det finns således vissa tecken som tyder på att kapitalstocken i industrin behöver utökas med hänsyn till att efterfrågan förväntas öka.

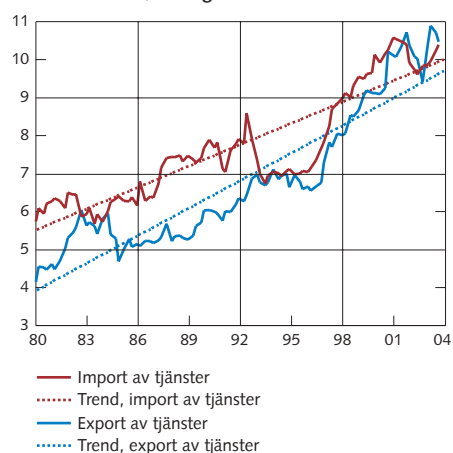
I övriga delar av näringslivet är det generellt sett svårt att se tecken på att utnyttjandet av kapitalstocken skulle vara högt för närvarande. Det finns ett överskott på kontor och kommersiella lokaler, vilket har lett till att nybyggandet av sådana lokaler har minskat. Enligt barometerundersökningarna väntar byggföretagen inte hel-

Diagram 26. Import av varor.
Kvartalsförändring i procent av säsongrensad serie



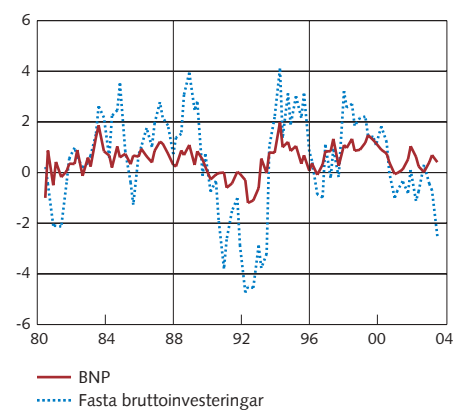
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 27. Import och export av tjänster.
Andel av BNP, säsongrensade serier



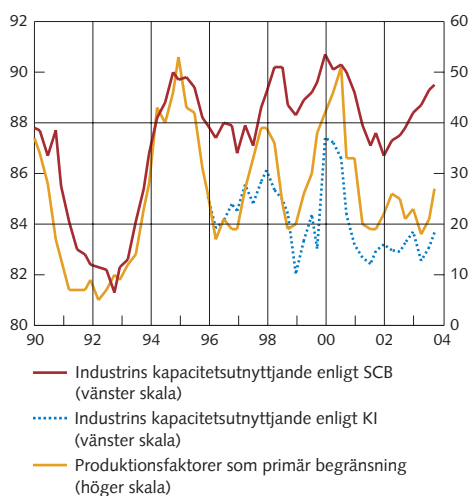
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 28. BNP-tillväxt och investeringar.
Utjämnade kvartalsförändringar i procent av säsongrensad serie



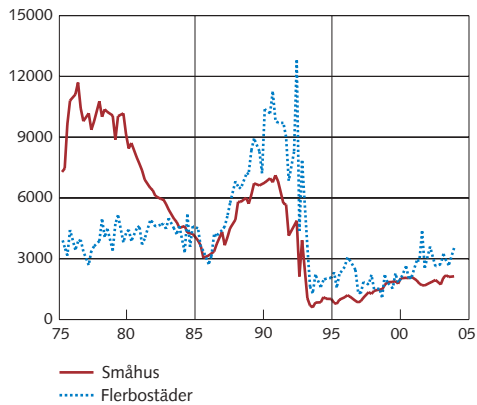
Källa: SCB.

Diagram 29. Industrins kapacitetsutnyttjande. Procent



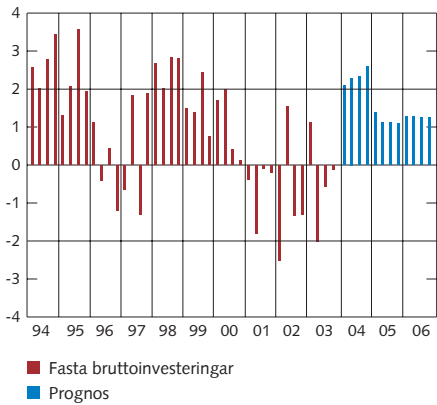
Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 30. Påbörjade lägenheter. Säsongsrensad



Källa: SCB.

Diagram 31. Fasta bruttoinvesteringar. Kvartalsförändring i procent av säsongsrensad serie



Källor: SCB och Riksbanken.

ler någon snabb återhämtning i denna typ av byggande. Vidare talar de ansträngda finanserna i den offentliga sektorn för att kommuner och landsting kommer att fortsätta hålla igen på sina investeringar, åtminstone under 2004 och 2005. Mot slutet av prognosperioden väntas emellertid kommunernas finanser komma att ge utrymme för stigande investeringar. Dessutom väntas investeringarna i infrastruktur öka gradvis till följd av en nyligen träffad överenskommelse om finansieringen (se avsnittet "Offentliga finanser, konsumtion och investeringar"). Tjänstbranschernas investeringar har minskat under fjolåret, men de väntas i år och nästa år komma att gynnas av förbättrade konjunktursikter. Utbyggnaden av de s.k. 3G-näten för mobiltelefoni pågår och kan väntas ge positiva bidrag till investeringsutvecklingen under de kommande två åren.

Bostadsbyggandet har ökat oavbrutet sedan 1998, men ökningstakten har varit låg. Under 2003 började ca 23 000 lägenheter i små- och flerbostadshus att byggas.⁵ Det var en ökning på 19 procent. Trots denna ökning är nybyggnationen historiskt sett fortfarande låg (se diagram 30). Samtidigt har också ombyggnaderna minskat.

Sammantaget bedöms de fasta bruttoinvesteringarna öka med knappt 5 procent i år och med omkring 7 procent 2005. Investeringsoökningen för 2004 är i samma storleksordning som i föregående inflationsrapport, men hänsyn har tagits till att effekten av fler antal arbetsdagar 2004 nu beräknas vara större på investeringarna.

■ ■ Hushållens disponibla inkomster väntas öka under prognosperioden.

Nationalräkenskaperna visar att hushållens reala disponibla inkomster var oförändrade under 2003 jämfört med föregående år. Det oväntat svaga utfallet beror i huvudsak på att principerna ändrats för nationalräkenskapernas periodisering av hushållens skatter. Förändringen består i att skillnaderna mellan preliminär och slutgiltig skatt nu bokförs under inkomståret istället för som tidigare året därpå. De disponibla inkomsterna väntas nu växa något snabbare 2004 till följd av något lägre beräknade direkta skatter och en långsammare prisökningstakt. Prognosen för ökningen av de disponibla inkomsterna för 2005 har inte ändrats nämnvärt. För 2006 antas att inga regeländringar i skatte- och transfereringssystemet genomförs, vilket innebär en tillväxt i hushållens reala disponibla inkomst på ca 3 procent, vilket är i linje med utvecklingen i lönesumman och real BNP. Sammantaget antas hushållens reala inkomster utvecklas något starkare än vad som antogs i föregående inflationsrapport.

■ ■ Fortsatt uppgång i konsumtionen.

Den privata konsumtionen bestäms i huvudsak av hushållens inkomster och förmögenhet och förväntningar om hur de ska utvecklas

⁵ Uppgiften är preliminär och siffrorna för det senaste kvartalet är uppräknade med hänsyn till den underreportering som brukar förekomma.

framöver. Även räntenivån är viktig. Hushållens reala disponibla inkomster antas nu växa något mer än i föregående bedömning. Under prognosperioden väntas småhuspriserna fortsätta att öka bl.a. till följd av det låga ränteläget och ett lågt bostadsbyggande. Hushållens samlade förmögenhet antas nu komma att öka snabbare än vad som antogs i decemberrapporten.

Högre reala inkomster, lägre ränta och något högre förmögenhetsvärden talar för att hushållens konsumtion tar ytterligare fart i år för att sedan i stora drag ligga kvar kring den nuvarande tillväxttakten de kommande två åren. Enligt "Hushållens inköpsplaner" har hushållen blivit mer optimistiska både om den realekonomiska utvecklingen i stort och om sin egen ekonomi (se diagram 33). Andra indikatorer över konsumtionsutvecklingen, som detaljhandels omsättning, har ökat ungefär som väntat och stödjer därmed bilden av att konsumtionen tilltar mer i år. Konsumtionen bedöms samtidigt komma att hållas tillbaka något av den svagare arbetsmarknadsutvecklingen.

■ ■ Hushållen lånar mer men klarar av att betala sina räntor.

Hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna fortsatte att öka i fjol och skuldkvoten ligger nu nära de nivåer som uppmättes under den kraftiga låneexpansionen i slutet av 1980-talet. De låga utlåningsräntorna innebär dock att hushållens räntekostnader som andel av den disponibla inkomsten (den s.k. räntekvoten) är på en historiskt låg nivå (se diagram 34). Andelen lån med rörlig ränta har stigit trendmässigt i takt med att de nominella marknadsräntorna har fallit. Rörliga lån utgör i dagsläget ca en tredjedel av den utestående skuldstocken. Av nyupplåningen sker närmare 60 procent till rörlig ränta.

Hushållens större förmögenhet beräknas leda till att deras nysparande minskar. Hushållen ökar därför konsumtionen mer än de disponibla inkomsterna ökar de kommande åren. Därmed faller hushållens sparkvot under prognosperioden.

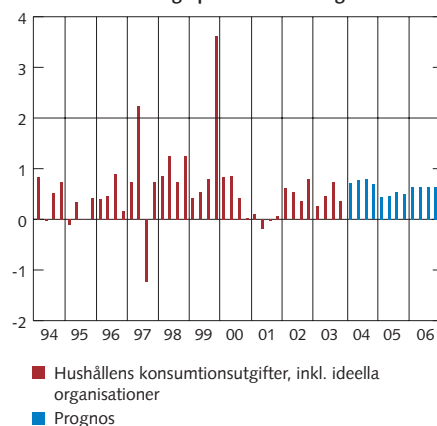
■ ■ Offentliga finanser, konsumtion och investeringar.

Nationalräkenskapernas preliminära utfall för offentlig konsumtion och investeringar var i stort sett i linje med prognosen i december. Sedan föregående inflationsrapport har regeringen aviserat nya finanspolitiska åtgärder. Anslagen till AMS har höjts med 2 miljarder kronor 2004 och kommunerna tilldelas ytterligare 4 miljarder kronor i generella bidrag 2005. Regeringen har kommit överens med samarbetspartierna om ett långsiktigt program för investeringar i infrastruktur, vilket bedöms leda till ökade statliga investeringar.

Den offentliga sektorns ställning antas gradvis komma att förbättras i takt med konjunkturen förstärks samtidigt som utgifterna som andel av BNP antas sjunka (se tabell 4). Det finansiella sparandet antas dock bli lägre för 2004–2005 jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport.

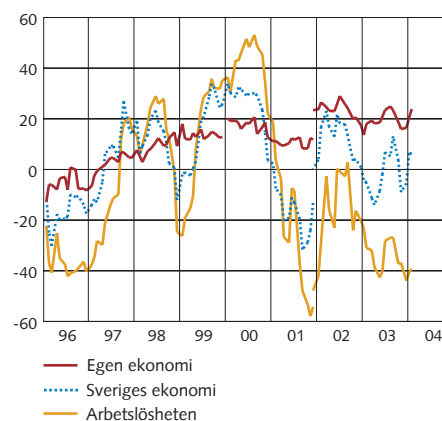
Genom att korrigera det faktiska finansiella sparandet för de cykliska effekterna erhålls det strukturella sparandet som ger en bild av

Diagram 32. Privat konsumtion. Kvartalsförändring i procent av säsongrensad serie



Källor: SCB och Riksbanken.

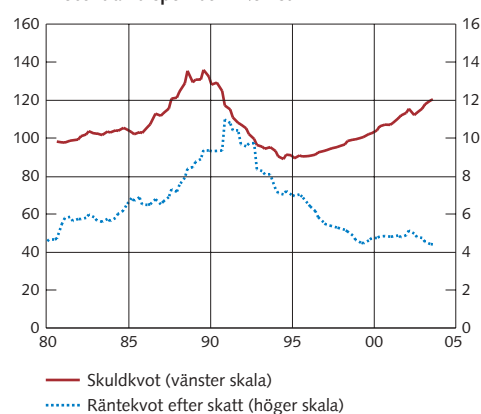
Diagram 33. Hushållens förväntningar om den egna ekonomin, Sveriges ekonomi samt arbetslösheten. Nettotal



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

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 34. Hushållens skuldkvot och räntekvot. Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken.

hur stort det finansiella sparandet skulle vara vid ett normalt kapacitetsutnyttjande. Under prognosperioden väntas de cykliska effekterna ha en stimulerande effekt på efterfrågan i ekonomin eftersom kapacitetsutnyttjandet antas vara under sin normala nivå. Det strukturella sparandet bedöms ligga kring 1,2 procent under prognosperioden.

**Tabell 4. Den offentliga sektorns finanser.
Periodiserat, nivå i procent av BNP**

	2003	2004	2005	2006
Inkomster	56,1	55,6	54,7	54,9
Utgifter	55,6	55,0	54,1	53,6
Finansiellt sparande	0,5	0,6	0,7	1,2
Cykliskt sparande	-0,8	-0,8	-0,4	-0,1
Strukturellt sparande	1,2	1,4	1,1	1,3

Källor: SCB och Riksbanken.

■ ■ Överskottsmålet uppfylls inte under prognosperioden.

Ett av de övergripande budgetpolitiska målen för finanspolitiken är saldomålet. Det går ut på att den offentliga sektorns finansiella sparande ska ge ett överskott på 2 procent i genomsnitt över en konjunkturcykel. Saldomålets syfte är att minska den offentliga sektorns skuld som andel av BNP. Ett annat syfte är att skapa ett finansiellt utrymme som garanterar att stabiliseringspolitiska åtgärder kan vidtas och automatiska stabilisatorer kan verka utan att underskotten i de offentliga finanserna överskrider 3 procent av BNP i ogynnsamma konjunkturlägen. Överskottsmålet kan utvärderas med hjälp av uppskattningar av det s.k. strukturella sparandet eftersom man då rensar för de cykliska effekterna. Ett årligt strukturellt sparande på omkring 2 procent av BNP tyder således på att överskottsmålet uppfylls. De beräkningar som redovisas i tabell 4 tyder alltså på att det kan bli svårigheter med att uppfylla överskottsmålet för den offentliga sektorn 2004–2006.

Beräkningar av det strukturella sparandet är förknippat med stor osäkerhet och det finns alternativa metoder som kan ge markant olika resultat. Anledningen till att metodernas resultat skiljer sig åt är att de bygger på olika skattningar av resursutnyttjandet i ekonomin. I tabell 5 nedan jämförs resultaten av två olika metoder som skiljer sig i bedömningen av produktionsgapets storlek. Den ena är HP-metoden som skattar detta enbart genom en trendrensning av BNP-serien. Den andra är en bedömning av produktionsgapet baserad på flera olika indikatorer på ekonomins resursutnyttjande. Den sistnämnda bedömningen har använts i tabell 4.

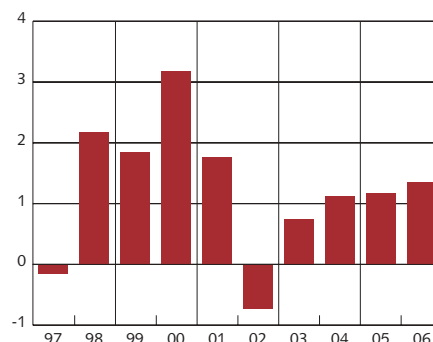
**Tabell 5. Strukturellt sparande 2003–2006, olika metoder.
Procent av BNP**

	2003	2004	2005	2006
Alternativ metod	1,2	1,4	1,1	1,3
HP-metoden	0,7	1,1	1,2	1,4
Genomsnitt	1,0	1,2	1,1	1,3

Källa: Riksbanken.

HP-metoden ger en uppskattning av det strukturella sparandet som är lägre 2003–2004 och högre 2005–2006 än det som ges med den alternativa metoden. Ingen av de två olika metoderna indikerar att överskottsmålet för den offentliga sektorn uppnås under prognosperioden. I diagram 35 redovisas det strukturella sparandet för åren 1997–2006 där HP-metoden använts för skattningen av produktionsgapet. Mätt på detta sätt tyder beräkningarna på att det strukturella sparandet överskred 2 procent av BNP 1998, 2000 och 2001. I genomsnitt förväntas det faktiska periodiserade finansiella sparandet uppgå till 1,4 procent av BNP mellan 1997 och 2006. Inte heller enligt detta beräkningssätt uppfylls alltså saldomålet. Det prognostiserade överskottet i den offentliga sektorn beräknas härröra från ålderspensionssystemet (se tabell 6).

Diagram 35. Strukturellt sparande 1997–2006, HP metoden. Procent av BNP



Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 6. Finansiellt sparande i olika sektorer. Procent av BNP

	2003	2004	2005	2006
Ålderspensionssystemet	2,0	2,0	2,0	2,0
Kommunsektorn	-0,2	0,1	0,2	0,4
Staten	-1,4	-1,4	-1,5	-1,2

Källor: SCB och Riksbanken.

■ ■ Staten riskerar att överskrida utgiftstaket.

Utgiftstaket för ett enskilt budgetår fastställs enligt ett rullande schema av riksdagen tre år i förväg. Om inga åtgärder vidtas bedömer Riksbanken att staten överskrider utgiftstaket 2004 men klarar det 2005 och 2006 (se tabell 7). Budgetmarginalerna utgörs av skillnaden mellan de budgeterade takbegränsade utgifterna och utgiftstaket. Dessa marginaler är avsedda för att hantera oförutsedda händelser. De bedöms bli mycket små och betydligt mindre än det fastställda 2004-2006.⁶

Tabell 7. Utgiftstaket för staten. Miljarder kronor

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Utgiftstak	723	720	753	765	791	812	822	856	894	931
Takbegränsade utgifter	699	718	752	760	786	812	822	860	892	924
Budgeterings-marginal	24	2	2	5	5	0	0	-4	2	7

Anm. Utgiftstaket är inte justerat för tekniska justeringar.

Källor: Finansdepartementet och Riksbanken.

■ ■ Statligt budgetunderskott under hela prognosperioden.

Prognosen för tillväxten i den statliga konsumtionen i fasta priser har reviderats upp till 1,3 procent 2004 (se tabell 8).⁷ Det beror på de ökade anslagen till AMS. För 2005 är prognosen oförändrad. Tillväx-

6 I vårpropositionerna har budgeteringsmarginalen fastställts till i genomsnitt 23 miljarder kronor.

7 Upprevideringen beror också på en dagkorrigering på grund av fler arbetsdagar 2004 än 2003.

ten i de statliga investeringarna i fasta priser har reviderats upp till -0,5 för 2004 och 8,9 procent för 2005 på grund av infrastrukturinvesteringarna.

Som framgår av tabell 8 visar statens finansiella sparande underskott under hela prognosperioden men underskottet bedöms minska mot slutet av prognosperioden. Utgiftstaket och överskottsmålet har en stor betydelse för denna utveckling. Genom att utgifterna inte tillåts överskrida ett fastställt tak styrs utvecklingen av det finansiella sparandet för staten framförallt av dess inkomster, som bedöms öka med konjunkturen. Jämfört med föregående inflationsrapport väntas statens finansiella sparande bli lägre 2004–2005. Detta beror bl.a. på de diskretionära åtgärder som staten aviserat sedan föregående inflationsrapport.

Tabell 8. Statens finanser, statsskuld och bruttoskuld.
Årlig procentuell förändring (i fasta priser), miljarder kronor och procent av BNP

	2003	2004	2005	2006
Konsumtion	0,8	1,3	0,1	1,4
Investeringar	2,0	-0,5	8,9	-2,1
Finansiellt sparande (Mdkr)	-34	-36	-40	-33
Statens budgetsaldo (Mdkr)	-46	-54	-41	-34
Statsskuld (Mdkr)	1186	1237	1283	1317
Procent av BNP	48,6	48,6	48,0	47,2
Konsoliderad bruttoskuld (Mdkr)	1266	1343	1384	1418
Procent av BNP	51,9	52,8	51,7	50,8

Källor: SCB och Riksbanken.

Statens budgetsaldo blir ungefär lika stort som det finansiella sparandet, förutom 2004. Budgetsaldot, som motsvarar lånebehovet med omvänt tecken, visar på ett underskott under hela prognosperioden. Det innebär att statsskulden i absoluta termer kommer att öka. Statsskulden beräknas öka med 131 miljarder kronor mellan 2003 och 2006. Som andel av BNP minskar dock skulden under prognosperioden. Den konsoliderade bruttoskulden för hela den offentliga sektorn ökar i kronor som en följd av den ökade statsskulden men minskar som andel av BNP.

■ ■ Fortsatt ansträngda finanser hos kommunerna.

Många kommuner och landsting har problem med att klara sina balanskrav. Enligt balanskravet måste ett budgetunderskott balanseras med ett motsvarande överskott inom två år. I bedömningarna av kommunernas finanser har Riksbanken beaktat de aviserade generella bidragen på 4 miljarder kronor. Vidare antas som i föregående inflationsrapport kommunerna i genomsnitt höja skatterna med ytterligare 20 öre 2005. Trots dessa åtgärder bedöms kommunernas finanser bli ansträngda under prognosperioden. Prognosen för kommunala myndigheters konsumtion revideras upp för 2004, men detta beror enbart på en kalendereffekt. Rensat för variationer i arbetsdagar bedöms den kommunala konsumtionen växa betydligt mindre 2004 jämfört med föregående inflationsrapport. Konsumtionstillväxten 2005 är

nedreviderad. För 2006 antas dock en högre tillväxt i linje med att de kommunala finanserna förbättras (se tabell 9). Även de kommunala investeringarna revideras ned kraftigt 2004. Till skillnad från konsumtionen bedöms de kommunala investeringarna ta fart redan 2005.

Tabell 9. Kommunernas finanser och efterfrågan.
Årlig procentuell förändring (i fasta priser) och miljarder kronor

	2002	2003	2004	2005	2006
Konsumtion	2,8	0,6	1,0	0,3	1,4
Investeringar	7,2	-8,9	-5,0	1,7	2,7
Finansiellt sparande (Mdkr)	-14	-4	2	6	12
Budgetsaldo (Mdkr)	-9	-2	0	4	10
Akkumulerat underskott (Mdkr)	-9	-11	-11	-7	4

Källor: SCB och Riksbanken.

■ ■ Arbetsmarknaden försämrades under 2003.

Under loppet av 2003 steg arbetslösheten påtagligt från 4,5 procent i januari till 5,4 procent i december i säsongsrensade termer.

I termer av årsgenomsnitt ökade utbudet av arbetskraft med ca 30 000 personer mellan 2002 och 2003. Samtidigt minskade antalet sysselsatta med ca 10 000 personer. Särskilt starkt minskade sysselsättningen inom industrin. Den genomsnittliga arbetstiden för de sysselsatta minskade till följd av att frånvaron fortsatte öka och den avtalade arbetstiden minskade.

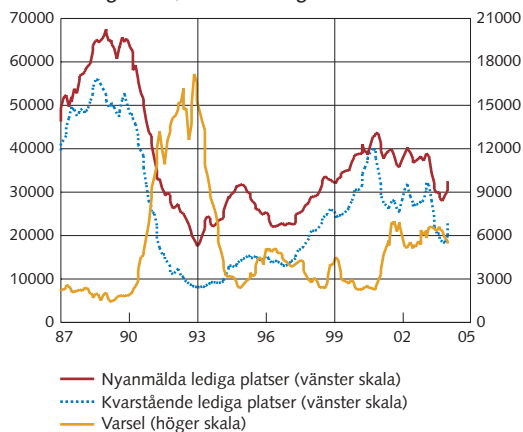
Befolkningen i arbetsför ålder, dvs. mellan 16–64 år, har ökat relativt starkt de senaste åren och väntas så göra även de närmaste åren. Det har bidragit positivt till utbudet av arbetskraft trots att det främst är de äldre och de yngre som ökat i antal, dvs. grupper som i regel har en låg förvärvsfrekvens. I fjol drog kommunerna ned på den kommunala vuxenutbildningen vilket också ledde till att utbudet av arbetskraft ökade.

■ ■ Svaga tecken på vändning.

Ännu har sysselsättningen inte vänt uppåt. Det finns dock några om än svaga tecken på att efterfrågan på arbetskraft kan vara på väg att vända uppåt. De allra senaste månaderna har antalet nyanmälda lediga platser ökat något i säsongsrensade termer, men det är en liten förbättring ställt i relation till nedgången under större delen av fjolåret. Konjunkturinstitutets barometerundersökningar visar att bristen på arbetskraft stigit i flera branscher, men den är fortfarande låg. Vidare har varslen om uppsägningar fallit tillbaka något (se diagram 36).

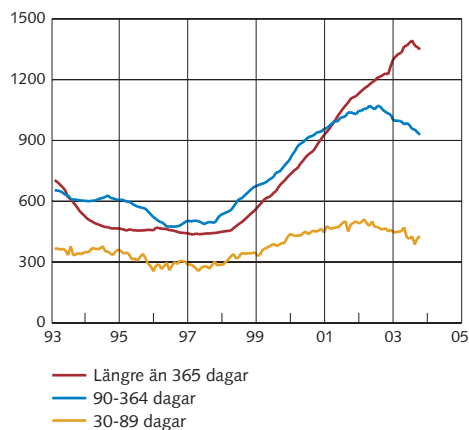
Den senaste statistiken från Riksförsäkringsverket över sjukskrivningarna tyder på att sjukfrånvaron har kulminerat (se diagram 37). SCB:s arbetskraftsundersökningar ger samma resultat. De senaste månaderna har sjuktalen minskat. Till en del kan det bero på att långtidssjuka har förtidspensionerats, men även den kortare sjukfrånvaron tycks ha minskat något.

Diagram 36. Antalet nyanmälda platser och kvarstående lediga platser med en varaktighet på mer än tio dagar samt antalet varsel.
Säsongrensat, tre månaders glidande medelvärde



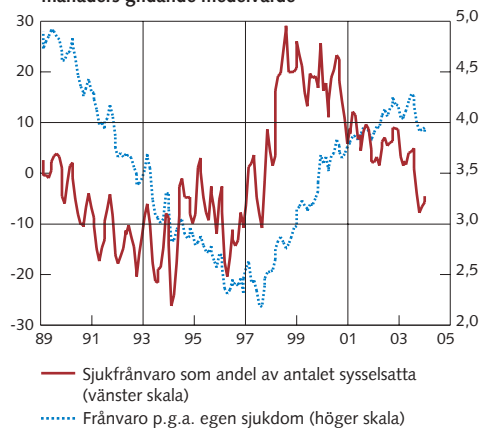
Källa: AMS.

Diagram 37. Sjukfrånvaro fördelad på längd.
100-tals personer, säsongrensad



Källa: Riksförsäkringsverket.

Diagram 38. Frånvarande p.g.a. egen sjukdom samt sjukfrånvaro som andel av antalet sysselsatta.
Procentuell förändring från motsvarande månad föregående år samt procent, säsongrensad, tre månaders glidande medelvärde



Källa: SCB.

■ ■ Mer pessimistisk syn på sysselsättningen.

I föregående inflationsrapport bedömdes antalet sysselsatta personer komma att öka marginellt som årsgenomsnitt mellan 2003 och 2004. Den svaga utvecklingen i slutet av förra året talar emellertid för en nedrevidering av sysselsättningen under 2004. Sysselsättningen antas dock öka igen mot slutet av innevarande år, vilket överensstämmer med Riksbankens tidigare bedömning. Det historiska mönstret är att sysselsättningen reagerar med en viss eftersläpning på en förändring i produktionen.

Inom industrin har sysselsättningen under lång tid minskat trendmässigt. Efter krisen i början av 1990-talet ökade antalet sysselsatta i industrin något för att sedan stabilisera sig fram till 2001, då en ny nedgång inleddes. Någon större återhämtning är sannolikt inte att vänta även om industriproduktionen ökar snabbare. Det är mer sannolikt att sysselsättningen inom industrin åter planar ut. Sysselsättningen i byggbranschen har ökat under lång tid trots att aktiviteten i sektorn har varit dämpad. Troligen kommer ökningen att fortsätta med tanke på den prognostiserade uppgången i investeringarna. Det innebär att bostadsbyggandet fortsätter att öka och att anläggningsbyggandet tar fart under senare delen av prognosperioden.

Inom den privata tjänstesektorn är bristen på arbetskraft obetydlig för närvarande. Den fortsatta förbättringen av tillväxten bör dock leda till att sysselsättningen i tjänstenäringarna stiger. AMS räknar exempelvis med att efterfrågan på IT-personal är på väg att öka.⁸ Däremot väntas sysselsättningen i den offentliga sektorn komma att utvecklas mycket svagt, åtminstone under 2004 och 2005. Kommunernas ansträngda ekonomi väntas till och med leda till personalminskningar på vissa håll. Under 2006 bedöms de kommunala finanserna komma att förbättras och ge utrymme för en viss tillväxt av sysselsättningen.

Under innevarande år bedöms arbetskraftsutbudet inte öka jämfört med 2003; utbudet dämpas när de arbetsmarknadspolitiska utbildningsåtgärderna ökar. De kommande åren kan man dock räkna med att antalet personer i arbetskraften stiger något. Det beror på att det blir fler personer i arbetsför ålder och på att efterfrågan på arbetskraft ökar. Med tanke på att sysselsättningen väntas börja öka först under senare delen av 2004 stiger arbetslösheten något mellan 2003 och 2004. Därefter väntas arbetslösheten sjunka långsamt.

⁸ AMS, "Var finns jobben 2004?".

**Tabell 10. Arbetsmarknadsprognos.
Årlig procentuell förändring**

	2003	2004	2005	2006
Arbetskraft	0,7 (0,7)	0,0 (0,1)	0,2 (0,3)	0,4
Sysselsatta	-0,2 (-0,1)	-0,2 (0,1)	0,3 (0,4)	0,7
Medelarbetstid	-1,2 (-0,8)	0,9 (0,3)	0,2 (0,0)	0,2
Vanligen arbetad tid	-0,5	-0,2	-0,2	0,0
Antal arbetsdagar	-0,4	1,6	0,0	-0,8
Frånvaro	-0,3	0,0	0,2	0,3
Övertid, mertid	-0,2	0,0	0,2	0,3
Arbetade timmar	-1,3 (-0,8)	0,6 (0,5)	0,6 (0,5)	1,0
Öppen arbetslöshet, procent av arbetskraften	4,9 (4,8)	5,0 (4,8)	4,9 (4,6)	4,7
Arbetsmarknadspol. åtgärder, procent av arbetskraften	2,1 (2,1)	2,0 (1,9)	2,0 (1,7)	2,0

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

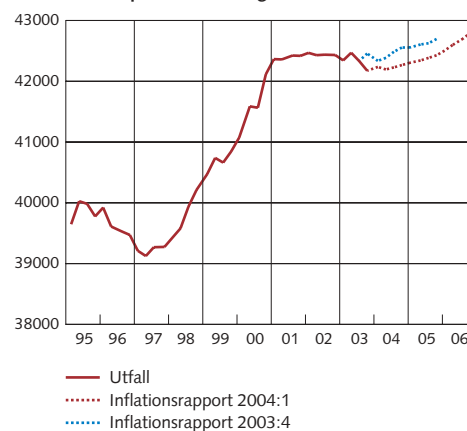
■ ■ Medelarbetstiden ökar igen.

Det faktum att 2004 består av fyra arbetsdagar mer än förra året leder till att antalet arbetade timmar ökar mellan 2003 och 2004. Kalendereffekten på arbetade timmar i hela ekonomin har beräknats uppgå till ca 0,9 procentenheter. Men det är osäkert om uppgången blir så stor eftersom förändringen i medelarbetstiden dessutom påverkas av hur frånvaro, övertidsuttag etc. utvecklas. Under 2005 och 2006 väntas även högre tillväxt och stigande resursutnyttjande bidra till att antalet arbetade timmar ökar något snabbare än antalet sysselsatta personer. Dagens låga uttag av övertid kan därför antas stiga i konjunkturuppgången.

Sammantaget bedöms antalet arbetade timmar öka marginellt 2004 trots att antalet sysselsatta personer minskar något. Under 2005 och 2006 bedöms antalet arbetade timmar öka något snabbare än antalet sysselsatta.

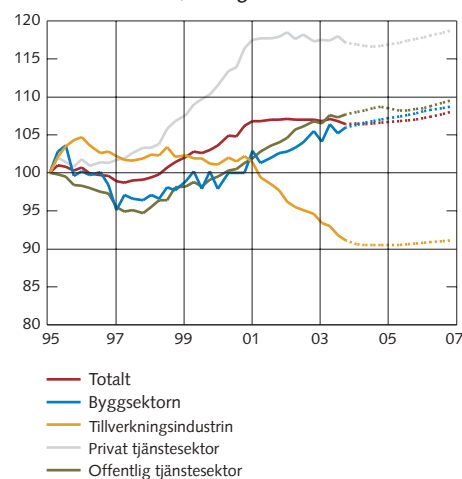
■ ■ Resursutnyttjandet stiger långsamt.

Det mesta talar för att resursutnyttjandet i ekonomin fortfarande är relativt lågt. Det är främst inom industrin som det tenderar att öka. SCB:s undersökningar har visat att industrins kapacitetsutnyttjande ökat flera kvartal i följd. Till stor del är uppgången hänförlig till teleproduktindustrin, som avvecklat överskottskapacitet. Men ökningarna redovisas för ett flertal industribranscher. Flera indikatorer i Konjunkturinstitutets barometerundersökningar tyder också på att resursutnyttjandet i industrin stiger, men barometern indikerar att utnyttjandegraden i industrin fortfarande är låg. I tjänstenäringsar som uppdragsverksamhet och datakonsultbranschen tycks kapacitetsutnyttjandet vara fortsatt lågt. Skattningar indikerar att produktionsgapet är negativt enligt både produktionsfunktionsansatsen och HP-filtret (se diagram 43). Den sammanvägda bedömningen av bl.a. de estimerade produktionsgapen, bristsituationen och arbetslösheten innebär att resursutnyttjandet i ekonomin är relativt lågt. Det är först

**Diagram 39. Sysselsättningen.
100-tal personer, säsongrensat**

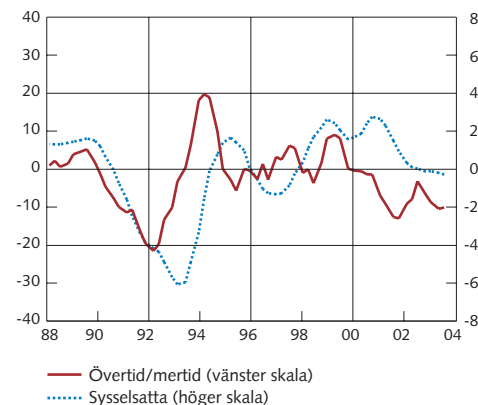
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 40. Sysselsättning i olika sektorer.
Index 1995=100, säsongrensat**

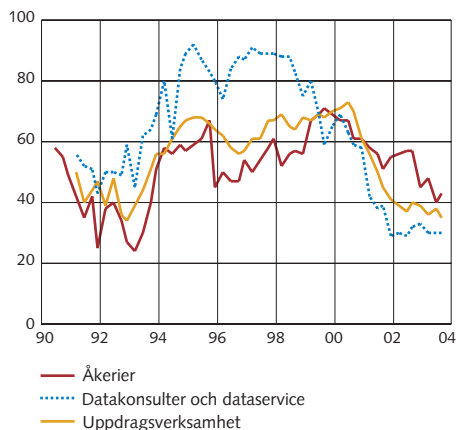
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 41. Övertid/mertid i timmar och sysselsatta.
3-kvartals glidande medeltal av förändringar från motsvarande kvartal föregående år, procent**

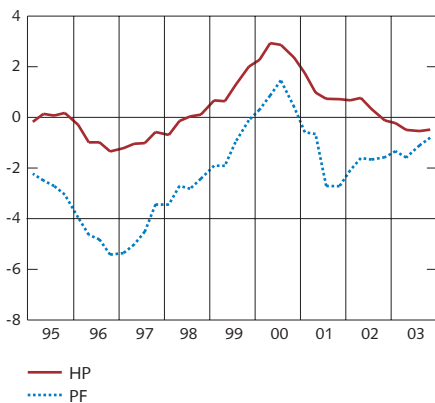
Källa: SCB.

Diagram 42. Andel företag med fullt kapacitetsutnyttjande i några tjänstebranscher. Nettotal



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 43. Skattade produktionsgap enligt två olika metoder. Procent av potentiell BNP



Anm. HP är det s.k. Whittaker-Henderson eller Hodrick- Prescott filtret. PF är produktionsfunktionsansatsen.

Källor: SCB och Riksbanken.

under 2005 och 2006 som tillväxten väntas vara så stark att de lediga resurserna börjar tas i anspråk i ökande utsträckning och ekonomin närmar sig ett fullt resursutnyttjande.

Den höga produktivitetstillväxten kan dock tyda på en högre potentiell produktionskapacitet och på att mängden lediga resurser är större än vad som antogs i föregående bedömning. Det är emellertid ännu för tidigt att avgöra om den senaste tidens uppgång i produktiviteten är ett tecken på att den långsiktiga nivån på produktivitetstillväxten höjts (se fördjupningsrutan "Hur uthållig är den senaste tidens produktivitetstillväxt?").

Riksbankens tolkning av det låga inflationstrycket i svensk ekonomi är inte kopplad till en ny bedömning av resursutnyttjandet. Den sammantagna bedömningen av resursutnyttjandet under prognosperioden är ungefär densamma som i föregående inflationsrapport. Den låga inflationen ses istället främst som ett uttryck dels för låg importerad inflation, dels för låga inhemska kostnadsökningar. Det senare sammanhänger bl.a. med högre produktivitetstillväxt, både den hittills observerade och den förväntade.

■ ■ Stark utveckling av produktiviteten.

Under 2003 ökade arbetsproduktiviteten i ekonomin som helhet med ca 3 procent och i näringslivet med 3,7 procent. Detta är en bättre utveckling jämfört med bedömningen i decemberrapporten. Produktionen har ökat ungefär i enlighet med förväntan samtidigt som antalet arbetade timmar har minskat mer än väntat. Den ökning av produktiviteten som uppmäts nu i början av konjunkturuppgången avviker något från det historiska mönstret. Det finns tecken på att de strukturella förändringar som skett under 1990-talet skulle ha kunnat resultera i en genomsnittligt något högre produktivitetstillväxt. Det är dock alltid svårt att avgöra hur stor del av uppgången i produktiviteten som är konjunktorellt betingad och hur stor del som är strukturellt betingad (se fördjupningsruta "Hur uthållig är den senaste tidens produktivitetstillväxt?"). I prognosen antas att produktivitetstillväxten kommer att mattas av i takt med att produktionen ökar och företagen återigen börjar efterfråga mer arbetskraft.

■ ■ Måttliga löneökningar väntas.

Sedan förra inflationsrapporten har preliminär lönestatistik för helåret 2003 inkommit. Enligt konjunkturlönestatistiken har det skett en nedväxling av löneökningstakten i näringslivet under fjolåret (se diagram 44). Lönerna ökade med 3,3 procent jämfört med året dessförinnan, vilket är en minskning med 0,7 procentenheter. Byggsektorn avviker dock från mönstret och löneökningarna ligger kvar på samma nivå som 2002. Inom offentlig sektor har löneökningstakten sjunkit som en följd av de försämrade finanserna. Lönerna ökade med 3,8 procent under 2003, vilket kan jämföras med 4,5 procent 2002. Näringslivets löneutveckling har varit i linje med prognosen i föregående inflationsrapport. Kostnaderna för tjänstemännens pensioner blev däremot

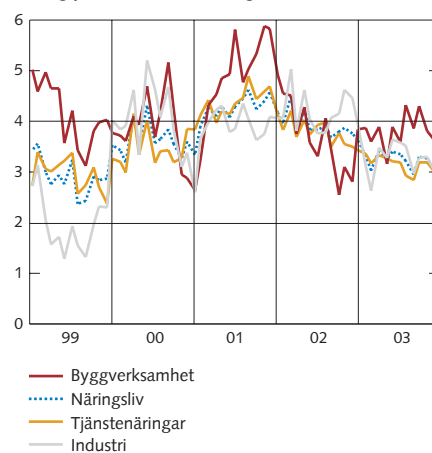
något högre än vad de preliminära siffrorna visat. De totala lönekostnaderna inom näringslivet bedöms nu ha ökat med 4,7 procent 2003, vilket är 0,2 procentenheter högre än i föregående inflationsrapport. I offentlig sektor förefaller ökningstakten ha varit något lägre och prognosen har reviderats ned med 0,3 procentenheter till 3,8 procent (se tabell 11).

LO och Svenskt Näringsliv har efter en längre tids förhandlingar träffat ett omställningsavtal som ger arbetarna inom privat sektor bättre villkor vid uppsägningar. Parterna har enats om att sätta av 0,3 procent på lönesumman för att finansiera systemet. Regeringen har kommit med ett förslag om ett nytt system för sjuklönekostnader fr.o.m. 1 januari 2005. En högre kostnad för sjukfrånvaron för företagen ska kompenseras med en sänkt arbetsgivaravgift. För arbetsgivarkollektivet som helhet ska förslaget vara kostnadsneutralt. Hur systemet exakt ska utformas är ännu inte klart.

Löneavtal har tecknats för ca 300 000 anställda inom industrin. Avtalen innehöll både arbetstidsförkortningar, individgarantier och låglönesatsningar. Löneavtalen inom industrin medför i genomsnitt ökade kostnader för företagen på 2,4 procent per år inklusive kostnad för arbetstidsförkortning. De avtalade löneökningarna hamnade därmed ungefär mittemellan nivåerna i förra avtalsrörelsen 2001 och avtalsrörelsen 1998. Industrins löneavtal väntas bli normerande för övriga delar av arbetsmarknaden. Avtal har även slutits för 120 000 handelsanställda. Deras avtalade löneökningar blev i genomsnitt 3 procent per år.

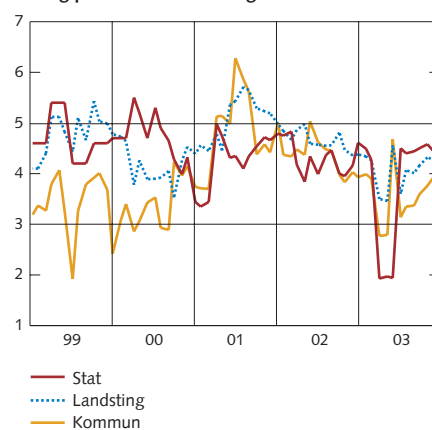
I decemberrapporten gjordes bedömningen att den svaga efterfrågan på arbetsmarknaden skulle resultera i måttliga löneökningar under 2004 och 2005. Sedan dess har synen på sysselsättningsutvecklingen blivit något mer pessimistisk. I förhållande till decemberrapporten har den uppskattade löneglidningen och därmed löneprognoserna i såväl näringslivet som offentlig sektor därför reviderats ned för 2004 och 2005 (se tabell 11). Genom att de övriga lönekostnaderna väntas bli något större bedöms dock lönekostnaderna totalt i näringslivet bli oförändrade 2005 jämfört med prognosen i december. Mot slutet av prognosperioden bedöms löneökningarna i näringslivet närma sig 3,7 procent, vilket varit genomsnittet i de tre senaste avtalsperioderna, 1998–2003. I offentlig sektor bedöms lönerna öka med 3,6 procent under 2006, vilket är lägre än de senaste åren.

Diagram 44. Nominell löneutveckling, näringslivet. Årlig procentuell förändring



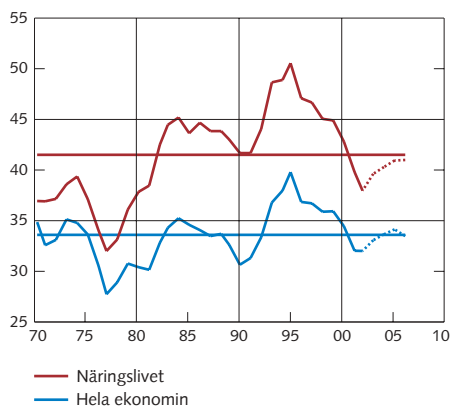
Källa: Medlingsinstitutet.

Diagram 45. Nominell löneutveckling, offentlig sektor. Årlig procentuell förändring



Källa: Medlingsinstitutet.

Diagram 46. Vinstandel.
Procent



Anm. De horisontella linjerna avser genomsnittet för 1970-2002. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 11. Löhner och enhetsarbetskostnader.
Årlig procentuell förändring

	2003	2004	2005	2006
Nominallön enligt konjunkturstatistiken, hela ekonomin	3,5 (3,6)	3,5 (3,7)	3,6 (3,8)	3,7
Nominallön enligt konjunkturstatistiken, näringslivet	3,3 (3,3)	3,4 (3,5)	3,5 (3,6)	3,7
Övriga lönekostnader, näringslivet, bidrag	1,3 (1,1)	0,3 (0,3)	0,2 (0,1)	0,2
Total lönekostnad enligt konjunkturstatistiken, näringslivet,	4,7 (4,5)	3,6 (3,8)	3,7 (3,7)	3,8
Total timlönekostnad, näringslivet, konjunkturstatistiken justerad för antalet arbetsdagar	4,9	2,8	3,7	4,2
Genomsnittlig arbetsproduktivitet, näringslivet		2,7 (2,2)	2,4 (2,1)	2,2
Enhetsarbetskostnader, näringslivet		0,2 (1,6)	1,3 (1,6)	2,1

Anm. På grund av avrundningar summerar inte posterna. Prognoserna i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

■ ■ Svagare inhemskt kostnadstryck.

En starkare produktivtetsutveckling i kombination med lägre löneökningar per arbetad timma resulterar i ett svagare inhemskt kostnadstryck jämfört med bedömningen i den föregående inflationsrapporten. Enhetsarbetskostnaderna ökade med 1,2 procent under fjolåret, vilket är ca 0,4 procentenheter lägre än väntat. Kostnadstrycket bedöms tillta under prognosperioden i takt med att lönerna stiger och produktivitetstillväxten mattas av (se tabell 11). Enhetsarbetskostnaderna i näringslivet väntas öka med 0,2 procent i år för att därefter stiga mot 2 procent i slutet av prognosperioden. De lägre kostnaderna 2004 till följd av fler antal arbetsdagar avspeglas delvis i högre vinstandelar, delvis i låga prisökningar (se diagram 46).

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

- Nya beräkningar av kalendereffekterna på BNP höjer prognosen för tillväxten 2004 med 0,3 procentenheter.
- Export och import revideras upp under 2003 på grund av starkare utfall. Lägre relativpriser medför att exporten stiger något snabbare 2004 och 2005. Starkare konsumtions-, export- och investeringstillväxt under 2004 och 2005 gör att importen revideras upp.
- Högre reala disponibla inkomster, lägre ränta och högre tillgångspriser medför att hushållens konsumtion väntas öka snabbare 2004 och 2005.
- Investeringsuppgången har förskjutits ytterligare något framåt i tiden. Det innebär en nedrevidering av prognosen för årsgenomsnittet 2004 men en upprevidering för 2005.
- Kalendereffekten gör att offentliga myndigheters konsumtion revideras upp 2004. Försämrade finanser för kommunerna gör att offentlig konsumtion är nedreviderad 2005.
- Medelarbetstiden antas bli högre under 2004 och 2005. Höjningen för i år beror till stor del på nya bedömningar av kalendereffekten.
- Sysselsättningsprognosen är nedreviderad i år på grund av oväntat svag sysselsättningsutveckling i slutet av 2003.
- Produktivitetsökningen i näringslivet väntas bli högre under hela prognosperioden.
- Löneökningarna i näringslivet antas bli något lägre under 2004 och 2005 till följd av försämringen på arbetsmarknaden.
- Det inhemska kostnadstrycket i termer av enhetsarbetskostnader bedöms bli lägre under 2004 och 2005.

Kalendereffekter på produktion, timmar och kostnader

Antalet arbetsdagar kan variera från år till år, beroende på när olika helgdagar infaller. Innevarande år är arbetsdagarna ovanligt många. I denna fördjupningsruta analyseras betydelsen av dessa s.k. kalendereffekter för produktion, antal arbetade timmar och företagens kostnader.

Ett genomsnittligt år har ca 251 arbetsdagar. Antalet arbetsdagar under 2003 var två färre, dvs. 249. Innevarande år har en extra dag p.g.a. skottår, och helgdagarna infaller i stor utsträckning på lördagar och söndagar. Antalet arbetsdagar uppgår i år till 253, alltså två fler än genomsnittet. Det är ovanligt med en så stor skillnad som fyra arbetsdagar mellan två påföljande år. Det innebär att kalendereffekten på arbetstid, produktion och produktivitet är ovanligt stor mellan 2003 och 2004.

I denna inflationsrapport har en ny bedömning av kalendereffekten på BNP-tillväxten och arbetade timmar gjorts. De nya beräkningarna bygger på preliminära resultat från Konjunkturinstitutet. Skattningarna är givetvis behäftade med osäkerhet. För penningpolitiken är dessutom genomslaget på inflationen av alla förändringar i ekonomin det centrala. Att bilda sig en uppfattning om kalenderns ungefärliga betydelse 2004 är ändå viktigt för att förstå inflationsprognosen.

Elasticiteten för BNP med avseende på antalet arbetsdagar uppskattas nu till 0,4. 2004 har 1,6 procent fler arbetsdagar vilket ger en effekt på BNP-tillväxten som är 0,6 procentenheter (=1,6*0,4). Detta är 0,3 procentenheter mer än bedömningen i föregående inflationsrapport. Den faktiska tillväxten förväntas bli 2,8 procent och den kalenderkorrigerade tillväxten förväntas bli 2,2 procent (se tabell R1).

Elasticiteten för antalet arbetade timmar i hela ekonomin beräknas vara 0,6 och i näringslivet 0,5, dubbelt så mycket som beräkningen i föregående inflationsrapport. Kalendereffekten på antalet arbetade timmar i hela ekonomin är

därmed 0,9 procentenheter i år, mot 0,8 procentenheter i näringslivet.

Eftersom kalendereffekten på timmarna antas vara större än på produktionen innebär detta att den faktiska produktivitetens utvecklingen blir lägre än den kalenderkorrigerade i år.

Konjunkturlönestatistiken (KL) bortser från antalet arbetsdagar och väger samman de procentuella förändringstalen från arbetarnas timlöner och tjänstemännens månadslöner till en serie som är oberoende av kalendern. Utfallet från konjunkturlönestatistiken kommer därmed att överskatta den faktiska utvecklingen av timlönerna under 2004. De anställda som har månadslön kommer till följd av kalendereffekten att arbeta fler timmar utan att kompenseras i form av högre lön. Därigenom blir den faktiska lönekostnadsutvecklingen per timme i näringslivet lägre än de lönekostnader som anges av KL.

De sammantagna effekterna på timmar, produktion och lönekostnader av att antalet arbetsdagar är fler under 2004 än i fjol, medför att de faktiska enhetsarbetskostnaderna beräknas bli lägre än de kalenderkorrigerade. För 2006 är kalendereffekten på enhetsarbetskostnaderna den motsatta; de faktiska enhetsarbetskostnaderna överstiger de kalenderkorrigerade.

Förutom de följer som de nya beräkningarna av kalendereffekten ger upphov till påverkas prognosen på produktivitet och lönekostnader även av revideringar som motiveras av konjunkturutvecklingen. Sammantaget innebär dessa revideringar och de nya beräknade kalendereffekterna att ökningen i enhetsarbetskostnaderna nu bedöms bli lägre både i år och nästa år än i föregående inflationsrapport (se även tabell 11).

Relativt stora variationer i de faktiska enhetsarbetskostnaderna är inte ovanliga mellan enskilda år. Enhetsarbetskostnaderna varierar också mer än inflationen, vilket tyder på att företagen tenderar att jämna ut fluktuationer i kostnader och produktivitet i prissättningen.

Tabell R1. Produktion, timmar och lönekostnader; faktiskt och kalenderkorrigerat.

	2004		2005		2006	
	faktisk	kalenderkorr.	faktisk	kalenderkorr.	faktisk	kalenderkorr.
BNP, totalt	2,8 (2,4)	2,2	2,6 (2,5)	2,6	2,8	3,1
BNP, näringslivet	3,1 (2,7)	2,6	3,1 (2,9)	3,1	3,1	3,3
Timmar, näringslivet	0,4 (0,6)	-0,4	0,7 (0,8)	0,7	0,9	1,3
Produktivitet, näringslivet	2,7 (2,2)	3,0	2,4 (2,1)	2,4	2,2	2,0
Lönekostnader, näringslivet	2,8 (3,8)	3,6	3,7 (3,7)	3,7	4,2	3,8
Enhetsarbetskostnader, näringslivet	0,2 (1,6)	0,7	1,3 (1,6)	1,3	2,1	1,8

Anm. Siffrorna avser prognoser över procentuell förändring. Prognoserna i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källa: Riksbanken.

Inflationsförväntningar

Inflationsförväntningarna bland företag och hushåll är en viktig del i den penningpolitiska analysen eftersom de via pris- och lönebildningen påverkar inflationen. Ett flertal faktorer återspeglas i förväntningsbilden. Däribland märks Riksbankens kommunikation och agerande, den faktiska inflationen samt den makroekonomiska utvecklingen i övrigt.

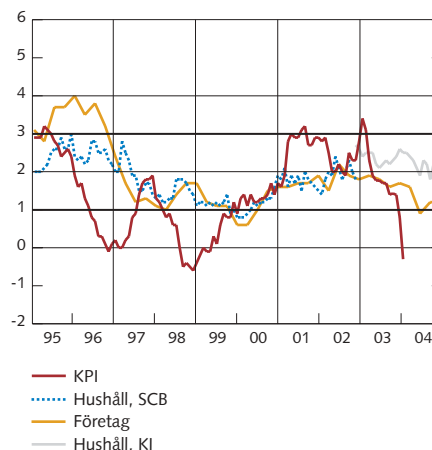
Hushållens inflationsförväntningar steg något under vintern, men har nu börjat falla tillbaka till lägre nivåer. Enligt Konjunkturinstitutet förväntade sig hushållen i februari en prisökningstakt på ett års sikt på 1,9 procent, vilket är en marginell ökning sedan föregående inflationsrapport (se diagram 47).

Inflationsförväntningarna hos tillverkningsindustrin och tjänsteföretagen är alltså låga. Av Konjunkturinstitutets Konjunkturbarometer från januari framgår att förväntningarna på ett års sikt är 1,2 procent och alltså oförändrade sedan undersökningen i oktober. Utvecklingen samvarierar med tillverkningsindustrins priser på hemmamarknaden, vilka även de varit i princip oförändrade under samma period (se diagram 48).

Resultatet från Prosperas senaste undersökning i mars pekar på lägre inflationsförväntningar bland samtliga tillfrågade grupper, på såväl kort som lång sikt, jämfört med undersökningen i november (se tabell 12). De olika aktörernas förväntningar på inflationstakten är nu i genomsnitt 1,9 procent på ett års sikt, vilket är 0,3 procentenheter lägre än i november. På två och fem års sikt är inflationsförväntningarna nedreviderade med 0,2 procentenheter och uppgår nu till 2,2 procent. De låga förväntningarna sammanhänger sannolikt i hög grad med den låga faktiska inflationen.

Aktörerna på penningmarknaden väntar sig en inflationstakt om ett år på 1,5 procent, vilket är den lägsta takt de uppgett sedan slutet av 1999. Om två och fem år förväntar de sig att inflationen ökar något och uppgår till ca 2 procent. Penningmarknadens aktörer förväntar sig samtidigt en oförändrad reporänta under de närmaste tre månaderna.⁹ Inom ett år väntas räntan höjas till 2,75 procent och inom två år till 3,5 procent.

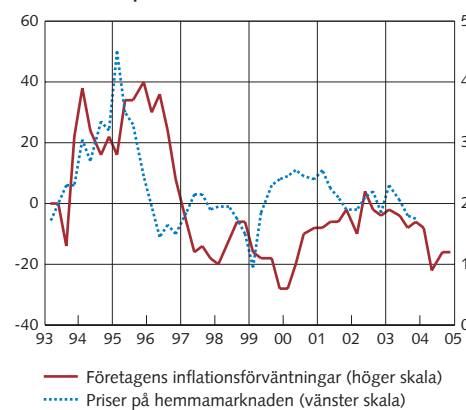
Diagram 47. Faktisk inflation samt hushållens och företagens inflationsförväntningar. Procent



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

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 48. Företagens inflationsförväntningar på ett års sikt och tillverkningsindustrins försäljningspriser på hemmamarknaden. Procent respektive netttotal



Anm. Kurvorna för inflationsförväntningarna har förskjutits 12 månader.

Källa: Konjunkturinstitutet.

⁹ Penningmarknadens aktörer tillfrågades om reporäntan den 3 mars 2004.

Tabell 12. Förväntad inflationstakt enligt Prosperas undersökning i mars 2004 där inget annat anges. Procent

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

Anm. Inom parentes anges förändringen i procentenheter sedan föregående undersökning i november 2003 där inget annat anges.

Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera Research AB.

Denna fördjupningsruta analyserar sambandet mellan konjunkturutvecklingen och arbetsmarknaden. Resultaten ger inte stöd åt uppfattningen att den svenska arbetsmarknaden generellt varit ovanligt svag under de senaste ett till två åren. Sysselsättningen och arbetslösheten har om något överraskat positivt med tanke på konjunkturläget. Däremot förefaller antalet arbetade timmar ha utvecklats oväntat svagt. Kopplingen till den senaste tidens produktivitetsokning diskuteras.

Under förra året ökade den öppna arbetslösheten med 0,9 procentenheter, sysselsättningen föll med 0,2 procent och antalet arbetade timmar minskade med 1,3 procent. Prognosmakare som t.ex. Riksbanken och Konjunkturinstitutet lyckades dock ganska väl med att bedöma utvecklingen av den öppna arbetslösheten och sysselsättningen (se diagram R1 och R2). När det gäller sysselsättningen visade prognoserna under början av året till och med en något svagare utveckling än vad som faktiskt blev fallet. Det var framförallt sysselsättningen i den offentliga sektorn som inledningsvis underskattades.

Vad avser utvecklingen i hela ekonomin var det egentligen bara förändringen i antalet arbetade timmar som överraskade negativt.¹⁰ Prognoserna justerades visserligen successivt ned under året, men minskningen underskattades fortfarande så sent som i december. Detta gäller framförallt för Riksbankens prognos (se diagram R2). Samtidigt låg bedömningarna av BNP-tillväxten under hela 2003 i stort i linje med det faktiska utfallet (se diagram R1).

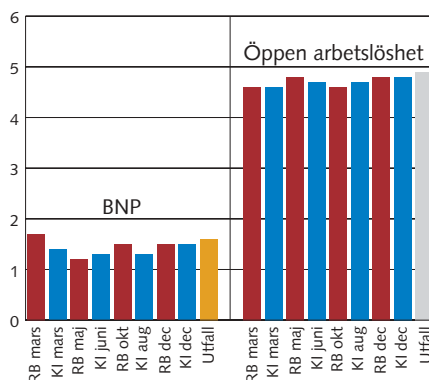
Vissa likheter mellan svensk och amerikansk arbetsmarknad

Det är inte bara i Sverige som arbetsmarknadsutvecklingen varit svag under senare tid. Trots att den amerikanska återhämtningen nu pågått i ett par års tid och dessutom varit kraftfullare än den svenska har sysselsättningen ännu inte tagit fart. Detta fenomen, s.k. jobless growth ("tillväxt utan jobb"), konstaterades i USA

redan under den förra återhämtningsfasen, men kännetecknar i än högre grad den nuvarande konjunkturuppgången. Att den amerikanska sysselsättningsutvecklingen varit ännu svagare än den svenska illustreras av storleken på och omfattningen av felbedömningarna bland olika prognosmakare. I USA:s fall överskattades både sysselsättningen och antalet arbetade timmar påtagligt under såväl 2001 som 2002 (se diagram R3).

Spiegelbilden av en förhållandevis god BNP-utveckling och en svag utveckling för antalet arbetade timmar är en snabb produktivitetstillväxt. I Sverige har produktivitetsoökningen varit

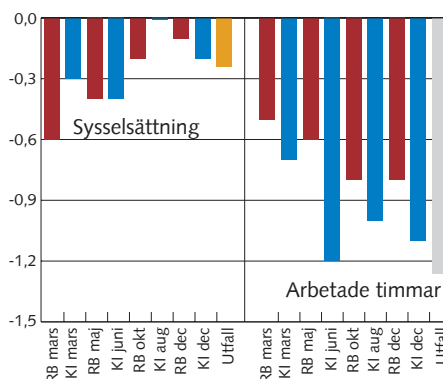
Diagram R1. BNP-tillväxt och öppen arbetslöshet 2003: Konjunkturinstitutets och Riksbankens prognoser samt utfall.
Årlig procentuell förändring och procent



■ Utfall, BNP till marknadspris
■ Utfall, öppen arbetslöshet

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

Diagram R2. Sysselsättning och arbetade timmar 2003: Konjunkturinstitutets och Riksbankens prognoser samt utfall.
Årlig procentuell förändring



■ Utfall, sysselsättning
■ Utfall, arbetade timmar

Anm. Konjunkturinstitutets prognos från augusti över sysselsättningsökningen var noll procent förändring.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

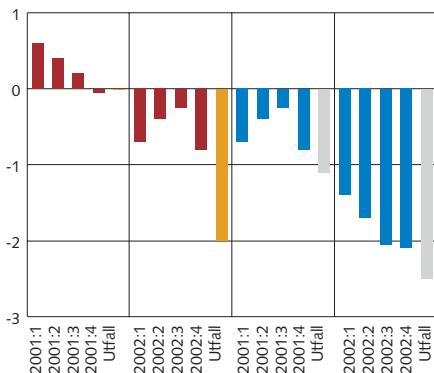
¹⁰ Eftersom prognoserna för sysselsättningen var ganska träffsäkra beror prognosfelen för arbetade timmar i stor utsträckning på en överskattning av medelarbetstiden. Bilden för näringslivet är ungefär densamma.

■ Sysselsättning
■ Arbetade timmar

Anm. Prognoserna är från Goldman Sachs. Det finns inga Consensus-prognoser tillgängliga för ovanstående variabler. Generellt förefaller dock Goldman Sachs prognoser vara i linje med Consensus prognoser. Arbetade timmar avser privat sektor exklusive jordbruk. Notera att utfallet för sysselsättningen 2001 blev noll procents förändring.

Källor: Bureau of Labor Statistics och Goldman Sachs.

Diagram R3. Prognoser för förändringen i sysselsättning och arbetade timmar i USA 2001 och 2002 samt utfall. Årlig procentuell förändring



i genomsnitt ca 3 procent under de två senaste åren, att jämföra med ca 2 procent under åren 1995-2001. För näringslivet var ökningen ca 4 procent 2002-2003, vilket är ca 2 procentenheter högre än 1995-2001. I USA:s näringsliv ökade produktiviteten 2001-2003 med i genomsnitt 3,9 procent, vilket är drygt 1,5 procentenheter högre än under perioden 1995-2000. Eftersom utvecklingen av arbetade timmar överskattades i både Sverige och USA var produktivitetssuppgången i de bägge länderna också oväntat stor.

Att en produktivetsförbättring sker i en konjunkturuppgång är i sig inget anmärkningsvärt. I inledningsskedet av uppgången höjer företagen utnyttjandegraden av den befintliga arbetsstyrkan istället för att nyanställa. Så småningom, när konjunkturuppgången pågått en tid och befästs, uppstår dock ett behov att rekrytera ny arbetskraft. I detta skede mattas normalt produktiviteten och sysselsättningen börjar skjuta fart. Men den långa period med hög produktivitet som kännetecknat framförallt den amerikanska ekonomin reser vissa frågor kring denna förklaring av produktivitetssuppgången. En möjlig tolkning

är att utvecklingen hänger samman med de stora IT-investeringar som gjordes i slutet av 1990-talet och att dessa nu börjar ge produktivitetstvinsterna också utanför de sektorer som står för själva IT-produktionen (se fördjupningsrutan "Hur uthållig är den senaste tidens produktivitetssuppgång?" i denna rapport).¹¹ Frågan som inställer sig är om detta kan vara förklaringen till att arbetsmarknaden utvecklas svagt också i Sverige eller om orsaken istället helt enkelt är att den svenska konjunkturåterhämtningen ännu inte pågått under tillräckligt lång tid och varit tillräckligt kraftfull.

Okunsambandet beskriver hur konjunkturen påverkar arbetsmarknaden

Ett välkänt samband mellan konjunkturläget och aktiviteten på arbetsmarknaden är det så kallade Okunsambandet. Det kan tolkas som ett kortsiktssamband och uttrycker förhållandet mellan förändringar i konjunkturen och den cykliska aktiviteten på arbetsmarknaden.¹² Okunsambandet utgör därmed en naturlig utgångspunkt för en diskussion av hur konjunkturen påverkar arbetsmarknaden. I föreliggande fördjupningsruta presenteras skattningar av Okunsamband för tre olika aktivitetsmått på arbetsmarknaden: arbetslöshet, sysselsättning och antal arbetade timmar. Genom att studera hur väl sambanden klarar att förutsäga arbetsmarknadsutvecklingen under senare tid kan man få en fingervisning om i vilken grad utvecklingen är att betrakta som konjunkturell respektive en följd av andra faktorer som inte har med konjunkturen att göra.¹³

För att kunna göra skattningar av de olika Okunsambanden behövs ett mått på konjunkturförloppet. Ett sådant mått är produktionsgapet som mäter den aggregerade produktions avvikelser från en långsiktig trend, ibland

11 En annan hypotes är att skattestimulanser till investeringar och låga räntor i kombination med att arbetskraftskostnaderna fortsatt öka har gjort att kapitalintensiteten ökat. Detta har i sin tur bidragit till såväl en ökad produktivitet som en svag sysselsättningsutveckling.

12 Under Kennedy-administrationens första månader fick nationalekonomen Arthur Okun i uppdrag av Council of Economic Advisers att uppskatta den ökning i BNP som skulle följa med en minskning av den amerikanska arbetslösheten från 7 till 4 procent. Detta ledde till Okuns välkända upptäckt att en ökning av USA:s produktion med 3 procent gick hand i hand med en minskning av arbetslösheten på ca 1 procentenhet. Se Okun, A.M., "Potential GNP: Its Measurement and Significance", i *Proceedings of the Business and Economic Statistics Section*, American Statistical Association, Washington, D.C., 1962, s 98-104.

13 Okunsambandet är "en av makroekonomins empiriskt bäst styrkta samband" enligt nobelpristagaren James Tobin. Se Gylfason, T. (red.), *I otakt med omvärlden*, Konjunkturrådets rapport 1997, SNS, Stockholm.

kallad potentiell produktion. Den allra enklaste metoden, som används här, är att anta ett linjärt samband för att uppskatta trenden.¹⁴ Gapet – eller den cykliska komponenten i BNP – beräknas sedan som skillnaden i procent mellan faktisk BNP och trenden. På motsvarande sätt kan de cykliska komponenterna i arbetslösheten, sysselsättningen och arbetade timmar beräknas. I skattningarna relateras dessa arbetsmarknadsgap till produktionsgapet. För att fånga persistensen i data och få en så god anpassning som möjligt ingår tidsförskjutna observationer både av arbetsmarknadsgapen och produktionsgapet i de skattade ekvationerna.

Skattningar av Okunsamband för svensk arbetsmarknad

Skattningarna av de olika Okunsambanden redovisas i tabell R2. Resultaten visar att en ökning av produktionsgapet med ca 1,5 procentenheter förknippas med en minskning av arbetslöshetsgapet med omkring 1 procentenhet inom drygt ett år (koefficienten b i tabell R2). Denna skattning är i linje med tidigare studier.¹⁵ Den aktiva arbetsmarknadspolitiken i Sverige gör emellertid att den öppna arbetslösheten också varierar beroende på förändringar i AMS-åtgärderna. Om motsva-

rande skattning istället görs för total arbetslöshet (inklusive åtgärder) fås en starkare utväxling mellan konjunkturen och arbetslösheten och en i det närmaste 1:1-relation; en ökning av BNP-gapet med 1 procentenhet kopplas då samman med en lika stor minskning i det totala arbetslöshetsgapet.

Det är svårare att ha någon klar förhandsuppfattning om hur de skattade sambanden mellan konjunkturen och den cykliska komponenten i arbetade timmar respektive i sysselsättningen bör se ut, eftersom dessa samband är empiriskt mindre välbelagda. Skattningarna baserade på antalet arbetade timmar ger, precis som skattningarna baserade på total arbetslöshet, ett 1:1-förhållande på ett års sikt.

Skattningarna av den cykliska komponenten i sysselsättningen ger en ännu större utväxling med konjunkturen än skattningarna baserade på arbetade timmar. En ökning av produktionsgapet med 1 procentenhet sammankopplas med en ökning av sysselsättningsgapet med 1,4 procentenheter på fem kvartals sikt, dvs. en ökning av den cykliska sysselsättningen med 1 procentenhet går hand i hand med en ökning av produktionsgapet med 0,7 procentenheter.

Skattningarna i tabell R2 avser perioden 1980:1-2001:4. Med utgångspunkt från dessa

Tabell R2. Skattningsresultat av Okunsamband för tre olika arbetsmarknadsgap för perioden 1980:1 till 2001:4.

Skattade koefficienter	Öppen arbetslöshet	Sysselsättning	Arbetade timmar
a_0	-0,12 (4,73)	0,20 (4,86)	0,53 (6,17)
a_1	-0,03 (1,06)	0,07 (1,29)	0,08 (0,65)
a_2	-0,05 (1,66)		-0,23 (2,06)
a_3	0,04 (1,52)	-0,06 (1,24)	-0,05 (0,59)
a_4	0,03 (1,17)	0,04 (0,68)	
b	-0,64	1,39	1,01
justerat R ²	0,98	0,99	0,91
Box-Ljung Q(9)	0,14	0,33	0,59
Antal obs.	84	84	85

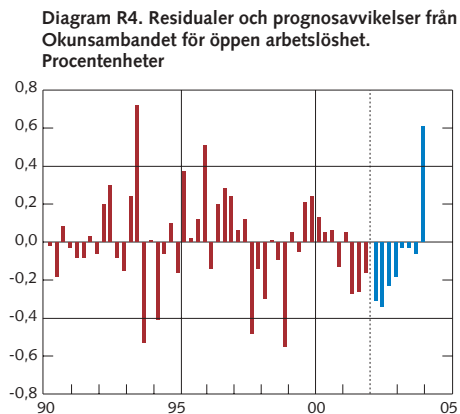
Anm. De skattade ekvationerna är $x_t = \sum a_i y_{t-i} + \sum c_j x_{t-j} + e_t$, där y är produktionsgapet, x arbetsmarknadsgapet och e en residual. Siffror inom parentes är t-kvoter. Box-Ljung är ett test för seriekorrelation som indikerar signifikant seriekorrelation om värdet understiger 0,05. Den totala "långsiktiga" effekten är beräknad som $b = \sum a_i / (1 - \sum c_j)$.
Källor: SCB och Riksbanken.

14 Anledningen till att en linjär trend valts är att metoden är mycket enkel och visar sig fungera väl när det gäller skattningar av Okunsamband. I praktiken har trenden beräknats med ett s.k. HP-filter där trendens variabilitet är mycket låg (den s.k. utjämningsparametern har satts till 100 000). Det bör noteras att denna trend skiljer sig från den trend som ligger till grund för beräkningarna av produktionsgapet i diagram 43 i denna inflationsrapport.

15 Senare skattningar av Okunsambandet på amerikanska data har konstaterat ett samband på 2:1 dvs. att en minskning av BNP-gapet med 1 procentenhet ökar arbetslöshetsgapet med ca en halv procentenhet. Skattningar på svenska data brukar också ge detta samband. Se t.ex. Gylfason, T. (red.), *I otakt med omvärlden*, Konjunkturrådets rapport 1997, SNS, Stockholm, och Apel, M. och P. Jansson, "System Estimates of Potential Output and the NAIRU", *Empirical Economics* 24, 1999, 373-388.

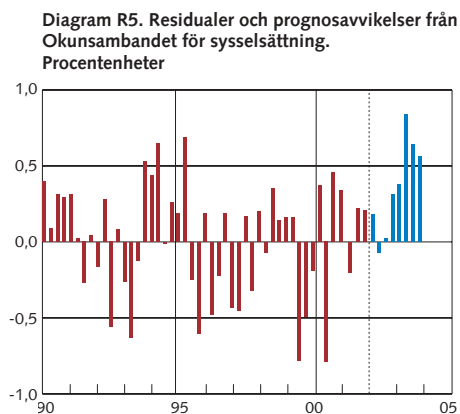
■ Residualer
■ Prognosfel

Källor: SCB och Riksbanken.



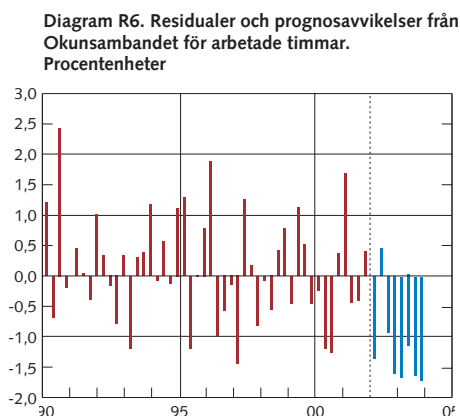
■ Residualer
■ Prognosfel

Källor: SCB och Riksbanken.



■ Residualer
■ Prognosfel

Källor: SCB och Riksbanken.



skattningar kan en förväntad utveckling 2002 och 2003 (fortsättningsvis kallad "prognos") för de tre arbetsmarknadsgapen beräknas. Dessa "prognoser" jämförs sedan med motsvarande "faktiska" gap som beräknas med hjälp av faktiska utfall och en trend över hela perioden (t.o.m. 2003:4) för arbetslösheten, sysselsätt-

ningen och arbetade timmar. Om skillnaderna mellan de faktiska gapen och prognoserna är stora och systematiska (seriekorrelerade) finns tecken på att utvecklingen avviker från tidigare mönster, dvs. det förefaller då inte som om enbart konjunkturen kan förklara utvecklingen på arbetsmarknaden. I diagram R4-R6 visas dels residualerna från de estimerade sambanden fram t.o.m. 2001:4, dels skillnaderna mellan utfallen och prognoserna för 2002 och 2003.¹⁶

Sambanden tyder på att arbetslösheten och sysselsättningen överraskat positivt

Prognosavvikelseerna för arbetslöshetsgapet visar att (den cykliska) arbetslösheten under 2002 var lägre än vad de historiska sambanden ger (se diagram R4). Under 2003 är avvikelserna små, förutom för fjärde kvartalet då arbetslösheten var betydligt högre än normalt för motsvarande skede i konjunkturcykeln. Sammantaget kan konstateras att prognosfelen uppvisar en något större systematik än de gjort tidigare, men att felen tyder på att arbetslösheten under de senaste två åren snarast varit överraskande låg (med undantag för det sista kvartalet 2003). Till bilden hör dock att prognosfelen knappast kan sägas vara särskilt stora i ett historiskt perspektiv; sambandets residualer är vid flera tidigare tillfällen betydligt större än prognosfelen under 2002 och 2003.

Prognosavvikelseerna för sysselsättningsgapet visar en systematisk underskattning av den cykliska sysselsättningen, framförallt under 2003 (se diagram R5). Detta innebär att sysselsättningsgapet utvecklades gynnsammare än den utveckling som erhålls med Okunsambandet. Liksom för arbetslöshetsgapet är bilden även här alltså snarast att utvecklingen varit förvånansvärt stark i förhållande till konjunkturläget. I relation till sambandets tidigare residualer förefaller prognosfelen vara något större än för arbetslöshetsgapet, men inte heller här är de av en storleksordning som är särskilt uppseendeväckande.

¹⁶ Prognoserna bygger på den faktiska BNP-utvecklingen 2002 och 2003.

Antalet arbetade timmar överskattas av Okunsambandet

När det gäller prognosfelen för skattningarna baserade på antalet arbetade timmar är dock bilden en annan. Det framgår tydligt att prognosfelen både är kraftigt systematiska och ovanligt stora i ett historiskt perspektiv (se diagram R6). Eftersom prognosfelen genomgående är negativa ger Okunsambandet i detta fall en klar överskattning av den faktiska utvecklingen. Det förtjänar att betonas att resultaten för antalet arbetade timmar just på denna punkt skiljer sig markant från resultaten för arbetslösheten och sysselsättningen. Det är bara för denna variabel som resultaten tyder på att utvecklingen 2002 och 2003 faktiskt varit ovanligt svag (bortsett från arbetslöshetsökningen det sista kvartalet 2003).

Sammanfattningsvis ger analysen i denna fördjupningsruta inte stöd åt uppfattningen att utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden generellt varit ovanligt svag under de senaste ett till två åren. Ett enkelt samband mellan konjunkturen och aktiviteten på arbetsmarknaden visar att såväl sysselsättningen som arbetslösheten om något överraskat positivt med tanke på konjunkturläget. För antalet arbetade timmar är bilden dock en annan. Här ger sambandet en förhållandevis påtaglig överskattning av utvecklingen under både 2002 och 2003. Det är intressant att notera att detta mönster för prognosfelen också gäller Konjunkturinstitutets och Riksbankens faktiska prognoser, trots att dessa inte baserats på ett sådant förenklat samband.

Att utvecklingen av antalet arbetade timmar

inte förefaller vara ett enkelt konjunkturfenomen reser intressanta frågor kring den senaste tidens produktivitetsutveckling. Om antalet arbetade timmar inte ökar i samma utsträckning som under tidigare konjunkturuppgångar kan detta vara tecken på en produktivitetsökning av mer genomgripande slag, kanske liknande den som observerats i USA. Viktigt att notera i sammanhanget är dock att den amerikanska ekonomin kännetecknats av en konjunkturuppgång som pågått längre och varit kraftfullare än den vi hittills sett i den svenska ekonomin. Till bilden hör också skillnader i utvecklingen på arbetsmarknaderna. Till skillnad från i Sverige har utvecklingen på arbetsmarknaden i USA varit mycket svag under de senaste två, tre åren och präglats både av oväntade sysselsättningsnedgångar och fall i antalet arbetade timmar. Mot den bakgrunden finns det anledning att noga följa den svenska produktivitetsutvecklingen framöver och även vara uppmärksam på dess konsekvenser för utvecklingen i antalet sysselsatta och arbetslösheten (se också fördjupningsrutan "Hur uthållig är den senaste tidens produktivitetssuppgång?" i denna rapport).

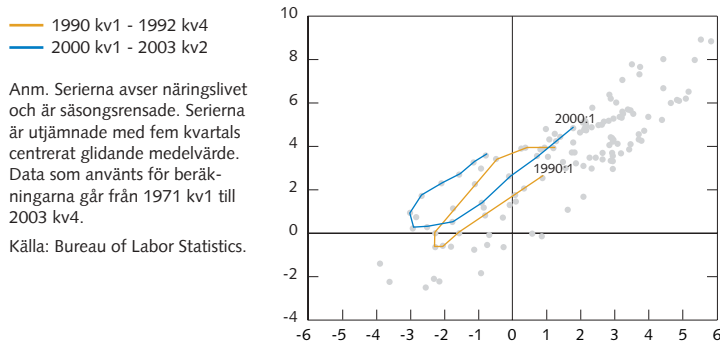
Det bör också understrykas att resultaten i denna ruta kan påverkas av valet att mäta trenden och den cykliska komponenten i de variabler som undersökts. Den allmänna slutsatsen bör dock stå sig: sysselsättning och arbetslöshet har inte utvecklats på ett särskilt ovanligt sätt de senaste åren, om man tar hänsyn till konjunkturläget. Det har däremot arbetade timmar.

Hur uthållig är den senaste tidens produktivitetsuppgång?

I denna fördjupningsruta diskuteras den senaste tidens uppgång i produktivitets-tillväxten med särskilt fokus på paralleller mellan den svenska och den amerikanska utvecklingen, och på informationsteknologins roll. Det finns vissa likheter mellan de bägge länderna och en möjlighet att produktivetsökningen kan förbli hög under ett antal år, särskilt om ökningen är en fördröjd effekt av tidigare investeringar i informationsteknologi. Det är dock för tidigt att avgöra exakt vad som ligger bakom den högre produktiviteten.

En debatt pågår för närvarande i USA om varför sysselsättningen ännu inte tagit fart trots att återhämtningen i konjunkturen är inne på sitt tredje år. Den senaste tidens utveckling i Sverige visar vissa paralleller till denna "jobless recovery" – återhämtning utan arbete. Trots tydliga

Diagram R7. Årlig tillväxt i produktion (vertikal axel) och arbetade timmar (horisontell axel) i USA 1971–2003. Årlig procentuell förändring



signaler om förstärkt inhemsk konjunktur har antal arbetade timmar utvecklats svagt under både 2002 och 2003. Liksom i USA har produktionen kunnat öka tack vare att produktiviteten utvecklats oväntat väl och mycket tyder på att den senaste tidens produktivitetsuppgång är ovanligt stor för konjunkturläget (se fördjupningsrutan "Konjunkturen och arbetsmarknaden").¹⁷ I näringslivet ökade produktiviteten med ca 4 procent 2002 och enligt de senaste kvartalsiffrorna från nationalräkenskaperna var ökningen lika stor under 2003.

Frågan är vad detta innebär för den framtida utvecklingen. Har strukturella förändringar inträffat så att produktivitetstillväxten blir snabbare under ett antal år framöver? För penningpolitiken är detta en viktig fråga eftersom mer långsiktiga uppgångar i produktiviteten ökar möjligheterna att kombinera hög ekonomisk tillväxt med låg inflation.

Uppgången i produktivitetstillväxten

Orsakerna till den starka produktivitetstillväxten och svaga sysselsättningen har diskuterats flitigt i USA, och även i Sverige har en sådan diskussion inletts. Det är därför intressant att se om det finns paralleller mellan USA och Sverige under det senaste årtiondet, paralleller som kan vara av betydelse när det gäller att uppskatta hur uthållig den svenska produktivitetsuppgången kan vara.

Det ovanliga i den amerikanska situationen illustreras i diagram R7 som visar produktivitetstillväxten i relation till förändringen av antalet arbetade timmar i näringslivet under perioden 1971–2003. Av figuren framgår att tillväxt i produktion och timmar normalt har följts åt (punkter i övre högra och nedre vänstra hörnet av diagrammet). Men i början av 1990-talet kom tecken på en förändring – produktionsökningar kombinerades under flera kvartal med minskningar av arbetade timmar (gul linje). Detta mönster har blivit ännu mer uttalat under 2000-talet (blå linje).

Diagram R8 visar att det finns tendenser till liknande mönster i Sverige de senaste åren, men också att en sådan utveckling inte är lika ovanlig här. Den svenska ekonomin har genomgått liknande perioder tidigare, framförallt under 1970-talet men även i mitten på 1990-talet. En intressant omständighet är emellertid att vändningen dröjt förhållandevis länge under den här konjunkturcykeln jämfört med tidigare förlopp (det illustreras i diagrammet av att punkterna för de fem senaste kvartalen är tätt samlade i det övre vänstra hörnet utan tendens

¹⁷ Med produktivitet menas här arbetsproduktiviteten mätt som produktion per arbetad timme. Utvecklingen av den s.k. totala faktorproduktiviteten (TFP) berörs senare.

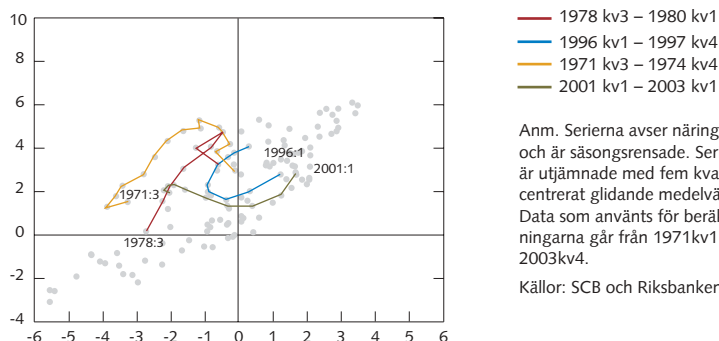
till rörelser mot det övre högra hörnet). Indikationerna på att timutvecklingen är på väg att förbättras är således inte lika tydliga som i USA (där punkterna under senare tid börjat röra sig åt höger). Detta kan dock i viss mån förklaras av en eftersläpning i den svenska konjunkturen jämfört med den amerikanska.

Illustrationerna av sambanden mellan produktions- och timtillväxt är intressanta då de ger en indikation (särskilt i det amerikanska fallet) om att den underliggande produktivetsutvecklingen kan ha förändrats. I USA har den förbättrade produktivetsutvecklingen analyserats ingående. Flertalet bedömare är idag eniga om att den underliggande ökningen av produktivitet steg igen från mitten av 1990-talet efter en lång stagnationsperiod. Det är även möjligt att denna utveckling förstärktes under de första åren på 2000-talet. Diagram R9 visar hur produktivitetstillväxten i USA ökade efter 1995 och hur tillväxttakten ser ut att ha accelererat ytterligare runt 2001. Det finns skäl att tro att utvecklingen kommer att mattas av något då konjunkturen mognar och arbetsmarknaden återhämtar sig men frågan är hur lång tid detta kommer att ta och hur den mer trendmässiga utvecklingen kommer att se ut.

Diagram R10 visar motsvarande utveckling för Sverige. Även här talar mycket för att det skedde en höjning av den underliggande produktivitetstillväxten under 1990. Krisen i början av den underliggande decenniet föregicks av en nedgång i produktivitetstillväxten vilket följdes av ett kraftigt uppsving, som delvis var en konjunkturellt betingad återhämtning. Produktivitetstillväxten har dock fortsatt ligga på en relativt hög nivå sedan mitten av 1990-talet, vilket tyder på en mer uthållig förändring.

Med krisen i början av 1990-talet inleddes också en snabb omfördelning av arbetskraften från låg- till högproduktiva sektorer, samt från offentlig till privat sektor.¹⁸ Det skedde också en

Diagram R8. Årlig tillväxt i produktion (vertikal axel) och arbetade timmar (horisontell axel) i Sverige 1971–2003. Årlig procentuell förändring



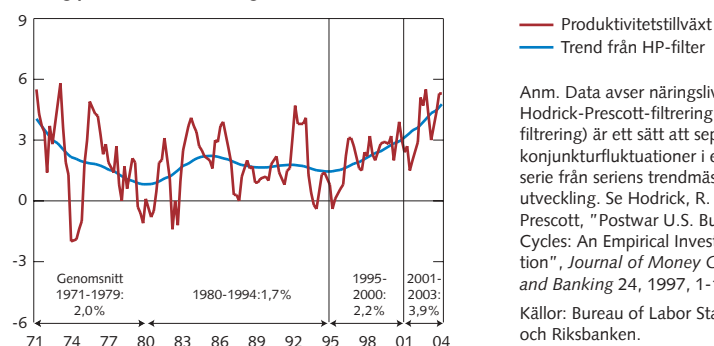
— 1978 kv3 – 1980 kv1
— 1996 kv1 – 1997 kv4
— 1971 kv3 – 1974 kv4
— 2001 kv1 – 2003 kv1

Anm. Serierna avser näringslivet och är säsongrensade. Serierna är utjämnade med fem kvartalscentrerat glidande medelvärde. Data som använts för beräkningarna går från 1971kv1 till 2003kv4.

Källor: SCB och Riksbanken.

utflyttning av arbetskraftsintensiva processer till tillväxtländer, där kostnaderna för arbetskraft är lägre. I kölvattnet av krisen följde dessutom en del strukturella förändringar som utgör möjliga orsaker till den högre tillväxten i produktiviteten. Ökad makroekonomisk stabilitet har successivt minskat osäkerheten för näringslivets aktörer. Reformerna på produkt- och finansmarknader och en allt större öppenhet för internationell konkurrens gör att OECD nu klassar Sverige bland de länder som tillsammans med bl.a. USA har bäst fungerande produktmarknader. Men den faktor som sedan mitten av 1990-talet särskilt uppmärksammas i USA och även Sverige är informations- och kommunikationsteknologin (IKT).

Diagram R9. Produktivitetstillväxt i USA 1971–2003. Årlig procentuell förändring



— Produktivitetstillväxt
— Trend från HP-filtrering

Anm. Data avser näringslivet. Hodrick-Prescott-filtrering (HP-filtrering) är ett sätt att separera konjunkturfuktuationer i en serie från seriens trendmässiga utveckling. Se Hodrick, R. och E. Prescott, "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation", *Journal of Money Credit and Banking* 24, 1997, 1-16.

Källor: Bureau of Labor Statistics och Riksbanken.

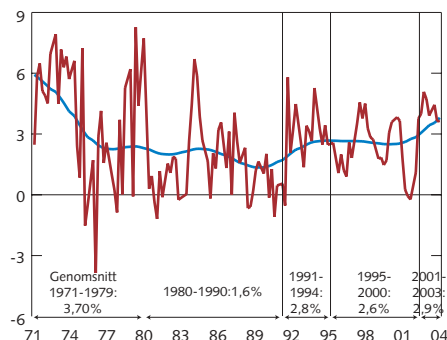
¹⁸ Mer än en fjärdedel av produktivitetstillväxten i industrin 1991–2001 kan förklaras av förskjutningar av sysselsättning mellan branscher enligt Lind, D., "Svensk industriproduktivitet i ett internationellt perspektiv under fyra decennier – vad kan vi lära av 1990-talet?", *Ekonomisk Debatt* 31(5), 2003, 39–48. I USA är stora delar av förändringarna i sysselsättningen numera strukturella snarare än konjunkturella enligt Groshen, E. och S. Potter, "Has Structural Change Contributed to a Jobless Recovery?", *Current Issues in Economics and Finance* 9(8), August 2003.

— Produktivitetstillväxt
— Trend från HP-filter

Anm. Data avser näringslivet.
Se även diagram R9.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R10. Produktivitetstillväxt i Sverige 1971–2003.
Årlig procentuell förändring



Betydelsen av IKT för produktivitetstillväxten

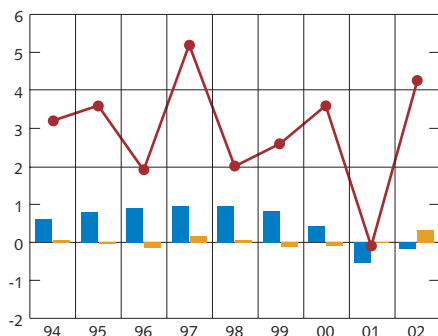
Det första tydliga IKT-bidraget till den snabbare produktivitetstillväxten är från själva produktionen av IKT-varor. I både USA (främst datorer och mjukvara) och Sverige (teleprodukter) har IKT-sektorn varit betydelsefull för produktivitetstillväxten under perioden 1995–2000 (diagram R11). En viss osäkerhet finns om mätmetoderna, inte minst i den svenska teleproduktsektorn. Värdet av både teleprodukterna och insatsvarorna i sektorn (elektronikkomponenter) tas fram genom att studera hur priset förhållit sig till prestanda (t.ex. processorkraft och kapacitet att koppla samtal), med s.k. hedoniska prisindex. Eftersom det rör sig om mycket specifika tekniska system förlitar sig SCB i hög grad på uppgifter från teleproducenterna själva, något som enligt

Diagram R11. Produktivitetstillväxt i IKT-sektorn (viktad) samt i näringslivet i Sverige 1994–2002.
Årlig procentuell förändring

● Näringslivet
■ Teleprodukter
■ Övrig IKT (inklusive instrument)

Anm. Produktivitetstillväxten för teleproduktsektorn och övrig IKT är viktad med respektive sektors storlek mätt som andel av förädlingsvärdet i totala näringslivet (i löpande priser) föregående år. Dessa siffror ger en indikation på sektorens betydelse för näringslivets produktivitetstillväxt men bör inte tolkas som strikta bidrag.

Källor: SCB och Riksbanken.



vissa studier riskerar att leda till felaktiga bedömningar.¹⁹

Bilden kompliceras av att stora delar av produktionen av teleprodukter och deras komponenter under senare år flyttats till låglöneländer medan forskning och utveckling stannat i Sverige. I löpande priser har teleproduktsektorns bidrag utvecklats något mindre dramatiskt. Under perioden 1993–2000 ökade dess andel av det totala förädlingsvärdet i näringslivet från ca 1 till 2 procent för att sedan falla tillbaka. Om inte produktiviteten i IKT-sektorn varit högre än i andra teknologiskt avancerade industrisektorer under denna period hade uppgången i produktivitetstillväxten i hela näringslivet inte varit lika tydlig.

Sedan 2001 har dock IKT-sektorn i USA och i synnerhet teleproduktsektorn i Sverige upplevt en kraftig nedgång. De senaste två årens tydliga återhämtning i produktiviteten förefaller således inte kunna hänföras till teleproduktsektorn. I USA har fokus i debatten flyttat från produktivitet i IKT-produktion till effekterna av IKT-investeringar på resten av ekonomin. Mängden kapital per arbetad timme, kapitalintensiteten, ökade fram till och med 2000 samtidigt som andelen IKT-kapital av de totala investeringarna ökade under 1990-talets lopp (diagram R12).

För Sverige är utvecklingen av kapitalintensiteten inte lika tydlig, men å andra sidan mer än fördubblades andelen IKT-kapital av de totala investeringarna 2001 jämfört med 1990. Återigen finns dock osäkerhet om statistiska beräkningsmetoder. Sverige och USA använder t.ex. till skillnad från många europeiska länder hedoniska prisindex för IKT-hårdvara, där prestandaökning (exempelvis processorkraft) ses som en volymökning. Dessutom klassas mjukvara i större utsträckning som investeringsvara i Sverige och USA än i andra länder. Enligt vissa beräkningar skulle dessa metoder överdriva IKT-kapitalets betydelse i jämförelse med länder som t.ex. Tyskland och Storbritannien.²⁰

19 Edqvist, H., "The Swedish ICT Miracle – Myth or Reality?", SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance No. 556, Handelshögskolan, 2004.

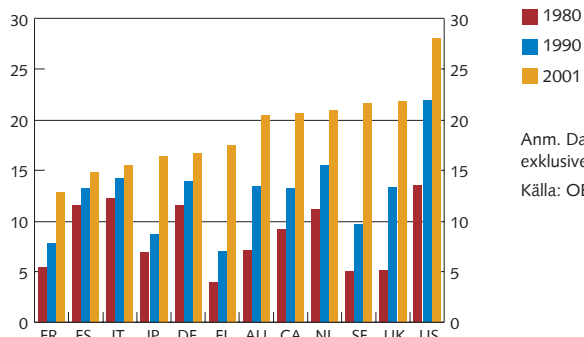
20 Se fördjupningsrutan "Mätproblem kring IKT:s effekt på tillväxten i USA, Sverige och Europa" i inflationsrapporten 2000:4 samt Colecchia, A. och P. Schreyer, "The Contribution of Information and Communication Technologies to Economic Growth in Nine OECD Countries", *OECD Economic Studies* 34, 2002/1.

Den grundläggande bilden är ändå densamma: priset för IKT-prestanda har fallit kraftigt och det har därmed blivit lättare att ersätta både annat kapital och arbete med IKT-kapital.

Under 2001 skedde dock ett tvärstopp i investeringar i allmänhet och IKT-investeringar i synnerhet, sannolikt på grund av börsfallet och en omvärdering där företagen ansåg sig överinvesterade i IKT och alltför djupt skuldsatta. Kapitalfördjupningen bromsades i Sverige och minskade i USA. Ändå har produktionen per timme ökat ovanligt kraftigt i nedgången tack vare den övriga del av produktiviteten som inte kan förklaras av tillskott av kapital per arbetad timme (se diagram R13). Denna del, den s.k. totala faktorproduktiviteten (TFP), brukar istället tillskrivas teknologiska och organisatoriska förbättringar.²¹ En förklaring till TFP-uppgången som vissa ekonomer framfört är att det först är nu som vi kan se det fördröjda genomslaget på arbetsplatsernas organisation av de stora investeringarna i IKT-kapital i slutet av 1990-talet.²²

Teknologiska förändringar har historiskt fått genomslag med fördröjning eftersom det tar tid att anpassa organisation och teknik till varandra för att fullt ut dra fördel av innovationerna. Detta är förklaringen till att det tog lång tid innan elektrifieringen vid förra sekelskiftet fick genomslag på produktiviteten.²³ Argumentet har också använts som förklaring till att datoriseringen på 1980-talet till en början inte såg ut att ha någon effekt på den då fallande amerikanska produktivitetstillväxten. På liknande sätt är det möjligt att de tunga investeringarna i IKT i slutet av 1990-talet först nu börjat ge ett mer märkbart utslag. Viktig i denna process är också den allt starkare samverkan mellan IKT, handel och välfungerande produktmarknader som medger

Diagram R12. IKT-investeringar i procent av totala investeringar i utvalda OECD-länder. Procent

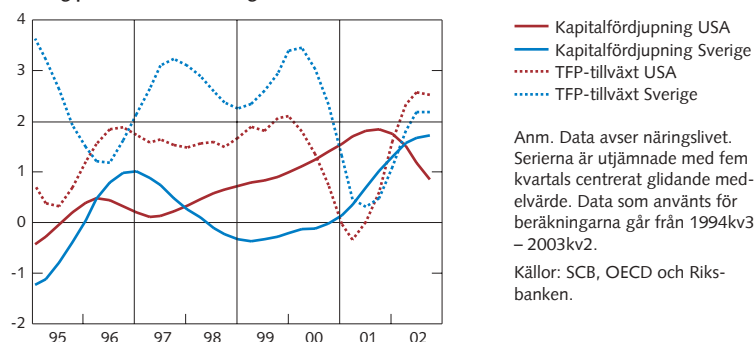


Anm. Data avser investeringar exklusive bostäder.
Källa: OECD.

effektiviseringar och "outsourcing" av arbetsintensiva led i varuproduktion och tjänster till tillväxtmarknader.

Det finns skillnader i den här processen mellan Sverige och USA: kapitalintensiteten ökade inte lika mycket i Sverige som i USA 1995–2000 och avtog inte heller lika snabbt som i USA under uppbromsningen 2001–2002. Investeringarna har inte heller bestått av en lika stor andel IT-hårdvara i Sverige som i USA. Men liksom USA har Sverige noterat en successiv ökning av TFP, vilket skiljer dessa båda länder från många europeiska ekonomier. Möjligen kan detta bero på att IKT-kapitalet även i Sverige lett till bättre fungerande arbetsplatser och gjort det

Diagram R13. Kapitalfördjupning och tillväxt i total faktorproduktiviteten i USA och Sverige. Årlig procentuell förändring



Anm. Data avser näringslivet. Serierna är utjämnade med fem kvartals centrerat glidande medelvärde. Data som använts för beräkningarna går från 1994kv3 – 2003kv2.
Källor: SCB, OECD och Riksbanken.

21 Ett vanligt sätt att mäta TFP är att utgå från en produktionsfunktion med timmar och kapitalstock som ingående faktorer och sedan residualt bestämma TFP. Detta mått är då tänkt att fånga all produktionsökning som inte förklaras av arbete och kapital, dvs. ny teknik, organisatoriska förbättringar, etc. I praktiken blir dock inte måttet så renodlat. T.ex. kommer utnyttjandegraden av produktionsfaktorerna, vilken har en klar cyklisk variation, att inkluderas i TFP-måttet. Eventuella mätfel kan också påverka TFP. Beräkningarna baseras dessutom på antaganden om perfekt konkurrens och konstant skalavkastning vilket innebär ytterligare komplikationer. För beräkningar på svenska data som tar hänsyn till detta se t.ex. Carlsson, M., "Measures of Technology and the Short-Run Responses to Technology Shocks", *Scandinavian Journal of Economics* 105, 2003, 555-579.

22 Se t.ex. Brynjolfsson, E. och L. Hitt, "Computing productivity: firm-level evidence", *The Review of Economics and Statistics* 85, 2003, 793-808, Basu, S., m.fl. "The Case of the Missing Productivity Growth, or...", kommande i *NBER Macroeconomics Annual 2003*, MIT Press, samt Gordon, R., "Exploding Productivity Growth: Context, Causes, and Implications", *Brookings Papers on Economic Activity* 2:2003, 1-73.

23 Se David, P., "The Dynamo and the Computer: An Historical Perspective on the Modern Productivity Paradox", *American Economic Review Papers and Proceedings* 80, 1990, 355-361 och Schön, L., *En modern svensk ekonomisk historia*, SNS förlag, 2000.

gradvis lättare att ersätta arbete med IKT-kapital – även i Sverige i kombination med en allt större integration med underleverantörer i tillväxtmarknader.

Ett faktum som stöder hypotesen om ett fördröjt genomslag av 1990-talets IKT-investeringar är att den privata tjänstesektorn, som i allt högre grad investerat i IKT, haft en påtagligt högre produktivitetstillväxt i USA jämfört med många europeiska länder. Produktiviteten kan här ha gynnats av automatisering och utalokering av tjänster med hjälp av datorer och telekommunikation. I Sverige har den snabba ökningen av sysselsättningen i tjänstesektorn (på tillverkningsindustrins bekostnad) bidragit till att kapitalfördjupningen i denna sektor varit relativt svag, men den del av kapitalet som ökat snabbast är IKT-kapitalet.²⁴ Speciellt stor har produktivitetsoökningen varit i telekommunikationsföretag och uthyrningsföretag. Ökningen har därtill varit särskilt snabb sedan 2000, ungefär i nivå med varusektorn där produktiviteten normalt växer fortare. Detta trots möjliga mätfel av värdeökningen inom finanssektorn och datakon-sulter där låg eller negativ produktivitetstillväxt uppmätts.

Sammanfattningsvis finns vissa likheter mellan Sverige och USA: Produktiviteten har stigit tidigt i konjunkturcykeln, med tecken på en starkare genomsnittlig produktivitetstillväxt sedan mitten på 1990-talet som bekräftats under lågkonjunkturen. Under 1990-talet spelade produktiviteten i IKT-produktionen en stor roll

men denna kan inte förklara den senaste tidens utveckling. Däremot kan IKT-investeringarnas genomslag på arbetsplatsernas organisation ha fått större betydelse. I bakgrunden finns välfungerande produktmarknader och en allt större öppenhet och integration med den globala ekonomin. I USA har konjunkturcykeln kommit längre men det är ännu för tidigt att säga om den senaste uppgången är ett tecken på att den genomsnittliga nivån på produktivitetstillväxten höjts ytterligare jämfört med slutet på 1990-talet, än mindre om motsvarande kan ske i Sverige, trots parallellerna med den amerikanska ekonomin vad gäller IKT-utvecklingen.

Den genomsnittliga produktivitetstillväxten i näringslivet under perioden 1995-2001 var 2,7 procent. I slutet av 2001 var Riksbankens prognos för de följande två åren 2,2 procent. Som nämnts tidigare överraskade dock antal arbetedagar negativt och utfallet av produktivitetsoökningen för 2002 och 2003 blev istället ca 2 respektive 1,5 procentenheter högre. Strukturella förändringar i svenskt näringsliv skulle kunna innebära att även kommande år präglas av en hög genomsnittlig produktivitetstillväxt. Viss hänsyn till detta har nu tagits i bedömningen för 2004 och 2005. På kort sikt kommer dock produktiviteten sannolikt påverkas av det cykliska mönstret och mattas av något allteftersom återhämtningen fortskrider. Bättre besked om hållbarheten i produktivitetssuppgången kommer i takt med att konjunkturen mognar och sysselsättningen tar fart.

24 Se Lindström, T., "The Role of High-Tech Capital Formation for Swedish Productivity Growth", Working Paper No. 83, Konjunkturinstitutet, 2003.

Den senaste tidens inflationsutveckling

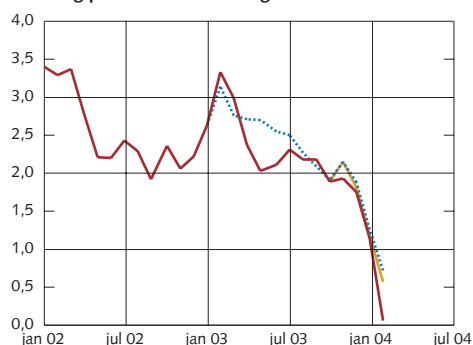
den denna fördjupningsruta beskrivs och analyseras inflationsutvecklingen sedan föregående inflationsrapport. Inflationen har, som väntat, fallit till följd av bl.a. lägre energipriser. Nedgången har dock blivit något större än tidigare bedömts, framförallt på grund av en låg ökningstakt av den importerade inflationen (rensad för oljepriserna). Till bilden hör också en oväntat stark produktivitetsutveckling.

Oväntat låg inflation

Under förra året och början av detta år har inflationen fallit kraftigt. Till största delen rör det sig om ett förväntat fall efter de ovanligt stora prisökningarna i början av förra året (se diagram R14). I den första inflationsrapporten från 2003 var Riksbankens prognos att UND1X-inflationen skulle vara 3,1 procent i februari 2003 och 0,7 procent i februari 2004. Utfallet blev 3,3 respektive 0,1 procent. Även om det fanns förväntningar om en stor nedgång i inflationen blev fallet alltså ännu större än vad prognoserna från Riksbanken (och andra bedömare) tydde på. Av diagram R14 framgår även att Riksbanken så sent som i december 2003 överskattade UND1X-inflationen i början av år 2004. Förväntan var att UND1X-inflationen skulle vara 0,6 procent i februari, men utfallet blev 0,1 procent (i januari var prognosfelet betydligt mindre).

Riksbankens prognos har alltså länge varit att inflationstakten skulle falla kraftigt mellan februari 2003 och februari 2004. Den främsta orsaken var en väntad anpassning av energipriserna till mer normala nivåer. Att fallet blev något större än väntat beror framförallt på prisutvecklingen de allra senaste månaderna och sammanhänger främst med en oväntat låg ökningstakt av den importerade inflationen (rensad för oljepriserna). Detta tycks i sin tur vara en följd dels av att det internationella pristrycket blivit lägre än väntat, dels av att genomslaget från det senaste årets apprecierade krona (framförallt mot dollarn) förefaller ha blivit större. Exempelvis föll priserna på kläder och skor i KPI med 4,7 procent i februari jämfört med februari förra året (se diagram R15). Det senare kan också hänga samman med att detaljhandeln haft

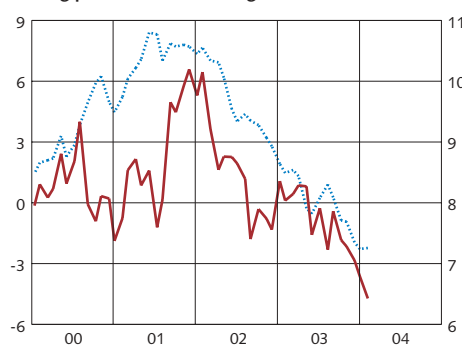
Diagram R14. UND1X, utfall och prognoser. Årlig procentuell förändring



— UND1X
— Inflationsrapport 2003:1
— Inflationsrapport 2003:4

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R15. Prisökningstakten på kläder och skor i KPI och dollarkursen. Årlig procentuell förändring och SEK/USD



— Kläder och skor (vänster skala)
— SEK/USD (höger skala)

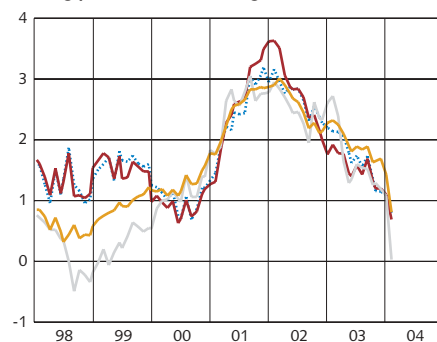
Källor: SCB och Riksbanken.

överoptimistiska planer och att detta framtingat oväntade prissänkningar. Även den senaste tidens starka produktivitetsutveckling har sannolikt haft betydelse.

Fortsatt fallande underliggande inflation

För att analysera hur inflationen utvecklas på längre sikt studerar Riksbanken mått på den så kallade underliggande inflationstakten. Detta är dock inget entydigt definierat begrepp utan den

Diagram R16. Olika mått på underliggande inflation. Årlig procentuell förändring



— UND1X exklusive energi
— UND1X exklusive energi och livsmedel
— UND24
— trim85

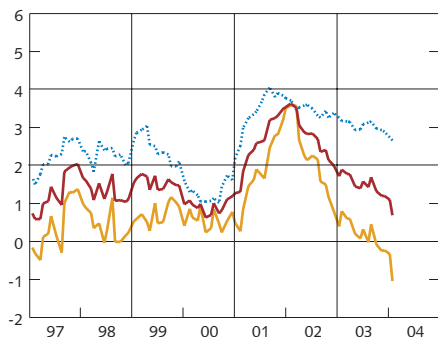
Anm. De alternativa måtten är beräknade utifrån KPI uppdelat på ca 70 olika undergrupper. UND24 är sammanvägt med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen för avvikelsen mellan den årliga ökningstakten av hela KPI och respektive undergrupp under de senaste 24 månaderna. I trim85 har de 7,5 procent mest positiva och negativa årliga prisförändringarna under varje månad exkluderats. Källor: SCB och Riksbanken.

underliggande inflationen kan beräknas på olika sätt. I diagram R16 redovisas några olika mått på underliggande inflation. Utfallet av samtliga mått

— UND1X exkl. energi
 Tjänster
 — Varor exkl. energi

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R17. UND1X-inflationen exklusive energi uppdelad på varor och tjänster. Årlig procentuell förändring



visar att inflationen rensad för olika störningar mer än halverats under de senaste två åren.

Lägre prisökningstakt på såväl varor som tjänster

Prisökningstakten skiljer sig åt mellan varor och tjänster (se diagram R17). Varupriserna stiger vanligtvis långsammare än tjänstepriserna då produktiviteten normalt växer snabbare inom varusektorn än inom tjänstesektorn. En annan skillnad är att den förra är mer utsatt för internationell konkurrens än den senare. Varupriserna rensat för energipriserna har i genomsnitt fallit under det senaste halvåret. En liknande bild

Diagram R18. Bearbetade varor i producentled, hemmamarknadspriser och importpriser. Årlig procentuell förändring

— HMPI, bearbetade varor
 IMPI, bearbetade varor

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

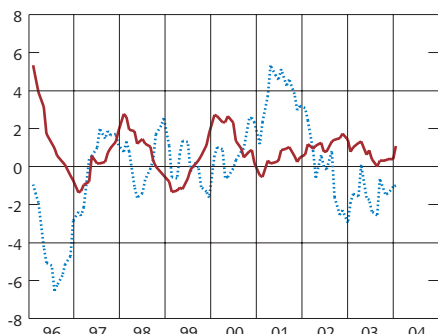
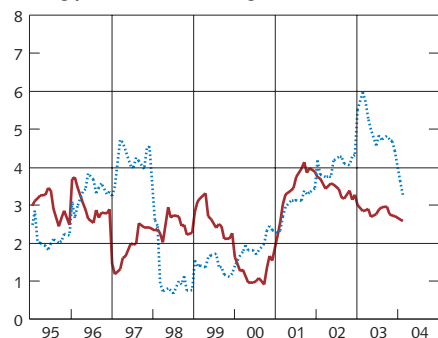


Diagram R19. Tjänstepriser. Årlig procentuell förändring

— Tjänster exkl. administrativt prissatta tjänster
 Administrativt prissatta tjänster

Källor: SCB och Riksbanken.



visar prisutvecklingen i producentledet (se diagram R18). En viktig förklaring är troligen att det senaste årets låga internationella prisökningstakt på mer bearbetade varor och den starkare kronan medfört ett fallande importerat inflationstryck.

Prisökningstakten på tjänsterna är fortfarande relativt hög även om också den har minskat under det senaste året. En anledning är att prisökningstakten på mer administrativt prissatta tjänster föll tillbaka (se diagram R19). Fortfarande ökar dock bl.a. kommunala taxor snabbare än priserna på övriga tjänster. Ett viktigt skäl är troligen att kommuner med ansträngd ekonomi kompenserar sig genom att höja olika taxor, såsom renhållnings- och sotningsavgifter.

Högre oljepriser men lägre elpriser

Jämfört med bedömningen i den senaste inflationsrapporten har den årliga ökningstakten av energipriserna totalt sett fallit ungefär som väntat. Oljepriserna har dock varit i genomsnitt knappt 2 dollar högre per fat än väntat. Det högre oljepriset har motverkats av den svagare dollarn som har medfört att priserna på bensin och villaolja i konsumentledet ändå utvecklats ungefär enligt förväntan.

Elpriserna i konsumentledet har t.o.m. februari fallit i stort som väntat. Priserna på den nordiska elbörsen Nord Pool har dock blivit lägre än vad prissättningen på terminsmarknaden indikerade i slutet av förra året. Mycket talar för att den förhållandevis milda vintern är en viktig förklaring till de lägre elpriserna på Nord Pool. De fallande priserna på Nord Pool har även medfört att elpriserna i konsumentledet gått ned. Elhandelsbolagen har börjat sänka priserna på såväl tillsvidarekontrakten som avtalen med bundet elpris. Elpriserna föll med 2,5 procent i årstakt i februari, rensat för effekter av förändrade energiskatter, vilket var i linje med bedömningen i den senaste inflationsrapporten.

Sammanfattningsvis har det senaste året utmärkts av ett kraftigt fall i prisökningstakten av de flesta varor och tjänster i KPI, vilket framgår av de olika måtten på den underliggande inflationen. Fallet i inflationstakten har blivit större än väntat, särskilt under de allra senaste månaderna.

■ Inflationsbedömning

I detta kapitel görs en sammanfattande bedömning av inflationsutsikterna t.o.m. mars 2006 under förutsättning att reporäntan hålls konstant på 2,5 procent. Inledningsvis beskrivs den inflationsutveckling som bedöms vara den mest sannolika de kommande två åren. Därefter diskuteras osäkerheten och riskerna i denna bedömning.

Inflationsutsikterna i huvudscenariot

■ ■ Högre oljepriser men lägre elpriser.

Inflationstakten mätt med KPI och UND1X har utvecklats betydligt svagare under årets första månader än bedömningen i föregående inflationsrapport. Det är inflationen rensad för energipriser som fallit mer än väntat medan energipriserna fallit ungefär enligt förväntan (se även fördjupningsruta "Den senaste tidens inflationsutveckling"). Oljepriserna har inte fallit tillbaka som väntat utan är fortsatt höga. Det väntas vara kvar på en hög nivå under det närmaste året. Därefter bedöms ett ökande utbud medföra att oljepriset sakta faller till runt 25 dollar per fat mot slutet av prognosperioden. Oljepriset väntas bli högre under hela prognosperioden jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport.

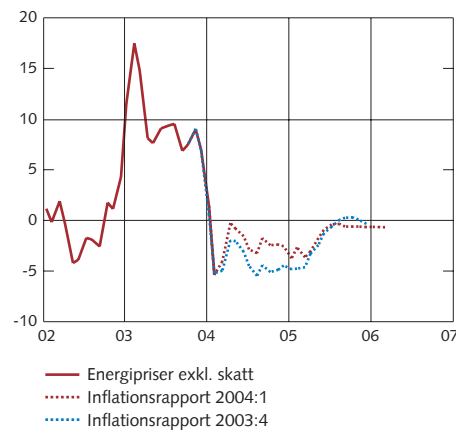
Spotpriserna på den nordiska elbörsen Nord Pool har fallit mer under de senaste månaderna än vad som indikerades av prissättningen på terminsmarknaden i slutet av förra året. Även priserna på terminskontrakten för leverans av el under resten av året har fallit sedan föregående inflationsrapport. Detta har medfört att elhandelsbolagen har börjat sänka elpriserna i konsumentledet på såväl tillsvidarekontrakten som avtalen med bundet elpris. Därför har Riksbanken reviderat ned prognoserna för elpriserna i konsumentledet något på kort sikt. De väntas falla under våren och sommaren i takt med att nivån på vattenmagasinen fylls på. De elpriser konsumenterna betalar väntas dock inte falla till nivåerna som gällde innan elpriserna sköt i höjden i början av 2003. Istället väntas elpriserna i konsumentledet stiga långsamt under de kommande två åren.

Sammantaget är energiprisprognosen under senare delen av prognosperioden i stort sett oförändrad jämfört med december (se diagram 49). De tillfälliga svängningarna i energipriserna som inverkat starkt på inflationsutvecklingen sedan slutet av 2002 beräknas ha klingat av vid mitten av 2005. Energipriserna väntas dock fortsätta att dämpa inflationen även under resten av 2005 och början av 2006. Det följer av att oljepriserna bedöms falla något samtidigt som elpriserna väntas stiga långsammare än övriga priser.

■ ■ Lågt men något stigande inhemskt pristryck.

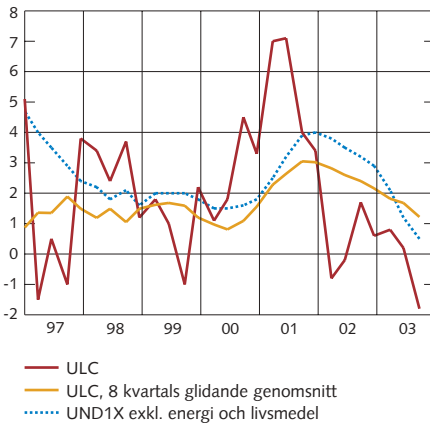
En stor del av hyresförhandlingarna för år 2004 är nu slutförda. Den genomsnittliga hyreshöjningen hittills uppgår till ca 2,6 procent. Detta

Diagram 49. Energipriser exklusive skatt. Årlig procentuell förändring



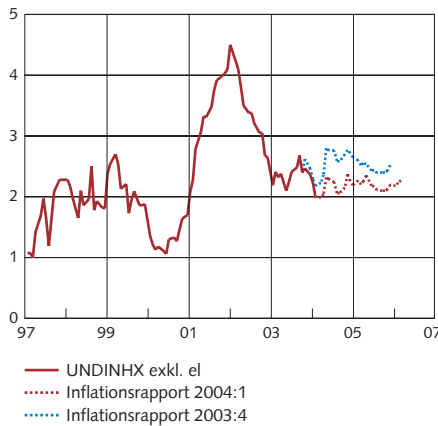
Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 50. UND1X exklusive energi och livsmedel samt enhetsarbetskostnader i näringslivet. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 51. Inhemsk inflation exklusive el och skatt, utfall och prognos. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

är i linje med vad Riksbanken räknade med i föregående inflationsrapport. Hyrorna väntas stiga med i genomsnitt drygt 2,5 procent årligen under prognosperioden.

I förhållande till prognoserna i föregående inflationsrapport har arbetsmarknaden utvecklats oväntat svagt och antas även under resten av prognosperioden vara något svagare. Samtidigt bedöms produktionen i näringslivet bli högre. Detta medför att produktivitetstillväxten väntas bli starkare. Den svagare arbetsmarknaden medför även att löneökningstakten i näringslivet revideras ner något 2004. Sammantaget ger det lägre enhetsarbetskostnader jämfört med bedömningen i decemberrapporten. Detta gäller under större delen av prognosperioden.

Ovanligt många arbetsdagar under 2004 och 2005 medför därutöver att den faktiska ökningstakten i enhetsarbetskostnaderna blir mycket låg (se även fördjupning sidan 34). Detta ger ett lågt inhemskt kostnadstryck under framförallt 2004 (se tabell 11). Det är svårt att veta exakt hur kalenderkorrigeringen påverkar inflationen. På sikt är det alltid företagets faktiska kostnader som spelar roll för priserna. Studier visar dock att priser är trögörliga och att företagen inte vanligtvis låter tillfälliga förändringar i kostnaderna slå igenom direkt på priset. Detta illustreras i diagram 50. Av diagrammet framgår att de inhemska priserna i större utsträckning samvarierar med ett utjämnt mått på enhetsarbetskostnaderna än med de faktiska kostnaderna. Riksbankens bedömning är därför att det låga kostnadstrycket under 2004 inte får fullt genomslag på priserna i år utan att effekten gradvis slår igenom på inflationen. Den inhemska inflationen bedöms därför utvecklas relativt stabilt under prognosperioden och endast stiga svagt trots en betydligt snabbare ökning i det inhemska kostnadstrycket som det kommer till uttryck i ULC. Sammantaget talar utvecklingen på arbetsmarknaden, den något ändrade produktivetsbilden och de inflationsdata som inkommit på senare tid för en något nedreviderad inhemsk inflation under hela prognosperioden (se diagram 51). De inhemska priserna väntas 2004 och 2005 stiga med i genomsnitt 1,7 och 1,9 procent årligen.

■ ■ Också importerad inflation stiger.

Bortsett från priserna på oljeprodukter har ökningstakten av importpriserna i konsumentledet blivit oväntat låg under det senaste året. Även importpriserna i producentledet har fallit oväntat mycket. En möjlig förklaring är att det internationella pristrycket har varit lägre än vad Riksbanken förutsatt. Dessutom kan kronförstärkningen ha fått ett större genomslag på importpriserna än väntat. Ytterligare en faktor som kan ha bidragit är den starka produktivitetstillväxten i Sverige. Importpriserna i konsumentledet innehåller nämligen även en stor inhemsk kostnadskomponent. På kort sikt väntas den importerade inflationen vara fortsatt låg. Konjunkturinstitutets senaste kvartalsbarometer visar också att företagen förväntar sig låga prisökningar under det

närmaste kvartalet (se diagram 52). Under prognosperioden väntas det internationella pristrycket på bearbetade varor tillta samtidigt som kronans apprecieringstakt avtar. Detta medför att den importerade inflationen väntas sluta att falla och istället börja stiga svagt (se tabell 14). En motverkande faktor är att oljepriset väntas sjunka under hela prognosperioden.

Jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport är importpriserna nedreviderade vilket följer av att både det internationella och det inhemska kostnadstrycket väntas bli lägre. I år väntas den genomsnittliga prisförändringen på importerade varor och tjänster i KPI bli -1,6 procent och under 2005 0,0 procent. Motsvarande siffror i föregående inflationsrapport var -1,1 procent och 0,3 procent.

■ ■ KPI-inflationen högre än UND1X-inflationen.

Höjda energiskatter inom ramen för den gröna skatteväxlingen väntas öka KPI-inflationen med ca 0,2 procentenheter årligen under prognosperioden. På kort sikt medför dock lägre räntekostnader för hushållen att KPI-inflationen blir lägre än UND1X-inflationen (se diagram 54 och tabell 13). En allmän konjunkturrelaterad ränteuppgång väntas mot slutet av prognosperioden leda till stigande bostadsräntor. Det för med sig att hushållens räntekostnader åter ökar vilket bidrar till att inflationen mätt med KPI blir högre än UND1X-inflationen.

Tabell 13. Förändring i KPI jämfört med UND1X. Årlig procentuell förändring och procentenheter

	mar-04	mar-05	mar-06
UND1X	0,1	0,9	1,6
+Effekter av förändrade räntekostnader	-0,6	0,0	0,2
+Effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner	0,1	0,2	0,2
=KPI	-0,3	1,2	1,9

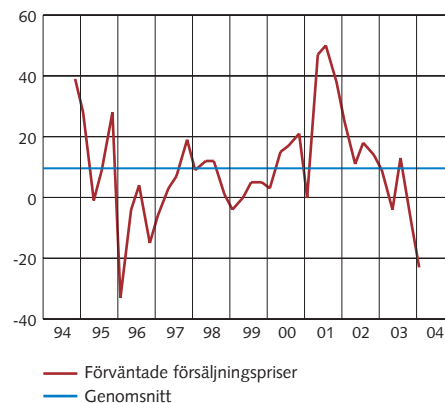
Källa: Riksbanken.

■ ■ Inflationsprognosen nedreviderad.

Bedömningen är därmed att KPI- och UND1X-inflationen tilltar när energipriserna slutar att falla. Därefter ökar inflationen ytterligare vilket främst sammanhänger med ett stigande internationellt inflationstryck. Jämfört med föregående inflationsrapport är prognosen för inflationen nedreviderad till följd av lägre elpriser och ett lägre internationellt och inhemskt kostnadstryck. Detta motverkas endast till viss del av ett högre oljepris.

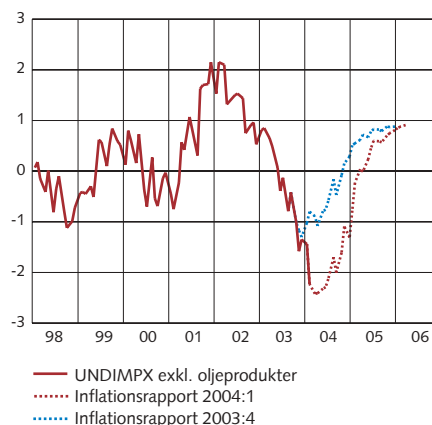
Sammantaget väntas KPI-inflationen i huvudscenariot uppgå till 1,2 procent på ett års sikt och 1,9 procent på två års sikt (se tabell 14). Motsvarande siffror för UND1X-inflationen är 0,9 procent respektive 1,6 procent.

Diagram 52. Butikshandel med textilier, kläder och skor. Förväntade försäljningspriser nästa kvartal. Nettotal



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

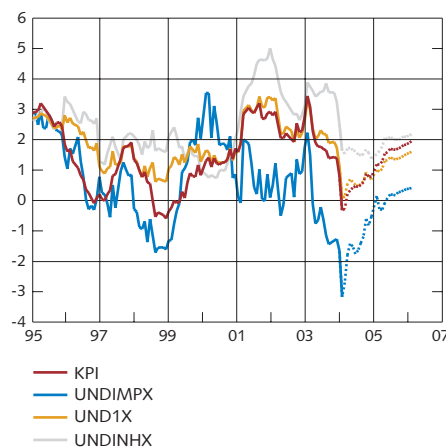
Diagram 53. UNDIMPX exklusive oljeprodukter, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 54. Olika inflationsmått, utfall och prognos enligt huvudscenariot. Årlig procentuell förändring



Anm. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Reviderade prognoser sedan föregående inflationsrapport.

- Elpriserna väntas på kort sikt falla snabbare än i bedömningen i december.
- Den inhemska inflationen väntas bli lägre under prognosperioden främst på grund av lägre förväntade enhetsarbetskostnader.
- Oljepriset väntas bli högre under hela prognosperioden.
- Den importerade inflationen väntas bli lägre under prognosperioden till följd av ett lägre internationellt pristryck och lägre inhemska enhetsarbetskostnader.
- KPI- och UND1X-inflationen bedöms bli lägre under hela prognosperioden.

**Tabell 14. Inflationsprognosen i huvudscenariot.
Årlig procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt			Tolv månaderstal		
	2003	2004	2005	mar 04	mar 05	mar 06
KPI	2,1 (2,1)	0,4 (1,1)	1,5 (1,9)	-0,3 (0,4)	1,2 (1,6)	1,9
UND1X	2,3 (2,3)	0,6 (1,1)	1,2 (1,6)	0,1 (0,6)	0,9 (1,3)	1,6
UNDINHX	3,6 (3,6)	1,7 (2,2)	1,9 (2,3)	1,5 (1,9)	1,6 (2,0)	2,2
UNDIMPX	-0,2 (-0,1)	-1,6 (-1,1)	0,0 (0,3)	-2,7 (-2,1)	-0,3 (0,0)	0,4
UND1X exklusive energi	1,5 (1,6)	0,9 (1,6)	1,5 (1,9)	0,6 (1,3)	1,5 (1,9)	1,9

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport inom parentes. UND1X är KPI exklusive hushållens räntekostnader för egnahem rensat för effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner. UNDINHX avser bara priser på i huvudsak inhemskt producerade varor och tjänster i UND1X. UNDIMPX avser priser på i huvudsak importerade varor och tjänster i UND1X.

Källor: SCB och Riksbanken.

Riskbilden

Den inflationsprognos som hittills presenterats i denna inflationsrapport utgör ett huvudscenari. Det är den utveckling av svensk inflation som Riksbanken bedömer vara den mest sannolika under förutsättning att reporäntan hålls oförändrad på nuvarande nivå. Prognosen är förknippad med osäkerhet och de alternativa vägar inflationen kan komma att ta beaktas också vid penningpolitikens utformning.

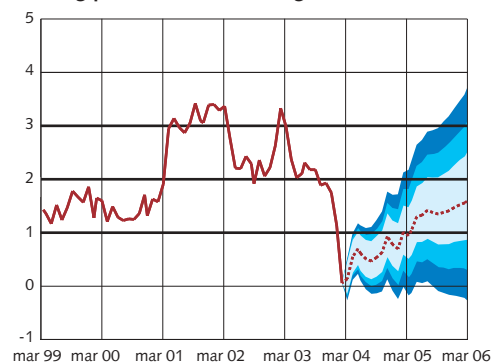
De huvudsakliga riskfaktorerna är i stort desamma som i föregående rapport: den allmänna konjunkturutvecklingen såväl i Sverige som i vår omvärld, löneutvecklingen och ett svagt inhemskt inflationstryck. Hur dessa faktorer värderas har dock ändrats något. Riksbankens bedömning är att riskerna för en sämre internationell och inhemsk konjunkturutveckling har minskat och att sannolikheten för en bättre utveckling har ökat. Bilden av en konjunkturuppgång har blivit tydligare och i dagsläget förefaller risken störst att underskatta kraften i uppgången och konsekvenserna för inflationen. Detta motverkas i viss grad av risken för en underskattning av de strukturella förändringar – både internationellt och i Sverige - som kan ligga bakom det låga kostnadstryck som har bidragit till fallet i inflationen på senare tid. Huvudscenariot innebär en lägre prognostiserad inflation jämfört med föregående inflationsrapport, såväl i Sverige som i omvärlden. Den riskkorrigerade inflationsbedömningen är något högre än i huvudscenariot, till följd av att risken för högre inflation som kommer från den internationella och inhemska konjunkturutvecklingen inte fullt ut balanseras av övriga riskfaktorer. Detta illustreras av diagram 55 och 56.

■ Risk för högre inflation från konjunkturutvecklingen.

I föregående inflationsrapport gjordes bedömningen att riskerna från världskonjunkturen var balanserade. I denna rapport görs bedömningen att risken för högre inflation dominerar något.

Jämfört med huvudscenariot i föregående inflationsrapport är bedömningen av tillväxten i euroområdet något nedreviderad. Samtidigt har synen på tillväxten i USA och i övriga delar av världen reviderats upp. Sammantaget innebär detta att prognosen för världsmarknadens tillväxt är ungefär densamma som vid föregående bedömning. Att bilden av en internationell konjunkturuppgång bekräftar talar för att sannolikheten för en utveckling i linje med huvudscenariot har ökat. Kvar står alltså möjligheten att den globala återhämtningen kan bli ännu starkare än väntat. Det rör sig om en synkroniserad ökning av tillväxten i USA, Asien och i Öst- och Centraleuropa. De internationella spridningsmekanismerna kan komma att leda till ännu högre tillväxt, vilket i så fall bör ha en positiv inverkan även på euroområdets export och tillväxt. En sådan utveckling kan även vara förknippad med högre priser på olja och andra råvaror än vad som antas i huvudscenariot. Å den andra sidan kvarstår även faktorer som skulle kunna ge en

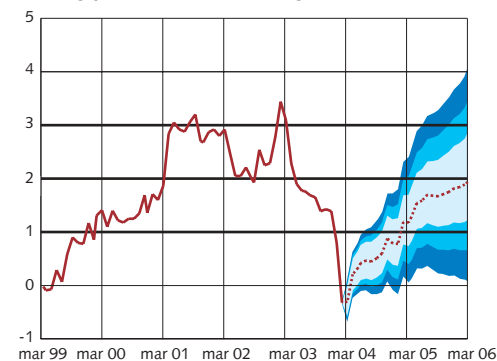
Diagram 55. UND1X-inflationen med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 56. KPI-inflationen med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

svagare internationell utveckling, framförallt i euroområdet, men även i USA. I USA är sedan lång tid underskotten i bytesbalansen och statsbudgeten svårbedömda riskfaktorer. Osäkerheten kring vilka åtgärder som kan komma att vidtas för att rätta till de dubbla underskotten består. Även i euroområdet utgör finanspolitiken alltjämt en riskfaktor. Det hänger samman med de besparingskrav som Tyskland och Frankrike har på sig under de närmaste åren. Om de realiseras kan det dämpa hushållens och företagens vilja att konsumera och investera. Den allra senaste tiden har dessutom osäkerhet om det säkerhetspolitiska läget återigen avspeglats på de finansiella marknaderna. Huruvida terrordåden i Madrid riskerar att dämpa den ekonomiska återhämtningen i euroområdet är emellertid ännu för tidigt att säga.

Det finns även andra faktorer som kan leda till en svagare efterfrågeutveckling såväl i Sverige som internationellt än den som tecknas i huvudscenariot. Om sysselsättningen och arbetslöshetstalen utvecklas i negativ riktning kan exempelvis den privata konsumtionen komma att bli svagare än bedömningen i huvudscenariot.

Riksbankens bedömning är att riskerna för en sämre internationell konjunkturutveckling än väntat har minskat och att sannolikheten för en bättre utveckling ökat. De tydliga tecknen på en förbättring av världskonjunkturen har ännu inte avspeglats i högre internationell inflation överlag. Råvarupriserna har stigit, men samtidigt uppvisar priserna på bearbetade varor en mycket dämpad utveckling. Det senare kan bero på att ökad internationell handel och stigande konkurrens har lett till högre effektivitet, vilket i så fall är ett strukturellt fenomen som kan väntas leda till varaktigt lägre inflation. Den låga internationella inflationen är samtidigt antagligen delvis beroende av konjunkturläget och det låga resursutnyttjandet. Med oförändrad penningpolitik kommer inflationen förr eller senare att överstiga centralbankernas inflationsmål och det kan inte uteslutas att detta kan ske, även i Sverige, redan under prognosperioden.

■ ■ Övriga risker balanserar varandra.

Utvecklingen har visat att riskerna förknippade med konjunkturutvecklingen inte på något enkelt vis kan översättas till risker för inflationen. En faktor som kan leda till att inflationen blir lägre än väntat, även om produktion och efterfrågan utvecklas enligt prognosen, är produktivetsutvecklingen. Produktiviteten har förbättrats oväntat mycket under senare tid, vilket är spegelbilden av den oväntat svaga utvecklingen av antalet arbetade timmar (se fördjupningsruta "Hur uthållig är den senaste tidens produktivetsuppgång?"). Utvecklingen har flera gemensamma drag i olika länder, t.ex. Sverige och USA, men skälen till varför produktiviteten utvecklats så starkt går inte att fastställa säkert och det är svårt att avgöra om det är ett övergående eller mer bestående fenomen. I huvudscenariot har synen på produktiviteten i Sverige reviderats upp något. Revideringen kan dock visa sig vara för liten om de höga produktivitetstalen är tecken på mer

varaktiga tillväxtförbättringar i svensk ekonomi. Detta innebär en risk för att inflationen kan överskattas. Omvänt gäller givetvis att inflationen kan underskattas om produktivitetsuppgången visar sig vara enbart tillfällig.

Elprisutvecklingen var en riskfaktor i Riksbankens inflationsbedömningar under hela 2003. Risken för att elpriserna inte skulle falla tillbaka på det sätt som antogs i huvudscenariot lyftes fram vid riskbedömningar i flera inflationsrapporter. Även risken för oväntade spridningseffekter framhölls. I föregående inflationsrapport diskuterades hyreskraven för 2004 som ett exempel på spridningseffekter. Nu har emellertid elpriserna fallit tillbaka något snabbare än väntat och de tidigare prishöjningarna verkar inte ha spridits till andra sektorer. Elprisutvecklingen tillhör därför för närvarande inte de viktigaste riskfaktorerna.

Under detta år kommer avtal för en stor del av den svenska arbetsmarknaden att tecknas (se fördjupningsruta "Avtalsrörelsen 2004" i Inflationsrapport 2003:4). De treåriga avtal som slutits för anställda inom industri och handel (på nivåer som är i linje med Riksbankens prognoser) har minskat osäkerheten om löneutvecklingen. Det finns dock fortfarande en risk att lönebildningen på lokal nivå skulle kunna leda till högre löneökningar och inflation än väntat. Att arbetsmarknaden är svag minskar samtidigt risken för att lönerna ska utvecklas snabbare än i huvudscenariot.

Riksbanken gör bedömningen att de risker som är relaterade till det inhemska kostnadstrycket är balanserade. Tillsammans med risker för högre inflation som kommer från osäkerheten om konjunkturutvecklingen, innebär detta att den riskkorrigerade inflationsbedömningen blir något högre än i huvudscenariot.

**Tabell 15. Inflationsprognos med beaktande av riskbilden.
Årlig procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal	
	2004	2005	mar 2005	mar 2006
KPI	0,4 (1,1)	1,6 (1,9)	1,2 (1,6)	2,0
UND1X	0,6 (1,1)	1,3 (1,6)	1,0 (1,3)	1,7

Anm. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 55-56. Siffrorna inom parentes visar motsvarande siffror i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

**Tabell 16. UND1X-inflation (tolvmånaderstal).
Sannolikhet i procent för olika utfall**

	UND1X<1	1< UND1X<2	2< UND1X<3	UND1X>3	Summa
mar 2005	51 (31)	41 (51)	8 (17)	0 (1)	100
mar 2006	29 (27)	32 (31)	25 (27)	14 (15)	100

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

Källa: Riksbanken.

**Tabell 17. KPI-inflation (tolvmånaderstal).
Sannolikhet i procent för olika utfall**

	KPI<1	1< KPI<2	2< KPI<3	KPI>3	Summa
mar 2005	38 (24)	48 (52)	13 (22)	1 (2)	100
mar 2006	20 (17)	30(28)	29 (31)	21 (24)	100

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

Källa: Riksbanken.

I denna fördjupningsruta görs en genomgång av inflationen och penningpolitiken 2001-2003. Syftet är att ge ett underlag till den årliga utvärderingen av penningpolitiken som görs av riksdagens finansutskott. Fjolåret kännetecknades av en god måluppfyllelse för inflationen i genomsnittliga termer men betydande svängningar förkom till följd av förändringar i energipriserna. Riksbankens prognoser för prisutvecklingen i sin helhet 2003, gjorda under 2001 och 2002, visar på en godtagbar precision, även om vissa delkomponenter i inflationen prognostiserades mindre bra. Den enkla handlingsregeln – att reporäntan ändras med hänsyn till den väntade inflationen på ett par års sikt – ger i allt väsentligt en god beskrivning av politiken 2001-2002.

Inledning

Målet för penningpolitiken är att upprätthålla ett fast penningvärde.²⁵ Riksbanken har valt att precisera denna av riksdagen givna uppgift som en inflationstakt på 2 procent per år mätt i termer av konsumentprisindex (KPI), med ett toleransintervall på +/- 1 procentenhet.

Inflationen 2001 och 2002 har analyserats i motsvarande fördjupningsruta i Inflationsrapport 2002:1 respektive 2003:1. Här fokuserar analysen därför främst på inflationsutfallet 2003. Eftersom penningpolitik påverkar inflationen med viss fördröjning är inflationen 2003 till stor del ett resultat av den penningpolitik som fördes under 2001 och 2002. Analysen av penningpolitiken fokuserar därför på de bedömningar som

gjordes och de reporäntebeslut som fattades under dessa båda år.

Fördjupningsrutan kan sammanfattas på följande sätt:

Måluppfyllelsen under 2003 var bättre än genomsnittet under den hittillsvarande tiden med inflationsmål. Årsgenomsnittet för KPI-inflationen var 2,1 procent och för UND1X-inflationen 2,3 procent. KPI-inflationens genomsnittliga avvikelse från målet (i absoluta termer) under de 12 kalendermånaderna uppgick till 0,6 procentenheter. Motsvarande avvikelse under perioden 1995-2002 var 1,1 procentenheter.

Den goda måluppfyllelsen i termer av årsgenomsnitt döljer stora variationer i inflationen under 2003. Svängningar i energipriserna bidrog till en tillfällig ökning av inflationen i början av året. KPI-inflationen översteg då den övre toleransgränsen. Under resten av året var trenden fallande och inflationen understeg målet i slutet av året.

Precisionen i de prognoser för prisutvecklingen i sin helhet 2003 som gjordes under 2001 och 2002 framstår som god. Bakom detta döljer sig dock större och delvis motverkande prognosfel för de båda delkomponenterna inhemsk respektive importerad inflation. Den inhemska inflationen underskattades medan den importerade inflationen överskattades.

Riksbanken följde under perioden 2001-2002 i allt väsentligt sin enkla handlingsregel att höja reporäntan om inflationsprognosen på två års sikt ligger över inflationsmålet, och vice versa. Räntebesluten bör i den meningen ha varit förståeliga.

Förväntningarna på inflationen 2003 hos ar-

Tabell R3. Jämförelse mellan olika inflationsmått, 2003 och 1995-2002. Tolvmånaderstal, årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt		Standardavvikelse	
	2003	1995-2002	2003	1995-2002
KPI	2,1	1,4	0,7	1,1
UND1X	2,3	1,9	0,5	0,8
UNDIMPX	-0,2	0,9	1,3	1,3
UNDINHX	3,6	2,4	0,2	1,0

Källa: SCB.

25 Lag om Sveriges Riksbank, 1988:1385, 1 kap, 2 §.

betsmarknadens parter och finansmarknadernas aktörer var under 2001 och 2002 stabila. Som mest låg de 0,7 procentenheter över 2-procentsmålet. Arbetsmarknadens parter hade överlag högre inflationsförväntningar än finansmarknaderna.

Inflationsutfall och målavvikelse 2003

Inflationsutfallet 2003

Mätt som årsgenomsnitt var inflationen under 2003 mycket nära målet på 2 procent. KPI ökade med 2,1 procent medan den underliggande inflationen mätt som UND1X (som exkluderar direkta effekter av skatte- och ränteföränd-

penserades av att priserna på svensk import föll.

Bakom årsgenomsnittet döljer sig dock förhållandevis stora fluktuationer i de löpande utfallen för de 12 kalendermånaderna. Under början av 2003 steg inflationen kraftigt och översteg i januari och februari den övre toleransgränsen på 3 procent mätt både med KPI och med UND1X (se diagram R20). Redan i maj var dock inflationen åter nere på 2-procentsnivån. Den fallande trenden fortsatte under resten av året, om än i något långsammare takt. KPI-inflationen uppgick i december till 1,4 procent. UND1X steg svagt under sommarmånaderna men fortsatte falla under hösten och var 1,7 procent i december.

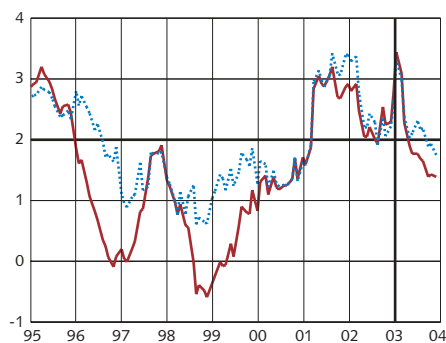
Uppgången i början av 2003 drevs främst av snabbt stigande energipriser. Dessa, som utgör 8 procent av KPI-korgen, steg med 27 procent under februari och mars jämfört med motsvarande månader 2002. Därefter minskade ökningstakten gradvis, men låg under hela året över 15 procent. De höga energipriserna slog igenom i flera undergrupper till KPI. Exempelvis steg boendekostnaderna, som har en vikt på knappt 30 procent i KPI-korgen, med omkring 6 procent under våren jämfört med ett år tidigare. Även priset på transporter, som utgör 13 procent av KPI-korgen, steg med mellan 4 och 6 procent under det första kvartalet, bl.a. som ett resultat av högre fraktkostnader förknippade med de stigande energipriserna. De inflationsdrivande tendenserna från energiprisökningarna motverkades dock av den svaga utvecklingen av importpriserna bl.a. till följd av en allt starkare krona. Kronan apprecierades med 9 procent i handelsvägda termer mellan januari 2002 och december 2003 (se diagram R21).

Rensat för energipriserna var inflationsutvecklingen 2003 betydligt stabilare (en diskussion om tillfälliga effekter följer nedan). Inflationen mätt med UND1X exklusive energi uppgick under årets första tre kvartal till mellan 1,4 och 1,9 procent. Därefter avtog ökningstakten till 1,2-1,3 procent under fjärde kvartalet.

Diagram R20. KPI- och UND1X-inflation 1995-2003. Årlig procentuell förändring

— KPI
- - - UND1X

Källa: SCB.



ringar) uppgick till 2,3 procent (se tabell R3). Båda inflationsmåten översteg genomsnittet för perioden 1995-2002. Den inhemska inflationen (UNDINHX) var hög, 3,6 procent, men det kom-

Diagram R21. Handelsvägd kronkurs (TCW-index, månadsdata).

— SEK/TCW

Källa: Riksbanken.



Tabell R4. Svensk och utländsk inflation, 2003 och 1995–2002.

	Årsgenomsnitt		Genomsnittlig avvikelse av 12-månaderstal från mål	
	2003	1995-2002	2003	1995-2002
Australien	2,8	2,7	0,3	1,5
Euroområdet	2,1	1,9	0,1	0,5
Kanada	2,8	2,0	0,9	0,7
Norge	2,7	2,3	1,1	1,0
Nya Zeeland	1,8	2,0	0,5	1,0
Storbritannien	2,8	2,5	0,3	0,3
Sverige	2,1	1,4	0,6	1,1

Anm. Följande faktiska eller antagna inflationsmål har använts i beräkningarna: Australien 2,5 procent, EMU 2 procent, Kanada 2 procent, Norge 2,5 procent, Nya Zeeland 2 procent, Storbritannien 2,5 procent och Sverige 2 procent. I Australien och Nya Zeeland är målet specificerat som ett intervall för inflationen (2-3 respektive 1-3 procent). I tabellen har antagits att målet är mittpunkten i intervallen. I dessa båda länder redovisas inflationen dessutom endast kvartalsvis. Intrapolering av kvartalsdata för att skapa månadsdata ändrar endast utfallet för Australien 2003 till 0,4. Beräkningen för Norge avser perioden sedan mars 2001 då inflationsmålpolitiken infördes.

Källa: OECD.

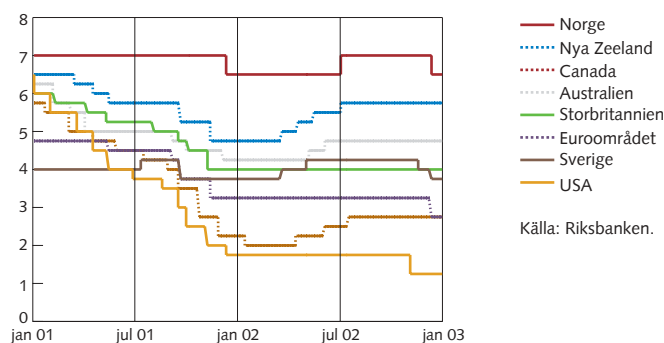
Vid en jämförelse av utfallet 2003 och ett genomsnitt för perioden 1995-2002 kan man konstatera att variabiliteten i inflationen, mätt som standardavvikelsen för 12-månaderstalen, var förhållandevis låg under fjolåret, trots det till synes ganska dramatiska inflationsförloppet (se tabell R3). Det var framförallt den inhemska prisutvecklingen som utvecklades stabilare än under jämförelseperioden.

Inflationens avvikelse från målet

Som konstaterats ovan hamnade inflationen mycket nära målet mätt som årsgenomsnitt. Trots att den svängde en del och under en kortare period t.o.m. översteg den övre toleransgränsen var även de löpande avvikelserna från inflationsmålet små i ett historiskt perspektiv. Den genomsnittliga avvikelsen (i absoluta termer) för de 12 kalendermånaderna, var betydligt lägre än genomsnittet för perioden 1995-2002.²⁶ Den genomsnittliga avvikelsen uppgick under fjolåret till 0,6 för KPI-inflationen och 0,4 för UND1X-inflationen, att jämföra med 1,1 respektive 0,7 för perioden 1995-2002.

En jämförelse av den svenska måluppfyllelsen med andra länder med inflationsmål visar att den svenska inflationen mätt som årsgenomsnitt var närmast målet av sju inflationsmålsregimer. Den genomsnittliga absoluta avvikelsen under de 12 kalendermånaderna var dock mindre i euroområdet, Storbritannien, Australien och

Diagram R22. Styrrentor i Sverige och omvärlden 2001-2002. Procent



Källa: Riksbanken.

Nya Zeeland, medan den var betydligt större i Kanada och Norge (se tabell R4).²⁷

Direktionens penningpolitiska diskussion 2001-2002

Vid ingången av 2001 var reporäntan 4 procent. Den höjdes under sommaren med 0,25 procentenheter, och sänktes två månader senare i samband med terrordåden i USA med 0,50 procentenheter. Under våren 2002 höjdes reporäntan i två steg från 3,75 procent till 4,25 procent. I slutet av året sänktes den åter, likaså i två steg, till 3,75 procent.

Höjningen i juli 2001 motiverades av att den kraftiga försvagningen av kronan under försommaren i kombination med det alltför höga inhemska resursutnyttjandet bedömdes medföra en risk att inflationen skulle komma att överstiga inflationsmålet på ett till två års

²⁶ Den genomsnittliga avvikelsen är beräknad som absolutvärdet av differensen mellan kalendermånadsutfall och inflationsmålet.

²⁷ Under antagande om ett implicit inflationsmål för USA motsvarande de senaste 10 årens genomsnitt, dvs. 2,5 procent, hade även USA en lägre genomsnittlig avvikelse än Sverige 2003, 0,4 procentenheter.

sikt.²⁸ Dessa aspekter övervägde intrycket att konjunkturen, både internationellt och i Sverige, var inne i en avmattningsfas. Kronförsvagningen hade lett till att Riksbanken i juni intervenerat på valutamarknaden.²⁹ Till bilden hör också att inflationen tidigare under året hade ökat kraftigt och i juli 2001 översteg inflationsmålet övre toleransgräns. Både hushållens och räntemarknadens inflationsförväntningar på ett års sikt hade stigit sedan inflationsrapporten publicerades i juni. Riksbankens direktions ansåg det viktigt att sända en klar signal om att inflationsmålet togs på största allvar. Diagram R22 indikerar att de ekonomiska förutsättningarna och de penningpolitiska övervägandena i Sverige skilde sig från de i många andra länder, där penningpolitiken i flera fall hade lagts om i en mer expansiv riktning redan i början av 2001. Beslutet att höja reporäntan var dock inte självklart vilket illustreras av att direktions inte var enig i sitt beslut. Tre ledamöter reserverade sig med hänvisning till den allt svagare konjunkturbilden.

Sänkningen i september 2001 med 0,5 procentenheter skedde vid ett extrainkallat sammanträde efter terrordåden i New York den 11 september. Även Federal Reserve och ECB sänkte sina styrräntor med 0,5 procentenheter medan Bank of England sänkte med 0,25 procentenheter. Direktions ansåg att det dels fanns en risk för instabilitet på finansmarknaderna, dels fanns en risk för att framtidstron hos hushåll och företag skulle försämrats och att den konjunkturavmattning som redan inletts därmed skulle kunna bli djupare och mer långvarig än vad Riksbanken tidigare räknat med. Det talade för att inflationen på två års sikt, med oförändrad reporänta, skulle komma att underskrida Riksbankens inflationsmål.³⁰

Sammantaget kan de penningpolitiska övervägandena under 2001 beskrivas som en avvägning där å ena sidan en svag växelkurs, hög inflation och stigande inflationsförväntning-

ar talade för en stramare penningpolitik, men där å andra sidan en allt svagare konjunkturbild i Sverige och internationellt talade för lättnader. Händelserna den 11 september fick vågskålen att tippa över åt det senare hållet.

Under våren 2002 bedömdes inflationen på ett till två års sikt komma att överstiga målet och reporäntan höjdes i två steg från 3,75 procent till 4,25.³¹ Bakgrunden var att tecknen på en återhämtning av både den internationella och svenska konjunkturen bedömdes bli tydligare. En gradvis uppgång i den underliggande inhemska inflationen i kombination med oväntat höga löneökningar i framförallt tjänstenäringarna talade för att resursutnyttjandet i den svenska ekonomin hade underskattats. Utvecklingen av löner och inhemska priser ansågs också på ett mer allmänt plan resa frågor om den svenska ekonomins inflationsbenägenhet. Som framgår av diagram R22 höjdes styrräntorna under våren 2002 även i flera andra mindre och medelstora länder där penningpolitiken baseras på ett inflationsmål, t.ex. Nya Zeeland, Australien och Kanada. I USA och euroområdet, liksom i Storbritannien, bedömdes däremot inte förutsättningarna vara sådana att räntehöjningar var motiverade.

I november och december justerades inflationsprognoserna åter ned och reporäntan sänktes lika mycket som den hade höjts under våren. Den väntade och delvis påbörjade återhämtningen hade kommit av sig, konstaterade Riksbankens direktions, och industrikonjunkturen var fortsatt svag såväl i USA som i Europa. Det fanns också en oro för att det utdragna och stora internationella börsfallet sedan början av 2000 hade påverkat hushåll och företag mer än väntat. Diagram R22 visar att motsvarande omvärdering av konjunktur- och inflationsutsikterna gjordes av bl.a. ECB och Federal Reserve.

Penningpolitiken under 2002 kan kortfattat sammanfattas på följande sätt. Lättnaderna

28 Det publicerades ingen inflationsrapport, och därför ingen sifferfatt prognos, i anslutning till detta möte. Prognosen för den riskjusterade UND1X-inflationen på två års sikt var i Inflationsrapport 2001:2 (maj) 2,1 procent.

29 För en utförligare diskussion om interventionerna sommaren 2001, se Heikensten, L. och A. Borg, "Riksbankens valutainterventioner-beredning, beslut och kommunikation", *Penning- och valutapolitik*, 2002:1.

30 Även detta möte hölls mellan två inflationsrapporter. Den senast publicerade inflationsprognosen var den i Inflationsrapport 2001:2 (maj) som uppgick till 2,1 procent på två års sikt i termer av riskjusterad UND1X.

31 I Inflationsrapport 2002:1 var prognosen för den riskjusterade UND1X-inflationen 2,3 procent på två års sikt.

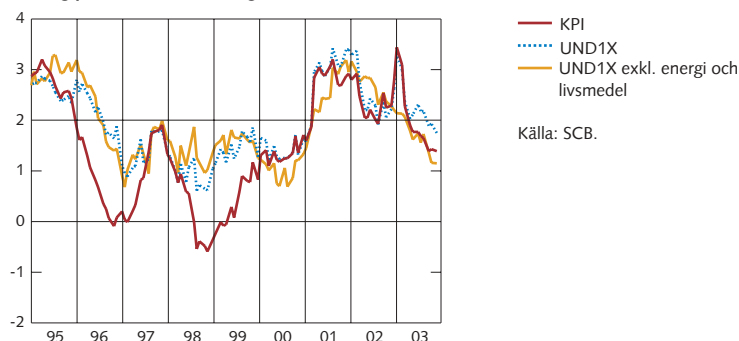
i den ekonomiska politiken efter terrordåden i USA i september 2001 bidrog till en måttlig återhämtning av den internationella och inhemska konjunkturen. Detta föranledde justeringar uppåt av inflationsprognoserna vilket ledde till räntehöjningar. Under andra halvåret började det stå alltmer klart att återhämtningen kommit av sig och tillväxten dämpades.³²

Tillfälliga effekter på inflationen

En av de specifika frågor som kommit i fokus under perioden 2001-2003 är hur penningpolitiken bör reagera då kraftiga prisrörelser på vissa enskilda produktgrupper sätter tydliga spår i den allmänna prisutvecklingen. Detta har skett vid framförallt två tillfällen under de senaste åren. Det handlar dels om den markerade nivåhöjningen på inflationen från början av 2001 in på 2002, dels om den mer tillfälliga uppgången i början av 2003 (se diagram R23). Vid det första av dessa tillfällen bidrog betydande prishöjningar på vissa livsmedel och energi till inflationsuppgången, även om också andra faktorer, såsom ett relativt högt resursutnyttjande, spelade en viss roll. Lägre energi- och livsmedelspriser var sedan viktiga förklaringar till att inflationen föll tillbaka under våren 2002. Den mer kortvariga uppgången under 2003 förklaras till stor del av svängningar i energipriserna.

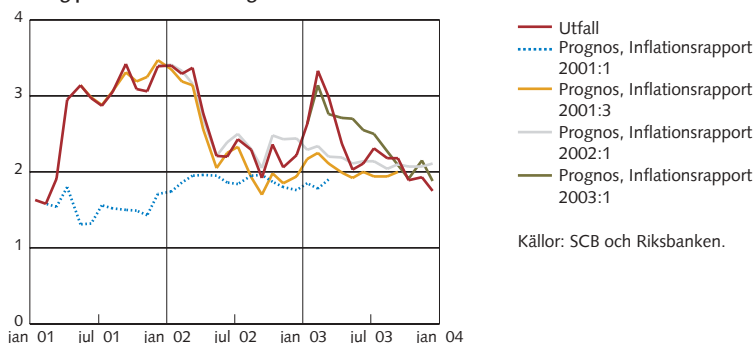
Kraftiga prisförändringar på enskilda produktgrupper kommer ofta överraskande och är därför svåra att prognostisera. Ett skäl till detta är att prisrörelserna vanligen beror på utbudsstörningar till följd av förändringar i faktorer som i sin tur är svåra eller omöjliga att förutsäga, exempelvis väderleksförhållanden eller det världspolitiska läget. Svårigheterna kan illustreras med hjälp av diagram R24 som visar att de prognoser som gjordes under 2001 och 2002 missade den kraftiga tillfälliga uppgången i inflationen under 2003. Men diagrammet visar också att två-årsprognosen som gjordes före chockerna var relativt god.

Diagram R23. KPI, UND1X och UND1X exkl energi och livsmedel 1995-2003. Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Diagram R24. Inflationsutfall och inflationsprognoser för UND1X 2001-2003. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Varaktig eller tillfällig effekt på inflationen?

Riksbanken försöker alltid göra en bedömning av om en förändring i inflationen kommer att vara varaktig eller om den kan förväntas vara förhållandevis snabbt övergående. Eftersom penningpolitiken är framåtblickande är det avgörande hur prognoserna för inflationen påverkas. Om effekterna väntas bli varaktiga påverkas den prognostiserade inflationsbanan inte bara under den allra närmaste framtiden utan även på längre sikt. Detta kan bli fallet om t.ex. en kraftig höjning av vissa priser via kostnadsökningar i olika led sprider sig till allt fler priser i ekonomin och därför också får fotfäste i förväntningsbildningen. I ett sådant fall finns skäl att lägga om penningpolitiken i mer åtstramande riktning.

Om effekterna däremot förväntas vara ganska snabbt övergående påverkas inte

32 Prognosen för svensk BNP-tillväxt 2003 reviderades ned mellan Inflationsrapport 2002:2 (juni) och Inflationsrapport 2002:3 (oktober) från 2,7 till 2,3 procent. Tillväxtprognosen för 2004 justerades samtidigt ned från 2,5 till 2,1 procent.

inflationsprognoserna på den horisont som penningpolitiken normalt fokuserar på (ett till två år) och det finns därför inte skäl att ändra räntan. I vissa fall kan dock prognosen på denna horisont påverkas samtidigt som effekterna väntas avklinga strax bortom prognoshorisonten. Det kan även då finnas skäl att avvakta med ränteförändringar. Det förtjänar i detta sammanhang att påpekas att det inte finns någon skarp gräns mellan vad som är temporärt respektive mer varaktigt. Frågan kompliceras av att det i en förändring som till största delen är tillfällig även kan finnas en mer varaktig del. Exempelvis beror energiprisutvecklingen inte bara på väderförhållanden utan även på fluktuationer i efterfrågan och långsiktiga förändringar orsakade av t.ex. ändrade regleringar och ändrade skatter.

Riksbanken gjorde bedömningen att de båda inflationsuppgångarna under perioden 2001-2003 hade ett betydande temporärt inslag, vilket framgår av prognoserna i diagram R24. Det gäller i synnerhet uppgången 2003, men till stor del även den tidigare. Det ser i efterhand ut att ha varit korrekta bedömningar.

I maj 2001 konstaterades att prisuppgången under våren 2001 huvudsakligen var koncentrerad till ett fåtal varugrupper där priserna stigit

av lätt identifierbara skäl som inte var relaterade till det allmänna efterfrågeläget. Tillgången på vatten i kraftmagasinen hade varit låg under föregående vinter samtidigt som olika sjukdomar hade drabbat nötkreatur. Energi- och livsmedelspriserna sjönk sedan tillbaka och bidrog i hög grad till inflationsnedgången under våren 2002.

I inflationsrapporten i mars 2003 konstaterades att den observerade kraftiga uppgången i inflationen i huvudsak berodde på höjda energipriser till följd av extremt låga vattennivåer i kraftdammarna och höjda oljepriser. Energiprisuppgången bedömdes i allt väsentligt medföra bara tillfälliga effekter på prisnivån och inflationen väntades falla tillbaka under våren i takt med sjunkande el- och oljepriser (se diagram R24). Energipriserna föll sedan också under de påföljande månaderna och inflationen sjönk med ungefär en procentenhet.

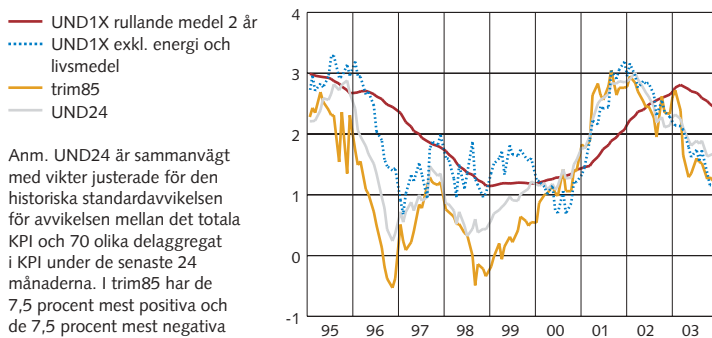
Inflationsutvecklingen rensad för tillfälliga effekter

För att få en bild av den mer underliggande, konjunkturrelaterade, inflationsutvecklingen har Riksbanken ibland valt att lyfta fram inflationsindex som är rensade för tillfälliga effekter. I diagram R25 visas några av de mått på den underliggande inflationen som Riksbanken brukar använda sig av.

Eftersom de flesta av måtten på den underliggande inflationen stiger i början av 2001 är det tydligt att inflationsutvecklingen då också påverkas av mer underliggande, konjunkturrelaterade, faktorer.

Skälet till att Riksbanken valt att lyfta fram UND1X och, under senare år, UND1X exklusive energi och UND1X exklusive livsmedel och energi är inte att dessa mått skulle vara bättre målvariabler. Syftet är istället att illustrera att det finns förhållandevis lätt identifierbara skäl till de större avvikelser från målet som kunnat observeras sedan inflationsmålet infördes (sänkt ränteläge i slutet av 1990-talet och volatila livsmedels- och energipriser i början av 2000-talet).

Diagram R25. Månadsutfall för UND1X exklusive livsmedel och energi, UND1X rullande 24-månaders medelvärde, UND24 samt trim85, 1995-2003. Årlig procentuell förändring



Anm. UND24 är sammanvägt med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen för avvikelser mellan det totala KPI och 70 olika delaggregat i KPI under de senaste 24 månaderna. I trim85 har de 7,5 procent mest positiva och de 7,5 procent mest negativa prisförändringar under varje månad exkluderats.

Källor: SCB och Riksbanken.

Prognoser och penningpolitiska beslut

Riksbanken brukar beskriva sin inflationsmåls- politik i termer av en enkel handlingsregel: om inflationsprognosen på ett till två års sikt överstiger två procent (givet ett antagande om oförändrad reporänta) ska reporäntan normalt sett höjas, och vice versa. Mot den bakgrunden bör en utvärdering av penningpolitiken, förutom en undersökning av graden av måluppfyllelse, också innehålla en analys av prognosernas kvalitet och en analys av i vilken mån de ränte- beslut som tagits framstår som rimliga, givet de prognoser som gjorts.

Nedan följer olika ansatser för att analysera Riksbankens agerande 2001-2002. Avsnittet är uppdelat i två underavsnitt. Det första är en genomgång av Riksbankens prognoser. Det andra avsnittet syftar till att undersöka hur konsekvent, eller lättförståeligt, Riksbankens agerande varit. Den förda penningpolitiken jämförs med de räntebanor som några enkla regler ger. Avsnittet avslutas med en kort genomgång av inflationsför- väntningarnas utveckling under 2001 och 2002.

Prognosernas kvalitet

De inflationsprognoser som vägleder penning- politiken är behäftade med osäkerhet. Utöver en bedömning av den mest sannolika konjunktur- och inflationsutvecklingen (huvudscenariot) gör Riksbanken även värderingar av osäkerheten i

prognoserna. I inflationsrapporterna illustreras det med ett osäkerhetsintervall runt den mest sannolika utvecklingen. Huruvida osäkerheten är större eller mindre än normalt och i vilken mån uppåt- eller nedåtrisker dominerar kan ha betydelse för räntebesluten.

Ett rimligt krav vid en utvärdering av pen- ningpolitiken är att Riksbankens prognoser i genomsnitt inte ska vara sämre än de prognoser som andra prognosmakare gör. Ett problem i det avseendet är att Riksbankens prognoser baserar sig på antagandet om konstant reporänta under prognosperioden. Det är därmed naturligt att de skiljer sig från andra prognosmakares prognoser, eftersom de senare kan vara baserade på be- dömningar om att reporäntan faktiskt förändras. Om reporäntan ändras mycket under perioden kan därför en jämförelse med andra prognos- makare bli missvisande. Det bör dock framhållas att reporänteförändringarna under perioden varit förhållandevis begränsade. Ett ytterligare problem vid en jämförelse är att olika bedöma- res prognoser publiceras vid olika tillfällen och därmed inte bygger på samma information. Analysen nedan är således förknippad med vissa brister.

Prognoserna under 2001 och 2002 för inflationen 2003 var stabila och låg relativt nära utfallet (se tabell R5). Ökningstakten i KPI överskattades något medan UND1X-inflationen

Tabell R5. Riksbankens prognoser samt utfall för 2003 för några viktiga variabler för inflationsprognosen.

Årsgenomsnitt	IR 01:1	IR 01:2	IR 01:3	IR 01:4	IR 02:1	IR 02:2	IR 02:3	IR 02:4	Utfall
BNP-tillväxt 2002				1,8	1,6	1,6	1,7	1,5	1,9
TCV	-	123,6	131	127	127,2	128,2	128	128	127,6
Oljepris USD	22,2	22,2	22,2	22,2	22,9	23,5	24,9	23,9	28,8
Hushållens konsumtion	2,1	2,4	2,1	2,1	2,5	2,4	2,0	2,1	2,0
Lön i näringslivet	3,9	3,9	3,7	3,6	4,1	4,1	3,8	3,9	3,3*
Enhetsarbetskostnad i näringslivet	2,2	2,0	1,7	1,8	1,9	1,9	1,8	2,8	1,4*
Internationella exportpriser	1,2	1,2	0,9	0,7	1,5	1,5	1,1	0,9	0,5*
UNDINHX	-	-	-	2,4	2,8	2,8	2,7	2,9	3,6
UNDIMPX	-	-	-	0,9	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,2
UND1X	-	-	-	1,9	2,1	2,0	1,9	1,9	2,3
KPI	-	-	-	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1

Anm. Prognosen för BNP-tillväxten avser 2002 eftersom aktivitetsnivån i ekonomin påverkar inflationstrycket med en viss tidsfördröjning. Hushållens konsumtion, lön i näringslivet, enhetsarbetskostnad i näringslivet, internationella exportpriser, UNDINHX, UNDIMPX, UND1X och KPI är årlig förändringstakt. Internationella exportpriser är OECD-vägda.

* Utfall för 2003 är ännu inte tillgängliga. Siffran anger prognosen för 2003 publicerad i Inflationsrapport 2003:4.
Källor: SCB och Riksbanken.

underskattades med upp till 0,4 procentenheter. Även prognoserna som gjordes under 2002 på växelkursen (mätt i TCW-termer) var stabila och låg nära utfallet. Prognoserna för andra variabler var mindre träffsäkra. Den inhemska inflationen underskattades t.ex. med mellan 0,7 och 1,2 procentenheter. Även BNP-tillväxten 2002 och oljepriset 2003 underskattades. Samtidigt överskattades löneutvecklingen och ökningen av enhetsarbetskostnaderna ("unit labour cost", ULC) i näringslivet kraftigt, liksom de internationella exportpriserna. Också den importerade inflationen överskattades påtagligt, trots de förhållandevis träffsäkra växelkursprognoserna.

I jämförelse med andra bedömare placerar sig Riksbanken mellan Konjunkturinstitutet och ett genomsnitt av övriga prognosmakare när det gäller precisionen i KPI-prognosen 2003. Medelkvadratfelet under 2001 och 2002 var 0,02 för Konjunkturinstitutet, 0,04 för Riksbanken och 0,06 för övriga.³³

De penningpolitiska besluten 2001 och 2002

Ett sätt att undersöka de penningpolitiska beslutens rimlighet är att försöka besvara frågan om de penningpolitiska besluten varit lättförståeliga givet de prognoser som Riksbanken gjort eller, annorlunda uttryckt, om Riksbanken agerat konsekvent. Nedan görs detta genom att de fattade räntebesluten ställs i relation till den enkla handlingsregel som Riksbanken normalt säger sig följa. En jämförelse görs också med en räntesättningsregel som i efterhand visat sig bättre kunna beskriva Riksbankens faktiska agerande. I den mån den faktiska räntan avviker påtagligt från dessa regler diskuteras förklaringar till detta. Räntebesluten kan även utvärderas enligt andra kriterier. Avslutningsvis studeras om penningpolitiken uppfattats som trovärdig i bemärkelsen att inflationsförväntningarna hållit sig kring inflationsmålet. Eftersom penningpolitiken verkar med viss fördröjning fokuserar framställningen som tidigare huvudsakligen på räntebesluten under 2001 och 2002.

Riksbanken brukar beskriva inflationsmålspolitiken med hjälp av följande enkla handlingsregel: om inflationsprognosen på ett till två års sikt överstiger 2 procent (givet ett antagande om oförändrad reporänta), ska reporäntan normalt sett höjas, och vice versa. Det är viktigt att notera att detta inte är en exakt handlingsregel som banken följer mekaniskt. Ett skäl till att inte följa regeln mekaniskt är att s.k. utbudsstörningar kan påverka inflationen i motsatt riktning till störningens påverkan på aktivitetsnivån i ekonomin. En kraftig höjning av oljepriset t.ex., såsom var fallet under 1970-talet, kan leda till stigande inflation men negativa effekter på tillväxten. I sådana fall kan en snabb återgång till inflationsmålet vara förenat med stora makroekonomiska kostnader. Ett annat skäl kan vara att ekonomin utsätts för inflationsimpulser som visserligen påverkar inflationsprognoserna på ett till två års sikt, men vars effekter klingar av snabbt bortom den horisonten.

Den enkla handlingsregeln baserad på inflationsprognoser är en förenkling av räntepolitiken men sätter fokus på Riksbankens mål att uppnå 2 procents inflation. Regeln är mot den bakgrunden en naturlig utgångspunkt vid en analys av Riksbankens räntebeslut. Givet att en sådan regel i normalfallet beskriver den faktiska politiken förhållandevis väl kan den användas för att göra goda prognoser av penningpolitiken, vilket i sin tur minskar risken för att Riksbankens beslut uppfattas som överraskande. Regeln kan t.ex. formaliseras på följande sätt:

$$i_t = i_{t-1} + \alpha(\pi_{t+8}^p - 2)$$

där i_t betecknar reporäntan i kvartal t , π_{t+8}^p prognosen för inflationen om två år (8 kvartal) och α en positiv koefficient. Ekvationen säger alltså att om prognosen överstiger inflationsmålet, dvs. om uttrycket inom parentes är positivt, så ska reporäntan sättas högre än kvartalet innan.

Hur väl har då Riksbanken följt denna enkla handlingsregel? Diagram R26 visar sambandet mellan prognosens avvikelse från inflationsmålet

³³ Rangordningen är i linje med den i den mer omfattande prognosjämförelsen av 16 prognosmakare under perioden 1993-2001 i Blix, M., K. Friberg och F. Åkerlind, "An evaluation of forecasts for the Swedish economy", *Penning- och valutapolitik*, 2002:3.

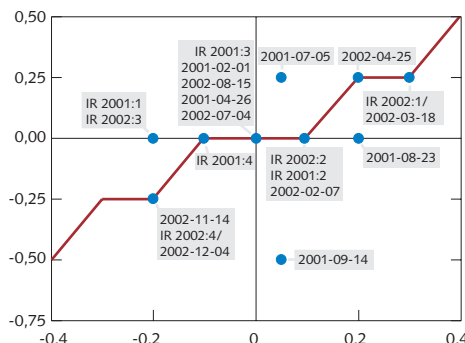
på två års sikt och faktisk reporänteförändring vid tidpunkten för prognosen. Inflationsmålet i detta diagram är inflationen mätt med UND1X, korrigerad för eventuell asymmetri i riskbilden. Om Riksbanken följt handlingsregeln borde man kunna förvänta sig ett ganska tydligt positivt samband i diagrammet. En omständighet som dock måste beaktas är att reporäntan numera vanligtvis justeras i diskreta steg som multiplar av 0,25 procentenheter, dvs. 0,25, 0,50 procentenheter, osv. Detta bidrar till att små avvikelser mellan prognos och inflationsmål inte alltid leder till någon åtgärd från Riksbankens sida. Ett agerande där reporänteförändringar på detta sätt genomförs först när prognosavvikelsen är tillräckligt stor ger upphov till ett trappstegsmönster. Det antas här att den enkla handlingsregeln implicerar att reporäntan förändras med 0,25 procentenheter om avvikelser mellan prognos och inflationsmål är minst 0,2 procentenheter, med 0,50 procentenheter om prognosavvikelsen är minst 0,4 procentenheter, osv.

Av diagram R26 framgår för det första att sambandet mellan reporänteförändringar och prognosavvikelser under perioden 2001-2002 varit tydligt positivt. För det andra framgår att huvuddelen av observationerna (13 av 18) ligger på "trappstegen". Den enda riktigt betydande avvikelser inträffar i september 2001. Det förefaller alltså som att den enkla regeln förhållandevis väl beskriver Riksbankens agerande under perioden.

Ett problem är att enbart fyra av de normalt åtta penningpolitiska mötena per år kan associeras med en publicerad inflationsprognos. För de resterande fyra mötena har inflationsprognosen i diagram R26 approximerats med medelvärdet av den närmast föregående och den närmast efterföljande publicerade prognosen. En konsekvens av detta förfarande är att den konstruerade inflationsprognosen och den inflationsbedömning som räntebeslutet i praktiken baserats på kan skilja sig åt något.

Detta skulle delvis kunna förklara den stora avvikelser från regeln i september 2001 i sam-

Diagram R26. Riksbankens inflationsprognoser och repoförändringar under 2001 och 2002. Repoförändring på vertikal axel och prognosavvikelse från riskjusterad UND1X på horisontell axel



Anm. Prognoserna avser riskjusterad UND1X på två års sikt. Penningpolitiska möten i samband med publiceringen av inflationsrapporter betecknas med IR 2001:1, osv. Penningpolitiska möten som inte sammanfaller med publiceringen av en inflationsrapport betecknas enbart med datum. För de senare finns ingen publicerad inflationsprognos. Denna har approximerats med medelvärdet av den närmast föregående och den närmast efterföljande publicerade prognosen.

Källa: Riksbanken.

band med terrordåden i USA. Räntan sänktes då 0,5 procentenheter trots att (den här konstruerade) inflationsprognosen var i det närmaste oförändrad. I samband med sänkningen påpekades dock risken för att inflationen, med en oförändrad reporänta, skulle komma att underskrida målet på två års sikt. De inflationsprognoser som publicerades närmast före och närmast efter september 2001 förefaller således ha baserats på en betydligt ljusare konjunkturbild än den som rådde vid denna tidpunkt. Till bilden hör också att den efterföljande inflationsprognosen påverkats av själva ränteförändringen och blir högre än den annars skulle ha blivit.

Det är dock samtidigt troligt att dataproblem inte är hela förklaringen till den stora avvikelser. Osäkerheten var vid detta tillfälle ovanligt stor och en markerad sänkning ansågs utgöra en försäkring dels mot en påtagligt sämre realekonomisk utveckling framöver, dels mot instabilitet på finansmarknaderna.

Den enkla regeln har vissa fördelar men ger en alltför förenklad beskrivning av Riksbankens faktiska agerande. I praktiken reagerar penningpolitiken på en rad störningar som ekonomin utsätts för, och effekterna av dessa fångas inte enbart av inflationsprognosen för en viss tidshorisont. Ett alternativt sätt att analysera Riksbankens agerande är att i efterhand undersöka vilken uppsättning variabler som bäst beskriver Riksbankens räntesättning. Genom att studera sambandet mellan Riksbankens räntebeslut och

publicerade prognoser över inflation och BNP-tillväxt för olika horisonter, kan en empiriskt anpassad penningpolitisk reaktionsfunktion skattas. En sådan reaktionsfunktion som visat sig fungera väl sedan 1993 är följande:³⁴

Räntesättningen tar enligt denna regel hänsyn till det rådande ränteläget, till inflationsprognoserna gjorda i kvartal t för innevarande

år ($t, 0$) och nästkommande år ($t, 1$) och deras avvikelse från tvåprocentmålet, samt till prognoserna över BNP-tillväxten innevarande år och nästkommande år ($y^p_{t,0}$ och $y^p_{t,1}$).

Endast vid 4 av de 18 penningpolitiska mötena är avvikelserna mellan den faktiska reporäntan och den ränta som regeln implicerar 0,25 procentenheter eller större (se tabell R6

$$i_t = 0,26 + 0,73i_{t-1} + 0,19(\pi^p_{t,0} - 2) + 0,49(\pi^p_{t,1} - 2) + 0,14y^p_{t,0} + 0,20y^p_{t,1}$$

och diagram R27). Liksom för den enkla regeln inträffar den enda riktigt betydande avvikelserna i september 2001. Även här kan dataproblem vara en del av förklaringen eftersom de prognoser som associerats med penningpolitiska möten som inte sammanfaller med publiceringen av en inflationsrapport har konstruerats på samma sätt som ovan.

Inflationsförväntningarna för 2003

Inflationsförväntningarna är viktiga för såväl företagens prissättningsbeteende som lönebildningen och därmed för inflationen. Om aktörerna i ekonomin litar på att inflationen verkligen hålls på en låg nivå så leder detta till att företagen inte lika ofta anser sig behöva ändra sina priser vid t.ex. kostnadsökningar som uppfattas som

Tabell R6. Faktisk reporänta och beräknad reporänta enligt en anpassad regel.

Tidpunkt för penningpolitiskt möte	Reporänta beräknad på riskjusterad UND1X enligt anpassad regel	Reporänta före/efter beslut
2001		
01-02-01	4,1	4,0
IR 01:1	3,8	4,0
01-04-26	3,8	4,0
IR 01:2	3,8	4,0
01-07-05	4,0	4,0/4,25
01-08-23	4,0	4,25
01-09-19	4,2	4,25/3,75
IR 01:3	4,0	3,75
IR 01:4	3,7	3,75
2002		
02-02-07	3,9	3,75
IR 02:1	4,1	3,75/4,0
02-04-25	4,2	4,0/4,25
IR 02:2	4,3	4,25
02-07-04	4,2	4,25
02-08-15	4,2	4,25
IR 02:3	4,1	4,25
02-11-20	4,1	4,25/4,0
IR 02:4	3,9	4,0/3,75

Anm. Inflationsprognoserna vid penningpolitiska möten som inte sammanfaller med publiceringen av en inflationsrapport har approximerats med genomsnittet av närmast föregående och närmast efterföljande prognos.

34 Berg, C., P. Jansson och A. Vredin, "How useful are simple rules for monetary policy? The Swedish experience", opublicerad uppsats, mars 2004, Sveriges riksbank.

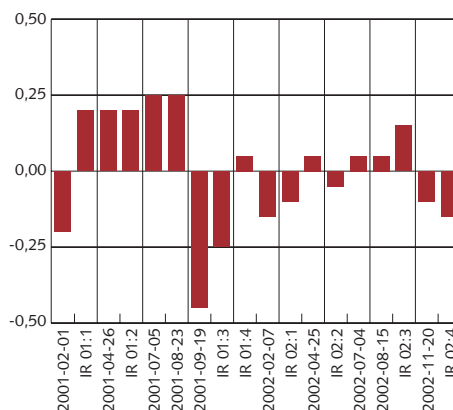
tillfälliga. På samma sätt kan stabila inflationsförväntningar medföra att löneutfallen hamnar på rimliga nivåer, vilket underlättar Riksbankens strävan att uppnå prisstabilitet.

Att inflationsförväntningarna ligger fast förankrade på målet är emellertid inget skäl till att Riksbanken ska låta reporäntan vara oförändrad. Snarare ska detta ses som ett tecken på att allmänheten förväntar sig att Riksbanken gör det som krävs för att inflationen ska bli 2 procent. Med andra ord kan inflationsförväntningarna ses som ett mått på allmänhetens förtroende för att Riksbanken uppnår inflationsmålet.

Om inflationsförväntningarna däremot avviker från målet tyder detta på att allmänheten inte tror att Riksbanken klarar av att hålla inflationen på målet. Riksbanken kan då behöva justera reporäntan i en annan takt än vad som speglas i förväntningarna om den framtida penningpolitiken. På detta sätt utgör olika mått på inflationsförväntningar och marknadens förväntningar om penningpolitiken ett komplement till Riksbankens egna inflationsprognoser.

Under 2001 och 2002 har förväntningarna på inflationstakten 2003 generellt sett legat något över målet men väl inom toleransintervallet (se diagram R28). De låg som högst i slutet av 2001 och minskade därefter gradvis ner till en nivå kring 2,3 procent. Finansmarknadsaktörer har under de två åren genomgående haft något lägre inflationsförväntningar än arbetsmarknadens parter och näringslivets inköpschefer. Sammantaget verkar Riksbankens agerande under 2001 och 2002 ha varit förenligt med en bibehållen trovärdighet för inflationsmålet.

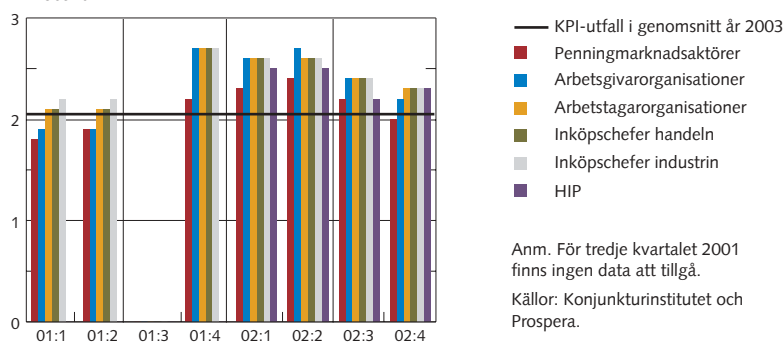
Diagram R27. Skillnaden mellan faktisk reporänta och en reporänta beräknad med en anpassad regel. Procentenheter



Anm. Regeln beräknas på årsgenomsnittsprognoser och diagrammet är baserat på resultaten i tabell R6.

Källa: Riksbanken.

Diagram R28. Olika aktörers inflationsförväntningar för 2003 under 2001 och 2002. Procent



Anm. För tredje kvartalet 2001 finns ingen data att tillgå.

Källor: Konjunkturinstitutet och Prospera.