



Sveriges riksbank

Inflationsrapport

mars 1998

Innehåll

■ Förord	3
■ Sammanfattning	4
■ Kapitel 1 Utvecklingen sedan föregående rapport	5
Priser	5
Räntor och växelkurs	8
■ Kapitel 2 Inflationens bestämningsfaktorer	13
Internationell konjunktur och inflation	15
Efterfrågan och utbud	16
Temporära effekter på KPI	21
Inflationsförväntningar	23
Inflationsprognosen i huvudscenariot	24
Alternativa utvecklingsvägar	26
■ Kapitel 3 Slutsatser för penningpolitiken	30
■ Bilaga	35



Förord

Målet för penningpolitiken är att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) begränsas till 2 procent med en tolerans om ± 1 procentenhet.

Syftet med inflationsrapporterna är att ta fram underlag för penningpolitiska beslut samt sprida kännedom om de bedömningar som görs och därmed göra det lättare för utomstående att följa och förstå penningpolitiken. Avsikten är också att uppmuntra till diskussion kring penningpolitiska frågor.

Denna rapport följer samma uppläggning som föregående inflationsrapport. Kapitel 1 koncentreras på en diskussion om vad som har hänt med priserna och på de finansiella marknaderna framför allt under den tid som förflutit sedan den senaste rapporten. I kapitel 2 redovisas bedömningen av pris-

utvecklingen i framtiden. Kapitlet är strukturerat på ett sätt som är avsett att göra tydligt vilka faktorer som spelar störst roll för den framtida inflationen. Avslutningsvis, i kapitel 3, presenteras den penningpolitiska bedömningen. I en diagrambilaga redovisas delar av det statistiska underlagsmaterialet.

Inflationsrapporten har utgjort underlag för fullmäktiges penningpolitiska diskussion den 19 februari 1998. Slutsatserna från denna diskussion redovisas i kapitel 3.

Stockholm i mars 1998

Urban Bäckström
Riksbankschef

Sammanfattning

■ Under slutet av 1997 var inflationen knappt 2 procent, dvs. ungefär i linje med Riksbankens inflationsmål. Ökningstakten i konsumentprisindex, KPI, har närmat sig den underliggande inflationen. I januari 1998 föll inflationen till 1,3 procent medan de underliggande mätten visade en ökningstakt kring 2 procent. Prisutvecklingen under de senaste månaderna har varit svagare än vad som förutsågs i den föregående inflationsrapporten.

■ I inflationsrapporten presenteras Riksbankens syn på inflationen fram till och med första kvartalet 2000. Diskussionen utgår från ett huvudscenariot. Därutöver diskuteras ett par alternativa utvecklingsvägar för ekonomin och inflationen. Bedömningen av den framtida inflationen utgår ifrån ett tekniskt antagande om oförändrad reporänta. Inflationen påverkas främst av följande faktorer:

Den internationella konjunktur- och prisutvecklingen. Inflationstrycket ifrån omvärlden bedöms bli lågt. Till detta bidrar främst en låg internationell inflationstakt förstärkt av Asienkrisens effekter men också den förstärkning av den svenska kronan som förutses.

Efterfråge- och utbudsförhållanden. BNP-tillväxten bedöms i huvudscenariot tillta och bli drygt 2,5 procent 1998 och ca 3 procent 1999, vilket är något lägre än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. Tillväxten bedöms bli förhållandevis god även 2000. Detta innebär att kapacitetsutnyttjandet väntas stiga och att produktionsgapet kan komma att slutas någon gång under 2000.

Temporära effekter. Den sammantagna inverkan av temporära effekter som skatteförändringar och ändringar i ränteläget är begränsad i huvudscenariot under 1998 och 1999. Under 2000 kan fallande räntekostnader medföra en viss dämpning av inflationen mätt som förändring av KPI.

Inflationsförväntningarna tyder på en prisutveckling i linje med inflationsmålet under de närmaste åren. Förtroendet för Riksbankens prisstabilitetsmål förefaller vara på väg att etableras.

■ Inflationen, mätt som förändring av KPI, bedöms mot denna bakgrund i huvudscenariot i genomsnitt komma att uppgå till 1,6 procent 1998 och 2,1 procent 1999. Olika mått på underliggande inflation indikerar ett svagt stigande inflationstryck under prognosperioden.

■ Självklart kan inflationen komma att utvecklas annorlunda än vad som förutses i huvudscenariot. Krisen i Asien kan komma att förvärras ytterligare. Detta skulle kunna medföra en svagare konjunkturutveckling och lägre inflation. I föregående rapport diskuterades ett alternativ med högre löneökningar och svagare produktivitetstillväxt och därmed också högre inflation. Sannolikheten för detta scenario har minskat sedan föregående inflationsrapport. Riskbilden har därmed förskjutits. Till detta kommer att kronan har försvagats under de senaste månaderna. Denna utveckling kan om den bedöms bli mer varaktig påverka inflationsbilden negativt.

■ Inflationsutsikterna framstår som något mer dämpade än i föregående inflationsrapport. I huvudscenariot förväntas dock en konjunkturuppgång med långsamt stigande kapacitetsutnyttjande och därmed något ökande inflationstryck. Detta talar för en viss försiktig skärpning av penningpolitiken under det kommande året. Samtidigt innebär Asienkrisen att inflationen kan komma att bli lägre. Dessutom har kronans utveckling medfört en ökad osäkerhet om den framtida inflationen. Sammantaget talar detta för att reporäntan inte bör ändras för närvarande. Osäkerheten i bedömningen gör dock att det finns starka skäl att löpande pröva penningpolitikens uppläggning i ljuset av ny inkommande information.

Utvecklingen sedan föregående rapport

I detta kapitel diskuteras utvecklingen sedan förra inflationsrapporten. Först redovisas inflationsutvecklingen under de senaste månaderna. Därefter följer en genomgång av den senaste tidens förändringar i räntor och växelkurs.

Priser

KONSUMENTPRISUTVECKLINGEN LÄGRE ÄN TIDIGARE BEDÖMNING

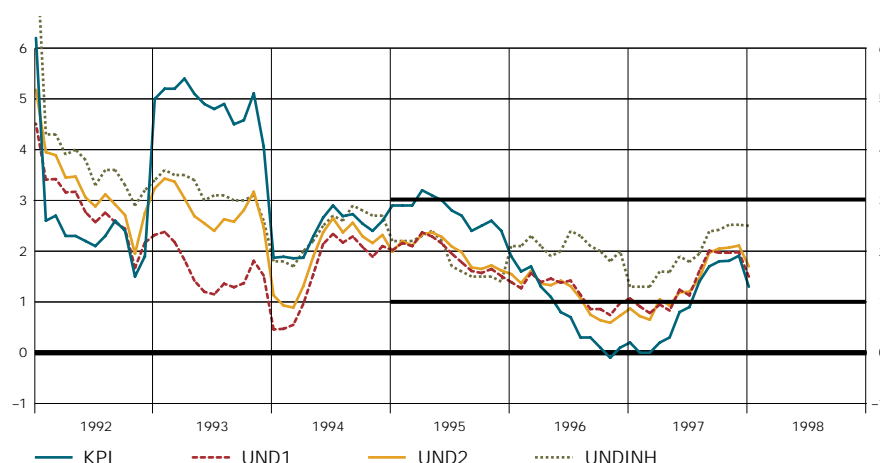
I slutet av 1997 ökade inflationen något men i januari sjönk den årliga ökningstakten i konsumentprisindex (KPI) från 1,9 till 1,3 procent. Den påtagliga nedväxlingen i januari berodde i allt väsentligt på ovanligt låga hyresökningar och kraftiga prissänkningar på kläder.

Det internationellt harmoniserade indexet, HIKP, steg med 2,1 procent mellan januari 1997 och

januari 1998. Detta var en nedgång i ökningstakten med 0,6 procentenheter sedan oktober. Skillnaden i prisökningstakt mellan HIKP och KPI beror främst på att räntekostnader för egna hem inte ingår i HIKP. I december 1997 var den svenska inflationen, enligt HIKP, näst högst bland EU-länderna.¹

¹ De tre länder som utgör grunden för konvergenskriteriet var i december 1997 Finland, Irland och Österrike. Den vanligaste tolkningen av konvergenskriteriet vad avser inflation är den genomsnittliga inflationen mätt över de senaste tolv månaderna. Mätt på detta sätt beräknas referensvärdet till 2,8 procent. I Sverige var den genomsnittliga inflationen enligt HIKP över de senaste tolv månaderna 1,9 procent i december. Grekland är det enda landet som i dagsläget ej uppfyller konvergenskriteriet avseende prisstabilitet. Övriga länder klarar det kritiska värdet med marginal.

Diagram 1.
KPI och underliggande inflation.
Årlig procentuell förändring



Anm. De horisontella linjerna för 1995–1998 anger Riksbankens toleransintervall för KPI.
Källor: SCB och Riksbanken.

I december 1997 var den svenska inflationen, enligt HIKP, näst högst bland EU-länderna.

I januari 1998 var den underliggande inflationen, enligt UND1 och UND2, 1,5 respektive 1,7 procent (se diagram 1). Detta var en nedgång med 0,5 respektive 0,3 procentenheter sedan oktober 1997. UNDINH uppvisade en årlig ökningstakt på 2,5 procent i januari, vilket är en uppgång med 0,1 procentenheter jämfört med tidpunkten för föregående rapport.² Den underliggande inflationen steg därmed långsammare än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport.

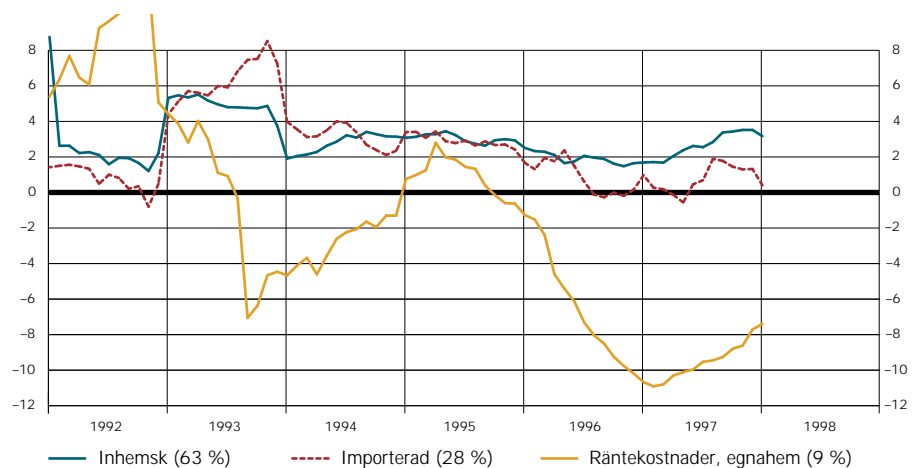
Den inhemskt genererade inflationen uppgick i januari till 3,2 procent medan den årliga prisökningstakten på huvudsakligen importerade varor var 0,4 (se diagram 2). Priserna på inhemskt producerade varor och tjänster fortsatte att öka i snabbare takt än priserna på importerade produkter.

Den årliga ökningstakten i de marknadsbestämda priserna var i januari 2,1 procent medan de administrativt satta priserna (som är en del av den inhemskt genererade inflationen) ökade med 2,5 procent. Administrativt satta priser exklusive hyror, som brukar följa lönekostnadsutvecklingen förhållandevis väl, steg med ca 2,9 procent i januari 1998 jämfört med ett år tidigare. Ökningarna av lägenhets-

hyrorna, som utgör ca 14 procent av KPI, var betydligt mindre i januari 1998 än vad som har varit fallet motsvarande månad under tidigare år. Kostnadsutvecklingen för fastighetsbolagen har varit lägre under de senaste åren, bl. a. till följd av lägre kapitalkostnader. Det har skapat utrymme för lägre hyreshöjningar under 1998 än vanligt.³

I januari var den årliga ökningstakten i räntekostnader för egnahem -7,4 procent. Därmed bidrog räntekostnaderna, som svarar för ca 9 procent av KPI, till att sänka ökningstakten i KPI med 0,6 procentenheter. I oktober 1997 var motsvarande bidrag -0,8 procentenheter. Uppgången i de rörliga räntorna i december 1997 och nedgången i de långa räntorna i december 1997 och januari 1998 har påverkat räntekostnaderna. På kort sikt är effekten av de rörliga räntorna större, men på längre sikt (efter ett år) dominerar effekten av den långa räntan (se fördjupning "Räntekostnader för egnahem"). Förändringar av indirekta skatter och subventioner bidrog till att höja inflationen enligt KPI med ca 0,6 procentenheter i januari. Bidraget är därmed ca 0,2 procentenheter lägre än i oktober 1997.

Diagram 2.
Konsumentprisutvecklingen
uppdelad på olika områden.
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1998.
Källor: SCB och Riksbanken.

I föregående inflationsrapport väntades inflationen stiga till omkring 2 procent i början av 1998. Övåntat stora realisationer och svagare utveckling av administrativt satta priser medförde en långsammare inflation.

I föregående inflationsrapport väntades inflationen stiga till omkring 2 procent i början av 1998. Övåntat stora realisationer på framför allt kläder samt lägre ökningar än väntat av de administrativt satta priserna medförde att inflationen minskade påtagligt i januari 1998.

Sammantaget har konsumentprisutvecklingen de senaste månaderna underskridit bedömningen i föregående inflationsrapport.

PRODUCENT- OCH RÅVARUPRIS- UTVECKLINGEN MÅTTLIG

Den årliga ökningstakten i prisindex för inhemsk tillgång, som är en sammanvägning av hemmamarknads- och importpriser, var i december 2,1 procent. Dessa prisförändringar har tidigare visat sig fungera förhållandevis väl som indikator på prisutvecklingen i konsumentledet på ett par månaders sikt. Sedan föregående rapport har den årliga prisökningstakten för varor i konsumentledet sjunkit något och uppgick till 2,2 procent i januari 1998 (se diagram 3).

Konjunkturinstitutets barometer för fjärde kvar-

talet 1997 visar att företagen höjde sina priser i mindre utsträckning än planerat. Samtidigt tyder barometern på att både industri- och tjänsteföretagen planerar att höja sina försäljningspriser under första kvartalet 1998 och i större omfattning än vad som planerades inför första kvartalet 1997. Mönstret är särskilt tydligt för konsumtionsvaruindustrins hemmamarknadspriser enligt månadsbarometern för januari. Byggindustrin aviserade dock en fortsatt prissänkning. I tjänstesektorn förutses prishöjningar inom bl.a. partihandel, transporter, data och uppdragsverksamhet.

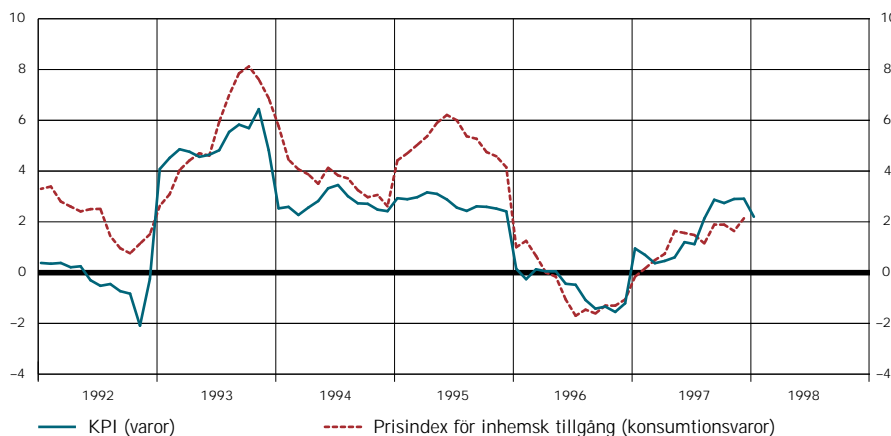
Inflationstrycket från producentledet är fortsatt lågt.

Flera sektorer inom industrin kännetecknas av att deras priser i hög grad bestäms av förhållanden på världsmarknaden. Förväntningar om höjda priser inom dessa sektorer kan därför reflektera förväntningar om höjda världsmarknadspriser. Den senaste tidens utveckling i Asien och på råvarumarknaderna tyder emellertid på att företagets prisförväntningar inte kommer att infrias.

2 I både UND1 och UND2 har räntekostnader för egna hem exkluderats från KPI. I UND2 har även olje- och bensinpriser exkluderats. Båda mätten har även justerats för effekter av förändringar av indirekta skatter och subventioner. UNDINH erhålls genom att dessutom exkludera varor som huvudsakligen importeras.

3 Se fördjupning i Inflationsrapport 1997:4 för en genomgång av hur den svenska hyresmarknaden fungerar.

Diagram 3.
Konsument- och
producentprisutvecklingen
på varor.
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Under vintern har vissa råvarupriser, bl.a. till följd av Asienkrisen, sjunkit kraftigt (se diagram 4 och diagram 5 i bilagan). Oljepriset räknat i svenska kronor har sjunkit med 22 procent sedan föregående inflationsrapport. Andra råvaror vars pris har fallit är metaller och papper.

Under vintern har vissa råvarupriser, bl.a. till följd av Asienkrisen, sjunkit kraftigt. Oljepriset räknat i svenska kronor har sjunkit med 22 procent sedan föregående inflationsrapport.

Sammanfattningsvis bedöms inflationstrycket från producentledet liksom i den föregående inflationsrapporten vara lågt.

Räntor och växelkurs

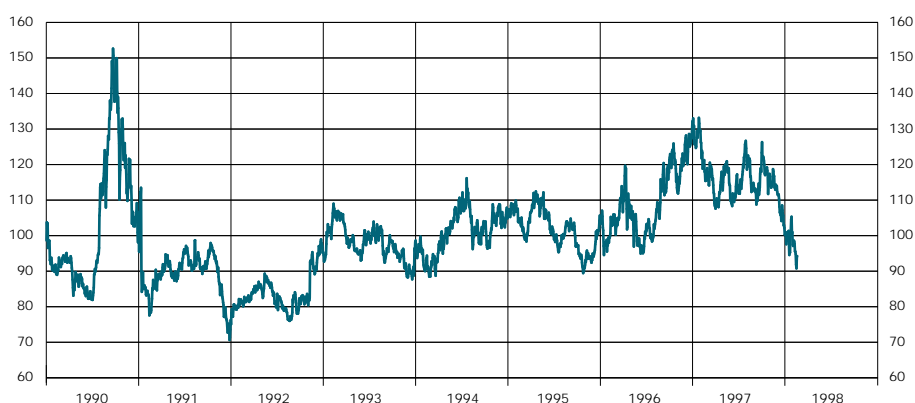
Ränteläget påverkar efterfrågan i ekonomin genom dess betydelse för hushållens inköp av varaktiga konsumtionsvaror och företagets investeringsbeslut. De kortaste räntorna kan Riksbanken styra mer eller mindre direkt via reporäntan. Räntor med längre löptider påverkas däremot av faktorer som Riksbanken endast delvis, eller inte alls, har inflytande över. Exempel på sådana faktorer är förtroendet för den samlade ekonomiska politiken i Sverige och den internationella ränteutvecklingen. Det är emellertid

inte i första hand räntorna på penningmarknaden som hushåll och företag möter i sina dagliga finansieringsbeslut. De lånar framför allt av olika kreditinstitut, vars räntesättning inte enbart beror på penningmarknadsräntornas utveckling utan också på t.ex. förändringar av kreditrisker och konkurrensförhållanden.

Penningpolitiken påverkar också efterfrågan och inflation via växelkursutvecklingen. Växelkursen påverkar i sin tur främst efterfrågan och investeringar i ekonomins konkurrensutsatta delar vilket på sikt får genomslag på inflationen. Dessutom leder en ändrad kronkurs till förändrade import- och exportpriser. Detta får en direkt inflationspåverkan eftersom importpriserna ingår i KPI.

Normalt leder en höjning av styrräntan till en appreciering av kronkursen. Det beror på att högre räntor får svenska tillgångar att framstå som mer attraktiva än placeringar i andra valutor. Det leder till ett inflöde av kapital och ökad efterfrågan på kronor. Penningpolitiken spelar även en viktig roll för den långsiktiga växelkursutvecklingen. Stramare penningpolitik betyder lägre inflation i förhållande till omvärlden, vilket på sikt kan förväntas avspegla sig i att kronan förstärks. Det bör understrykas att växelkursen, i synnerhet på kort sikt, påverkas av en rad faktorer vid sidan av den aktuella penningpolitiken.

Diagram 4.
Importvägt råvaruprisindex.
Dagsnoteringar, index:
december 1995=100



Anm. Följande varor ingår i råvaruprisindex: oljelaterade produkter, aluminium, koppar, nickel, zink, guld, silver och socker. Varje varas vikt i indexet beräknas utifrån hur stor andel av Sveriges import respektive vara utgjorde 1996. Totalt summerar importen av ovanstående varor till ca 9 procent av Sveriges import (varav oljelaterade produkter svarar för 7 procent).

Källa: Riksbanken.

Förutom konjunkturella faktorer och trovärdighets-effekter kan växelkursen påverkas av övergående efterfråge- och utbudsförändringar på valutamarknaden. De kan vara en följd av portföljanpassningar och kortsiktigt positionstagande. Dessa mekanismer kan periodvis leda till växelkursrörelser som inte ligger i linje med mer fundamentala faktorer.

LÅNGRÄNTORNA HAR FALLIT OCH KRONAN FÖRSVAGATS

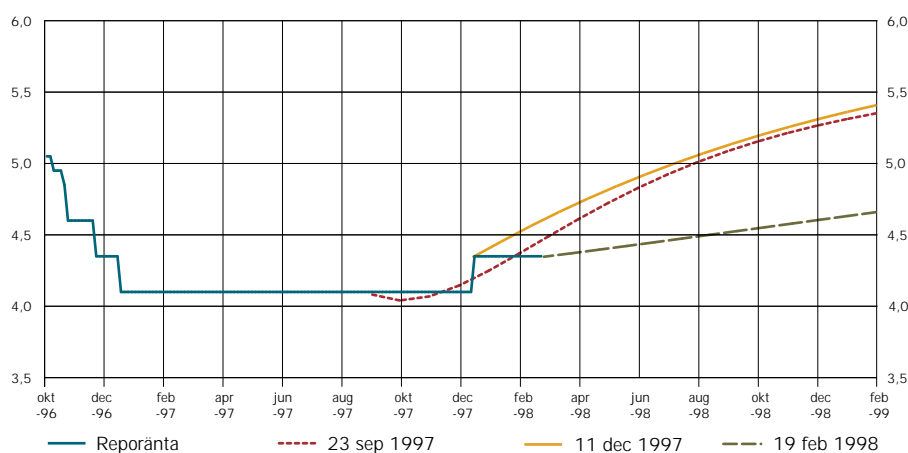
Krisen i Asien har lett till en kraftig räntenedgång i västvärlden. Utvecklingen sedan föregående inflationsrapport har medfört att marknadens förväntningar om internationell tillväxt och inflation reviderats ned något. Det har i sin tur lett till att finansiella placerare i mindre utsträckning än tidigare förväntar sig att centralbankerna höjer sina styrräntor. De internationella långfristiga marknadsräntorna har dock gått ned mer än de korta, med flackare avkastningskurvor som resultat. En rimlig slutsats är att räntenedgången delvis är en följd av att investerare lämnat asiatiska placeringar med hög risk till förmån för säkrare placeringar, framför allt amerikanska och europeiska statspapper. Även utvecklingen på valutamarknaden, med en allt starkare dollar, stödjer denna tolkning. I den mån slutsatsen är riktig kan det innebära att en del av räntenedgången är av mer

tillfällig natur och att räntorna kan komma att stiga när situationen i Asien stabiliseras.

Sverige har följt den internationella utvecklingen med sjunkande räntor. Den tioåriga obligationsräntan har fallit med 0,7 procentenheter sedan föregående inflationsrapport (se diagram 7 i bilagan). Långräntedifferensen mot Tyskland har krympt med ca 30 räntepunkter och uppgår nu till 0,5 procentenheter. Den minskade räntedifferensen ligger i linje med utvecklingen i flera andra länder. Såväl de brittiska som de sydeuropeiska långräntorna har närmat sig de tyska. En ytterligare bidragande orsak till räntenedgången i Sverige har varit de löneavtal som slöts i januari. Penningmarknadens aktörer tolkade utfallet positivt ur inflationssynpunkt, vilket ledde till att marknadsräntorna sjönk. Asienkrisen har dock bidragit till stora svängningar i räntor och valutor vilket gjort utvecklingen svårtolkad.

Den korta nominella räntan (tre månaders) steg under hösten 1997 i enlighet med förväntningarna på penningmarknaden om höjning av reporäntan. I och med höjningen av reporäntan från 4,10 till 4,35 procent i mitten av december infriades dessa förväntningar. Därefter har korträntan, med undantag för en temporär uppgång omkring årsskiftet, stabiliserats på den nivå som gällde vid föregående inflationsrapport, ca 4,40 procent.

Diagram 5.
Faktisk och förväntad
reporänta enligt
terminsräntor.
Procent



Källa: Riksbanken.

De korta terminsräntorna styrs i hög grad av marknadens förväntningar om reporäntan.⁴ I dagsläget indikerar terminsräntorna att det finns förväntningar om en viss höjning av reporäntan fram till årsskiftet 1998/1999 med ca 25 räntepunkter till ca 4,60 procent (se diagram 5). Det är ca 0,7 procentenheter lägre än strax efter reporäntehöjningen i december och kan antas bero på lägre framtida förväntad inflation i främst Asienkrisens kölvatten. En motsvarande nedrevidering av den förväntade styrrentan har också skett i stora delar av Europa.

Mätt med TCW-index har kronan försvagats med knappt 2 procent sedan föregående inflationsrapport.

Reporäntehöjningen har inte medfört någon synlig förstärkning av kronan. Kronan har tvärtom deprecierat mot flera industriländers valutor. Den osäkerhet som har framförts på sina håll beträffande kronans ställning efter introduktionen av euron kan i viss mån ha bidragit till detta. Kronförsvagningen förefaller dock till en del ha varit utlandsstyrd eftersom utvecklingen av krisen i Asien har lett till att internationella placerare sökt sig till valutor som upplevs vara mindre volatila. Länder med ett stort inslag av råvaror i sin export förefaller också ha fått vidkännas försvagningar av växelkursen. Mätt med TCW-index har kronan försvagats med knappt 2 procent

sedan föregående inflationsrapport (se diagram 8 i bilagan). Det är framför allt mot den amerikanska dollarn som kronan försvagats, med över 3 procent. Även mot D-marken har en försvagning skett om än i mindre omfattning, ca 1,5 procent. Om kronans värde uttrycks i termer av exportvägt index som också inkluderar flera av de asiatiska valutorna, istället för det konkurrensvägda TCW-indexet, blir kronkursutvecklingen de senaste månaderna något starkare, men den grundläggande bilden med en försvagad krona ändras inte.⁵ I linje med tidigare bedömningar anser Riksbanken att fundamentala faktorer inte motiverar en kronkurs på nuvarande låga nivå och att kronan bör stärkas efter hand.

Fundamentala faktorer motiverar inte en kronkurs på nuvarande låga nivå och kronan bör stärkas efter hand.

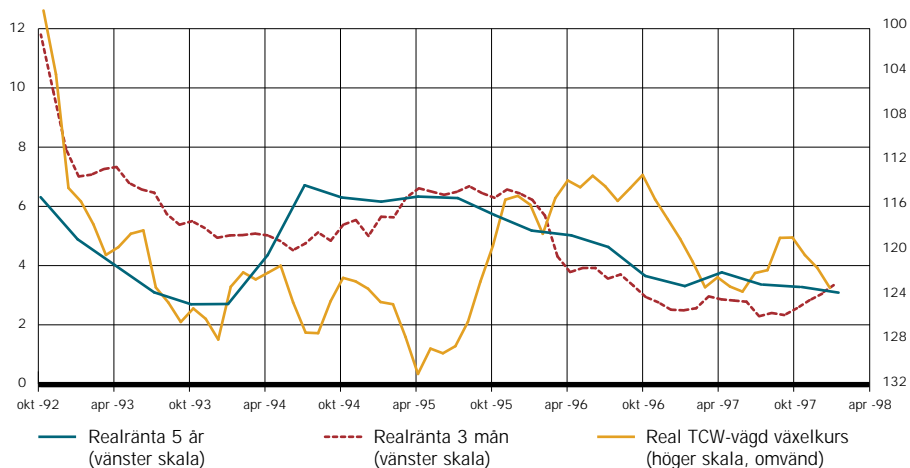
DE MONETÄRA FÖRHÅLLANDENA MER EXPANSIVA

Monetära förhållanden är benämningen på den samlade effekt som realränteläget och reala växelkursen bedöms ha på den totala efterfrågan i ekonomin. Den något högre nominella korta räntan samt lägre inflationsförväntningar har lett till att den korta realräntan⁶ steg med ca 0,5 procentenheter mellan november och januari till ca 3,3 procent (se diagram 6).

Diagram 6.

Realräntor, fem år och tre månader, och real effektiv växelkurs (TCW).

Procent och index:
18 november 1992=100



Källa: Riksbanken.

Därmed har den korta realräntans stimulerande effekt på efterfrågan avtagit jämfört med föregående inflationsrapport. Den långa realräntan⁷ har emellertid sjunkit med fallande långa nominella räntor under december och januari och ligger nu strax över 3 procent. Detta innebär att dess expansiva effekt på efterfrågan har ökat sedan föregående inflationsrapport. Även den reala växelkursens expansiva effekt har ökat något i och med den försvagning i real TCW-vägd växelkurs på över 2 procent som har skett sedan november 1997. Det är främst den nominella växelkursens försvagning som har bidragit till detta.

De korta penningmarknadsräntorna har varit relativt stabila men de långa obligationsräntorna har följt den internationella utvecklingen nedåt samtidigt som kronan försvagats. Sammantaget har således de monetära förhållandena, trots reporäntehöjningen i december, blivit mer expansiva sedan föregående inflationsrapport.

HUSHÅLLENS OCH FÖRETAGENS LÅNERÄNTOR ALLT LÄGRE

Hushåll och företag har i allmänhet inte möjlighet att låna direkt på penningmarknaden utan är beroende av finansiering framför allt via banker och andra typer av kreditinstitut. Därmed möter hushåll och företag andra räntor än penningmarknadsräntor

i sina investeringsbeslut. När bankernas och bostadsinstitutens rörliga räntor rör sig mer eller mindre än reporäntan återspeglar det förändringar av kreditrisker och/eller konkurrensförhållanden. Penningpolitiska åtgärder kan på så sätt för en tid förstärkas eller försvagas beroende på bankernas och bostadsinstitutens räntesättning och kreditgivning.

Bankerna minskade sin räntemarginal under 1997, vilket gav en viss stimulanseffekt trots att reporäntan låg i stort sett stilla.

Under 1996 sänkte bankerna inte utlåningsräntan i samma takt som Riksbanken reducerade reporäntan (se diagram 7). Bankerna ökade därigenom sin räntemarginal mot reporäntan från 2,2 till 3,3 procentenheter. Bankernas räntesättning reducerade

4 En terminränta anger räntan på ett värdepapper med viss löptid som köps eller säljs med likviddag någon gång i framtiden. Implicita terminräntor beräknas med utgångspunkt från den vanliga avkastningskurvan.

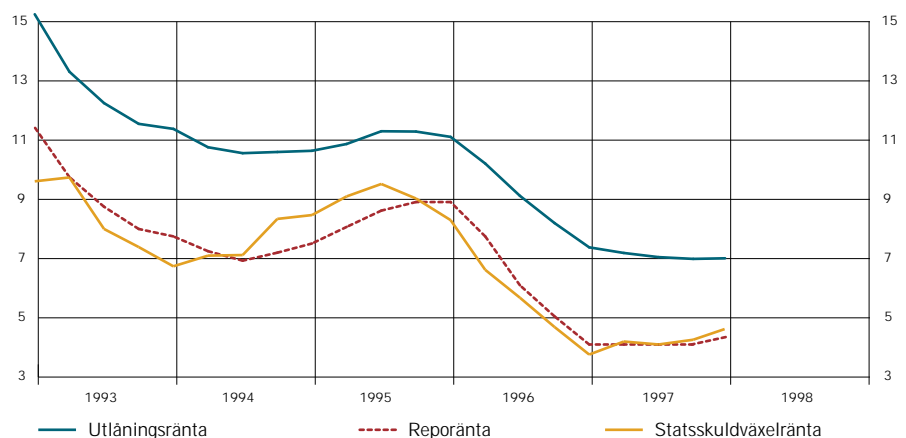
5 Det konkurrensvägda TCW-indexet tar hänsyn till olika länders betydelse för svensk import och export inklusive den konkurrens som svenska exportörer möter när de exporterar till "tredje land". Av de 20 länder som ingår i indexet är Japan det enda asiatiska landet. I det exportvägda indexet ingår dessutom Indonesien, Malaysia, Singapore, Sydkorea, Taiwan och Thailand.

6 Räntan på en tremånaders statskuldväxel korrigerad för den av hushållen förväntade utvecklingen av KPI under det kommande året.


7 Den nominella räntan på en femårig statsobligation justerad med finansiella placerares inflationsförväntningar på fem års sikt (Aragon).

Diagram 7.

Bankernas genomsnittliga utlåningsränta samt repo- och kort penningmarknadsränta (sexmånaders statskuldväxelränta).
Procent



Anm. Utlåningsräntan mäts som ett vägt genomsnitt den sista dagen (ultimovärden) i kvartalet på samtliga konton. Statsskuldväxelräntan mäts som ett veckogenomsnitt motsvarande vecka.
Källa: Riksbanken.



med andra ord den expansiva effekten av Riksbankens sänkningar av reporäntan. Under 1997 var förhållandet det motsatta. Bankerna minskade sin räntemarginal med 0,6 procentenheter, vilket gav en viss stimulans effekt även om reporäntan låg i stort sett stilla. Detta mönster med en viss eftersläpning i bankernas reaktion på reporänteförändringar är förhållandevis normalt och bidrar till att fördröja penningpolitikens genomslag på efterfrågan och inflation.

Bostadsinstitutet har generellt sett en lägre räntemarginal mot reporäntan och jämförbara korta marknadsräntor till följd av ett mindre riskinnehåll i krediterna. Bostadsinstitutets krediter har, till skillnad från bankkrediter, huvudsakligen fastigheter som säkerheter. Räntemarginalen mot reporäntan har under de senaste två åren varit stabil. Under 1997 var räntemarginalen 1,1 procentenheter på lån med rörliga och korta räntebindingstider.

HUSHÄLLEN LÅNAR ALLT MER

Kreditinstitutets utlåning till svensk allmänhet (företag och hushåll) ökade med nästan 3 procent under 1997 (se diagram 9 i bilagan). Tolvmånaderstalen

har varit positiva sedan hösten 1996. Under 1997 ökade även bankernas utlåning till svensk allmänhet med nästan 9 procent.

Utlåningen till hushållen ökade med nästan 6 procent under 1997. Under början av året var det främst bostadskrediterna som ökade. Denna utveckling sammanföll med ökande priser och omsättning på fastighetsmarknaden, men en viss kreditöverflyttning på grund av priskonkurrens ägde också rum från banker till bostadsinstitut. Under det andra halvåret sköt dock konsumtionskrediterna⁸ fart. Under helåret 1997 ökade dessa med drygt 8 procent. Utvecklingen av kreditaggregaten indikerar att penningpolitiken för närvarande har en expansiv verkan.

Under 1997 har utlåningsräntorna från banker och bostadsinstitut sjunkit trots att reporäntan legat fast. Utlåningen till både hushåll och företag har ökat.

⁸ Konsumtionskrediter har definierats som summan av bankernas och finansbolagens (s.k. övriga kreditmarknadsbolag) utlåning till hushållssektorn.

Inflationens bestämningsfaktorer

I detta kapitel redovisas bedömningen av prisutvecklingen i framtiden. Inledningsvis analyseras den internationella utvecklingen följt av en genomgång av efterfråge- och utbudsförhållandena i den svenska ekonomin. Därefter diskuteras de temporära effekter som kommer att inverka på inflationen under de kommande två åren samt inflationsförväntningarna. Slutligen presenteras en samlad inflationsbedömning och alternativa utvecklingsvägar.

Målet för penningpolitiken är att inflationen ska vara 2 procent. Eftersom penningpolitiken påverkar den ekonomiska utvecklingen och inflationen med fördröjning måste politiken styras av en *prognos* över inflationens utveckling. Följande faktorer är i tidsperspektivet ett till två år avgörande för inflationens utveckling.

1) Internationell konjunktur och inflation

Sverige är i hög grad en utrikeshandelsberoende ekonomi och den ekonomiska utvecklingen i vår omvärld är därför en betydelsefull faktor i inflationsbedömningen.

Inflationstakten i omvärlden påverkar priset på importerade varor i utländsk valuta. *Växelkursutvecklingen* är dock väsentlig för vilket genomslag förändrade världsmarknadspriser har på importpriserna i svenska kronor. Om kronan stärks blir effekterna på den inhemska inflationen av en given ökning av priserna i omvärlden mindre. Även utvecklingen av vinstmarginalerna i importledet har betydelse för genomslaget på den svenska inflationstakten. Ändrade priser på världsmarknaden – som inte motverkas av växelkursens utveckling – påverkar även konkurrensläget för exportindustrin, vilket kan återverka på

den inhemska löneökningstakten och andra produktionskostnader. *Konjunkturutvecklingen* i utlandet påverkar efterfrågan på svensk export och är därmed en viktig komponent vid bedömningen av ekonomins samlade efterfrågeläge.

2) Efterfråge- och utbudsläget

Om efterfrågan överstiger den långsiktiga produktionskapaciteten uppstår ett inflationstryck. Penningpolitiken måste därför avvägas så att efterfrågan i största möjliga utsträckning utvecklas i linje med ekonomins produktionsförmåga. Flera olika indikatorer kan användas för att få en samlad bild av graden av inflationstryck som härrör från efterfråge- och utbudsförhållandena i ekonomin. En indikator är *kapacitetsutnyttjandet* inom industrin som det avspeglas i Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer. En annan är *arbetsmarknadsläget*, där exempelvis förhållandevis höga löneökningar trots en hög arbetslöshet kan visa att det finns begränsade möjligheter att öka den samlade efterfrågan utan att löneinflation uppstår. En tredje indikator är ekonometriska skattningar av det s.k. *produktionsgapet*, som är skillnaden mellan BNP:s faktiska nivå och den potentiella produktionsnivån.

Ju högre efterfrågan är i förhållande till den potentiella produktionsnivån, desto större är sannolikheten att det uppstår kapacitetsbrist i delar av ekonomin. Förekomsten av flaskhalsar i ekonomin kan därför vara tecken på att ekonomin närmar sig den långsiktiga produktionspotentialen. Det kan t.ex. ta sig uttryck i brist på viss arbetskraft. En svårighet i sammanhanget är dock att hög efterfrågan på och höga löneökningar för viss typ av arbetskraft också kan vara tecken på att produktiviteten och lönsamheten utvecklas bättre i vissa sektorer av ekonomin än i andra. Löneökningar inom sådana delar av ekonomin utgör i så fall i sig inget direkt inflationshot, men ställer krav på en väl fungerande lönebildning och rörlighet på arbetsmarknaden. I bedömningen måste också vägas in att en hög investeringsnivå, ett ökat arbetsutbud eller förbättrad teknologi på sikt ökar produktionskapaciteten.

Det är dock inte alla priser i ekonomin som på ett marknadsmässigt sätt styrs av förändringar i efterfrågan. Inom vissa områden sätts priserna genom administrativa beslut, där hänsyn framför allt tas till hur kostnadssidan utvecklas eller där betydande subventionselement ingår. Exempel på administrativt bestämda priser i Sverige är hyror och avgifter för läkarvård och vissa typer av kommunala tjänster. För penningpolitiken innebär det bl.a. att genomslaget av ränteförändringar har en särskilt fördröjd verkan på vissa prisgrupper. Penningpolitiken kan endast påverka dessa priser via effekter på den allmänna kostnadsutvecklingen i ekonomin, t.ex. löneutvecklingen.⁹

3) Andra kostnadschocker och temporära effekter

Inflationsimpulser kan också komma från specifika kostnadsökningar som varken härrör från en internationell inflationsökning eller från ett högt inhemskt efterfrågeläge. Exempel på sådana kostnadsökningar är stigande råvarupriser. Likartade inflationsimpulser kan även komma från finanspolitiken i form av ändrade *indirekta skatter och subventioner*. Sådana inflationsimpulser är normalt temporära. Men de kan också påverka inflationsförväntningarna och därmed inverka på den långsiktiga inflationsprocessen. För

att skapa sig en uppfattning om den trendmässiga inflationen (rensad för temporära inflationsimpulser) och på så sätt få en djupare förståelse av inflationsprocessen arbetar Riksbanken bl.a. med olika mått på underliggande inflation.

4) Förväntningarna om inflationen

Ett högt efterfrågeläge i ekonomin leder producenter till att höja sina priser och löntagare att kräva höjda löner. Men förväntningar om hög inflation i framtiden kan också i sig själva leda till inflationsdrivande pris- och löneökningar, eftersom ekonomins aktörer strävar efter att bibehålla eller öka sina inkomster i reala termer. Inflationsförväntningarna riskerar på så sätt att bli självuppfyllande.

Ovanstående faktorer är de som enligt vedertagen ekonomisk teori – och praktiska erfarenheter – påverkar inflationen. En analys av dessa faktorer är därmed en viktig del av det penningpolitiska beslutsunderlaget. I det följande ges Riksbankens bedömning av de olika faktorernas utveckling och deras betydelse för inflationen under de närmaste åren. Diskussionen utmynnar i ett huvudscenario för inflationsutvecklingen under de kommande två åren fram till och med första kvartalet 2000. Därutöver diskuteras ett par alternativa utvecklingsvägar.

Innan denna redovisning sker finns anledning att lyfta fram ett centralt antagande bakom bedömningen. Precis som i tidigare inflationsrapporter är utgångspunkten för prognosen *oförändrad reporänta*. Antagandet är av teknisk karaktär och görs i första hand av pedagogiska skäl för att tydliggöra om reporäntan behöver justeras, och i så fall i vilken riktning. Således innebär en inflationsbedömning som resulterar i slutsatsen att inflationen blir högre (lägre) än inflationsmålet över den tidshorisont – ett till två år – som Riksbanken i huvudsak arbetar med normalt att det finns skäl att höja (sänka) reporäntan.¹⁰ I detta sammanhang bör det dock betonas att Riksbanken, vid sidan av huvudprognosen för inflationen, arbetar med ett antal riskscenarier för inflationsutsikterna. Dessa scenarier, och den osäkerhet som de representerar, vägs in i den slutliga penningpolitiska bedömningen.

Den svenska kronan bedöms vara undervärderad, dvs. det är rimligt att förvänta sig en viss appreciering av valutan. Utgångspunkten för denna bedömning är att kronans reala växelkurs är svagare än vad som är förenligt med långsiktig extern och intern balans i ekonomin.¹¹ Konjunkturläget har dock motiverat expansiva monetära förhållanden och då är det i och för sig rimligt att kronan är något svagare än sin långsiktiga jämviktkurs. Kronkursen bedöms i dagsläget vara svagare än vad konjunkturläget, inflationsutsikterna och de rådande långsiktiga inflationsförväntningarna motiverar. Den senaste tidens kronförsvagning kan därför främst ses som driven av mer kortsiktiga marknadsöverbåganden, både med inhemska och internationella förtecken. När väl situationen på valutamarknaden har stabiliserats bör kronan appreciera mot bakgrund av den konjunkturuppgång som är att vänta.

Antagandet om oförändrad reporänta påverkar också den prognos som ligger till grund för inflationsbedömningen. I dagsläget finns det vissa förväntningar om höjningar av den svenska reporäntan (se diagram 5), vilket påverkar kronkursen och dess framtida utveckling. Antagandet om oförändrad reporänta medför därför att kronkursen förutsätts utvecklas något svagare än om reporäntan utvecklas enligt förväntningarna på penningmarknaden. Sammantaget bedöms dock kronan komma att stärkas under prognosperioden.

Internationell konjunktur och inflation

NÅGOT SVAGARE KONJUNKTURUPPGÅNG OCH LITE LÄGRE INFLATION

Tillväxten inom OECD-området i sin helhet bedöms bli relativt god de närmaste åren – runt 2,5 procent – men mattas något jämfört med 1997 då tillväxten uppgick till ungefär 3 procent. Bedömningen innebär en viss nedrevidering jämfört med föregående inflationsrapport. Den främsta orsaken är att den ekonomiska krisen i Asien har blivit djupare och möj-

ligen också att krisen blir mer långvarig än vad som då förutsågs. Förutsatt att ekonomierna i Asien successivt återhämtar sig under de närmaste åren ser tillväxtutsikterna ändå förhållandevis gynnsamma ut även för 2000.

För OECD-länderna grundar sig nedrevideringen framför allt på bedömningen om en sämre exportutveckling. Det kan inte heller uteslutas att den asiatiska krisen påverkar andra delar av ekonomierna genom indirekta kanaler, vilket skulle kunna ge en mer återhållsam konsumtionsutveckling. Samtidigt är det möjligt att den nedgång i obligationsräntor som skett under de senaste månaderna i viss mån ger en motverkande effekt.

I föregående inflationsrapport bedömdes inflationstakten i OECD uppgå till runt 2 procent. Asienkrisen bör leda till en något svagare inflationsutveckling än vad som då förutsågs, framför allt som ett resultat av en lägre global aktivitetsnivå. Den ökade konkurrens som OECD-länderna kommer att möta till följd av de stora valutaförsvagningarna i Asien bör också inverka dämpande på exportprisutvecklingen.

Omvärldens exportpriser bedöms öka med ca 1 till 1,5 procent i nationella valutor per år under de kommande två åren. Detta är en nedrevidering med ungefär en halv procentenhet per år jämfört med föregående inflationsrapport. Genomslaget på de svenska importpriserna påverkas också av hur kronkursen och vinstmarginalerna i importledet utvecklas. Den svenska kronan har i termer av TCW-index deprecierat sedan föregående inflationsrapport. Denna växelkursförsvagning bedöms, trots att en gradvis förstärkning under 1998 förutses, motverka effekterna av fallande valutor i Asien. Importprisutvecklingen 1998 bedöms sammantaget bli något starkare än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. Under 1999 bedöms kronan fortsätta att

9 Se Inflationsrapport 1997:3 för en närmare beskrivning av de administrativt bestämda priserna i KPI.

10 Se Inflationsrapport 1997:3 för ett utförligare resonemang.

11 Se t.ex. Alexius, A. och H. Lindberg "Kronans reala jämviktskurs", Penning- och valutapolitik 1996:1.

appreciera och importpriserna i svenska kronor bör då öka måttligt.

Effekterna av den ekonomiska krisen i Asien och dess återverkningar på världsekonomin är fortfarande svåra att bedöma. Nuvarande bedömning utgår från att tillväxten i de asiatiska länderna blir mycket svag i år, men att ekonomierna därefter återhämtar sig successivt. Det kan dock inte uteslutas att krisen i Asien fördjupas ytterligare och får större spridningseffekter på tillväxten i OECD-området. Detta riskscenario behandlas i slutet av kapitel 2.

Sammantaget bedöms den internationella konjunkturen utvecklas något svagare de kommande två åren än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Tillväxten väntas dock fortfarande bli förhållandevis god. Även för 2000 ser tillväxtutsikterna relativt gynnsamma ut. Den internationella inflationen bedöms nu också bli något lägre än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. Inom OECD-området i sin helhet bedöms inflationen uppgå till knappt 2 procent.

Efterfrågan och utbud

UTRIKESHANDELN MATTAS

Utrikeshandeln har utvecklats oväntat starkt under 1997. Såväl varuexport som varuimport förväntas ha ökat med omkring 10 procent i volym jämfört med 1996.¹² Tillgänglig statistik pekar på en ännu större ökning av tjänstehandeln. Under 1997 har konkurrenskraften, mätt både som relativ arbetskraftskostnad per producerad enhet och som relativa exportpriser, förbättrats. Förbättringen är framförallt ett resultat av kronförsvagningen som inleddes i slutet av 1996. Den stärkta konkurrenskraften har i sin tur underlättat för svenska företag att ta marknadsandelar. Exportökningen och en allt starkare privat konsumtion har bidragit till att även importen ökat markant.

Det är sannolikt att exporten som en följd av utvecklingen i Asien kommer att utvecklas svagare än vad som tidigare förväntades på grund av en mer dämpad marknadstillväxt, såväl i den drabbade regionen som internationellt. Till detta kommer att

de kraftiga deprecieringarna av många asiatiska länders valutor gör att dessa länders konkurrenskraft stärks påtagligt. Den senaste tidens försvagning av kronan motverkar i viss mån den dämpande effekt som den svagare marknadstillväxten har på exporten.

Det är sannolikt att exporten kommer att utvecklas svagare än vad som tidigare förväntats på grund av en mer dämpad marknadstillväxt.

Ökningar av den privata konsumtionen och investeringarna i industrin kommer att bidra till att hålla uppe importen under kommande tvåårsperiod. Importen kan även påverkas positivt i den mån krisen i Asien leder till lägre priser på vissa importvaror.

Sammantaget förväntas nettoexporten till följd av krisen i Asien utvecklas något svagare än i föregående inflationsrapport.

PRIVAT KONSUMTION ÖKAR

I BETYDELSE

Privat konsumtion bedöms ha ökat med drygt 2 procent 1997. Flera faktorer talar för en fortsatt uppgång av privat konsumtion under både 1998 och 1999. Hushållens förmögenhet har ökat kraftigt som ett resultat av stigande aktiepriser de senaste åren och på senare tid även som en följd av stigande fastighetspriser (se diagram 14 i bilagan). Sjunkande räntor har bidragit till detta. Därtill förutses finanspolitiken bli mindre åtstramande under 1998 och 1999. För första gången sedan 1994 kommer hushållens disponibla inkomster därför sannolikt att öka märkbart 1998. Hushållens förväntningar om den egna ekonomin blev betydligt mer positiva under 1997. Efter en viss dämpning i slutet av förra året steg förväntningarna igen i januari i år. Möjligen har turbulensen på de finansiella marknaderna och krisen i Asien påverkat förväntningarna. Den stora utlåningsökningen i banker och andra kreditmarknadsbolag under andra halvåret 1997 (se kapitel 1) är förmodligen ett resultat av både det låga ränteläget och av att hushållen förefaller se optimistiskt på framtiden.

Flera faktorer talar för en fortsatt uppgång av privat konsumtion under 1998 och 1999.

Den ökade osäkerheten i samband med krisen i Asien kan dock medföra en något svagare konsumtionsutveckling än vad föregående inflationsrapport antydde. Hushållens och företagens innehav av sedlar och mynt, M0, uppvisar en dämpad ökningstakt under de senaste månaderna. I december 1997 var ökningstakten 3,0 procent jämfört med 5,7 procent i oktober. Detta kan indikera en viss avmattning i privat konsumtion. Även med något lägre ökning av privat konsumtion beräknas hushållens nettosparkvot falla till en låg nivå under de kommande två åren. Detta är dock inte förvånande mot bakgrund av den starka förmögenhetsutvecklingen och hushållens positiva förväntningar om den ekonomiska utvecklingen i framtiden.

Sammantaget bedöms den privata konsumtionen successivt bli allt viktigare för tillväxten under kommande tvåårsperiod. Privat konsumtion beräknas öka med mellan 2,5 och 3 procent både 1998 och 1999, med något stigande tidsprofil. En marginell nedrevidering har skett jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport.

BRUTTOINVESTERINGAR ÖKAR ÅTER

Under de tre första kvartalen 1997 minskade de totala bruttoinvesteringarna med 2,7 procent jämfört med motsvarande period 1996. Utfallet ligger därmed relativt väl i linje med den bedömning av inves-

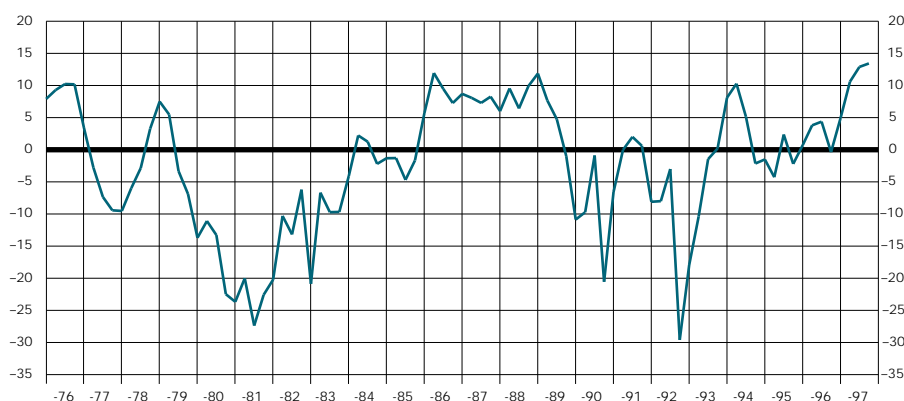
teringsutvecklingen för 1997 som gjordes i föregående inflationsrapport.

En stark produktionsökning i förening med en avmattning i investeringarna under 1997 har medfört att utnyttjandet av produktionsanläggningar för närvarande är högt i industrin. Även om produktionen till följd av en något mer dämpad tillväxt i Sverige och utomlands väntas utvecklas något svagare än vad som tidigare förutsågs, bedöms produktionsutvecklingen i kombination med det höga resursutnyttjandet leda till att industrins bruttoinvesteringar ökar under 1998 och 1999. Den kraftiga nedgången i både korta och långa räntor sedan mitten av 1995 påverkar utvecklingen i samma riktning. Även investeringarna i övrigt näringsliv väntas öka under 1998 och 1999. Samtidigt kan dock ökningstakten i investeringarna komma att dämpas något till följd av sämre internationella förutsättningar för den ekonomiska tillväxten.

Produktionsutvecklingen i kombination med det höga utnyttjandet av produktionsresurserna bedöms leda till att industrins bruttoinvesteringar ökar under 1998 och 1999.

12 Nationalräkenskaperna för fjärde kvartalet 1997 har inte publicerats då denna rapport presenteras.

Diagram 8.
Hushållens förväntningar om den egna ekonomin, kvartalsgenomsnitt. Netttotal



Anm. Enligt gammal mätmetod; länkat fr.o.m. 1997.
Källor: SCB och Riksbanken.

Bostadsinvesteringarna har under flera år legat på en mycket låg nivå. Under 1997 beräknas endast ca 10 000 nya lägenheter ha påbörjats. Det kan jämföras med drygt 60 000 lägenheter 1990. För närvarande finns dock inga tydliga indikationer på att en nämnvärd återhämtning skulle vara nära förestående.

Sammantaget kvarstår bilden att investeringsutvecklingen blir förhållandevis stark under den kommande tvåårsperioden.

BNP-PROGNOSEN NÅGOT LÄGRE

Under den kommande tvåårsperioden beräknas, liksom tidigare, nettoexportens bidrag till BNP-tillväxten successivt minska samtidigt som den privata konsumtionens andel förväntas öka. De senaste årens tudelning av den svenska ekonomin, med en stark utrikesorienterad sektor och en svag inhemsk sektor, kommer således att minska.

BNP bedöms öka med drygt 2,5 procent 1998 och ca 3 procent 1999.

En skillnad jämfört med föregående inflationsrapport är att krisen i Asien har fördjupats. Den förväntas därmed också få något större negativa effekter på den svenska BNP-tillväxten än tidigare beräknat. Även om en viss nedrevidering jämfört med föregående inflationsrapport bedöms vara motiverad, ligger konjunkturbilden i huvudscenariot i stora drag fast.

Sammantaget bedöms BNP i huvudscenariot öka med drygt 2,5 procent 1998 och ca 3 procent 1999. Under förutsättning att krisen i Asien inte får mer långvariga effekter på den internationella tillväxten än vad som förutses och mot bakgrund av de fortsatt expansiva monetära förhållanden som prognosen baseras på bör tillväxten bli god även 2000.

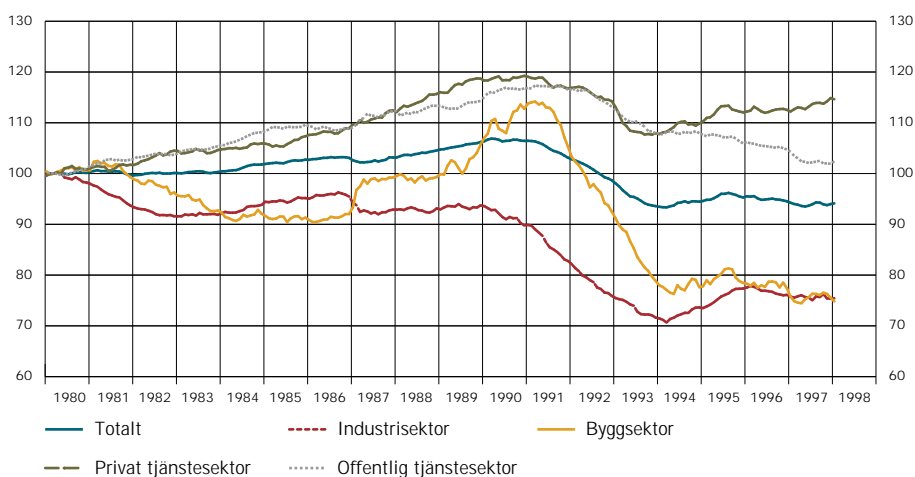
ARBETSMARKNADSLÄGET FÖRBÄTTRAS

Under 1997 minskade arbetslösheten med ca 4 000 personer samtidigt som sysselsättningen minskade med ca 40 000 personer. I juli var den öppna arbetslösheten 9 procent. Därefter föll den med 2 procentenheter fram till december. Denna minskning beror främst på att många arbetslösa – som ett resultat främst av regeringens omfattande utbildningsåtgärder – lämnade arbetskraften och började studera. Sysselsättningen fortsatte att utvecklas svagt inom alla sektorer, med undantag av privata tjänster (se diagram 9). Trots att sysselsättningen i denna sektor ökade allt mer under årets gång, kunde den inte kompensera det stora fallet i den offentliga tjänstesektorn. Mot slutet av 1997 började sysselsättningsläget förbättras något.

De närmaste två åren bedöms sysselsättningen öka i takt med att efterfrågan förstärks. Utvecklingen både i industrin och i den privata tjänstesektorn bedöms dock bli något svagare än tidigare beräknat.

Diagram 9.

Sysselsatta personer.
Säsongrensade tremånaders
glidande medeltal.
Index: tredje kvartalet
1980=100



Källa: SCB.

Sysselsättningstillväxt och utbildningssatsningar medför att arbetslösheten bedöms fortsätta minska under den kommande tvåårsperioden.

Sysselsättningstillväxt och utbildningssatsningar medför att arbetslösheten bedöms fortsätta minska under den kommande tvåårsperioden.

HÖG MEN AVTAGANDE PRODUKTIVITETS-TILLVÄXT OCH MER DÄMPAD LÖNEUTVECKLING

Löneökningstakten har varit ganska stabil omkring 4 procent det senaste halvåret (se diagram 18 i bilagan). Avtalsrörelsen är ännu inte avslutad. De avtal som slutits hittills under 1998 pekar dock mot en löneökningstakt som är något lägre än i tidigare bedömningar. Det förefaller som om arbetsmarknadens aktörer fortsatt anpassa sitt agerande till en låg-inflationsekonomi.

De avtal som slutits hittills under 1998 pekar mot en löneökningstakt som är något lägre än i tidigare bedömningar.

De låga inflationsförväntningarna i kombination med att vinstmarginalerna bedöms vara mindre nu än vid förra avtalsomgången 1995 har med stor sannolikhet inverkat på förhandlingsresultatet. Det kan inte heller uteslutas att förändringar i förhandlings-

systemet, som samarbetsavtalen och en högre grad av samordning av förhandlingarna, har bidragit till att avtalen hamnat på lägre nivåer. Den fortsatt höga arbetslösheten och avtalskonstruktioner med lokal fördelning av löneökningarna väntas i någon mån begränsa löneglidningen under de kommande åren trots en förutsedd konjunkturuppgång och en stigande efterfrågan på arbetskraft.

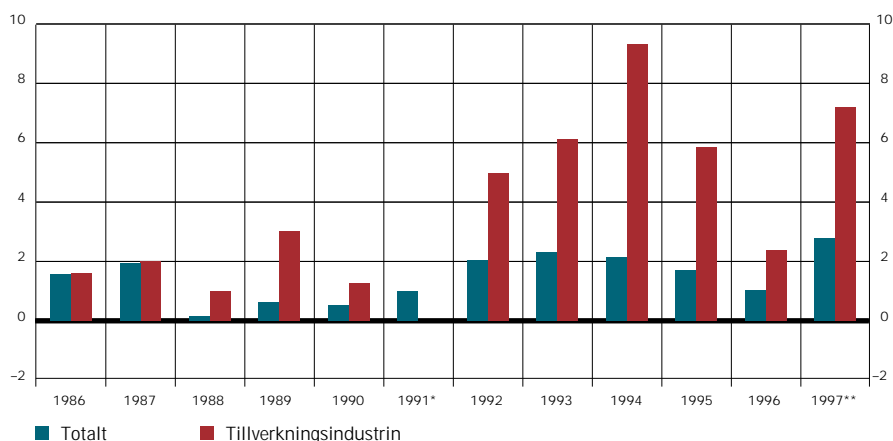
Under de tre första kvartalen 1997 ökade arbetsproduktiviteten i tillverkningsindustrin med drygt 7 procent jämfört med motsvarande period 1996. Därmed fortsatte den starka utvecklingen av produktivitet som kunnat observeras sedan 1992. Även i ekonomin som helhet har produktivitetstillväxten varit hög de senaste åren och under de tre första kvartalen 1997 ökade den med 2,7 procent jämfört med motsvarande period 1996.

Det är också tänkbart att det senaste decenniets strukturella förändringar av den svenska ekonomin förbättrat förutsättningarna för en god produktivitet-utveckling mer permanent.

Till en del kan denna utveckling sannolikt förklaras av faktorer av temporär natur.¹³ Det är dock också

¹³ Se fördjupning "Produktivitet, reallöner och arbetslöshet" i Inflationsrapport 1997:4.

Diagram 10.
Produktivitet, totalt i hela ekonomin och i tillverkningsindustrin.
Årlig procentuell förändring



*1991 oförändrad produktivitet i tillverkningsindustrin.

**Första till tredje kvartalet.

Källor: SCB och Riksbanken.

tänkbart att det senaste decenniets strukturella förändringar av den svenska ekonomin mer permanent förbättrat förutsättningarna för en god produktivitetstillväxt. Även om produktivitetstillväxten under den kommande tvåårsperioden förväntas bli fortsatt god förutses en avmattning i takt med att kapacitetsutnyttjandet stiger.

Lönerna väntas stiga med något under 4 procent per år under de kommande åren. I kombination med avtagande produktivitetstillväxt innebär detta att enhetsarbetskraftskostnaderna väntas stiga något. Inflationstrycket från arbetsmarknaden blir dock något mindre än vad som förutsågs i föregående rapport.

PRODUKTIONSGAPET MINSKAR OCH KAPACITETSUTNYTTJANDET TILLTAR

Den potentiella produktionen definierar ett lands långsiktiga produktionsförmåga och beror på faktorer som teknisk utveckling, hur effektivt ekonomin utnyttjar tillgängliga produktionsresurser och produktionsresursernas storlek. Potentiell produktion avspeglar det utbud en ekonomi varaktigt kan upprätthålla utan att ett inflationstryck uppkommer. Produktionsgapet definieras i sin tur som den procentuella skillnaden mellan faktisk och potentiell produktion och är tänkt att ge en bild av relationen mellan efterfrågeläget i ekonomin som helhet och det långsiktigt hållbara utbudet. Eftersom verkligheten är alltför komplicerad för att de samlade efterfråge- och utbudsförhållandena exakt ska kunna beskrivas med ekonometriska metoder är osäkerheten förknippad med skattningar av produktionsgapet betydande. Detta framgår inte minst av den stora spännvidden mellan de skattningar som olika metoder ger. Till detta kommer att sambandet mellan produktionsgap och inflation också kan vara komplicerat. Det kan exempelvis tänkas att såväl produktionsgapets storlek som dess förändring har betydelse för inflationsprocessen. Ekonometriska skattningar av produktionsgapet kan därför endast utgöra en del i en samlad bedömning av efterfråge- och utbudsförhållandena i ekonomin, som därutöver måste baseras på den information som observerbar statistik ger.

Enligt de olika ekonometriska ansatser som

används uppskattas produktionsgapet till mellan 0 och -3,1 procent tredje kvartalet 1997 (se diagram 20 i bilagan). Även om en av metoderna indikerar att produktionsgapet är slutet, finns det med stor sannolikhet en överkapacitet i ekonomin som helhet som gör det möjligt att ta lediga resurser i anspråk utan att inflationstrycket behöver bli besvärande.

Det faktiska kapacitetsutnyttjandet i industrin uppgick enligt SCB till 87,0 procent under tredje kvartalet 1997. Det var 0,8 procentenheter lägre än kvartalet innan och omkring 3 procentenheter lägre än det högsta värde som noterats under den period från 1980 och framåt som undersökningarna har genomförts. Under fjärde kvartalet i fjol tycks emellertid kapacitetsutnyttjandet i industrin på nytt ha ökat, även om bilden inte är helt entydig. Det aktuella kapacitetsutnyttjandet omkring årsskiftet uppgick enligt Konjunkturinstitutets decemberbarometer till 86 procent, vilket kan jämföras med 85 procent ett kvartal tidigare.

Konjunkturbarometern visar också att andelen företag som anger att det är tillgången på produktionsfaktorer som primärt begränsar produktionen har ökat från 34 procent i slutet av september till 38 procent i slutet av december. Däremot har andelen företag som uppger att de har brist på tekniska tjänstemän och yrkesarbetare minskat med vardera någon procentenhet från september till december. Leveranstiderna, som hade ökat påtagligt enligt septemberbarometern, var i stort sett oförändrade under fjärde kvartalet enligt decemberbarometern. Omdömena om storleken på aktuella orderstockar och färdigvarulager har dock förskjutits något i en riktning som tyder på ett svagare konjunkturläge för industrin.

Den övergripande bilden av det samlade kapacitetsutnyttjandet i ekonomin indikerar ett stigande resursutnyttjande under de närmaste åren, även då hänsyn tagits till den dämpning av tillväxten som antas följa i spåren av krisen i Asien.

Den övergripande bilden av kapacitetsutnyttjandet i ekonomin indikerar att den prognostiserade efterfrågeutvecklingen kommer att resultera i ett stigande resursutnyttjande under de närmaste åren, även då

hänsyn tagits till den dämpning av tillväxten som antas följa i spåren av krisen i Asien. I föregående inflationsrapport gjordes bedömningen att produktionsgapet skulle komma att slutas under senare delen av 1999. Mot bakgrund av den något svagare utveckling som nu bedöms trolig, är en rimlig bedömning att detta sker först under 2000, förutsatt en potentiell tillväxt på drygt 2 procent.

En sammanvägning av den information som idag föreligger om kapacitetsläget i ekonomin indikerar att risken för att de samlade efterfråge- och utbudsförhållandena ska bidra till ett påtagligt inflationstryck under den kommande tvåårsperioden inte är överhängande. Kapacitetsutnyttjande förväntas dock gradvis öka.

Temporära effekter på KPI

Riksbanken utgår normalt sett i sin inflationsbedömning från en oförändrad finanspolitik. Detta innebär att endast kända förändringar av skattesatser beaktas. Mer konkret betyder detta att Riksbanken antar oförändrade skattesatser för såväl kvantitets-skatter, t.ex. energiskatt per kWh, som värdeskatte, t.ex. moms. Det har inte kommit någon information om förändringar i indirekta skatter eller subventioner utöver vad som var känt vid tiden för föregående inflationsrapport.

Under 1998 påverkas konsumentpriserna framför allt av en indexering av alkoholskatten och införandet av en avfallsskatt. Sammantaget beräknas dessa bidra med 0,2 procentenheter till inflationen. Omräkningstalen, som ligger till grund för taxeringsvärdet för egna hem, är till följd av politiska beslut oförändrade 1998 jämfört med 1997. Detta innebär att fastighetsskatten endast marginellt kommer att påverka KPI.

Det har inte kommit någon information om förändringar i indirekta skatter eller subventioner utöver vad som var känt vid tiden för föregående inflationsrapport.

Under 1999 avskaffas ROT-avdraget och vissa punktskatter indexeras. Detta beräknas höja infla-

tionen med ca 0,2 procentenheter. För 1999 antas dessutom att omräkningstalen för taxeringsvärdena för småhus förändras enligt gällande regler. Detta innebär att taxeringsvärdena skrivs upp med prisutvecklingen på småhus mellan 1997 och 1998, vilket beräknas bidra med ytterligare 0,2 procentenheter till inflationen. Denna sistnämnda effekt brukar inte betraktas som temporär eftersom skattebelastningen ökar till följd av stigande villapriser och inte till följd av höjd skattesats.

För 2000 är inga skatteförändringar ännu kända. Fastighetsskatten antas följa prisutvecklingen på småhus mellan 1998 och 1999. Detta beräknas höja inflationen med ca 0,1 procentenheter.

Egnahemsägarnas räntekostnader föll under 1997 med knappt 8 procent, vilket höll tillbaka konsumentprisutvecklingen med ca 0,7 procentenheter (se också fördjupning "Räntekostnader för egna hem"). Sedan föregående inflationsrapport har de långa marknadsräntorna fallit. Under prognosperioden väntas, givet oförändrad reporänta, endast en mindre uppgång av såväl de korta som långa räntorna. Detta medför att hushållens räntekostnader fortsätter att falla och bromsar inflationen med ca 0,1–0,5 procentenheter per år.

Förändringar av indirekta skatter, subventioner och räntekostnader har en begränsad effekt på KPI de närmaste två åren.

Sammantaget har förändringar av indirekta skatter, subventioner och räntekostnader en begränsad effekt på KPI de närmaste två åren. Bidraget till förändringen av KPI bedöms bli ca 0,0 procentenheter 1998, 0,2 1999, och -0,3 första kvartalet 2000. För 1998 och 1999 är detta i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport.

RÄNTEKOSTNADER FÖR EGNAHEM

Sedan inflationsmålet trädde i kraft 1995 har räntekostnaderna för egna hem fallit i stort sett hela tiden. Genom att räntekostnaderna utgör omkring en tiondel av KPI så är denna nedgång en viktig orsak till den låga ökningstakten i KPI under senare år.

Boendet utgör en stor del av den privata konsumtionen. Detta gör lägenhetshyror och andra priser i denna sektor viktiga för inflationsutvecklingen. Priset på boende i egna hem är dock inte direkt observerbart, vilket innebär att någon form av beräkning måste göras för att uppskatta detta pris. För vissa av de poster som påverkar kostnaderna för att bo i eget hem, t.ex. tomt-rättsavgäld, reparationer, renhållning, sophämtning och fastighetsskatt, finns det bestämda priser. Själva kapitalkostnaden (räntekostnaden) för boendet är svårare att mäta på aggregerad nivå och måste uppskattas. SCB:s beräkningsmetod innebär att räntekostnaderna för egna hem påverkas av tre faktorer; kapitalstocken, räntenivån samt räntebidragen. Kapitalstocken ska avspegla värdet av samtliga egna hem i Sverige. Räntenivån avgör kapitalkostnaden på denna stock. Kapitalkostnaden belastar hela stocken oberoende av om husen är belånade eller inte. Räntebidragen reducerar till sist de totala kostnaderna med de faktiska belopp som staten betalar ut till egna hemsägarna.

Räntan på bostadslån beräknas som ett genomsnitt av rörliga och fasta bolåneräntor. Räntorna vägs ihop med den fördelning mellan rörliga och fasta räntor i den faktiska länestocken som gällde vid föregående årsskifte. För de båda beaktade typerna av bundna lån (med ursprunglig bindningstid på två respektive fem år) beräknas medelräntan för en viss månad som ett enkelt medeltal av nyutlåningsräntorna för var och en av de senaste 24 respektive 60 månaderna. Förtidsinlösen och s.k. ränteskillnadsersättning beräknas därmed implicit.

Värdet på kapitalstocken bestäms av den faktiska köpeskillning som erlagts. Eftersom det är den senaste köpeskillningen som ligger till grund för värdet kommer

inte prisförändringar slå igenom på kapitalstocken förrän husen omsätts. Utvecklingen i kapitalstocken kan därför bero lika mycket på omsättningen som på prisförändringar. En följd av detta är att år med fallande priser på småhusmarknaden kan medföra en växande kapitalstock.

Vid dagens räntenivåer och bindningstider kommer en permanent nedgång (uppgång) i de rörliga räntorna med 1 procentenhet att medföra att den årliga ökningstakten i räntekostnaderna omedelbart blir ca 2 procentenheter lägre (högre) än annars under ett år. Denna effekt är således temporär. Effekten på inflationen enligt KPI blir därmed omkring 0,2 procentenheter under ett år. Orsaken till att inflationen bara påverkas under ett enda år sammanhänger med att en förändring av de rörliga räntorna påverkar hela stocken av rörliga lån omedelbart. En förändring i de fasta boräntorna med 1 procentenhet får även den en effekt på 2 procentenheter på räntekostnadsökningen och 0,2 procentenheter på inflationen. Denna effekt är dock inte omedelbar, utan når sin topp efter ungefär ett år. Hur länge effekten ligger kvar beror på bindningstiderna, ju längre bindningstider desto lägre tid tar det innan hela länestocken anpassats till det nya ränteläget och desto långvarigare effekt. Med dagens länestruktur kommer merparten av effekten att kvarstå under fem år. De senaste årens stora förändringar i räntekostnaderna måste anses som exceptionella. Förtroendet för låginflationspolitiken har stärkts påtagligt med följderna att de fasta (femåriga) boräntorna har sjunkit med över 5 procentenheter sedan januari 1995. Under 1996 sänkte Riksbanken också reporäntan med nästan 5 procentenheter, vilket ledde till ett likartat fall i de rörliga boräntorna. Räkneexemplet ovan visar att de ränterörelser som är rimliga när väl förtroendet för inflationsmålet har etablerats har ett begränsat inflytande på ökningstakten i KPI. Effekterna framöver kommer därför med stor sannolikhet inte att bli lika stora som tidigare.

Inflationsförväntningar

Inflationsförväntningarna intar en central roll i prisbildningsprocessen. Prisförväntningarnas viktigaste effekt går via priser som på förhand bestäms gälla för en längre tid framöver. Det rör sig t. ex. om löneavtal, kontrakt med fasta priser och priser på varor och tjänster där det av olika skäl är kostsamt att ändra priserna. I detta avsnitt redovisas inflationsförväntningarna så som de kan avläsas i terminsräntor och olika enkäter.

MINSKADE INFLATIONSFÖRVÄNTNINGAR OCH FRAMTIDA LÄGRE REALRÄNTA

Den medelfristiga implicita terminsräntan (med likvid ett till två år) har sjunkit ca 0,9 procentenheter sedan i december (se diagram 22 i bilagan). Detta kan vara tecken på såväl minskade inflationsförväntningar på medellång sikt som förväntningar om en lägre realränta jämfört med föregående inflationsrapport, främst på grund av minskade förväntningar om penningpolitiska åtstramningar.

De långa implicita terminsräntorna (med likvid om tio år) bestäms i hög grad av investerarnas inflationsförväntningar på lång sikt och är därmed en viktig indikator på trovärdigheten för den ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet. Den tioåriga terminsräntan har sjunkit ca 0,7 procentenheter sedan början av december när föregående inflationsrapport publicerades och reporäntan höjdes.

Den svenska långräntan påverkas även av den internationella långränteutvecklingen. Sedan föregående inflationsrapport har de internationella långräntorna sjunkit kraftigt främst till följd av den fördjupade krisen i Asien. De långa tyska och amerikanska terminsräntorna har exempelvis sjunkit med 0,3 procentenheter vardera (se diagram 23 i bilagan). För att uppskatta trovärdigheten för penningpolitikens inriktning mot prisstabilitet kan det därför också vara lämpligt att se hur den implicita långräntedifferensen mot Tyskland har utvecklats.

Den långa terminsräntedifferensen mot Tyskland är nu nere i ca 0,1 procentenhet (se diagram 24 i bilagan). Vid publiceringen av föregående infla-

tionsrapport uppgick denna differens till ca 0,5 procentenheter. Detta skulle kunna tolkas som att förtroendet för den svenska ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet har ökat de senaste månaderna. Förändringar i terminsräntorna bör dock alltid tolkas med försiktighet eftersom de ofta drivs av kortsiktiga marknadsöverbäganden.

Genom att studera skillnaden mellan långsiktiga nominella och reala terminsräntor kan de långsiktiga inflationsförväntningarna uppskattas. Resultatet visar att inflationsförväntningarna, mätt på detta sätt, har sjunkit med 2 procentenheter under det senaste året till ca 2,5 procent (se diagram 25 i bilagan). Här bör också beaktas att en inflationsriskpremie bidrar till differensen mellan reala och nominella terminsräntor, vilket förstärker slutsatsen att inflationsmålet tycks ha uppnått en hög trovärdighet.

De långsiktiga inflationsförväntningarna tyder på att inflationsmålet har uppnått en hög trovärdighet.

ENKÄTERNA ANTYDER SÄNKTA INFLATIONSFÖRVÄNTNINGAR 1999 OCH 2000

Hushållens inflationsförväntningar har visat sig vara en god indikator på konsumentprisutvecklingen på ett års sikt.¹⁴ Dessa förväntningar har under senare år pendlat mellan 1 och 3 procent. Under de senaste månaderna har förväntningarna fallit och för närvarande spår hushållen en prisökning på 1,1 procent de kommande 12 månaderna, vilket indikerar en svag konsumentprisutveckling under 1998.

Även andra enkätundersökningar uppvisar, efter att ha fallit flera år i rad, en påtaglig stabilisering av prisförväntningarna. Efter en viss uppgång under 1997, har det emellertid under den senaste tiden skett en nedjustering (se diagram 27 och tabell 2 i bilagan).

Inflationsförväntningarna stabiliserades under 1997 efter att ha fallit flera år i rad. Mot slutet av förra året noterades en viss uppgång. Sedan föregående inflationsrapport märks en viss nedgång.

14 Se fördjupningsruta "Hushållens inflationsförväntningar" i Inflationsrapport 1997:4.

Enligt Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer i december var inflationsförväntningarna på ett års sikt inom industrisektorn 1,8 procent, vilket var detsamma som i september. Inom tjänstesektorn steg dock inflationsförväntningarna på ett års sikt något och uppgår till 1,6 procent i genomsnitt.¹⁵

Aragons kvartalsvisa undersökning i februari visar att obligationsmarknadens inflationsförväntningar på två och fem års sikt är 1,9 respektive 2,2 procent. Detta är en viss nedjustering sedan föregående mätning i november.

Prosperas undersökning i februari av inflationsförväntningar hos arbetsmarknadens parter, inköpschefer och penningmarknadsaktörer visar också på en nedgång jämfört med den förra undersökningen i november.

I de prognoser som presenterats av externa bedömare sedan föregående inflationsrapport, har inflationsprognoserna i samtliga fall reviderats ned för 1998 och 1999.

Sammantaget är inflationsförväntningarna låga och relativt väl i linje med inflationsmålet och har i de flesta mätningar (såväl implicita terminsräntor som enkäter) reviderats ned något sedan tidpunkten för föregående inflationsrapport.

Inflationsprognosen i huvudscenariot

Riksbankens inflationsbedömning baseras på antagandet att reporäntan hålls oförändrad under den kommande tvåårsperioden. Kronan antas appreciera något från en nivå som, på grund av den senaste tidens utveckling på valutamarknaden, innebär en svagare växelkurs än i föregående inflationsrapport. I kombination med att realränteläget är förhållandevis lågt implicerar detta att effekten av räntor och växelkurs fortfarande är expansiv, trots höjningen av reporäntan i december med 0,25 procentenheter.

I föregående inflationsrapport antog Riksbanken att den ekonomiska krisen i Asien skulle få vissa men begränsade effekter på den svenska tillväxten, främst genom en något sämre exporttillväxt. Sedan

dess har krisen fördjupats (se fördjupning ”Asienkrisens effekter på Sverige”). Även om utgångspunkten fortfarande är att krisen kommer att hanteras på ett sådant sätt att återverkningarna på världsekonomin blir begränsade, görs nu bedömningen att de negativa effekterna av krisen i Asien kan bli något större och mer långvariga än Riksbanken räknade med i föregående inflationsrapport.

Den internationella inflationen bedöms bli fortsatt låg under den närmaste tvåårsperioden. Mot bakgrund av utvecklingen i Asien och tänkbara spridningseffekter bedöms den internationella tillväxten bli något svagare än tidigare väntat. Detta innebär även att den internationella inflationen förväntas bli något lägre, till vilket också deprecieringen av flera asiatiska länders valutor kan bidra. Inflationstrycket från utlandet bedöms därför bli mycket måttligt. Genom att kronan antas appreciera från en svagare nivå än i föregående prognos bedöms dock importprisutvecklingen nu bli något starkare.

Aktivitetsnivån i svensk ekonomi bedöms bli något lägre än vad som tidigare förutsågs, trots i nuläget snarast mer expansiva monetära förhållanden. Detta gäller i första hand nettoexporten, men även privat konsumtion och investeringar kan komma att mattas något. Det finns i nuläget emellertid ingen anledning att göra några omfattande förändringar i konjunkturbedömningen. I huvudscenariot, som fortfarande utgår från en konjunkturuppgång med en successivt stigande inhemsk efterfrågan, bedöms tillväxten bli drygt 2,5 procent 1998 och ca 3 procent 1999. Mot bakgrund av de expansiva inhemska monetära förhållanden som prognosförutsättningarna innebär och under förutsättning att krisen i Asien inte får alltför långvariga effekter på den internationella utvecklingen, bedöms tillväxten bli god även 2000.

Även om den samlade effekten av räntor och växelkurs är expansiv bedöms *aktivitetsnivån* i svensk ekonomi bli något lägre än vad som tidigare förutsågs.

Den sammantagna bilden av kapacitetsutnyttjandet i ekonomin är att överskottskapaciteten väntas minska under den kommande tvåårsperioden, även då hänsyn tagits till den dämpning av tillväxten som

antas följa av krisen i Asien. Även om kapacitetsläget inom vissa delar av ekonomin är ansträngt torde risken för att de samlade efterfråge- och utbudsförhållandena ska bidra till ett påtagligt inflationstryck under perioden inte vara överhängande. Den förefaller också snarast ha minskat något sedan föregående bedömning. En faktor som talar för detta är att de löneavtal som slutits hittills under 1998 pekar mot en löneökningstakt som är något lägre än i huvudscenariot i föregående inflationsrapport.

Några av de i KPI ingående priserna är mer eller mindre administrativt bestämda och påverkas därmed inte på samma direkta sätt som marknadsbestämda priser av förändringar i efterfrågan. Ett sådant pris är hyreskostnaderna, som är en av de största enskilda posterna i KPI.¹⁵ För 1998 och 1999 har avtal slutits för en stor del av det totala hyresbeståndet. Utfallet för 1998 är lägre än väntat till följd av omförhandlingar av tidigare slutna avtal.

Sammantaget bedöms löneutvecklingen bli marginellt mer dämpad än vad som antogs i huvudscenariot i föregående inflationsrapport.

Liksom i föregående inflationsrapport bedöms förändringar av indirekta skatter, subventioner och räntekostnader som i huvudsak ger *temporära effekter* på KPI, påverka prisutvecklingen i begränsad omfattning under den kommande tvåårsperioden. Någon information om förändringar i indirekta skatter eller subventioner utöver den som beaktats i föregående inflationsrapport har inte kommit. Sammantaget bedöms bidraget till KPI-utvecklingen från förändringar i indirekta skatter, subventioner och räntekostnader bli ca 0,0 procentenheter 1998, 0,2 1999, varav 0,0 procentenheter är att betrakta som temporära, och -0,3 under första kvartalet 2000.

Inflationsförväntningarna intar en central roll i prisbildningsprocessen eftersom de påverkar på vilka nivåer nominella kontrakt rörande priser och löner kommer att slutas och därmed också i hög grad vilken prisutveckling som faktiskt kommer att realiseras. Inflationsförväntningarna kan mätas i enkäter eller via obligationsmarknaderna. Den samlade bild som dessa källor ger är att inflationsförväntningarna är

låga och ligger väl i linje med inflationsmålet. Under den allra senaste tiden har dessutom inflationsförväntningarna fallit.

I huvudscenariot kvarstår bedömningen att en ökande ekonomisk aktivitet och expansiva monetära förhållanden gör att inflationen under de kommande två åren stiger något från dagens nivåer.

I huvudscenariot kvarstår bedömningen att en ökande ekonomisk aktivitet och expansiva monetära förhållanden gör att inflationen under de kommande två åren stiger något från dagens nivåer. Mot bakgrund av den information som inkommit sedan föregående inflationsrapport bedöms dock prisstegringarna i huvudscenariot bli något lägre än vad som tidigare väntats. Vid oförändrad reporänta bedöms inflationen, mätt som tolv månaderstal i KPI, uppgå till 1,8 procent i december 1998, 2,1 procent i december 1999 och 2,1 procent i mars 2000. Års-genomsnittet beräknas uppgå till 1,6 procent 1998 och 2,1 procent 1999. Den underliggande inflationen, som den mäts med UND1, bedöms uppgå till 2,0 procent i december 1998, 2,3 procent i december 1999 och 2,6 procent i mars 2000. Den högre inflationen i UND1 avspeglar att indirekta skatter och räntekostnader, som är exkluderade i UND1, förväntas öka långsammare än övriga priser.

Vid oförändrad reporänta bedöms inflationen, mätt som tolv månaderstal i KPI, uppgå till 1,8 procent i december 1998, 2,1 procent i december 1999 och 2,1 procent i mars 2000. Års-genomsnittet beräknas uppgå till 1,6 procent 1998 och 2,1 procent 1999.

15 Inflationsförväntningarna för tjänstesektorn som helhet har erhållits genom att beräkna ett ovägt genomsnitt av de ingående branschernas inflationsförväntningar.

16 Se fördjupning "Hyresmarknaden" i Inflationsrapport 1997:4.

Alternativa utvecklingsvägar

Den konjunktur- och inflationsbedömning som redovisas är av olika orsaker förenad med osäkerhet. Det är därför viktigt att penningpolitiken också beaktar alternativa utvecklingsvägar. Dessa alternativa utvecklingsvägar kan åskådliggöras i form av osäkerhetsintervall kring den huvudprognos för inflationen som beskrevs ovan.

Sedan föregående inflationsrapport har *krisen i Asien* förvärrats. Bedömningen är nu att problemen i de asiatiska länderna får mer kännbara effekter på den svenska konjunktur- och inflationsutvecklingen och viss hänsyn till dessa har tagits i huvudscenariot. Det finns dock fortfarande en risk att återverkningarna på den internationella konjunkturen och på Sverige blir betydligt mer omfattande. Det kan inte uteslutas att huvudscenariot innebär en underskattning av Asienkrisens återverkningarna på den internationella och svenska konjunkturutvecklingen. Krisen påverkar den svenska ekonomin via såväl direkta som indirekta kanaler (se fördjupning "Asienkrisens effekter på Sverige"). Att kvantifiera dessa effekter är förenat med betydande osäkerhet. Det finns få skattade samband eller historiska paralleller att ta fasta på.

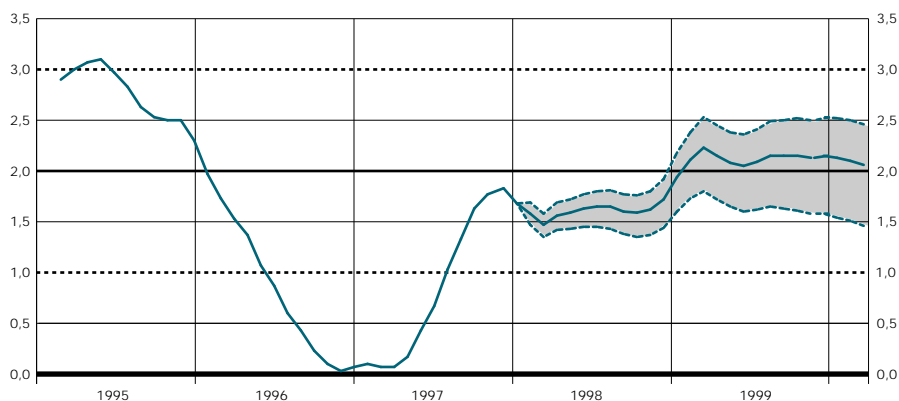
Det finns också en risk att krisen i Asien förvärras

ytterligare och får ett mer utdraget förlopp. I huvudscenariot antas att tillväxten i de sydostasiatiska länderna blir mycket svag i år för att successivt tillta kommande år. Osäkerheten om när och i vilken takt de asiatiska länderna kommer att återhämta sig är dock stor. Den finansiella krisen kan visa sig hämma den reala ekonomin och dess produktionstillväxt under lång tid framöver. Tecken på att nödvändiga strukturella reformer inte genomförs eller skjuts på framtiden kan leda till försämrat förtroende för de asiatiska ekonomierna, med ytterligare valutafall och ränteuppgångar som följd. Fortsatt finansiell instabilitet i länderna kan också öka risken för spridningar till andra länder i regionen eller till andra tillväxtmarknader i Latinamerika och Östeuropa.

För Sveriges del innebär riskerna förknippade med Asienkrisen att konjunktur- och inflationsutvecklingen kan bli allt ifrån något till betydligt svagare än i huvudscenariot. Samtidigt är det möjligt att en fördjupning eller geografisk spridning av Asienkrisen skulle medföra en fortsatt långgräntenedgång och en ytterligare temporär kronförsvagning. Mer expansiva monetära förhållanden skulle i så fall delvis motverka de negativa effekterna på den svenska konjunkturen av detta riskscenario.

I föregående rapport diskuterades ett alternativ med *högre löneökningar och sämre produktivitetstillväxt* än i

Diagram 11.
KPI med
osäkerhetsintervall,
tremånaders glidande
medelvärde.
Procent



Anm. De horisontella linjerna på två, respektive en och tre procent anger Riksbankens mål och toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.

Källor: SCB och Riksbanken.

huvudscenariot.¹⁷ Sannolikheten för en sådan utveckling förefaller dock ha minskat sedan förra inflationsrapporten.

Huvudscenariot vilar på bedömningen att den försvagning av kronan som skett sedan föregående inflationsrapport är av tillfällig karaktär. Om denna bedömning visar sig felaktig och kronkursen ligger kvar på nuvarande nivå eller försvagas ytterligare innebär detta att inflationen kan komma att stiga snabbare än i huvudscenariot.

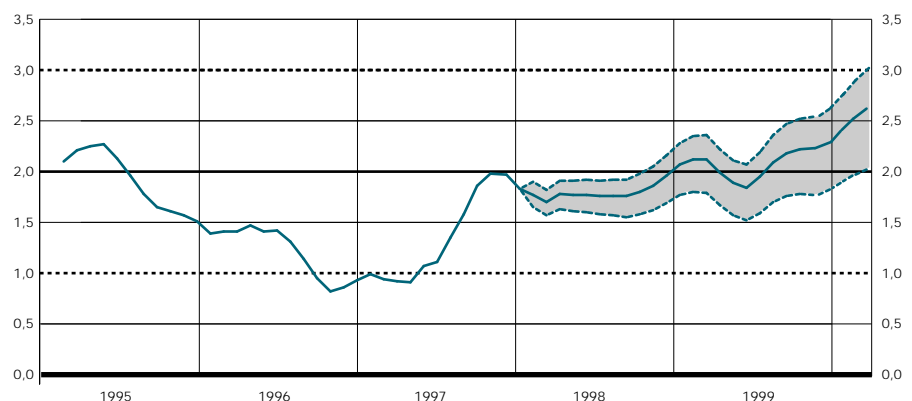
Det bör betonas att det inte finns något enkelt samband mellan fluktuationer i växelkursen och effekter på efterfrågeläget och inflationstrycket. Genomslaget på inflationen beror till stor del på i vilken utsträckning svenska importörer och exportörer väljer att låta växelkursförändringen slå igenom i ändrade priser. Den senaste tidens kronförsvagning är antagligen driven av mer kortsiktiga marknadsöverväganden. Svårigheten ligger i att bedöma hur pass bestående effekterna blir och vilken inverkan de får på inflationen. Osäkerheten på denna punkt är stor.

En sammanvägning av de alternativa utvecklingsvägar som skisseras indikerar att sannolikheten för en lägre inflation än i huvudscenariot är något högre än att inflationen kommer att överstiga den i huvudscenariot.

I föregående inflationsrapport introducerades prognostiserade banor för inflationen under den kommande tvåårsperioden. Den prognostiserade banan är den inflation som förväntas i huvudscenariot och ska tolkas som det mest sannolika utfallet.¹⁸ Banorna omgavs med intervall för att understryka den osäkerhet som är förknippad med bedömningar av den framtida utvecklingen. Dessa osäkerhetsintervall ger en fingervisning om hur osäker inflationsbedömningen anses vara, men ska inte uppfattas som att inflationen med en exakt angiven sannolikhet kommer att återfinnas inom banden. En sammanvägning av de alternativa utvecklingsvägar som skisseras indikerar att sannolikheten för en lägre inflation än i huvudscenariot är något högre än att inflationen kommer att överstiga den i huvudscenariot. Detta avspeglas i att osäkerhetsintervallen denna gång inte är helt symmetriska.

17 Se Inflationsrapport 1997:4 för en utförligare beskrivning av detta scenario.
18 Liksom i de prognoser som görs av Bank of England behöver inte det mest sannolika utfallet sammanfalla med det genomsnittliga utfallet.

Diagram 12.
UND1 med
osäkerhetsintervall,
tremånaders glidande
medelvärde.
Procent



Anm. De horisontella linjerna på två, respektive en och tre procent anger Riksbankens mål och toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.
Källor: SCB och Riksbanken.

ASIENKRISENS EFFEKTER PÅ SVERIGE

Asienkrisens effekter på svensk ekonomi bedömdes i inflationsrapporten i december bli begränsade. En alternativ utvecklingsväg skisserades där krisen i Asien kunde komma att få mer märkbara återverkningar på svensk ekonomi. Krisen har sedan dess fördjupats och spridit sig till fler länder. Utsikterna för tillväxten i regionen har justerats ned. Asienkrisen bedöms nu få mer kännbara effekter på den svenska konjunktur- och inflationsutvecklingen.

Bedömningen i huvudscenariot utgår från att de åtgärder som IMF rekommenderat genomförs och att det internationella förtroendet för området successivt återställs. Därigenom bör räntorna komma ned från nuvarande höga nivåer och möjliggöra en långsam återhämtning av den inhemska efterfrågan. De stora valutaförsvagningarna har inneburit kraftiga konkurrenskraftsförbättringar som på sikt bör leda till en ökning av den asiatiska exporten.

Fortfarande kvarstår en risk för att krisen blir djupare och mer långvarig. Förtroendet för ekonomiernas långsiktiga utveckling kan försämrats om det uppstår tveksamhet om myndigheternas beslutsamhet att driva på reformarbetet. Räntenivån riskerar därmed att ligga kvar på en hög nivå och försena återhämtningen. Kreditrestriktioner till följd av problemen i den finansiella sektorn, i kombination med minskad framtidsoptimism hos hushåll och företag, kan också bidra till att hålla tillbaka den inhemska efterfrågan under lång tid framöver. Spridningar till andra länder i regionen eller till andra tillväxtmarknader i Latinamerika och Östeuropa kan inte heller uteslutas. För grannländerna i Asien har valutaförsvagningarna i de drabbade länderna inneburit kraftigt försämrade konkurrenskraft.

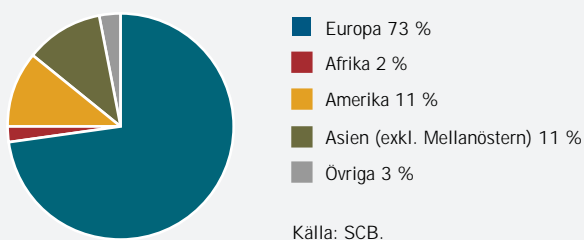
Krisen i Asien påverkar svensk ekonomi via flera olika kanaler.

1) Utrikeshandeln är den tydligaste länken. Den svenska exporten hämmas i huvudsak på tre sätt. För det första faller de asiatiska ländernas importefterfrågan då importen fördyras av de kraftiga valutakursfallen. Importefterfrågan dämpas även till följd av det efterfrågebortfall som finans- och penningpolitiska åtstramningar i regionen medför. Under senare år har Asiens andel av den svenska exporten ökat. Drygt 11 procent

av svensk export går för närvarande till Asien (exkl. Mellanöstern). Av denna export svarar Japan, Kina och Hongkong för drygt hälften.

Diagram F1.

Fördelning av svensk varuexport 1996. Procent



För det *andra* förbättras de asiatiska ländernas konkurrenskraft genom de stora deprecieringarna. I den utsträckning de asiatiska företagen konkurrerar med svenska företag ökar konkurrensen såväl på den svenska marknaden som internationellt. Den direkta konkurrensen mellan svenska och asiatiska exportföretag förefaller dock vara relativt begränsad.

Slutligen kommer efterfrågan på svensk export att hämmas genom att krisen i Asien leder till att den globala tillväxttakten dämpas. Inte minst intressant är i detta sammanhang effekterna på USA och Japan. Genom att även andra länders tillväxt dämpas blir efterfrågan på svenska exportvaror lägre än annars.

För den svenska ekonomin innebär en sämre exporttillväxt en lägre produktionsökning och en sämre inkomstutveckling i exportindustrin. I senare led kan det förväntas inverka dämpande på investerings- och konsumtionstillväxten. Jämfört med andra EU-länder har Sverige en något större andel av exporten riktad till Asien (9 procent för EU i snitt). Sveriges export i förhållande till BNP är också större än för många av EU-länderna (drygt 40 procent för Sverige jämfört med 30 procent för ett genomsnitt av EU-länderna). Effekterna för svensk ekonomi av en lägre asiatisk import bör därmed – relativt sett – bli något större än för EU-län-

derna i genomsnitt. Å andra sidan torde den direkta konkurrensen mellan svenska och asiatiska företag vara förhållandevis liten.

2) Direkta pris effekter uppstår dels via Sveriges handel med Asien, dels genom krisens påverkan på den globala ekonomin.

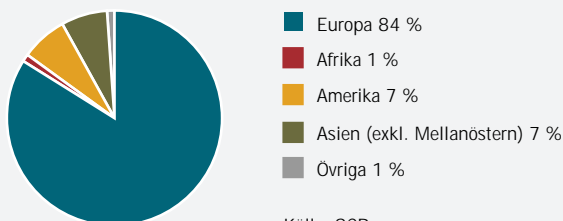
De kraftiga växelkursförsvagningarna i de asiatiska länderna kommer att medföra att importen från dessa länder blir billigare. Asien (exkl. Mellanöstern) svarade 1996 emellertid endast för 7 procent av den svenska varuimporten. De asiatiska valutornas deprecieringar, sammanvägt med respektive lands andel av den svenska importen, ger därför bara en marginell effekt på de svenska konsumentpriserna. Även vid ett antagande om en kraftig ökning av importen från Asien uppgår effekten på konsumentpriserna endast till ett par tiondels procentenheter.

I praktiken är det också troligt att deprecieringarna inte får fullt genomslag på de svenska konsumentpriserna eftersom en del av valutaförsvagningarna kan fångas upp av att asiatiska exportörer och svenska importörer förbättrar sina vinstmarginaler.

Diagram F2.

Fördelning av svensk varuimport 1996.

Procent



Källa: SCB.

Å andra sidan ökar den globala priskonkurrensen genom att det förbättrade konkurrensläget för asiatiska företag medför ett tryck på konkurrerande företag i andra länder att pressa priserna. Vidare bör en långsammare global tillväxt bidra till en mer dämpad prisutveckling generellt sett.

3) Andra indirekta kanaler. *Förmögenhetseffekter* via fallande aktiekurser är ytterligare en länk genom vilken krisen kan få effekter på svensk ekonomi. I den mån börsfall förväntas leda till ett varaktigt förmögenhetsbortfall kan konsumtionsutvecklingen bli mer dämpad. Lägre aktiekurser kan också ge en sämre investeringsutveckling genom att nyinvesteringar ter sig mindre lönsamma. Båda dessa effekter bedöms dock vara av mindre omfattning.¹⁹ De svenska hushållens *förväntningar* om framtiden kan också påverkas negativt av fortsatt finansiell oro och leda till försiktighetssparande. Det är också tänkbart att förväntningar om fallande priser på importerade varor från Asien kan leda till viss förskjutning av konsumtionen framåt i tiden genom att planerade inköp skjuts på framtiden.

Utöver effekterna ovan finns det också konsekvenser av krisen som verkar i dämpande riktning. De finansiella oroligheterna i Asien har åtföljts av en nedgång i den långa räntan och en försvagning av växelkursen. Mer expansiva monetära förhållanden mildrar effekterna av Asienkrisen.

19 Se Inflationsrapport 1997:4 för en närmare beskrivning av aktiemarknadens inverkan på konsumtionen.

Slutsatser för penningpolitiken

I detta kapitel diskuteras penningpolitikens mål, inflationsutsikterna och de slutsatser som kan dras av detta för penningpolitikens utformning

PRISSTABILITETSMÅLET

LIGGER FAST

I januari 1993 beslutade riksbanksfullmäktige att penningpolitiken skulle föras utifrån ett explicit inflationsmål, enligt vilket inflationen mätt som den årliga förändringen i konsumentpriserna från och med 1995 skulle begränsas till 2 procent, med en tolerans på ± 1 procentenhet. Inflationsmålet var således ursprungligen ett självpataget åtagande av Riksbanken. Såväl regering som riksdag har dock markerat sitt stöd för penningpolitikens strävan mot prisstabilitet och för Riksbankens inflationsmål.

Under 1997 togs ytterligare ett viktigt steg i denna riktning. I november överlämnade regeringen en proposition till riksdagen om Riksbankens ställning med innebörden att prisstabilitetsmålet lagfästs genom att det i lagen om Sveriges riksbank föreskrivs att målet för Riksbankens verksamhet ska vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Dessutom föreslås att fullmäktige ges en kontrollerande funktion och att Riksbanken i fortsättningen leds av en direktion med sex heltidsanställda ledamöter, som ska besluta i alla penningpolitiska frågor. Det övergripande ansvaret för valutapolitiska frågor föreslås överföras från Riksbanken till regeringen såtillvida att regeringen beslutar om vilket växelkurssystem som ska gälla. Detta innebär en anpassning till vad som gäller i flertalet länder inom EU. Riksbanken föreslås dock fortfarande bestämma om centralkurs

och bandbredd i ett system med fast växelkurs och om den praktiska tillämpningen av valutapolitiken i ett system med flytande växelkurs. På så sätt minskas risken för målkonflikter mellan penning- och valutapolitiken.

I november överlämnade regeringen en proposition till riksdagen om Riksbankens ställning med innebörden att prisstabilitetsmålet lagfästs.

Det bör understrykas att det är riksdagen som anger målet för Riksbanken. Förslagen som är tänkta att träda i kraft 1999 syftar således inte till att göra Riksbanken oberoende i den meningen att den ges frihet att föra vilken penningpolitik som helst utan endast att den ges möjlighet att föra den penningpolitik som leder till uppfyllelse av det mål – prisstabilitet – som riksdagen har tilldelat den. Sammantaget innebär förslagen att Riksbankens självständiga ställning ges ett påtagligt legalt stöd väl i nivå med det som kommer att gälla för centralbankssystemet inom EMU.

PENNINGPOLITIKEN UTANFÖR EMU

I december 1997 fattade riksdagen beslutet att Sverige inte ska delta i valutaunionen från starten i januari 1999, men att dörren hålls öppen för ett senare inträde. Beslutet att inte delta motiverades med att folkligt stöd saknas i nuläget. Det preciserades också att ett medlemskap i ERM kan ses som ett förbere-

dande steg före ett inträde i valutaunionen. Därför talar mycket för att en knytning av kronan till ERM aktualiseras först i samband med ett eventuellt beslut om deltagande i valutaunionen. En viktig konsekvens av riksdagens beslut är att växelkursen kommer att fortsätta att vara rörlig och att penningpolitiken kommer att bedrivas med utgångspunkt från ett explicit inflationsmål precis som tidigare. Erfarenheterna från de år som inflationsmålspolitiken hittills har tillämpats måste betraktas som positiva; inflationen har legat nära det fastställda målet och den ekonomiska tillväxten har varit förhållandevis hög

Även om Sverige inte inledningsvis deltar i valutaunionen kommer Riksbanken att hålla en hög beredskap för att Sverige med kort varsel ska kunna inträda.

Förutsättningarna för Riksbanken att framgångsrikt bedriva penningpolitik med utgångspunkt från ett explicit inflationsmål är goda, i väntan på att frågan om svenskt deltagande i valutaunionen avgörs. Även om Sverige inte inledningsvis deltar i valutaunionen kommer Riksbanken att hålla en hög beredskap för att Sverige med kort varsel ska kunna inträda.

INFLATIONSUTSIKTERNA

Penningpolitiken avvägs med utgångspunkt från en bedömning av prisutvecklingen ett till två år framåt i tiden. I varje inflationsrapport flyttas tidsperspektivet ungefär ett kvartal framåt i tiden. Innebörden av detta är att även om Riksbankens syn på konjunktur och inflationsutvecklingen vore oförändrad kan styrräntan behöva ändras som en följd av att fokus för bedömningen har flyttats framåt. Penningpolitiken kommer den närmaste tiden främst att basera

sig på en bedömning av konsumentprisutvecklingen under andra kvartalet 1999 till och med första kvartalet 2000.

Penningpolitiken kommer den närmaste tiden främst att basera sig på en bedömning av konsumentprisutvecklingen under andra kvartalet 1999 till och med första kvartalet 2000.

Penningpolitiken brukar ibland beskrivas med hjälp av en enkel tumregel: Om den samlade inflationsbedömningen – under antagande om oförändrad styrränta – talar för att inflationen kommer att avvika från målet på ett till två års sikt måste styrräntan ändras i motsvarande utsträckning. Det är viktigt att understryka att den samlade inflationsbedömningen normalt inte utgår bara ifrån ett scenario utan att Riksbanken också arbetar med riskbedömningar av den framtida inflationsutvecklingen. Förutom ett huvudscenario, som anses vara det mest sannolika, vägs alltså ett antal riskscenarier in i den slutliga bedömning som ligger till grund för penningpolitikens utformning. I det sammanhanget kan själva osäkerheten i inflationsbedömningen påverka utformningen av penningpolitiken. En hög osäkerhet i inflationsbedömningen kan utgöra ett skäl för en mer försiktig utformning av politiken. På så vis kan allt för stora kast i ränte- och förväntningsbildningen undvikas. Detta bör i sin tur kunna bidra till en stabilare realekonomisk utveckling. I sammanhanget bör det också understrykas att Riksbanken när penningpolitiken utformas förutom målvariabeln KPI också beaktar olika mått på den underliggande inflationen för att ta hänsyn till den information dessa ger om inflationsutvecklingen och om temporära effekter.

INFLATIONEN NÅGOT UNDER MÅLET

Riksbanken har tidigare framhållit att penningpolitiken och inflationsmålets uppfyllelse bör utvärderas ur ett årligt perspektiv och inte utifrån inflationstal för enskilda månader. Bakgrunden är att det tar tid för penningpolitiken att motverka en oväntad inflationsutveckling och att tillfälliga effekter bör ges en mindre vikt i utvärderingen.

Sedan inflationsmålet började gälla har konsumentpriserna ökat med 1,5 procent i genomsnitt per år.

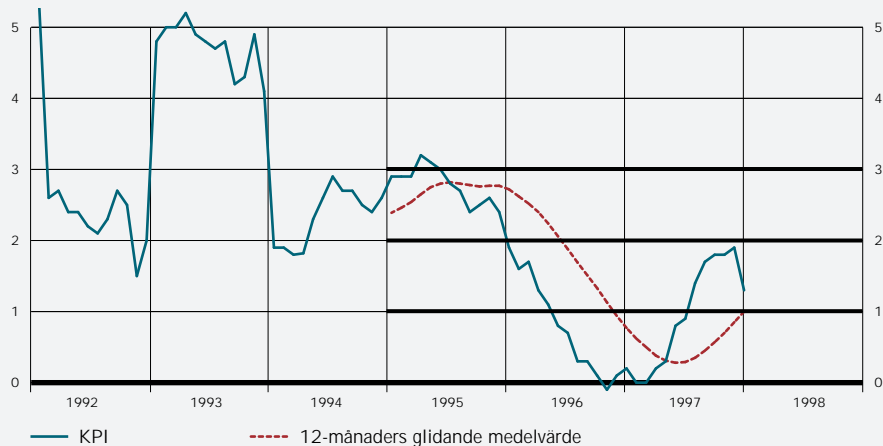
Sedan inflationsmålet började gälla har konsumentpriserna ökat med 1,5 procent i genomsnitt per år. Det innebär att det genomsnittliga utfallet ligger under men relativt nära målet och väl inom toleransintervallet. Den underliggande inflationen har under motsvarande period varit närmare 2 procent. De temporära effekter

som sänker inflationen har således under de dryga tre år som gått varit större i genomsnitt än de som höjer den. Under vissa perioder har de temporära effekterna varit speciellt märkbara. Från juni 1996 till juli 1997 understeg 12-månaderstalet i KPI den nedre toleransgränsen, vilket till stor del berodde på de effekter den allmänna räntenedgången hade på KPI genom lägre räntekostnader för egna hem. Räntenedgången var till stor del en effekt av ett ökat förtroende för den ekonomiska politiken i allmänhet och Riksbankens sänkningar av reporäntan under 1996.

Effekterna på inflationstakten från räntekostnaderna har i viss mån redan klingat av och balanseras för närvarande av effekterna från ändrade skatter och subventioner. I januari var både 12-månaderstalet i KPI, 1,3 procent, och dess genomsnitt under det senaste året, 1,0 procent, inom inflationsmålets toleransintervall.

Diagram F3.

Konsumentprisindex (KPI). Årlig procentuell förändring och 12-månaders glidande medelvärde av årlig procentuell förändring



Anm. De horisontella linjerna för 1995–1998 anger Riksbankens mål och toleransintervall för KPI. Källor: SCB och Riksbanken.

NÅGOT GYNNSAMMARE
INFLATIONSUTSIKTER

De negativa effekterna av krisen i Asien blir antagligen något mer omfattande och långvariga än Riksbanken räknade med i föregående inflationsrapport. Inflationstrycket från utlandet bedöms därför bli måttligt och tillväxten i svensk ekonomi blir förmodligen något lägre än vad som tidigare förutsågs. En del framåtblickande indikatorer pekar också i denna riktning. Riksbankens konjunktursyn har dock inte förändrats på något genomgripande sätt. Fortfarande förutses en konjunkturuppgång med en successivt stigande inhemsk efterfrågan och om den internationella konjunkturen inte mattas kraftigt bör tillväxten bli god även på längre sikt. Finanspolitikens inriktning är också viktig för inflationsutsikterna; utgångspunkten är att konsolideringen av statsfinanserna fortsätter. Finanspolitikens direkt återhållande effekt under de kommande två åren bedöms dock inte bli lika stor som tidigare.

I huvudscenariot för inflationsutvecklingen bedöms de goda tillväxtutsikterna göra att kapacitetsutnyttjandet i ekonomin ökar något under de kommande två åren, även då viss hänsyn tagits till Asienkrisen. Detta bedöms leda till en försiktig uppgång i den underliggande inflationstakten, men risken för en starkare uppgång är inte överhängande och har minskat något sedan föregående inflationsrapport. Ett tecken i den riktningen är att de löneavtal som slutits hittills under 1998 pekar mot en löneökningstakt som är något lägre än i huvudscenariot i föregående rapport. Inflationsförväntningarna har fallit under den senaste tiden och ligger ganska väl i linje med inflationsmålet också på lång sikt. Förtroendet för Riksbankens inflationsmål tycks alltså vara på väg att etableras.

I huvudscenariot görs fortfarande bedömningen att en ökande ekonomisk aktivitet och expansiva monetära förhållanden medför att inflationen stiger något under de kommande två åren.

I huvudscenariot görs fortfarande bedömningen att en ökande ekonomisk aktivitet och expansiva monetära förhållanden medför att inflationen stiger något

under de kommande två åren. Mot bakgrund av den information som inkommit sedan föregående inflationsrapport bedöms dock inflationsökningen bli mer dämpad än vad som tidigare förutsågs. Vid oförändrad reporänta bedöms inflationen, mätt som tolv månaderstal i KPI, uppgå till ca 1,8 procent i december 1998 och 2,1 procent i december 1999. Den underliggande inflationen bedöms dock bli något högre. Detta återspeglar att de komponenter som inte ingår i de underliggande mätten, som t.ex. skatter och räntekostnader, väntas öka långsammare än andra priser.


PENNINGPOLITIKENS UTFORMNING

De penningpolitiska åtgärder Riksbanken vidtar påverkar prisutvecklingen i ekonomin med fördröjning och åtgärderna måste därför vara framåtblickande. I en konjunkturuppgång är det viktigt att penningpolitiken inte är expansiv för länge och att en omläggning sker gradvis innan ekonomin når sitt fulla kapacitetsutnyttjande. En sådan gradvis ändring av penningpolitiken resulterar i bättre förutsättningar för stadigt låg inflation och en mer stabil produktions- och sysselsättningsutveckling. Med dessa utgångspunkter avsåg Riksbanken att ge penningpolitiken en mindre expansiv inriktning när reporäntan höjdes med 0,25 procentenheter i december 1997. Höjningen avsåg att leda till minskat inflationstryck på sikt.

Den information som inkommit sedan dess talar för att inflationsutsikterna nu är något mer dämpade. KPI väntas i huvudscenariot marginellt överskrida målet. Den underliggande inflationen bedöms dock bli något högre.

Den förändrade riskbilden är också viktig för penningpolitikens utformning. Risken för en utveckling med lägre inflation till följd främst av Asienkrisen kvarstår. Krisen kan alltjämt förvärras. Återverkningarna på den internationella konjunkturen och på Sverige kan då bli mer omfattande och utdragna. Samtidigt har risken för en högre inflation driven av höga löneökningar och en svag produktivitetstillväxt minskat.

Sedan föregående inflationsrapport har kronan



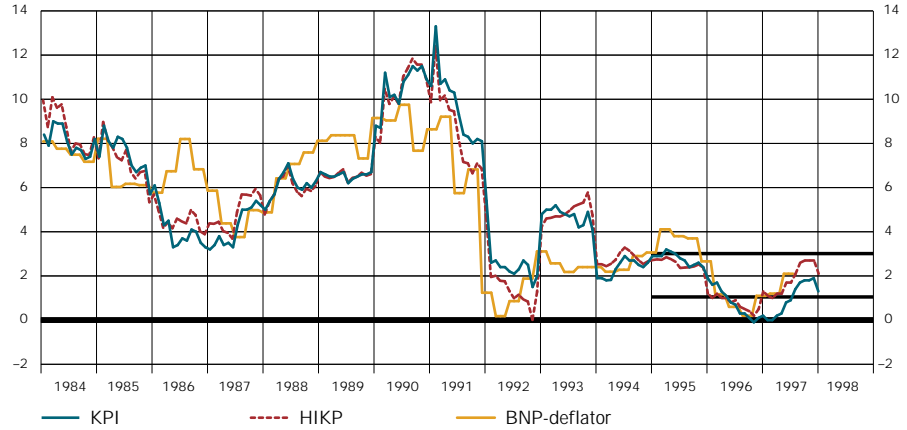
försvagats med knappt 2 procent. De studier som har gjorts inom Riksbanken tyder på att kronan är undervärderad i en långsiktig fundamental mening. Under senare år har ekonomin närmat sig en mer balanserad situation. I takt med att denna utveckling fortsätter bedöms kronkursen kunna förstärkas. Om försvagningen av kronan blir mer långvarig skulle detta kunna påverka inflationsutsikterna och därmed också penningpolitikens uppläggning.

Inflationsutsikterna framstår sammantaget som något mer dämpade än i föregående inflationsrapport. I huvudscenariot förväntas dock en konjunk-

turuppgång med långsamt stigande kapacitetsutnyttjande och därmed något ökande inflationstryck. Detta talar för en viss försiktig skärpning av penningpolitiken under det kommande året. Samtidigt innebär Asienkrisen att inflationen kan komma att bli lägre. Dessutom har kronans utveckling medfört en ökad osäkerhet om den framtida inflationen. Sammantaget talar detta för att reporäntan inte bör ändras för närvarande. Osäkerheten i bedömningen gör dock att den finns starka skäl att löpande pröva penningpolitikens uppläggning i ljuset av ny inkommande information.

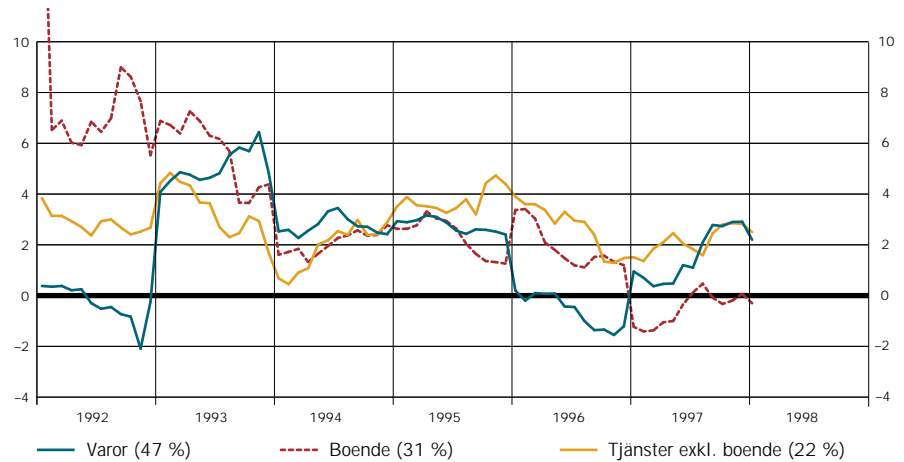
Bilaga

Diagram 1.
Konsumentprisindex (KPI),
HIKP* och BNP-deflator.
Årlig procentuell förändring



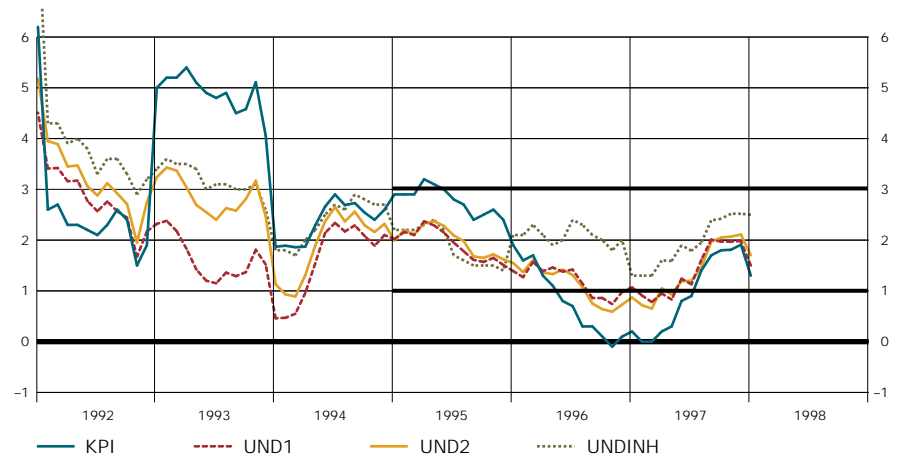
*Harmoniserat index för konsumentpriser. Data före 1996 är en approximativ beräkning.
Anm. De horisontella linjerna för 1995–1998 anger Riksbankens toleransintervall för KPI.
Källa: SCB.

Diagram 2.
Konsumentprisindex för
olika produktområden.
Årlig procentuell förändring



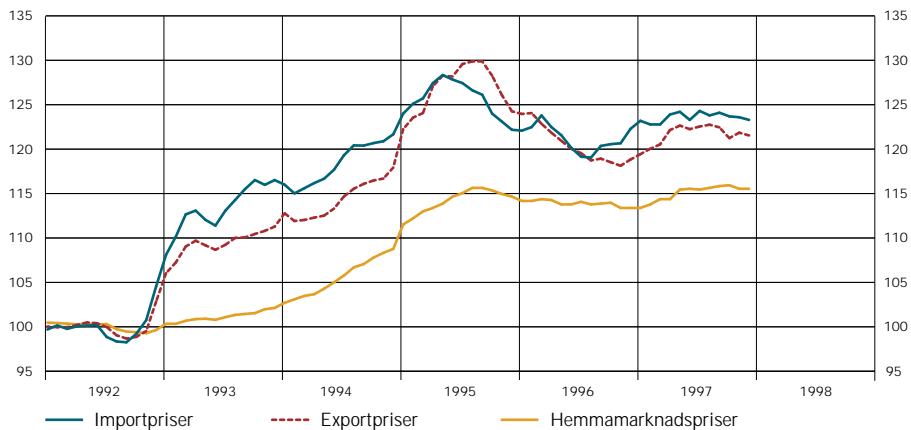
Anm. Vikten i KPI för 1998 anges inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 3.
KPI och underliggande
inflation.
Årlig procentuell förändring



Anm. De horisontella linjerna för 1995–1998 anger Riksbankens toleransintervall för KPI.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 4.
 Import-, export- och
 hemmamarknadspriser.
 Index: 1992=100



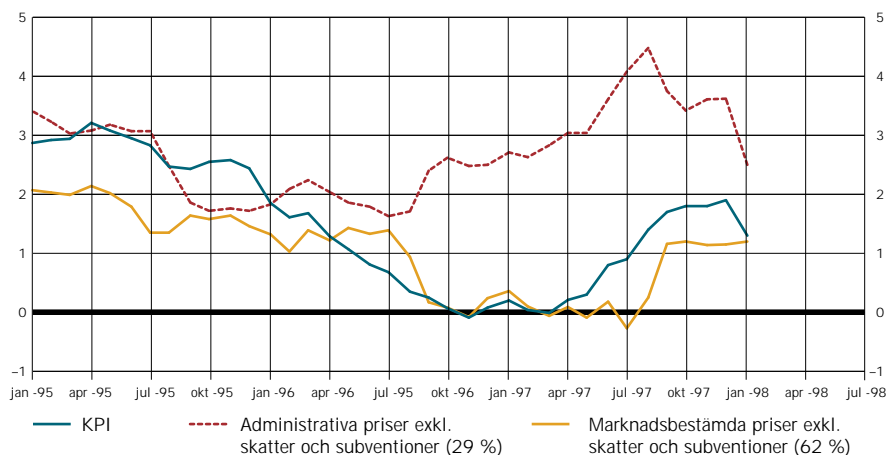
Källa: SCB.

Diagram 5.
 Importvägt råvaruprisindex,
 olja exkluderat. Index:
 december 1995=100.
 Dagsnoteringar



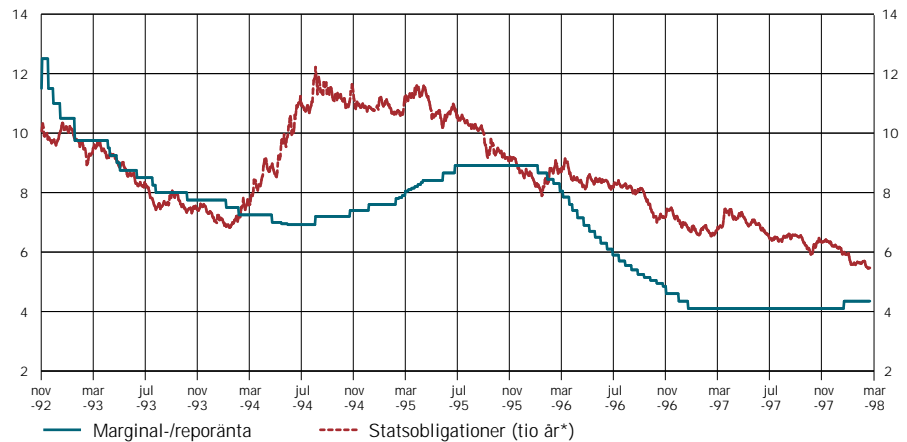
Anm. Följande varor ingår i råvaruprisindexet: aluminium, koppar, nickel, zink, guld, silver, vete och socker. Varje varas vikt i indexet beräknas utifrån hur stor andel av Sveriges import respektive vara utgjorde 1996. Totalt summerar importen av ovanstående varor upp till ca 2 % av Sveriges import.
 Källa: Riksbanken.

Diagram 6.
 Marknadsbestämda priser
 och administrativt
 bestämda priser i KPI.
 Årlig procentuell förändring



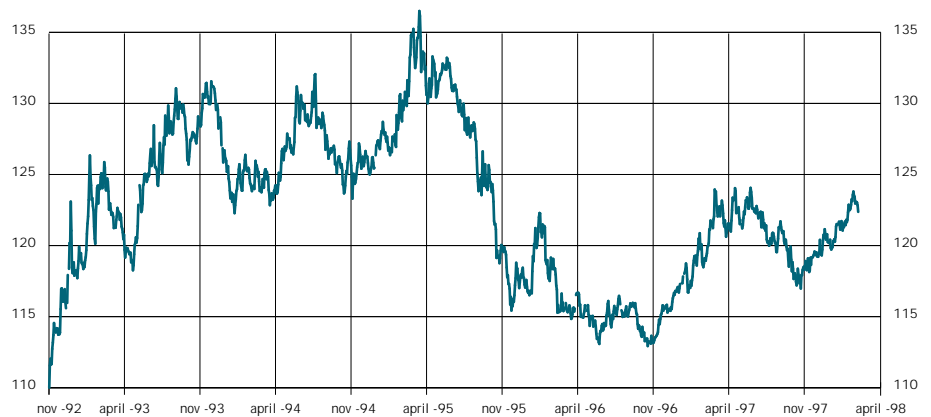
Anm: Inom parentes anges andelar i KPI 1998.
 Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 7.
Räntor.
Dagsnoteringar, procent



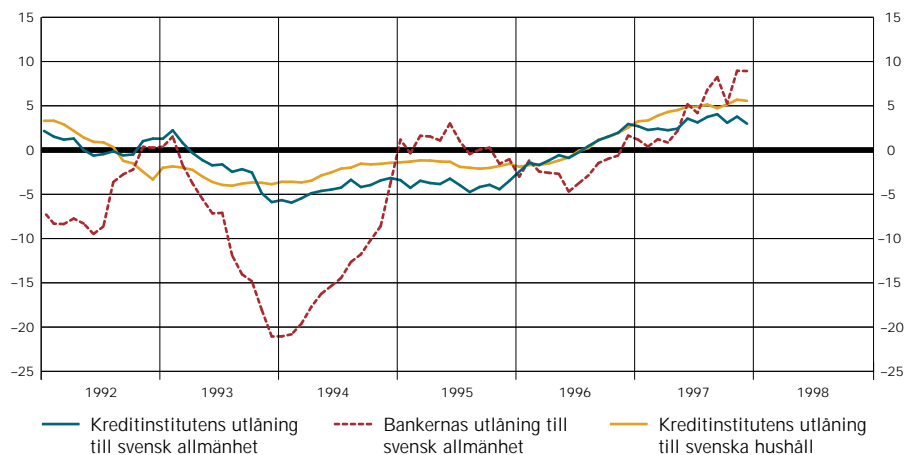
* Svensk tioårig statsobligationsränta avser för 1992 obligationslån 1030 med förfall 2001-06-15, för 1993 obligationslån 1033 med förfall 2003-05-05, för 1994, 1995 och 1996 obligationslån 1035 med förfall 2005-02-09 (mellan 1996-10-31 och 1996-12-31 obligationslån 1038 med förfall 2006-10-25), för 1997 obligationslån 1037 med förfall 2007-08-15 och för 1998 obligationslån 1040 med förfall 2008-05-05.
Källa: Riksbanken.

Diagram 8.
Nominell effektiv växelkurs
(TCW-vägd).
Dagsnoteringar, index:
18 november 1992=100



Källa: Riksbanken.

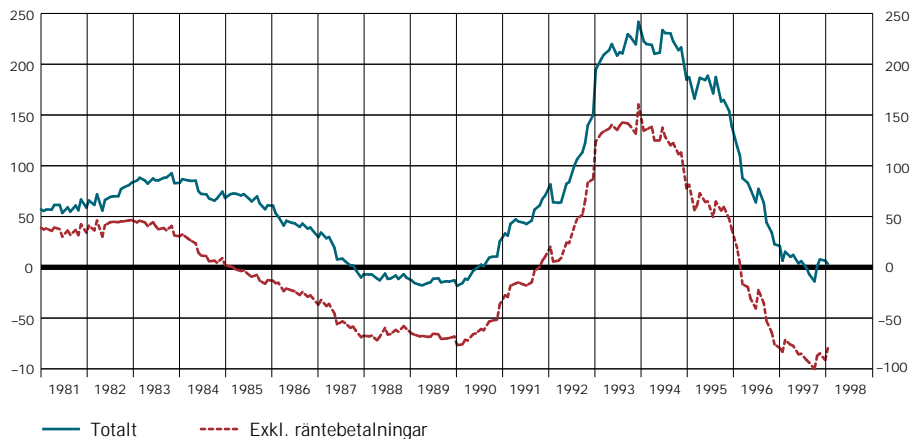
Diagram 9.
Kreditinstitutens utlåning
till svensk allmänhet och
hushållssektorn samt
bankernas utlåning till
svensk allmänhet.
Årlig procentuell förändring



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

Diagram 10.

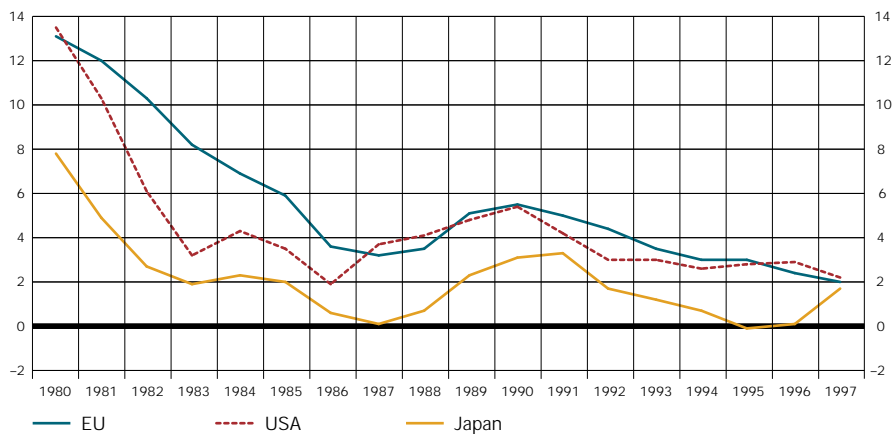
Statens lånebehov, totalt och exklusive räntebetalningar.
Ackumulerade tolv-månaderstal, miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret.

Diagram 11.

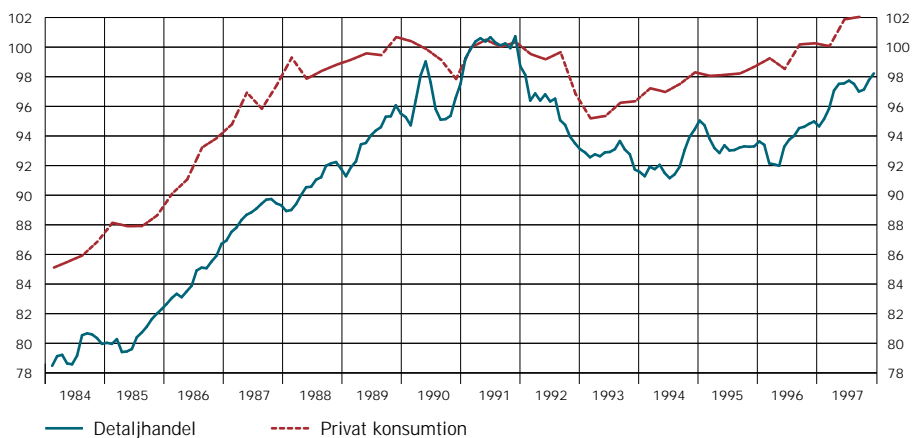
Inflationen i EU, USA och Japan.
Årsgenomsnitt



Anm: 1997 års genomsnitt för EU avser data för perioden januari till november.
Källa: OECD.

Diagram 12.

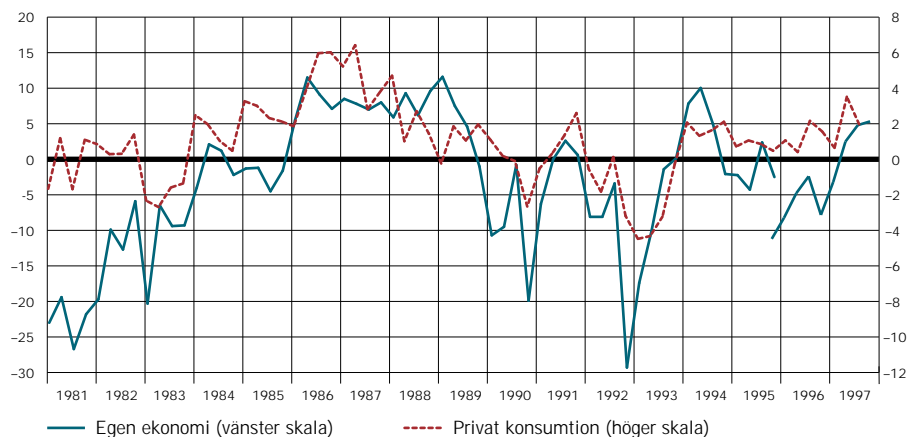
Privat konsumtion och omsättning i detaljhandeln.
Volym, säsongkorrigerade kvartalsdata respektive tremånaders glidande medeltal.
Index: 1991=100



Källa: SCB.

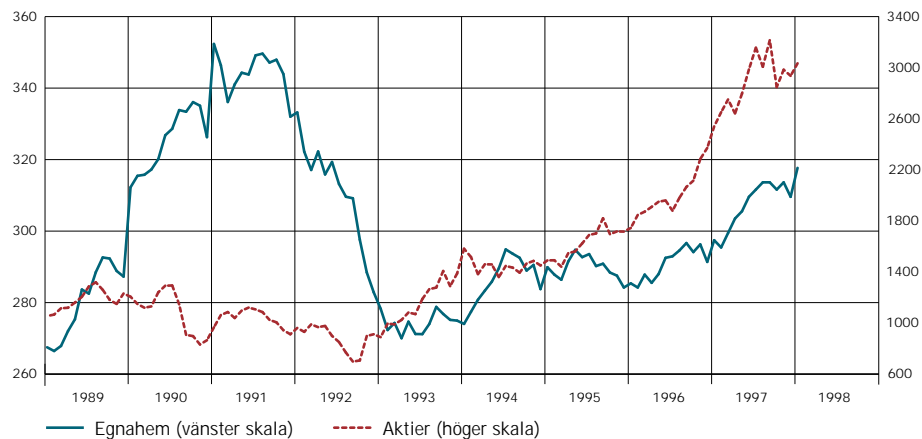


Diagram 13.
Hushållens förväntningar om den egna ekonomin* och faktisk privat konsumtion.
Nettototal och årlig procentuell förändring



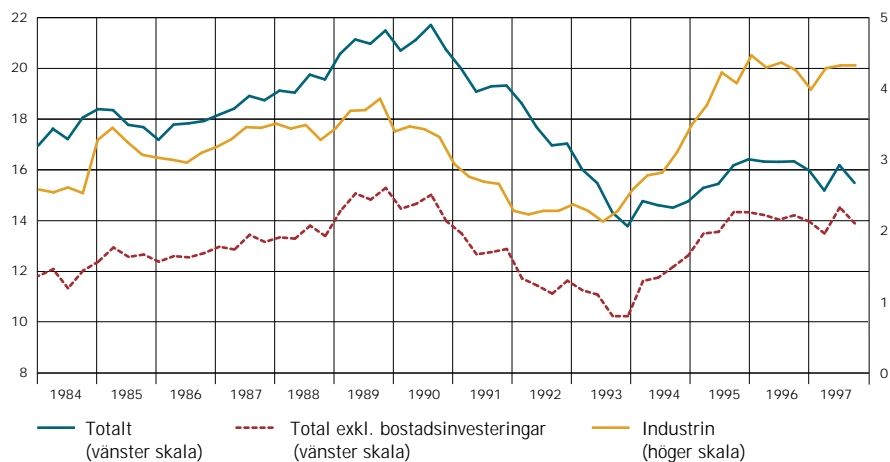
*I oktober 1995 genomfördes en omläggning av HIP-statistiken.
Källa: SCB.

Diagram 14.
Prisindex egnahem, löpande priser, (index: 1981=100; vänster skala) och Stockholms Fondbörs generalindex (index: 1979-12-30=100; höger skala)



Källor: SCB och Stockholms fondbörs.

Diagram 15.
Bruttoinvesteringar som andel av BNP; totalt, exklusive bostadsinvesteringar och i industrin.
Säsongrensade volymer, procent

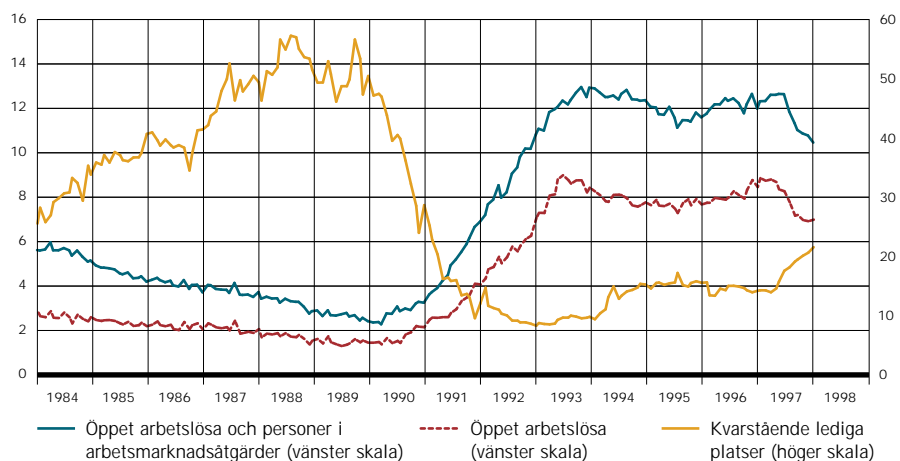


Källa: SCB.



Diagram 16.

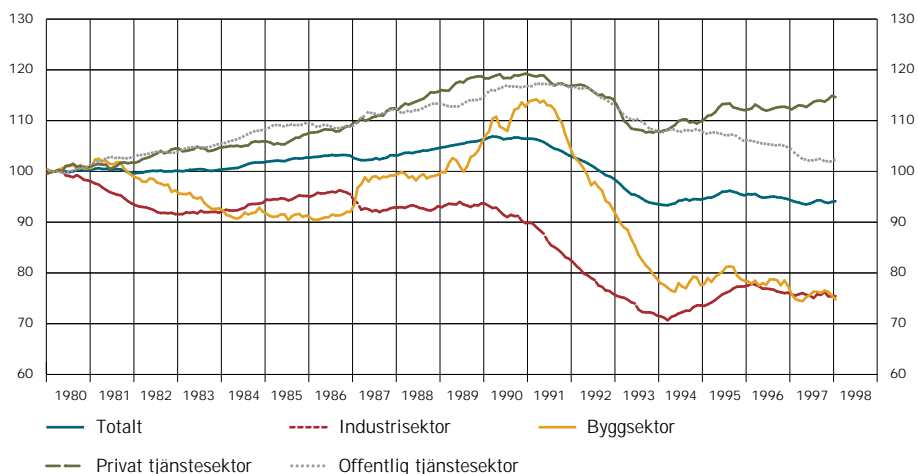
Arbetslöshet och vakanser.
Säsongrensade data,
procent respektive 1000-
tal platser



Källor: SCB och AMS.

Diagram 17.

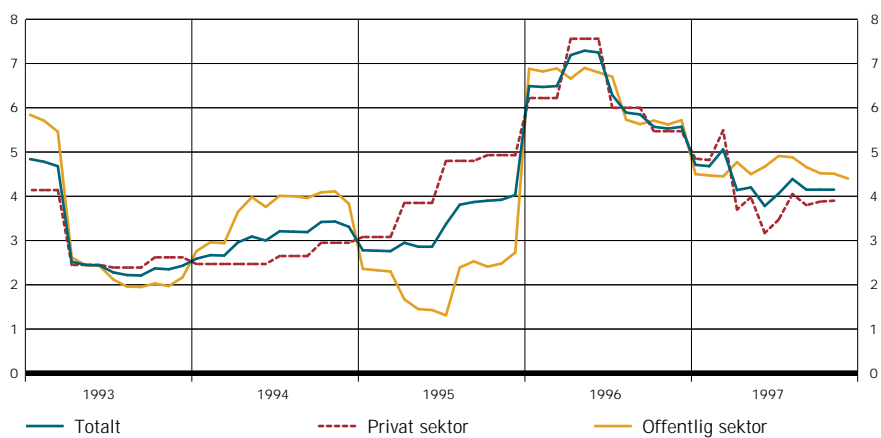
Sysselsatta personer.
Säsongrensade tre månaders
glidande medeltal.
Index: tredje kvartalet
1980=100



Källa: SCB.

Diagram 18.

Löneutveckling totalt och i
olika sektorer.
Årlig procentuell förändring



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

Tabell 1.

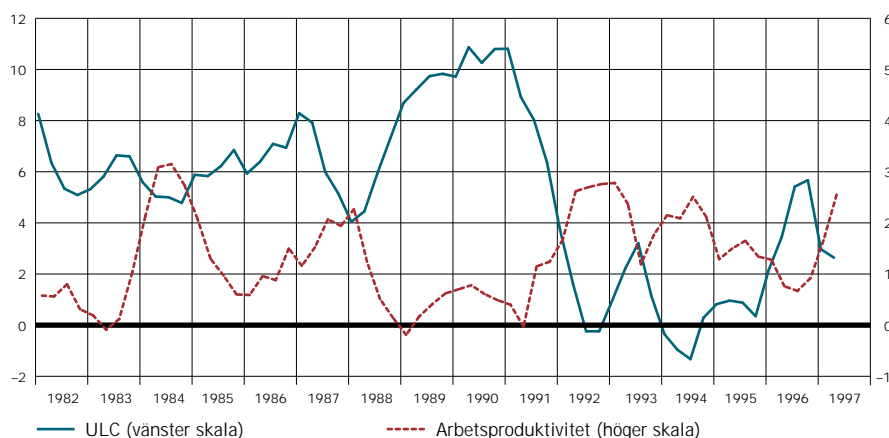
Löneutveckling i olika sektorer.
Årlig procentuell förändring

	1993	1994	1995	1996	Jan-nov 97/ jan-nov 96
Privat sektor	3,0	2,6	4,2	6,3	4,4
varav industri	3,4	3,7	4,8	7,5	4,3
varav handel	2,8	1,5	3,9	5,2	4,1
varav byggnadsindustri	3,8	2,8	4,1	4,0	2,9
Stat	2,9	4,2	3,9	7,0	4,0
Kommun	3,2	3,2	1,0	5,3	4,3
Landsting	2,9	4,1	2,7	7,8	5,9
Totalt	3,0	3,1	3,3	6,3	4,3

Källor: SCB, Kommunförbundet och Landstingsförbundet samt beräkningar inom Riksbanken. Justeringar har gjorts för retroaktiva utbetalningar, men ej för överföringar av verksamhet mellan olika sektorer.

Diagram 19.

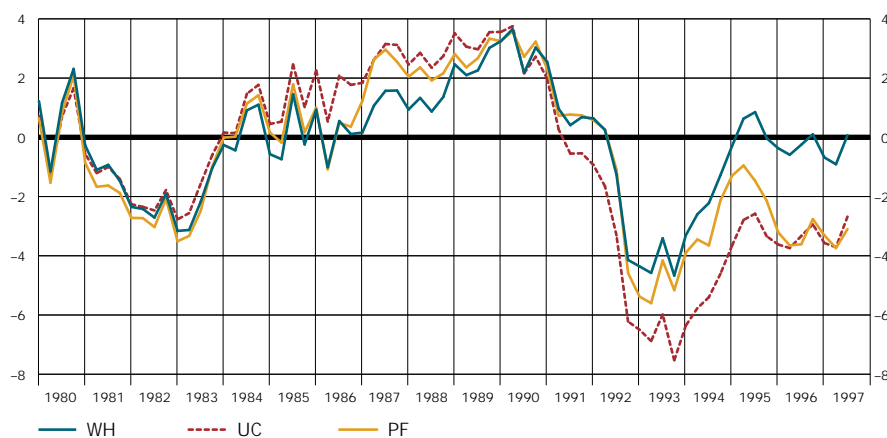
Arbetskraftskostnader per producerad enhet (ULC) och arbetsproduktivitet. Fyra kvartals glidande medeltal, årlig procentuell förändring



Källa: SCB:s nationalräkenskaper.

Diagram 20.

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

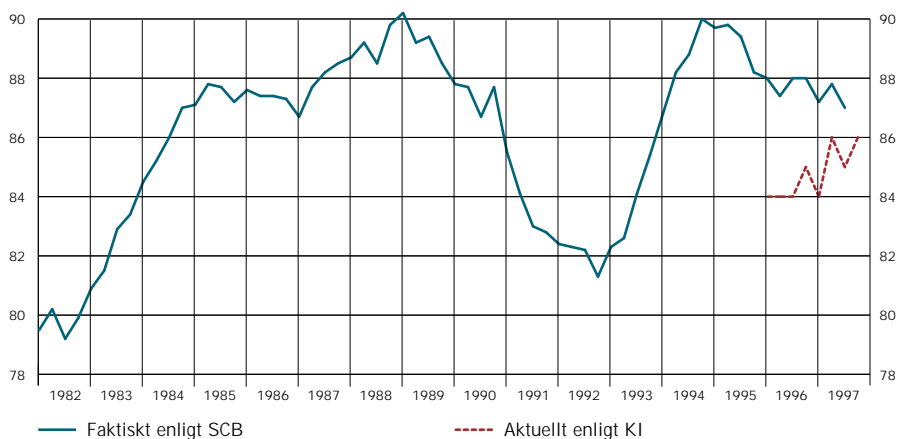


Anm. WH-filtret baseras på KI:s prognos för 1997, 1998, 1999 och 2000 på 1,9, 3,0, 2,8 och 2,2 procent.

Källa: Riksbanken.

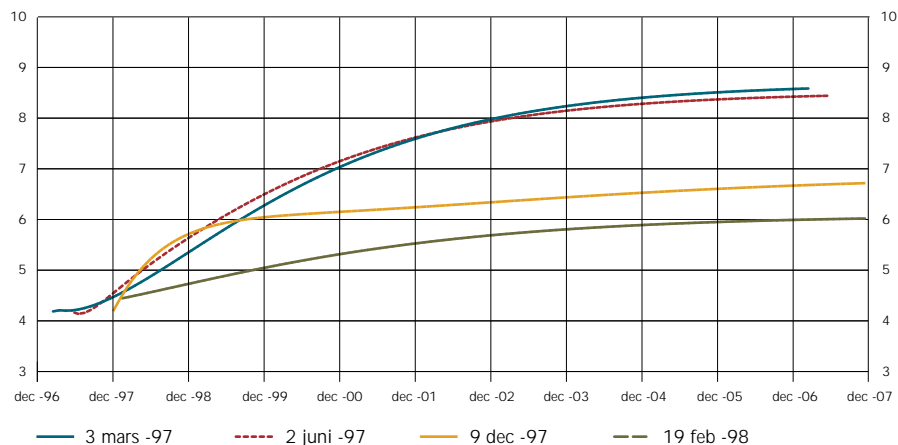


Diagram 21.
Kapacitetsutnyttjande
inom industrin.
Procent



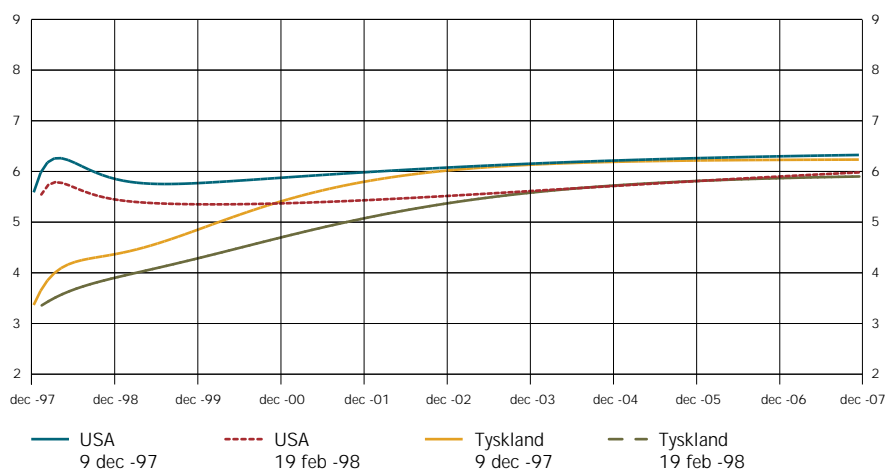
Källor: SCB och Konjunkturinstitutet (KI).

Diagram 22.
Implicita terminsräntor.
Effektiv årsränta, procent



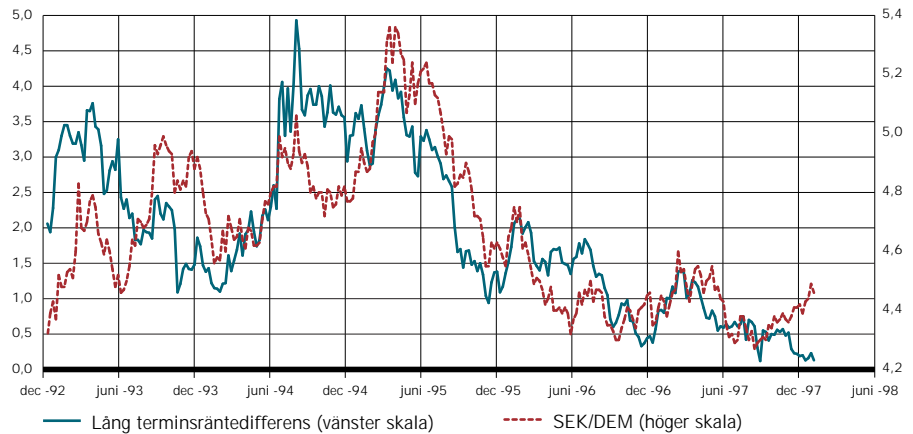
Källa: Riksbanken.

Diagram 23.
Implicita terminsräntor för
USA och Tyskland.
Effektiv årsränta, procent



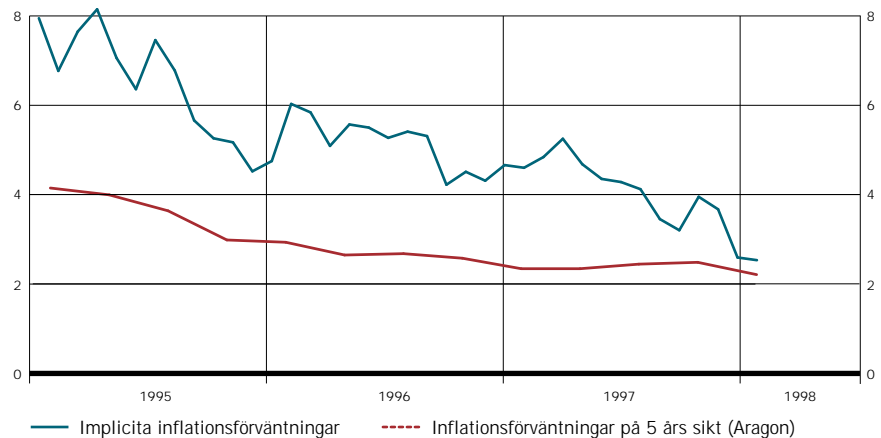
Källa: Riksbanken.

Diagram 24.
Lång terminsräntedifferens
(tio år) gentemot Tyskland och
kronans kurs mot den tyska
marken.
Procentenheter respektive
SEK/DEM



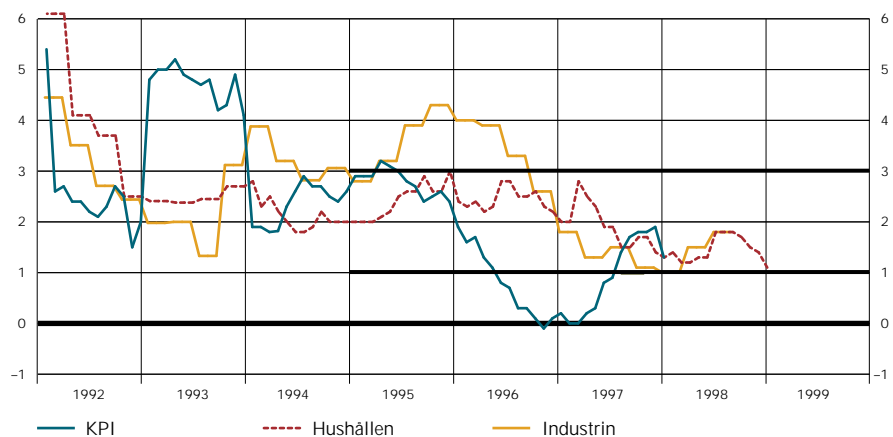
Källa: Riksbanken.

Diagram 25.
Inflationsförväntningar.
Procent



Anm. Inflationsförväntningarna är definierade som skillnaden mellan implicita långa (tio år) reala och nominella terminsräntor och inflationsförväntningar på fem års sikt enligt enkät.
Källor: Aragon Fondkommission och Riksbanken.

Diagram 26.
Faktisk inflation (KPI) samt
hushållens* och industrins
inflationsförväntningar**.
Årlig procentuell förändring



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

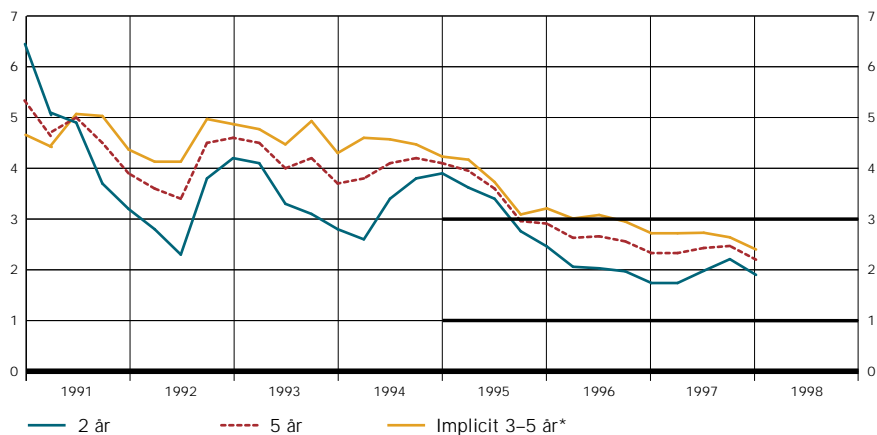
**Kurvorna har förskjutits framåt tolv månader för att motsvara den tidpunkt som inflationsförväntningarna avser.

Anm. De horisontella linjerna för 1995–1999 anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.

Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Diagram 27.

Årliga inflationsförväntningar hos placerare på obligationsmarknaden, de närmaste två respektive fem åren.
Procent



*Genomsnittlig förväntad inflation för perioden tre till fem år framåt i tiden, beräknat av Riksbanken.
Anm. De horisontella linjerna för 1995-1998 anger Riksbankens toleransintervall för KPI.
Källa: Aragon Fondkommission.

Tabell 2.

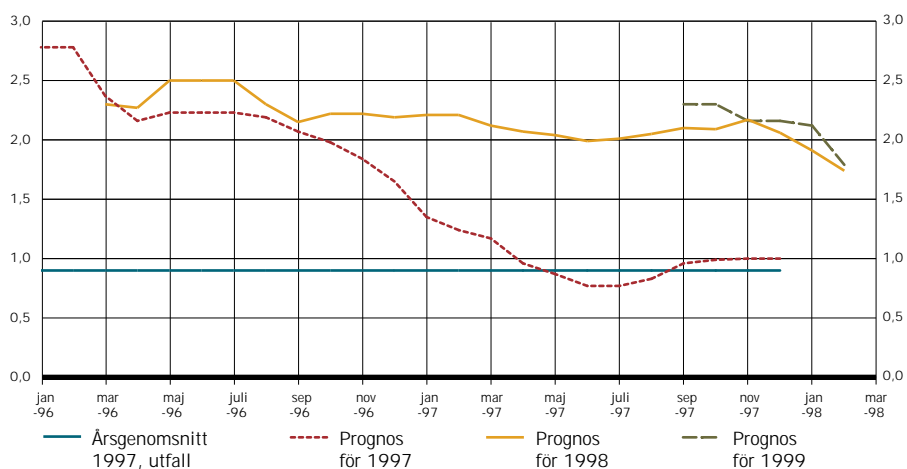
Inflationsförväntningar februari 1998 samt förändringar jämfört med november 1997 inom parentes.
Medelvärden, procent respektive procentenheter

Kategori	Ändring av KPI (per år)		
	-1 år	-2 år	-5 år
Arbetsgivarorganisationer	1,8 (-0,2)	1,8 (-0,4)	2,0 (-0,3)
Arbetstagarorganisationer	2,0 (0,0)	2,0 (-0,1)	2,3 (0,0)
Inköpschefer, industrin	2,0 (-0,3)	2,1 (-0,3)	2,3 (-0,2)
Inköpschefer, handeln	2,0 (-0,1)	2,0 (-0,2)	2,2 (-0,2)
Penningmarknadsaktörer	1,8 (-0,2)	1,9 (-0,3)	2,0 (-0,2)

Källa: Prospera Research AB.

Diagram 28.

Sammanvägning av olika prognosmakares KPI-prognoser, årsgenomsnitt.
Procentuell förändring



Anm: Tidsaxeln anger när prognoserna för respektive år görs.
Källor: Riksbanken, Nordbanken, Handelsbanken, S-E-Banken, Swedbank, Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, LO, TCO, Handelns utredningsinstitut, Hagströms och Qvibergs, Aragon, Posten, Unibank och Matteus Fondkommission.