



# Innehåll

|  |    |
|--|----|
| ■ <b>Förord</b>                                    | 3  |
| ■ <b>Sammanfattning</b>                            | 4  |
| ■ <b>1 Utvecklingen sedan föregående rapport</b>   | 5  |
| Inflationen  | 5  |
| Faktorer av betydelse för den framtida inflationen | 9  |
| Räntor och växelkurs                               | 17 |
| ■ <b>2 Inflationsbedömning mars 1997</b>           | 21 |
| ■ <b>3 Slutsatser för penningpolitiken</b>         | 24 |
| ■ <b>Bilaga</b>                                    | 27 |





# Förord

Detta är den tolfte inflationsrapporten sedan oktober 1993, då den första publicerades. Syftet med rapporterna är att ta fram underlag för penningpolitiska beslut, men också att sprida kännedom utanför Riksbanken om de bedömningar vi gör och därmed göra det lättare för utomstående att följa penningpolitiken. Avsikten är också att uppmuntra till diskussion om penningpolitiska frågor.

Denna rapport följer samma uppläggning som de tidigare. Fokus är inställt på utvecklingen sedan föregående rapport och slutsatserna av denna utveckling för inflationsbedömningen och penningpolitiken. Avsikten är att redovisa en sammanhållen bild av de faktorer och överväganden som är av betydelse. I en diagrambilaga redovisas det statistiska underlagsmaterialet.

Arbetet med rapporten har i huvudsak utförts inom Riksbankens ekonomiska avdelning. Ansvariga har varit avdelningens chef Claes Berg och chefen för enheten för prisanalys Jonas Ahlander.

Inflationsrapporten har utgjort underlag för fullmäktiges penningpolitiska diskussion den 6 mars 1997. Slutsatserna från denna diskussion redovisas i kapitel 3.

*Stockholm i mars 1997*

Urban Bäckström  
Riksbankschef

# Sammanfattning

■ Den registrerade inflationen mätt med KPI har följt en lägre bana än vad som förväntades i den förra inflationsrapporten. Det förefaller som om ökad konkurrens och minskad inflationsbenägenhet har fortsatt att påverka prisbildningen gynnsamt. Fallande räntekostnader för egnahemsboende har också påverkat KPI i större omfattning än väntat.

■ Sedan början av 1996 har den svenska ekonomin successivt återhämtat sig. Under andra halvåret 1996 var det framför allt en stigande privat konsumtion som bidrog till BNP-tillväxten, samtidigt som exporten fortsatte att öka. Produktionsuppgången motverkades av lageravvecklingen, särskilt under andra halvåret 1996, men också av en svag ofentlig konsumtions- och investeringsefterfrågan.

■ Riksbankens bedömning är att tillväxten i ekonomin tilltar under de kommande åren. I huvudskenariot bedöms tillväxtutsikterna totalt sett för 1997 och 1998 vara ungefär desamma som i föregående rapport, vilket innebär en BNP-tillväxt på i runda tal 2 respektive 3 procent. Denna utveckling bedöms inte medföra kapacitetsrestriktioner som riskerar att leda till en stigande inflation.

■ Riksbanken bedömer det som sannolikt att inflationen, mätt med KPI, kommer att stiga successivt under de närmaste åren. Detta kommer i huvudsak att vara en följd av att temporära faktorer, som ränte- och växelkurseffekter, gradvis faller ur den registre-

rade inflationen, och av ändrade indirekta skatter och subventioner. KPI:s ökningstakt väntas i genomsnitt bli omkring 0,5 procent 1997 och något lägre än 2 procent 1998. Den inhemska underliggande inflationen väntas ligga mellan 1,5 och 2 procent de närmaste åren. Denna bedömning baseras på oförändrade styrräntor och en viss förstärkning av växelkursen (TCW) från nivån 119.

■ Vid sidan om huvudskenariot framstår två utvecklingsvägar för inflationen som mest troliga. Å ena sidan skulle en svag utveckling av hushållens inkomster under det närmaste året, fortsatt höga arbetslöshetsnivåer och osäkerhet om den framtida inkomstutvecklingen kunna bidra till en svagare tillväxt och lägre inflation. Å andra sidan kan en svagare växelkursutveckling och en högre privat konsumtion än i huvudskenariot medföra en snabbare tillväxt och ett högre inflationstryck.

■ Huvudskenariot och de antaganden detta baseras på utesluter inte något mer stimulerande monetära förhållanden. Detta beror på att inflationen förväntas underskrida inflationsmålet på 2 procent något under 1998. Sammansättningen av de monetära förhållandena i termer av räntor och växelkurs kontrolleras dock inte av Riksbanken. Det är därför inte givet att styrräntan kan sänkas. Växelkursens utveckling måste också beaktas. En samlad bedömning leder till slutsatsen att penningpolitiken är väl avvägd.

# Utvecklingen sedan föregående rapport

*I detta kapitel diskuteras den ekonomiska utvecklingen sedan föregående inflationsrapport med betoning på förhållanden som påverkar den framtida inflationen. Först redovisas inflationsutvecklingen under de senaste månaderna. Därefter analyseras faktorer av betydelse för inflationen framöver, som efterfråge- och utbudsförhållandena i ekonomin samt inflationsförväntningarna. Slutligen diskuteras den förda penningpolitiken och den senaste ränte- och växelkursutvecklingen.*

## Inflationen

Konsumentpriserna var i februari 1997 0,4 procent lägre än ett år tidigare (se figur 1). Den senaste statistik som var tillgänglig när den förra inflationsrapporten publicerades visade att konsumentpriserna i genomsnitt var 0,3 procent lägre i november 1996 än ett år tidigare. Det nya EU-harmoniserade konsumentprisindexet (HIKP) visade i februari en årlig

ökningstakt på 1,1 procent. Skillnaden mellan de två måtten beror främst på att kapitalkostnader för egnahemsboende tills vidare inte ingår i det EU-harmoniserade måttet. (I fördjupningsrutan på sidan 8 beskrivs detta inflationsmått.)

Sedan november 1996 har den årliga tillväxttakten av både de inhemskt genererade priserna och priserna på varor som i huvudsak importeras genomsnittligt sett stigit (se figur 2). Detta var framför

**Figur 1.**  
Konsumentprisindex och HIKP\*.  
Årlig procentuell förändring



\*Harmoniserat index för konsumentpriser.

Anm. De horisontella linjerna för 1995–1997 anger Riksbankens toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.

Källa: SCB.

allt en följd av höjda tobaksskatter och minskade subventioner på läkemedel, men också av den svagare kronkursen. Denna utveckling motverkades till stor del av att räntekostnaderna för egnahemsboende fortsatte att minska i en allt snabbare takt.

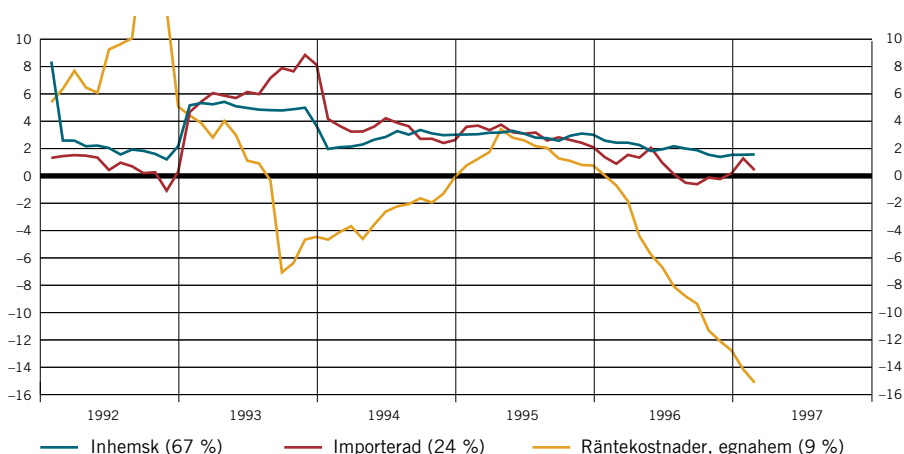
Den underliggande inflationen var, enligt måtten UND1 och UND2, i stort sett oförändrad under slutet av 1996 och början av 1997, kring 1 procent. I båda dessa mått har effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner samt räntekostnader för egnahem exkluderats från KPI. I UND2 har dessutom olje- och bensinpriser räknats bort. UND1 och UND2 påverkas i hög grad av internationella prisrörelser och växelkursfluktuationer. Ett sätt att i större utsträckning ta hänsyn till internationella pris-effekter är att dela upp UND1 i en inhemsk och en importerad komponent.

En sådan uppdelning visar att den inhemska komponenten, den s.k. inhemska underliggande inflationen, fallit trendmässigt sedan början av 1990-talet. Detta har skett som en följd av ett lågt resursutnyttjande parallellt med ett successivt ökat förtroende för prisstabilitetspolitiken och därmed minskad inflationsbenägenhet. I början av 1997 var den inhemska underliggande inflationen drygt 1 procent (se figur 3).

Den importerade inflationen (konsumentpriser på varor som huvudsakligen importeras exklusive effekter av ändrade skatter och subventioner) har som en följd av kronförstärkningen, varit lägre än den inhemska underliggande inflationen sedan början av 1996. Detta förklarar att UND1 och UND2 visat en lägre ökningstakt än denna. Den svagare kronkursen sedan slutet av 1996 har dock medfört en stigande importerad inflation.

En väsentlig del av inflationsbedömningen är att analysera i vilken grad den registrerade inflationen påverkats av faktorer som ger effekter av engångskaraktär respektive av mer varaktiga inflationsimpulser. Ett sätt att göra detta är att rensa bort effekter av ändrade skatter och subventioner, räntor och växelkurs. Det är dock viktigt att inte förbise väsentlig information om inflationsprocessen. Även konsumentprisutvecklingen på importerade varor är en del av den inhemska inflationsprocessen, eftersom den avspeglar växelkurs- och kostnadsgenomslaget i olika led och därmed vinstmarginalutvecklingen och prisbildningen i handeln. Detta är av betydelse ur inflationssynpunkt eftersom internationella prisimpulser kan påverka de inhemska inflationsförväntningarna och därmed den framtida pris- och lönebildningen.

**Figur 2.**  
Konsumentprisutvecklingen  
uppdelad på olika områden.  
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1997.  
Källor: SCB och Riksbanken.

Inflationen mätt med KPI var i genomsnitt 0,7 procent under 1996, dvs. lägre än inflationsmålets nedre toleransgräns. Som konstaterats i tidigare rapporter berodde detta i huvudsak på att fallande räntor bidrog till minskade räntekostnader för egnahem. Dessutom bidrog en starkare växelkurs till den svaga konsumentprisutvecklingen. Samtidigt finns det indikationer på att prisbildningen i svensk ekonomi genomgått förändringar som inte fullt ut kunnat förutses, bl.a. till följd av ökat förtroende för prisstabilitetspolitiken och förbättrade konkurrensförhållanden.

Den registrerade inflationen har följt en lägre bana under slutet av 1996 och inledningen av 1997 än vad som förväntades i den förra inflationsrapporten. Det finns flera skäl till detta.

**Den registrerade inflationen har följt en lägre bana än vad som förväntades i den förra inflationsrapporten.**

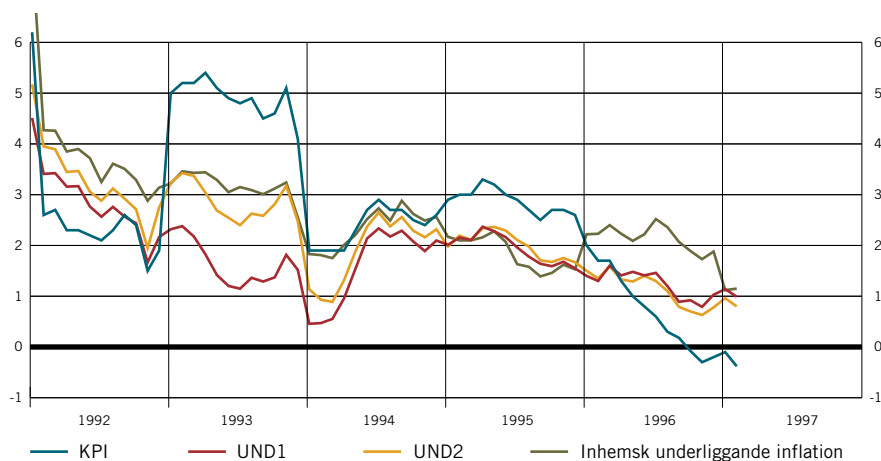
Prisutvecklingen inom flera tjänstebranscher har varit mer dämpad än väntat. Det gäller t.ex. prisutvecklingen på resor och transporter. Flera transportmarknader har av- eller omreglerats de senaste åren samtidigt som kommuner och landsting i allt större utsträckning upphandlar transporttjänster i

konkurrens, t.ex. lokaltrafiken. Ett annat område är bilreparationer, där material- och arbetskostnaderna fallit bl.a. som en följd av en prisanpassning på konkurrensutsatta arbeten som byten av avgasystem och bromsbackar. Vidare har priserna på teletjänster sänkts på flera marknader i slutet av 1996 och början av 1997, bl.a. för utlandssamtal, som en följd av ökad priskonkurrens mellan de största leverantörerna.

Det fanns också andra faktorer som bidrog till att KPI blev lägre än väntat. Omläggningen av fastighetsskatten från 1996 ledde till ett genomsnittligt sett minskat skatteuttag för egnahem i januari 1997, enligt den beräkningsmetod som SCB använder för KPI. Det förefaller således som om taxeringsvärdena inte höjdes genomsnittligt sett, trots en viss uppgång av försäljningspriserna på småhus.

Dessutom fortsatte räntekostnaderna för egnahemsboende att minska snabbare än väntat. Det är en effekt av de fallande räntorna, men också av att hushållen valt att i stor omfattning lösa in bundna lån i förtid för att ta nya lån med lägre ränta. Det kan förklara att räntekostnaderna minskat snabbare än vad som motiveras av löptidsstrukturen på bostads-lånestocken.

**Figur 3.**  
KPI och underliggande inflation.  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

## Ökad konkurrens och minskad inflationsbenägenhet har fortsatt att påverka prisbildningen gynnsamt.

Sammantaget förefaller det således som om ökad konkurrens och minskad inflationsbenägenhet har fortsatt att påverka prisbildningen gynnsamt och att

den underliggande inflationen följer en något lägre bana än vi räknade med i decemberrapporten. Den registrerade inflationen mätt med KPI har dessutom påverkats av faktorer av engångskaraktär i en större omfattning än väntat.

### NYTT HARMONISERAT INFLATIONSMÅTT

Den 7 mars 1997 publicerade EU:s statistikmyndighet Eurostat för första gången det Harmoniserade Indexet för KonsumentPriser (HIKP).<sup>1</sup> Detta är en efterföljare till det interimistiska index (IIKP) som publicerats under 1996 och har beräknats från januari 1995 till januari 1997. I fortsättningen kommer HIKP att publiceras månadsvis av de nationella statistikmyndigheterna.

I januari 1997 var inflationen i Sverige, mätt med HIKP, 1,3 procent. Det var, tillsammans med Luxemburg, den näst lägsta inflationen inom EU. Den lägsta inflationen i januari 1997 registrerades i Finland (se tabell 1). Sett över de senaste 12 månaderna hade dock Sverige den lägsta genomsnittliga inflationen inom EU. En starkt bidragande orsak till detta var sänkningen av livsmedelsmomsen från årsskiftet 1995/96.

Maastrichtfördraget utgör bakgrunden till den EU-harmonisering av konsumentprisindex som pågått sedan mitten av 1993, även om sådana ambitioner funnits under flera decennier. Fördraget anger att granskningen av vilka länder som uppfyller konvergenskriteriet om prisstabilitet för EMU:s tredje fas ska göras med ett internationellt jämförbart inflationsmått.

Till skillnad från det tidigare IIKP baseras HIKP på harmoniserade insamlings- och beräkningsmetoder. IIKP innebar endast att produkt-

<sup>1</sup> De länder som deltagit i harmoniseringsarbetet är de 15 EU-länderna, samt Norge och Island.

Tabell 1.

Inflationen i EU-länderna mätt med HIKP.  
Procent

|                | Januari 1997 | Genomsnitt<br>januari 1996<br>-januari 1997 |
|----------------|--------------|---|
| Sverige        | 1,3          | 0,8   |
| Luxemburg      | 1,3          | 1,2   |
| Tyskland       | 1,7          | 1,2   |
| Finland        | 0,9          | 1,5   |
| Nederländerna  | 1,8          | 1,5   |
| Belgien        | 2,2          | 1,8   |
| Österrike      | 1,6          | 1,8   |
| Danmark        | 2,6          | 1,9   |
| Frankrike      | 1,8          | 2,1   |
| Irland         | 1,9          | ..  |
| <b>EU</b>      | <b>2,2</b>   | <b>2,4</b>                                  |
| Storbritannien | 2,1          | ..  |
| Portugal       | 2,8          | 2,9   |
| Spanien        | 2,8          | 3,6   |
| Italien        | 2,6          | 4,0   |
| Grekland       | 6,6          | 7,9   |

Källa: Eurostat

områden där skillnaderna mellan länderna var som störst, kapitalkostnader för egnahem, försäkringstjänster, samt hälso- och sjukvårdsavgifter, exkluderades. Dessa områden utgjorde ca 17 procent av det svenska KPI.

HIKP är dock inte fullt harmoniserat. Det återstår ännu några år innan detta arbete är slutfört. De nationella statistikmyndigheterna har, till-



sammans med EU:s statistikorgan Eurostat, hittills enats om regler för klassificeringen av underindex, hur nya produkter ska behandlas, minimikrav för kvalitetsjustering och urvalsförfarande. De viktigaste områdena som återstår att komma överens om är framför allt vilka produktområden som ska täckas av indexet och hur vikterna ska revideras. Den svenska konstruktionen med ett långtidsindex kommer inte att finnas i HIKP.

För svensk del innebär KPI-harmoniseringen än så länge att månatliga prismätningar på böcker, begravnings tjänster och elektricitet blir nödvändiga, samt att prismätningar på begagnade bilar, vissa privata utbildningstjänster och banktjänster utvecklas. Dessa förändringar har redan i vissa fall införts eller kommer att införas även i det nationella KPI i den utsträckning som de är förenliga med dess beräkningsprinciper.

Områden som exkluderades i IIKP kommer i princip att ingå i HIKP när man kommit överens om hur dessa ska beräknas för att uppfylla kravet

att ingå i ett internationellt jämförbart inflationsmått. Försäkringstjänster – som tidigare exkluderades – ingår i HIKP från 1997. Det gör dock ännu så länge varken kapitalkostnader för egna hem eller hälso- och sjukvårdsavgifter. Fastighets skatten för egna hem som ingår i det svenska KPI kommer inte att finnas med i HIKP, men däremot andra kostnader för egna bostäder som t.ex. el, värme och sophämtning.

Det är för närvarande inte aktuellt att använda HIKP som målvariabel för penningpolitiken. Det är i flera avseenden osäkert hur indexet kommer att beräknas de närmaste åren, eftersom harmoniseringsarbetet fortfarande pågår. Ett annat skäl är att det kommer att dröja innan det finns en tidsserie av det nya indexet som är tillräckligt lång för att kunna användas för penningpolitiska analyser. I inflationsrapporterna framöver kommer dock utvecklingen av HIKP att redovisas som en viktig inflationsindikator och användas för internationella jämförelser.

## Faktorer av betydelse för den framtida inflationen

Efter att ha nått botten under första kvartalet 1996, i en relativt mild konjunkturavmattning, har den svenska ekonomin successivt återhämtat sig. BNP ökade med 1,1 procent 1996. Under andra halvåret 1996 var det framför allt stigande privat konsumtion som bidrog till BNP-tillväxten, samtidigt som exporten fortsatte att öka. Produktionsuppgången motverkades av lageravvecklingen, särskilt under andra halvåret 1996, men också av en svag offentlig konsumtions- och investeringsefterfrågan.

### INVESTERINGSBOOMEN INOM INDUSTRIEN DÄMPADES MOT SLUTET AV 1996

Trots att industriproduktionen stagnerade under hösten 1996 var den närmare 6 procent högre under

fjärde kvartalet än ett år tidigare. För 1996 som helhet ökade industriproduktionen med drygt 2 procent. Skillnaderna var dock stora mellan branscherna. Inom exempelvis teleproduktindustrin ökade produktionen med närmare 35 procent, medan produktionen inom massaindustrin minskade med 6 procent. Sedan hösten 1996 har orderingången stagnerat, vilket också avspeglades i industriföretagens förväntningar i KI:s industribarometer. Tillväxten i orderingången, enligt SCB, var ändå fortsatt hög under fjärde kvartalet 1996, kring 9 procent på årsbasis.

Investeringsaktiviteten inom industrin mattades mot slutet av året. Detta understryks av att tillverkningsföretagen i KI:s barometer uppgav att produktionskapaciteten endast ökade obetydligt fjärde kvartalet 1996. Under 1996 som helhet var dock investeringarna en starkt bidragande orsak till återhämt-

ningen av ekonomin. Uppgången blev närmare 15 procent.

Som andel av BNP var investeringarna i ekonomin som helhet fortfarande historiskt sett låga under 1996 (se bilagan figur 8). Detta var en följd av att bostadsinvesteringarna varit mycket små under de senaste åren. Bortsett från investeringarna i bostäder var emellertid investeringsnivån som andel av BNP 1996 i det närmaste lika hög som 1989 och 1990.

---

#### **Kapacitetsutnyttjandet inom industrin steg något under andra halvåret 1996.**

---

Kapacitetsutnyttjandet inom industrin förblev relativt högt, och steg till och med något under andra halvåret 1996. Det faktiska kapacitetsutnyttjandet uppgick, enligt SCB:s undersökning, under tredje kvartalet till 87,7 procent, vilket var något högre än under andra kvartalet (se bilagan figur 4). Kapacitetsutnyttjandet uppgick enligt KI:s barometer till 85 procent under fjärde kvartalet, vilket var 1 procentenhet högre än tidigare under 1996.<sup>2</sup>

Inom övriga delar av näringslivet är tillgången på lediga resurser generellt sett stor. Kapacitetsutnyttjandet inom byggsektorn är exempelvis mycket lågt. Återhämtningen av ekonomin har emellertid fortsatt inom delar av tjänstesektorn. Ett exempel är parti- och detaljhandeln där aktiviteten ökade påtagligt under fjärde kvartalet 1996. Under slutet av 1996 fanns tecken på kapacitetsbrist i branschen för datakonsulter och dataservice. Enligt KI:s tjänstebrometer för december uppgav 88 procent av dessa företag brist på personal med branschspecifik kompetens.

---

#### **Näringslivets lönsamhet under 1996 förefaller vara något sämre än under 1995.**

---

Näringslivets lönsamhet under 1996 förefaller vara något sämre än under 1995. En sammanställning av börsbolagens bokslutsrapporter visade i slutet av februari 1997 att resultaten före skatt och minoritetsandelar hade försämrats med ca 2 procent i de bolag som då hade presenterat 1996 års bokslut.<sup>3</sup> Bland de företag som haft den bästa resultatutvecklingen finns

bygg- och fastighetsbolag, banker och datakonsultföretag. För industriföretagen var resultaten i genomsnitt ca 20 procent sämre och för företagen inom skogsindustrin knappt 60 procent sämre än 1995. Det bör dock noteras att resultatförsämringen skett från en extremt hög lönsamhetsnivå 1995.

#### **IMPORTPRISERNA HAR STIGIT**

Importpriserna föll under 1996 fram till hösten, men har därefter stigit. Det var framför allt en svagare kronkurs tillsammans med stigande råoljepriser som låg bakom denna vändning (se bilagan figur 5). I januari 1997 var importpriserna i genomsnitt knappt 1 procent högre än i januari 1996; priserna på energirelaterade produkter var ca 25 procent högre, medan importpriserna på övriga importerade varor i genomsnitt var lägre.

Mellan november och mars försvagades kronan med över 5 procent.<sup>4</sup> Det talar för en fortsatt importprisuppgång under våren 1997. Oljepriserna har dock gått i motsatt riktning. Hittills under 1997 har råoljepriset fallit med över 20 procent till drygt 19 dollar/fat, vilket var samma prisnivå som under sommaren 1996.

Hemmamarknadspriserna på industrivaror fortsatte att utvecklas svagt under vintern. I januari 1997 var de i genomsnitt knappt 1 procent lägre än ett år tidigare. Hemmamarknadspriserna på energirelaterade varor steg däremot under vintern och var i januari 20 procent högre än i början av 1996.

#### **PENNINGMÄNGDS- OCH KREDITUTVECKLINGEN TYDER PÅ ÖKAD EFTERFRÅGAN**

Penningmängds- och kreditutvecklingen är relevanta för penningpolitiken; i första hand som indikatorer för efterfrågeutvecklingen, snarare än genom att de har ett direkt samband med den framtida inflationen.

Under hösten 1996 ökade tillväxten i *allmänhetens innehav av sedlar och mynt, M0*, till över 5 procent i sluta-

<sup>2</sup> Dessa uppgifter anges endast i heltal.

<sup>3</sup> Sammanställningen har gjorts av Six AB på Riksbankens uppdrag.

<sup>4</sup> Generaltullstyrelsens valutannoteringar sammanvägda med hänsyn till valutornas andel i den svenska importen.

tet av året och i början av 1997. Det var den högsta ökningstakten sedan september 1994 (se bilagan figur 11). En förklaring kan vara att hushållen håller mer kontanter sedan de flesta banker infört avgifter för köp med checkar.

---

#### **Penningmängdsutvecklingen stödjer bilden av en återhämtning av den privata konsumtionen.**

---

Utvecklingen av M0 stödjer dock bilden av en återhämtning av den privata konsumtionen under andra hälften av 1996. Den senaste penningmängdsstatistiken tyder på att denna utveckling fortsatt även efter årsskiftet.

Den snabba ökningstakten i *det breda penningmängdsmåttet*, M3, har dämpats något till 7,5 procent i januari 1997 (se bilagan figur 11). Den del av M3 som utgörs av hushållens tillgångar ökade med 6,5 procent, samtidigt som hushållens innehav av räntebärande tillgångar som inte ingår i M3 (alleman sparande, riksgäldskonto, premie- och privatobligationer) föll med drygt 1 procent. Portföljanpassningen av hushållens tillgångar har således fortsatt och kommer sannolikt att fortgå under våren 1997 som en följd av det låga ränteläget och att privatobligationerna successivt förfaller. Även *det bredaste likviditetsmåttet*, som innehåller tillgångar utanför M3, har visat en stigande ökningstakt sedan början av 1996. Den årliga ökningstakten i december 1996 var drygt 7 procent (se bilagan figur 11). Detta var ungefär 2 procentenheter högre än i mitten av 1996.

Kreditinstitutens utlåning till hushållssektorn har ökat på årsbasis sedan hösten 1996, även om tillväxttakten varit måttlig (se bilagan figur 12). I huvudsak är det bostadsinstitutet som står för nyutlåningen, men även finansbolagen har ökat sin utlåning framför allt till bilköp. Det är troligen fallande utlåningsräntor i kombination med stigande inkomster för hushållen som legat bakom denna utveckling. I viss mån avspeglar kreditstatistiken också att bostadslån lagts om i förtid och att omsättningen på småhusmarknaden ökat. Utvecklingen i företagssektorn uppvisar i huvudsak samma tendenser; ökad inlåning och ökade kreditvolym. Det är osäkert i vilken utsträckning det indikerar en utveckling mot

mer lånefinansierade investeringar. Under de senaste åren har investeringarna i huvudsak finansierats med internt genererade medel. Likviditeten i företagssektorn har varit god, vilket avspeglas av ökad inlåning och ökade placeringar i andra tillgångar.

Redan i föregående rapport visade penningmängds- och kreditaggregaten en stigande tillväxttakt. Denna trend har förstärkts sedan dess. Både penningmängd och utlåning ökar snabbare, vilket stödjer uppfattningen om en återhämtning av den inhemska efterfrågan.

#### **FÅ POSITIVA SIGNALER PÅ ARBETSMARKNADEN**

Antalet öppet arbetslösa ökade säsongrensat med 29 000 personer perioden december 1996–februari 1997, jämfört med tremånadersperioden dessförinnan. Drygt hälften av uppgången berodde på en minskning av de arbetsmarknadspolitiska åtgärderna. I februari 1997 var den öppna arbetslösheten 8,8 procent, vilket var högre än i februari 1996 då den var 7,7 procent (se bilagan figur 9). Även den totala arbetslösheten, dvs. antalet öppet arbetslösa och personer i arbetsmarknadspolitiska åtgärder, steg under vintern.

---

**I februari 1997 var den öppna arbetslösheten högre än i februari 1996. Även den totala arbetslösheten har stigit.**

---

Sysselsättningen har fortsatt att minska. Under vintermånaderna minskade sysselsättningen med ca 32 000 personer. Det var framför allt inom den offentliga sektorn och byggnadssektorn som sysselsättningen föll. Även antalet arbetade timmar minskade under vintern.

I genomsnitt minskade sysselsättningen 1996 med 24 000 personer jämfört med 1995. Det berodde i huvudsak på en nedgång i antalet anställda i den offentliga sektorn. Inom tillverkningsindustrin ökade sysselsättningen däremot med drygt 7 000 personer. Hela ökningen inföll emellertid under första halvåret. Under andra halvåret föll sysselsättningen även i industrin.

Få positiva tecken har kunnat noteras på arbetsmarknaden. Antalet varsel om uppsägning har minskat de senaste månaderna, samtidigt som antalet nyanmälda lediga platser har ökat.

Få positiva tecken har kunnat noteras på arbetsmarknaden. Antalet varsel om uppsägning har tenderat att minska de senaste månaderna samtidigt som antalet *nyanmälda* lediga platser ökade något. Antalet *kvarstående* lediga platser var dock i stort sett oförändrat.

## STELHETER PÅ DEN SVENSKA ARBETSMARKNADEN

Den svenska arbetsmarknadens förmåga att anpassa sig till förändrade efterfrågeförhållanden verkar ha försvagats under de senaste åren. Ett tecken på detta är att sambandet mellan arbetslösheten och vakanserna i ekonomin, den s.k. Beveridgekurvan, förefaller ha ändrats. Detta samband illustrerar ”matchningsprocessen” på arbetsmarknaden.<sup>5</sup> Om vakanserna ökar samtidigt som arbetslösheten minskar (eller vice versa) avspeglar detta en ökad (minskad) efterfrågan på arbetskraft och innebär en rörelse utefter kurvan. Om däremot vakanserna ökar samtidigt som arbetslösheten inte minskar eller om arbetslösheten ökar då

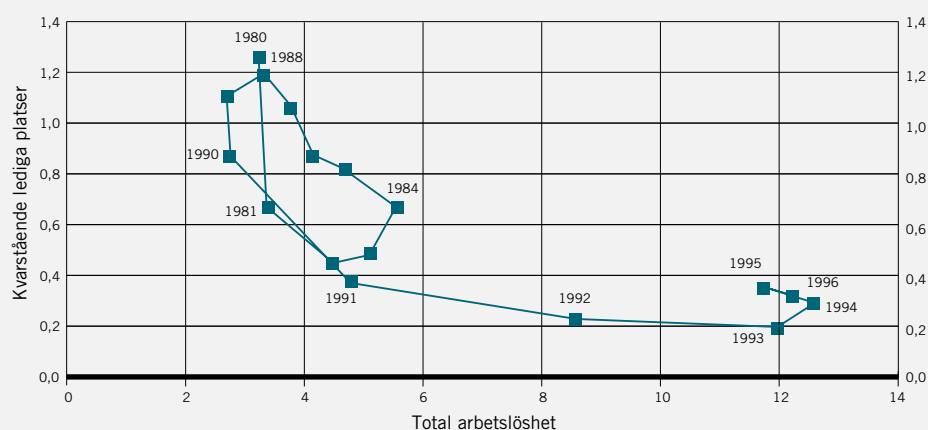
vakanserna inte minskar har det skett en förskjutning utåt av kurvan. Detta tyder i så fall på en försämrad ”matchningseffektivitet”.

I början av 1990-talet föll efterfrågan på arbetskraft kraftigt; den totala arbetslösheten<sup>6</sup> mer än fördubblades mellan 1990 och 1992, samtidigt som antalet kvarstående lediga platser minskade med mer än en tredjedel. Mellan 1993 och 1994 ökade däremot både den totala arbetslösheten och antalet vakanser. Detta ger intryck av att ”matchningen” på arbetsmarknaden blivit mindre effektiv under 1990-talet (se figur 4).

5 Se beskrivning i t.ex. Björklund, A., Edin, P.-A., Holmlund, B. och E. Wadensjö, (1996), *Arbetsmarknaden*, SNS Förlag, Kapitel 8.

6 Total arbetslöshet definieras som arbetslöshet inklusive arbetsmarknadspolitiska åtgärder uttryckt i procent av arbetskraften inklusive utbildningsåtgärder (s.k. underliggande arbetskraft).

**Figur 4.**  
Samband mellan total arbetslöshet och kvarstående lediga platser (Beveridgekurvan)\*. Procentuell andel av arbetskraften



Källor: SCB och Riksbanken.

\* Modifierad enligt Calmfors, L., (1994), "Active Labour Market Policy and Unemployment – A Framework for the Analysis of Crucial Design Features", *OECD Economic Studies*, No. 22.

Det finns flera orsaker till att en sådan situation kan uppstå. Den svenska ekonomin har under 1990-talet genomgått dramatiska strukturella förändringar. Dessa har påverkat inte bara den totala efterfrågan på arbetskraft utan också hur denna har fördelat sig på olika sektorer och yrkeskategorier. Sammantaget har utvecklingen medfört att kraven på arbetsmarknadens förmåga till anpassning har skärpts. Till detta kommer att de arbetslösa vilja att söka jobb kan ha minskat till följd av att en "arbetslöshetskultur" har utvecklats.<sup>7</sup> En annan förklaring till att sambandet mellan arbetslöshet och vakanser har förändrats kan vara att längre arbetslöshetsperioder har bidragit till att de arbetslösa delvis förlorat sin yrkeskunskap. De olika förklaringarna samverkar på ett komplicerat sätt och gör det svårt att, med den kunskap vi har idag, bedöma deras relativa betydelse.

Utvecklingen under de senaste åren tyder ändå sammantaget på att Sverige har fått de problem

med kvardröjande hög arbetslöshet som övriga Västeuropa erfarit under de senaste decennierna.<sup>8</sup> Frågan är om den höga arbetslösheten kommer att bestå om tillväxten i ekonomin tilltar under de närmaste åren. En utveckling mot en mindre effektivt fungerande arbetsmarknad innebär att arbetslöshetens återhållande effekter på löneutvecklingen minskar och att den höga arbetslösheten permanentas ytterligare. Denna utveckling skulle delvis kunna förklara varför 1995 års avtalsrörelse gav löneökningar kring 6 procent 1996, trots att arbetslösheten ökade. En markant nedgång i arbetslösheten torde mot denna bakgrund förutsätta att arbetsmarknadens anpassningsförmåga förbättras.

7 Se Lindbeck, A., (1995), "Hazardous Welfare-State Dynamics", *American Economic Review*, Vol 85 (2), May, sid. 9-15.

8 Se Apel, M. och Heikensten, L., (1996), "Penningpolitik, inflation och arbetslöshet", *Penning- och valutapolitik*, Nr 3, sid. 5-23, för en översikt av s.k. persistensmekanismer.

#### FORTSATT HÖGA LÖNEÖKNINGAR

Den "underliggande" löneökningstakten i ekonomin som helhet, dvs. avtalade löneökningar och löneglidning, bedöms ha varit ca 4,5 à 5 procent 1996. Detta är lägre än de registrerade löneökningarna 1996 som i genomsnitt var ca 6 procent (se tabell 1). Lönerna ökade mest inom industrin, där löneglidningen var större än under de närmast föregående åren, och inom landstingen. Den registrerade löneökningstakten i dessa sektorer var nästan 7 procent. I övriga delar av ekonomin ökade lönerna med ca 5 procent. Skillnaden mellan det registrerade löneutfallet och de avtalade löneökningarna<sup>9</sup> berodde, bortsett från löneglidningen, på det s.k. löneöverhänget<sup>10</sup>.

Arbetskraftskostnaderna per producerad enhet (ULC) ökade i ekonomin som helhet med knappt 6 procent mellan 1995 och 1996. Det var en avsevärt högre ökningstakt än åren dessförinnan och berodde

både på stigande lönekostnader och avtagande produktivitet. Under loppet av 1996 har dock ökningstakten av ULC avtagit eftersom löneökningstakten sjunkit samtidigt som produktivitetstillväxten ökat (se bilagan figur 10).

I flera tidigare inflationsrapporter har den framtida löneutvecklingen diskuterats. Det som framför allt talar för en mer dämpad löneutveckling – oavsett vilket förhandlingsystem som kommer att tillämpas i 1998 års avtalsrörelse – är att inflationsförväntningarna på några års sikt bland arbetsmarknadens organisationer sjunkit från ca 4 procent 1995 till knappt 2 procent i början av 1997. Vinstnivåerna i industrin är dessutom lägre än inför 1995 års avtalsrörelse. Det har också blivit uppenbart att möjlighe-

9 Dessa beräknas ha uppgått till 3,5 à 4 procent 1996.

10 De avtalade löneökningarna betalades ut senare under 1995 än under 1996.

terna idag är avsevärt mindre för företagen att övervältra ökade lönekostnader på konsumenterna. Detta bör stärka arbetsgivarnas förmåga att motstå höga lönekrav och även dämpa löneglidningen.

**Mycket talar för att Sverige har problem på arbetsmarknaden liknande de i andra västeuropeiska länder och att den höga arbetslösheten inte har den önskvärda återhållande effekten på lönebildningen.**

Läget på arbetsmarknaden borde också bidra till en mer dämpad lönekostnadsutveckling. Företagens brist på arbetskraft, som är en god indikator på den framtida löneglidningen, registrerades under 1996 på samma nivåer som under åren 1992–93. Det är dock svårt att bedöma vilka effekter arbetsmarknadsläget får på löneutvecklingen. Mycket talar för att Sverige har problem på arbetsmarknaden liknande de i andra västeuropeiska länder och att den höga arbetslösheten inte har den önskvärda återhållande effekten på lönebildningen. En trolig förklaring är att fackförbunden i sin lönepolitik inte beaktat den höga arbetslösheten i tillräcklig utsträckning. Detta har tillsammans med förändringar i efterfrågan på arbetskraft och det regelverk som präglar arbetsmarknaden bidragit till att ”match-

ningen” mellan arbetslösa och lediga platser försämrats (se fördjupningsruta ovan).

För de omkring 600 000 anställda i den privata sektorn som ska teckna nya avtal 1997 vill i stort sett samtliga berörda fackförbund ha ettåriga avtal. På så vis blir en samordning av avtalsrörelsen möjlig under 1998.<sup>11</sup> Lönekraven i 1997 års avtalsrörelse indikerar att lönebildningen ännu inte anpassats till en ekonomi med låg inflation. De fackföreningsbud som hittills lagts för 1997 ligger i intervallet 3,5–4,5 procent. Lönekraven motiveras i de flesta fall med att redan existerande avtal ger löneökningar i den storleken för 1997 utan att beakta att förutsättningarna är annorlunda än för två år sedan. Ett tecken i rätt riktning är att pappersindustrins avtal för 1997 hamnade under 3 procent.

#### DEN PRIVATA KONSUMTIONEN ÖKAR

Under 1996 har den privata konsumtionen ökat i en något snabbare takt, vilket var särskilt märkbart under andra halvåret (se figur 5). Den årliga tillväxttakten var fjärde kvartalet 1996 knappt 2 procent.

<sup>11</sup> Flertalet löneavtal löper ut under 1998 och de ger omkring 3,5 procent i avtalade löneökningar under 1997.

**Tabell 1.**

Löneutveckling i olika sektorer. Årlig procentuell förändring

|                        | 1993       | 1994       | 1995       | 1996       |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Privat sektor          | 3,0        | 2,6        | 4,0        | 6,3        |
| varav industri         | 3,4        | 3,7        | 4,8        | 7,4        |
| varav handel           | 2,8        | 1,5        | 4,0        | 5,1        |
| varav byggnadsindustri | 3,8        | 2,8        | 3,9        | 4,3        |
| Stat                   | 7,3        | 2,8        | 2,5        | 5,7        |
| Kommun                 | 3,1        | 3,2        | 1,0        | 5,3        |
| Landsting              | 3,6        | 3,6        | 2,8        | 6,6        |
| <b>Totalt</b>          | <b>3,5</b> | <b>2,8</b> | <b>3,2</b> | <b>6,1</b> |

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



Det var främst försäljningen av personbilar och livsmedel, men även konsumtionen av kläder och tjänster (charterresor, teletjänster, finansiella tjänster, spel och tips), som bidrog till uppgången.

Uppgången av konsumtionen har skett trots att stämningläget åter blev mer pessimistiskt mot slutet av 1996 – efter en tillfälligt ökande optimism under hösten – att döma av de mätningar som görs av hushållens förväntningar om den egna ekonomiska utvecklingen (se bilagan figur 7). Som konstaterats i tidigare inflationsrapporter är det troligt att läget på arbetsmarknaden är den främsta förklaringen till den ökade pessimismen. Under inledningen av 1997 har emellertid hushållen åter visat tecken på att bli mindre pessimistiska.

**Försäljningsvolymen av både daglig- och sällanköpsvaror väntas enligt KI:s tjänstebarmeter fortsätta att öka.**

Detaljhandelsomsättningen ökade enligt SCB på årsbasis med 1,5 procent fjärde kvartalet 1996 (se figur 5). Det var en högre tillväxttakt än tredje kvartalet. Detaljhandelsföretagen var, enligt KI:s tjänstebarmeter, relativt optimistiska inför början av 1997. Trots att förväntningarna för slutet av 1996 inte infriades fullt ut väntas försäljningsvolymen av både

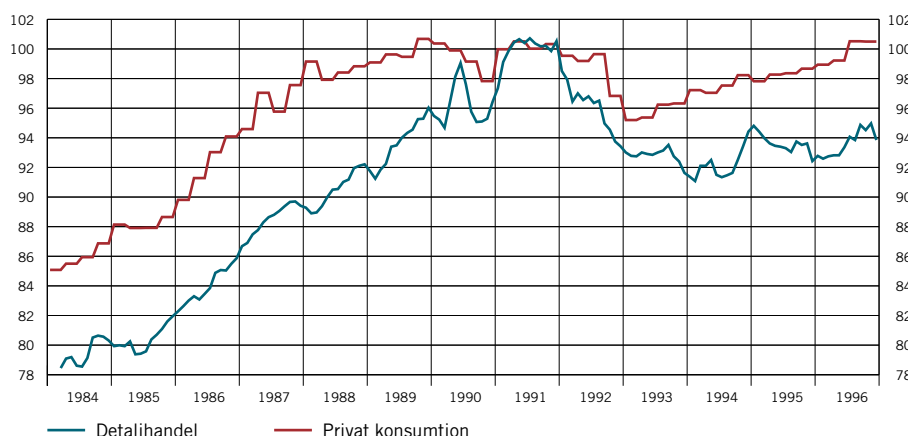
daglig- och sällanköpsvaror fortsätta att öka.

Antalet nyregistrerade bilar i hushållssektorn steg på årsbasis med över 50 procent under slutet av 1996 och i början av 1997. Av de bilar som nyregistrerades i januari och februari 1997 utgjorde de direktimporterade drygt 10 procent. Samtidigt var antalet småhusköp ca 25 procent fler än ett år tidigare. Som tidigare konstaterades var det sannolikt fallande räntor och höga reallöneökningar som främst bidrog till den ökade försäljningen av personbilar och småhus. Till den ökade bilförsäljningen har också den sänkta försäljningsskatten medverkat. Priserna på egnahem har varierat de senaste åren och pristrenden har varit ganska oklar. Under loppet av 1996 förefaller dock priserna ha börjat stiga och prisnivån var under året som helhet i genomsnitt 1 procent högre än 1995 (se bilagan figur 13).

**UNDER 1996 VAR PRODUKTIONSGAPET STÖRRE ÄN UNDER 1995**

Samtliga tre metoder som används för att beräkna produktionsgapet, Whittaker-Henderson-filtret, Unobserved Component-metoden och produktionsfunktionsansatsen, visar att den faktiska produktionsnivån under fjärde kvartalet 1996 understeg den

**Figur 5.**  
Privat konsumtion och omsättning i detaljhandeln. Volym, säsongkorrigerade kvartalsdata respektive tre-månaders glidande medeltal, index: 1991=100



Källa: SCB.

potentiella produktionsnivån. Gapets storlek uppskattades med dessa metoder till mellan ca -0,5 procent och -3 procent under detta kvartal (se figur 6). Sammantaget var inflationstrycket från efterfrågesidan lägre under 1996 som helhet än under 1995.

**Riksbankens bedömning av kapacitetsutnyttjandet i olika sektorer, läget på arbetsmarknaden och prisutvecklingen är att det fanns gott om lediga resurser i ekonomin i slutet av 1996.**

Riksbankens sammantagna bedömning av kapacitetsutnyttjandet i olika sektorer, läget på arbetsmarknaden och prisutvecklingen i olika led är att det fanns gott om lediga resurser i ekonomin under fjärde kvartalet 1996. Produktionsgapet uppskattas ha varit kring -2 procent vid denna tidpunkt.

**INFLATIONSFÖRVÄNTNINGARNA  
ALLT LÄGRE**

I februari 1997 förväntade hushållen i genomsnitt en inflation på 1,4 procent de närmaste tolv månaderna. Det var 0,3 procentenheter lägre än i november 1996 (se bilagan figur 14). Enligt KI:s undersökningar från december 1996 räknar både industri- och tjänsteföretagen med att inflationen på ett års sikt blir ca 1 procent. Den väntade inflationen för dessa grupper var därmed några tiondels procent-

enheter lägre än i föregående undersökning från september 1996.

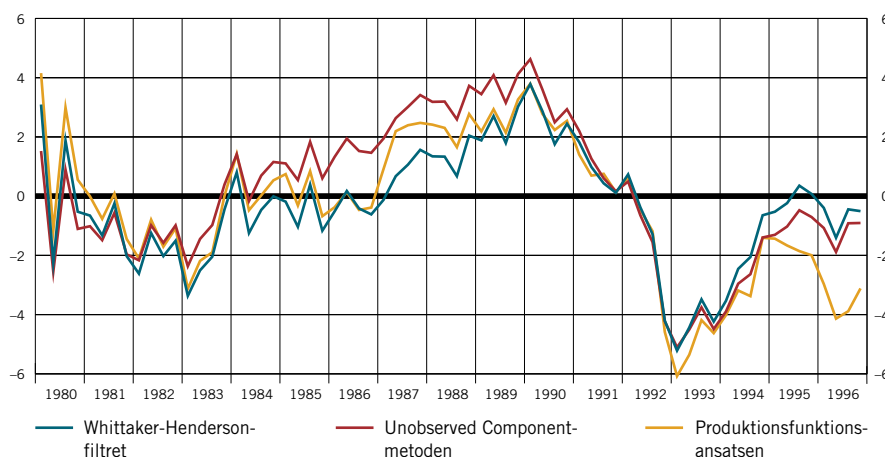
**Undersökningen bland aktörer på arbets-, varu- och penningmarknaderna visade att inflationsförväntningarna i februari fortsatt att ligga kring 2 procent på några års sikt.**

Undersökningen bland aktörer på arbets-, varu- och penningmarknaderna visade i februari att inflationsförväntningarna fortsatt att ligga kring 2 procent på några års sikt. Det var ingen större förändring jämfört med undersökningen i november 1996. På både ett och två års sikt förväntar sig inköpschefer och arbetsgivarorganisationer genomsnittligt sett en marginellt högre inflation än tidigare, medan arbetstagarorganisationer och penningmarknadsaktörer väntar sig samma respektive en något lägre inflation. På fem års sikt är inflationsförväntningarna i stort sett oförändrade jämfört med novemberundersökningen (se figur 7 och bilagan tabell 2). Penningmarknadsaktörernas inflationsförväntningar var något lägre i Prosperas undersökning än i Aragons februarienkät, trots att förväntningarna i den senare föll med några tiondels procentenheter (se bilagan figur 15).<sup>12</sup>

<sup>12</sup> Både Prosperas och Aragons undersökningar genomfördes innan KPI för januari 1997 publicerades.

**Figur 6.**

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



\* WH-filtret baseras på en framskrivning av BNP med KI:s prognos för 1997 och 1998 på 2,7 resp. 2,4 procent samt med 2,4 procent för 1999.

\*\* Baseras på en skattning av jämviktsarbetslösheten på 6,5 procent för 1995-96 i Giorno et al., "Estimating potential output, output gaps and structural budget balances", OECD Working Paper, No. 152 1995. Källa: Riksbanken.



Prognoser från andra bedömare över den genomsnittliga inflationen för 1997 och 1998 har reviderats ner under början av 1997. Den genomsnittliga inflationen väntades i början av mars uppgå till 1,3 procent 1997 och 2,1 procent 1998. Det är 0,4 respektive 0,1 procentenheter lägre, genomsnittligt sett, än de prognoser som publicerades i december 1996 (se bilagan figur 16).

## Räntor och växelkurs

Det är huvudsakligen genom växelkurs- och ränteutvecklingen, dvs. de monetära förhållandena, som penningpolitiken påverkar ekonomin. Räntorna och växelkursen har direkt betydelse för den framtida efterfråge- och inflationsutvecklingen. Räntorna innehåller också information om de förväntningar som finns om penningpolitikens utformning och om inflationen. Medan räntor på placeringar med de kortaste löptiderna är en indikator på marknadens bedömning av penningpolitiken under den närmaste framtiden, avspeglar de långa räntorna framför allt det långsiktiga förtroendet för den ekonomiska politiken i stort. Växelkursen får effekter på prisutvecklingen, direkt via importpriserna och indirekt genom att den påverkar efterfrågan på svenska produkter.

Även växelkursens utveckling beror på förtroendet för den ekonomiska politiken och inflationsförväntningarna.

Den 17 december sänktes reporäntan från 4,35 till 4,10 procent och har sedan dess lämnats oförändrad. I den inflationsrapport som presenterades senare samma dag konstaterades att inflationsutsikterna för de kommande åren hade förbättrats under hösten 1996. Under 1996 som helhet sänktes därmed reporäntan med 4,81 procentenheter (se figur 8).

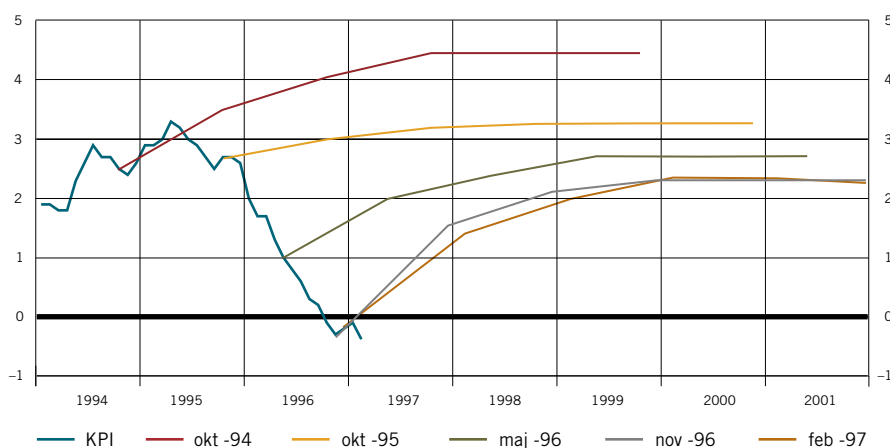
De *kortaste implicita terminsräntorna*<sup>13</sup> kan ses som indikatorer på den väntade framtida reporäntan. Sedan föregående rapport publicerades i december 1996 har de stigit. Uppgången inleddes i slutet av januari. Från att tidigare ha indikerat fortsatta reporäntesänkningar förväntas nu botten för reporäntan vara nådd.

### Penningpolitiken tycks ha varit relativt förutsägbar på kort sikt under 1996.

Genom att jämföra den faktiska utvecklingen av reporäntan med marknadens förväntningar fås en bild av hur den förda penningpolitiken stämt med

<sup>13</sup> En närmare beskrivning av implicita terminsräntor och hur de kan användas i analysen finns i tidigare inflationsrapporter, se t.ex. nr 4, december 1996.

**Figur 7.**  
Inflationsförväntningar hos penningmarknadsaktörer.\*  
Procent



\* Inflationsbanorna visar den väntade utvecklingen på ett år, två år och tre till fem års sikt. De två sistnämnda uppgifterna har beräknats implicit från enkätsvaren.  
Källor: SCB och Prospera Research AB.

den förväntade penningpolitiken. Förväntningar om reporäntan för den närmaste månaden eller månaderna har i stort sett infriats (se figur 9). Slutsatsen från en sådan jämförelse är att penningpolitiken tycks ha varit relativt förutsägbar på kort sikt under 1996.

Skillnaden var dock större mellan marknadens bedömning av reporäntan längre fram i tiden och den faktiska utvecklingen. En förklaring till detta är att ny information, som visade allt mer gynnsamma framtida inflationsutsikter, successivt tillkom under 1996. Genom att penningpolitiken anpassades till denna information föll de korta implicita terminsräntorna kontinuerligt under 1996. Även de längre terminsräntorna föll under 1996, vilket indikerar att sänkningarna av reporäntan kunde genomföras utan att förtroendet för den ekonomiska politikens långsiktiga inriktning mot prisstabilitet minskade.

*Terminsräntorna på medellång sikt* har fortsatt sjunka och var ca 0,2 procentenheter lägre i början av mars än i december 1996 (se bilagan figur 17). Nedgången avspeglar huvudsakligen lägre inflationsförväntningar på medellång sikt, och i mindre grad förväntningar om fortsatta sänkningar av reporäntan (i förhållande till förväntningarna i december). Sedan december 1996 har *de långa implicita terminsräntorna* i

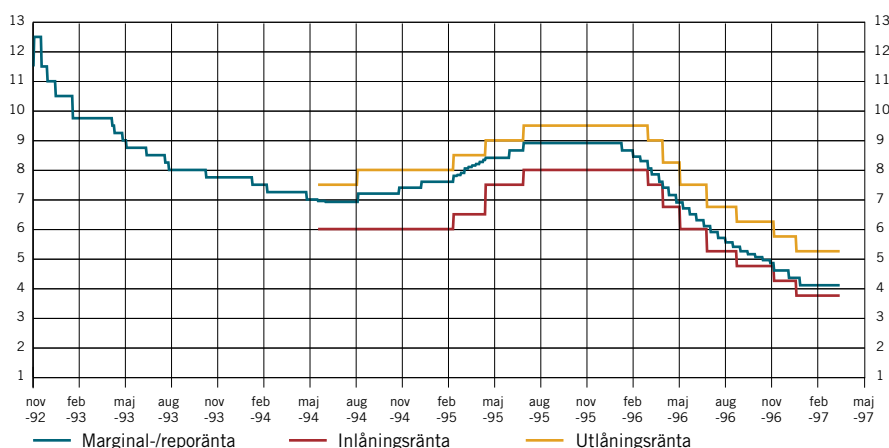
stort sett legat stilla. Jämfört med för ett år sedan är de däremot ca 1,7 procentenheter lägre. De svenska ränterörelserna har skett samtidigt som den tyska implicita terminsräntan fallit och den amerikanska stigit något (se figur 18 i bilagan).

Den långa implicita terminsräntedifferensen (tio år) mot Tyskland är ett sätt att uppskatta hur trovärdigheten för den ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet utvecklas.<sup>14</sup> Sedan december 1996 har differensen mot Tyskland stigit med ca 0,7 procentenheter till ca 1,1 procentenheter i början av mars. Terminsräntedifferensen, som föll kraftigt under 1996, var dock ca 1 procentenhet högre för ett år sedan än idag.

Den långa terminsräntedifferensen mot Tyskland har historiskt samvarierat med kronans värde mot den tyska marken. I början av oktober 1996 inleddes en period med en svagare kronkurs (se bilagan figurerna 19 och 21). En betydande del av den effektiva deprecieringen var en följd av en kraftig försvagning gentemot dollarn och pundet. En bidragande orsak kan ha varit att korträntedifferensen mot andra länder minskat, framför allt mot Stor-

14 Förutsatt att den tyska penningpolitiken är helt trovärdig.

**Figur 8.**  
Riksbankens styrräntor.  
Procent



Källa: Riksbanken.

britannien. Penningpolitiken i Storbritannien och USA har, på grund av gynnsammare tillväxtutsikter, en relativt stram inriktning jämfört med många andra europeiska länder. Även den finanspolitiska konsolideringen i Europa och oljeprisuppgången kan ha bidragit till att pundet apprecierat mot andra europeiska valutor. Under senare tid har kronan också sannolikt påverkats av oro kring EMU-processen.

Det finns samtidigt andra tänkbara faktorer som ytterligare kan ha medverkat till kronförsvagningen, t.ex. osäkerhet om Sveriges hållning till den monetära unionen och om den framtida inriktningen av finanspolitiken. Dessa faktorer, som kan bidra till ett sämre långsiktigt förtroende för låginflationspolitiken, har troligen varit viktigare på senare tid. En indikation är att den långa terminsräntedifferensen från mitten av januari 1997 började stiga parallellt med att kronan fortsatte att försvagas.

Sammantaget innebär detta att tremånaders realräntan (ex ante)<sup>15</sup> mellan december 1996 och februari 1997 steg med ca 0,1 procentenhet till 2,6 pro-

cent, efter en nedgång under 1996 på knappt 4 procentenheter (se figur 10). Den femåriga realräntan (ex ante)<sup>16</sup> visar en uppgång från 3,2 procent i december till 3,3 procent i februari 1997. Den reala växelkursen (TCW) försvagades samtidigt med knappt 3 procent.

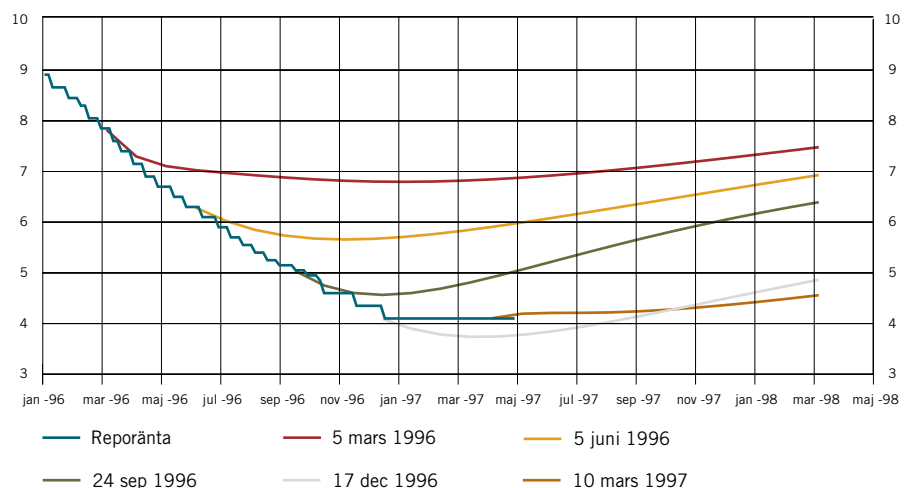
**De monetära förhållandena har blivit något mer expansiva sedan föregående inflationsrapport publicerades.**

Den något högre korta realräntan under början av 1997 har alltså motverkats av en svagare real växelkurs. De monetära förhållandena, dvs. räntans och växelkursens effekt på efterfrågan i ekonomin, har sammantaget blivit något mer expansiva sedan föregående inflationsrapport publicerades.

15 Räntan på en tremånaders statsskuldväxel korrigerad för den av hushållen förväntade KPI-utvecklingen under det kommande året.

16 Räntan på en femårig obligation justerad med finansiella placerares inflationsförväntningar på fem års sikt (Aragón).

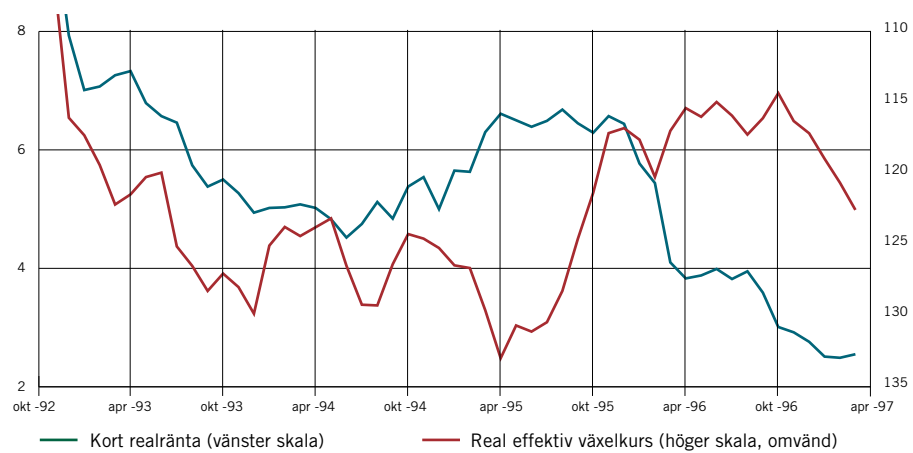
**Figur 9.**  
Faktisk och förväntad reporänta (implicit terminsränta).  
Procent



Källa: Riksbanken.



**Figur 10.**  
Realränta (tre månader) och  
real effektiv växelkurs (TCW).  
Procent och index:  
okt 1992=100



Källa: Riksbanken.

# Inflationsbedömning mars 1997

*I detta kapitel redovisas bedömningen av inflationsutvecklingen de närmaste åren samt några tänkbara alternativa utvecklingsbanor. Dessa framtidsutsikter baseras på analysen i föregående kapitel. I nästa kapitel diskuteras slutsatserna för penningpolitiken av de möjliga utvecklingsbanorna för inflationen.<sup>17</sup>*

## ÅTERHÄMTNING UNDER 1996

Under senare delen av 1996 skedde en återhämtning av den svenska ekonomin. Tillväxten för året som helhet blev dock något svagare än vad som förväntats i tidigare inflationsrapporter. Den offentliga konsumtionen föll mer än beräknat samtidigt som lageravvecklingen fortgick i en snabbare takt än väntat och bidrog till att begränsa produktionen särskilt mot slutet av året. Den inhemska slutliga efterfrågan i den privata sektorn följde dock under 1996 i stort sett den prognostiserade banan.

Den privata konsumtionen tilltog under andra halvåret 1996, samtidigt som exporten fortsatte att öka. Den inhemska konsumtionsefterfrågan förefaller därmed vara på väg att återhämta sig, samtidigt som den internationella efterfrågan på svenska exportprodukter fortfarande är hög. Efterfrågeutvecklingen i ekonomin tycks således vara god.

I takt med att neddragningen av lagren slutförs bedöms den inhemska och internationella efterfrågan kunna generera en ökande inhemsk produktionstillväxt. Hushållens finansiella tillgångar

som andel av BNP är historiskt sett hög, samtidigt som kreditefterfrågan åter visar tendenser till att stiga. Det är därför rimligt att förvänta sig successivt stigande privat konsumtion under 1997 och 1998. Samtidigt kan exporttillväxten förväntas vara fortsatt god, medan investeringarna antas öka i en långsammare takt, framför allt 1997.

---

**Riksbankens bedömning är att BNP-tillväxten tilltar under de kommande åren. I huvudscenariot bedöms tillväxten för ekonomin totalt sett för 1997 och 1998 bli 2 respektive 3 procent.**

---

Riksbankens bedömning är att BNP-tillväxten tilltar under de kommande åren. I huvudscenariot bedöms tillväxtutsikterna för ekonomin totalt sett för 1997 och 1998 vara ungefär desamma som i föregående rapport; en BNP-tillväxt på i runda tal 2 respektive 3 procent.

Flera indikatorer talar för att det fortfarande finns lediga resurser i ekonomin. Det gäller arbetsmarknadsläget, produktions- och investeringsutvecklingen inom industrin, omsättningen i handeln och prisutvecklingen i olika led. Produktionsgapet i hela ekonomin bedöms vara ca -2 procent som andel av BNP fjärde kvartalet 1996.

<sup>17</sup> Inflationsbedömningen baseras på antaganden om en oförändrad ekonomisk politik (inklusive oförändrade styrrenter). En viss förstärkning av den TCW-vägda kronkursen från nivån 119 förutsätts under de närmaste åren.

LÄGRE INFLATIONS-  
BENÄGENHET ÄN VÄNTAT

Tillväxten under 1997 och 1998 bedöms alltså i huvudskenariot inte medföra kapacitetsrestriktioner som riskerar att leda till en stigande inflation. Den information som hittills framkommit om löneutvecklingen och avtalsrörelsen 1997 har inte givit några skäl att ändra den bedömning som gjorts i tidigare inflationsrapporter, dvs. att lönebildningen gradvis kommer att anpassas till en ekonomi med låg inflation. Anpassningen bedöms dock inte vara tillräckligt snabb och genomgripande för att grundlägga en påtaglig uppgång av sysselsättningen.

---

**Den information som hittills framkommit om löneutvecklingen och avtalsrörelsen 1997 har inte givit några skäl att ändra bedömningen att lönebildningen gradvis kommer att anpassas till en ekonomi med låg inflation.**

---

Inflationsförväntningarna för de närmaste åren har dessutom minskat under det senaste året. De har i flertalet enkäter varit något lägre än inflationsmålet på 2 procent på ett till två års sikt. Det finns dessutom fortsatta indikationer på ökad konkurrens, framför allt på tjänstemarknaderna, och på en lägre inflationsbenägenhet än vi räknat med.

---

**Den inhemska underliggande inflationen väntas bli mellan 1,5 och 2 procent de närmaste åren, med en oförändrad penningpolitik.**

---

Detta talar sammantaget för att den inhemska underliggande inflationen (inhemskt genererad inflation bortsett från effekter av ändrade skatter och subventioner) blir mellan 1,5 och 2 procent de närmaste åren, med en oförändrad penningpolitik.

Det finns ett antal temporärt verkande faktorer som gör att den registrerade inflationen mätt med KPI under 1997 kan förväntas bli lägre än den underliggande inflationen. Även med förutsättningen att marknadsräntorna är oförändrade framöver, kommer *räntekostnaderna för egnahemsboende* att fortsätta att minska under 1997 och större delen av 1998, i takt med att bostadslånen omsätts till de lägre räntor som etablerades under 1996. Räntekostnaderna

kommer emellertid att minska i en allt långsammare takt, men får åtminstone under 1997 betydande effekter på konsumentpriserna.

Den starkare *växelkursen* under 1996 bidrar i viss utsträckning, tillsammans med fallande oljepriser, till en dämpad importprisutveckling även under 1997. Försvagningen av växelkursen sedan december 1996, då den förra inflationsrapporten publicerades, innebär dock att den sammantagna effekten blir mindre. Utgångspunkten i denna inflationsbedömning är en viss förstärkning av den nominella effektiva växelkursen (TCW) från nivån 119. Det motsvarar en kronkurs som är något svagare under 1997 och 1998 än vad som förutsattes i föregående rapport. Det beräknas ge en högre registrerad inflation med några tiondels procentenheter i genomsnitt under både 1997 och 1998.

---

**Liksom i föregående rapport bedömer vi det som sannolikt att inflationen, mätt med KPI, kommer att stiga successivt under de närmaste åren.**

---

Liksom i föregående rapport bedömer vi det som sannolikt att inflationen, mätt med KPI, kommer att stiga successivt under de närmaste åren. Detta kommer dock i huvudsak att vara en följd av att temporära faktorer som ränte- och växelkurseffekterna gradvis faller ur den registrerade inflationen, och av *ändrade indirekta skatter och subventioner*. De senare beräknas höja den genomsnittliga inflationen med ca 0,5 procent 1997 och ungefär lika mycket 1998.

---

**Under 1997 beräknas inflationen mätt med KPI bli i genomsnitt omkring 0,5 procent och under 1998 något lägre än 2 procent.**

---

*Under 1997 väntas KPI:s ökningstakt stiga till runt 1 procent i slutet av året. I genomsnitt väntas inflationen 1997 bli omkring 0,5 procent. Under 1998 väntas den registrerade inflationen fortsätta att stiga något, framför allt som en följd av att räntekostnaderna minskar i en långsammare takt. I takt med att tillväxten ökar och att produktionsgapet minskar snabbt under 1998 är det också tänkbart att den inhemska underliggande inflationen stiger något, till uppemot 1,5–2 procent i*

slutet av året. Samtidigt förväntas importprisutvecklingen fortsätta att vara dämpad under 1998 genom den förutsatta apprecierande växelkursbanan. *Under 1998 beräknas KPI:s ökningstakt fortsätta att stiga och i genomsnitt bli något lägre än 2 procent.*

Denna inflationsbedömning innebär att vi räknar med en lägre inflation än i förra rapporten, trots att vi nu utgår från en något svagare växelkurs. Inflationsutvecklingen under slutet av 1996 och början av 1997 blev lägre än väntat till följd av större pris-sänkande effekter av engångskaraktär. Detta innebär i sig att den genomsnittliga inflationen under det kommande året blir lägre än i tidigare beräkningar. Den senaste utvecklingen har dessutom givit ytterligare stöd för uppfattningen att inflationsbenägenheten har minskat, vilket fått till följd att vi räknar med en lägre inhemsk underliggande inflation än tidigare. Detta innebär följaktligen även en lägre registrerad inflation under de närmaste åren.

#### TVÅ SIDOALTERNATIV

Det är möjligt att de faktorer som är väsentliga för den framtida inflationen utvecklas annorlunda än vi räknat med och att inflationen, med en oförändrad penningpolitik, därmed kan bli antingen lägre eller högre. Det finns därför anledning att göra beräkningar av tänkbara utvecklingsalternativ för inflationen, vid sidan av huvudscenariot. Två av de sidoalternativ som bedöms vara mest sannolika redovisas nedan.

---

#### **En svagare privat konsumtion skulle kunna leda till att inflationen blir lägre än i huvudscenariot.**

---

- En svagare privat konsumtion skulle kunna leda till att inflationen blir lägre än i huvudscenariot. Det är tänkbart att konsumtionsuppgången i slutet av

1996 och i början av 1997 i huvudsak utlösts av de snabbt stigande reallönerna under 1996. Om hushållens konsumtion till största delen styrs av den faktiska inkomstutvecklingen kan konsumtionstillväxten stagnera i den utsträckning som hushållens inkomster växer långsammare under de närmaste åren. Fortsatt höga arbetslöshetsnivåer och osäkerhet om den framtida inkomstutvecklingen kan leda till att även hushållens höga "försiktighetssparande" fortsätter. En svag tillväxt av den privata konsumtionen kan innebära att BNP-tillväxten blir ca en halv procentenhet lägre både 1997 och 1998 än i huvudscenariot. I detta sidoalternativ skulle den genomsnittliga inflationen kunna bli omkring 1,5 procent 1998.

---

#### **En fortsatt svag växelkurs och en starkare privat konsumtion kan leda till en högre inflation än i huvudscenariot.**

---

- En fortsatt svag växelkurs och en starkare privat konsumtion än i huvudscenariot kan inte heller utslutas. Den senaste tidens försvagning av växelkursen kan komma att bestå under en period. Växelkursen kan också försvagas ytterligare som en följd t.ex. av osäkerhet om EMU-processen. I ett scenario med snabbt stigande konsumtion innebär stigande importpriser ett högre inflationstryck. Riskerna för en högre inflation förstärks av att en svagare växelkurs samtidigt innebär en ökad efterfrågan på inhemska importkonkurrerande varor. I detta sidoalternativ kan tillväxten komma att bli ca 1 procentenhet högre totalt 1997 och 1998 (med tyngdpunkten på upprevideringen på det senare året) jämfört med huvudscenariot. Under dessa förutsättningar är det möjligt att den genomsnittliga inflationen blir drygt 1 procent 1997 och närmar sig inflationsmålets övre toleransgräns 1998.

# Slutsatser för penningpolitiken

*I detta kapitel diskuteras slutsatserna för penningpolitiken. Penningpolitikens mål är prisstabilitet. Detta har Riksbanken formulerat som att den årliga ökningen av konsumentprisindex ska begränsas till 2 procent, med ett toleransintervall på  $\pm 1$  procentenhet. Eftersom penningpolitiska åtgärder påverkar inflationen med viss eftersläpning baseras utformningen av penningpolitiken på bedömningen av inflationen under de närmaste två åren. Denna redovisades i föregående kapitel.*

Under 1996 uppgick inflationen i genomsnitt till 0,7 procent. Fallande räntor, delvis som en följd av den förda penningpolitiken, bidrog till minskade räntekostnader för egnahem. Detta ledde, tillsammans med i första hand en starkare växelkurs, till den svaga konsumentprisutvecklingen. Dessa faktorer reducerade KPI med i genomsnitt ca 1 procentenhet under 1996. Den inhemska underliggande inflationen föll under loppet av året, men uppgick i genomsnitt till ungefär 2 procent.

---

**Det finns tecken på en reducerad inflationsbenägenhet i den svenska ekonomin som kan ha samband med ett ökat förtroende för inflationsmålet.**

---

Det finns vissa tecken på förändringar som innebär en reducerad inflationsbenägenhet i den svenska ekonomin. Detta kan ha samband med ett ökat förtroende för inflationsmålet. Det är inte osannolikt att prismedvetenheten bland konsumenterna har ökat. Då inflationen är låg och stabil blir relativprisförändringar tydliga vilket i sin tur kan försvåra automatisk övervältring av kostnader till konsumentledet. Till detta kommer förändringar av ekonomins struktur som en följd av nya regler, EU-medlemskapet och

konkurrens i nya former. Det bör dock framhållas att utvärderingen av effekterna av dessa strukturella förändringar försvåras av att resursutnyttjandet i ekonomin som helhet varit förhållandevis lågt.

I den senaste inflationsrapporten från december konstaterades att penningpolitiken var relativt väl avvägd och att ett eventuellt utrymme för fortsatta reporäntesänkningar var begränsat. Sedan dess har ny information om den ekonomiska situationen tillkommit.

Den ekonomiska tillväxten under 1996 blev lägre än väntat. Det bidrog till att inflationen blev lägre under 1996 och inledningen av 1997 än vad Riksbanken räknade med i decemberrapporten. Överskattningen av inflationen har dock framför allt varit en följd av effekter av engångskaraktär av räntenedgången och den starkare växelkursen under 1996. Ökad konkurrens och lägre inflationsbenägenhet har dock också spelat en roll, vilket understryks av konsumentprisutvecklingen sedan den förra rapporten publicerades.

Riksbanken har i tidigare inflationsrapporter under det senaste året framhållit att inflationsbedömningen baseras på information om i huvudsak



utbuds- och efterfrågeförhållandena i ekonomin och inflationsförväntningarna. Räntorna och växelkursen är viktiga både därför att de påverkar efterfrågan i ekonomin och är indikatorer på tilltron till den ekonomiska politiken.

---

**Om det finns ett stabilt förtroende för den ekonomiska politikens inriktning på prisstabilitet leder en växelkursförsvagning i allmänhet endast till engångseffekter på prisenivån.**

---

Kronans utveckling är av stor betydelse för inflationsprognoserna. Sedan slutet av 1992 har kronan fluktuerat kraftigt. Det gör den svår att hantera i penningpolitiska beslutssituationer.

Erfarenheter från de senaste åren tyder på att växelkursförändringar fått ett begränsat direkt genomslag på de svenska konsumentpriserna. Detta är sannolikt en följd både av att efterfrågan varit svag och att ekonomins inflationsbenägenhet minskat. Om det finns ett stabilt förtroende för den ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet har en växelkursförsvagning i allmänhet endast kortvariga effekter på prisutvecklingen. Det är först när en växelkursförsvagning varaktigt ger en monetär stimulans – som påverkar tillväxt och underliggande inflation – och om inflationsförväntningarna stiger som en försvagning kan utgöra ett problem för penningpolitiken.

Något bestämt värde på kronan eller några band inom vilka kronan får röra sig finns inte. Penningpolitiken bedrivs med avsikten att uppnå inflationsmålet.

Utgångspunkten i det huvudscenari som redovisas är att kronan kommer att förstärkas från den nivå som observerats under de senaste månaderna (i termer av den effektiva växelkursen (TCW) från nivån 119). Argumentet för detta är att de studier Riksbanken gjort visat att kronan är undervärderad i en mer långsiktig fundamental mening.<sup>18</sup> Trots att den antagna växelkursen är svagare än i den förra in-

flationsrapporten räknar Riksbanken med en lägre inflation. Den genomsnittliga inflationen under 1997 väntas ligga omkring 0,5 procent och vara något lägre än 2 procent under 1998. Bedömningen utgår ifrån en oförändrad räntepolitik.

Penningpolitiska beslut förutsätter en bild av hur den underliggande inflationsprocessen utvecklas. I detta sammanhang är det intressant att följa den inhemska underliggande inflationen (KPI rensat för ändrade skatter och subventioner, importpriser samt räntekostnader för egna hem). Bedömningen är att inflationen mätt på detta vis blir mellan 1,5 och 2 procent under 1997 och 1998, samt att den stiger något under perioden.

Inflationsbedömningar två år framåt i tiden är osäkra. Det är därför normalt lätt att identifiera alternativa scenarier. Idag framstår vid sidan om huvudscenariet två utvecklingsvägar som mest troliga:

- I den första blir *inflationen lägre* till följd av en svagare konsumtionsutveckling. En svag utveckling av hushållens inkomster under det närmaste året, fortsatt höga arbetslöshetsnivåer och osäkerhet om den framtida inkomstutvecklingen skulle kunna bidra till en svagare tillväxt och lägre inflation.
- I den andra gäller motsatsen, *inflationen blir högre* än i huvudscenariot. Orsaken skulle kunna vara en svagare kronutveckling, som medför en snabbare tillväxt och ett högre inflationstryck.


---

**Huvudscenariot och de antaganden detta baseras på utesluter inte något mer stimulerande monetära förhållanden. Detta beror på att inflationen förväntas något underskrida 2 procent under 1998.**

---

Huvudscenariot och de antaganden detta baseras på utesluter inte något mer stimulerande monetära förhållanden. Detta beror på att inflationen förväntas underskrida inflationsmålet på 2 procent något under 1998. Sammansättningen av de monetära förhållandena i termer av räntor och växelkurs kontrolleras dock inte av Riksbanken. Det är därför inte givet att styrräntan kan sänkas. Växelkursens utveckling måste också beaktas.

<sup>18</sup> Se A. Alexius och H. Lindberg "Kronans reala jämviktskurs", Penning- och valutapolitik 1996:1.



---

**En samlad bedömning leder till slutsatsen att penningpolitiken är väl avvägd.**

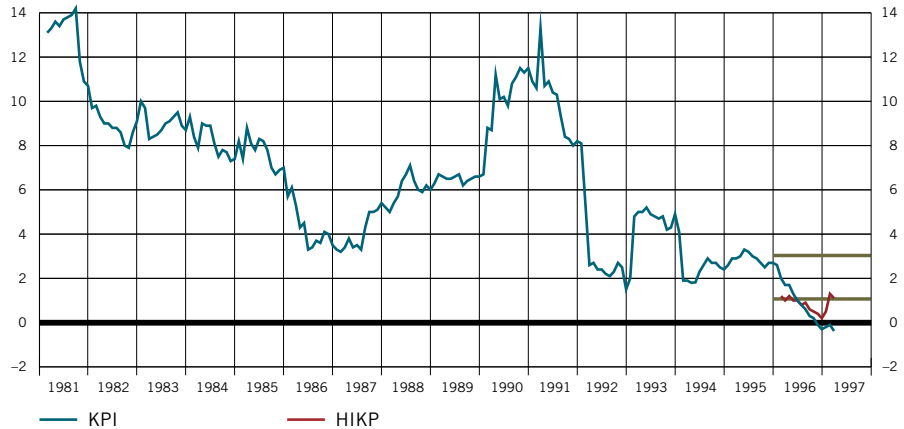
---

En samlad bedömning leder till slutsatsen att penningpolitiken är väl avvägd. Stora förändringar har

skett bl.a. i reporäntan under det gångna året. Det behövs tid för utvärdera effekterna av dessa. Till bilden hör också utvecklingen på de finansiella marknaderna under de senaste månaderna. Detta motiverar att penningpolitiken bedrivs med försiktighet.

# Bilaga

**Figur 1.**  
Konsumentprisindex (KPI)  
och HIKP\*.  
Årlig procentuell förändring

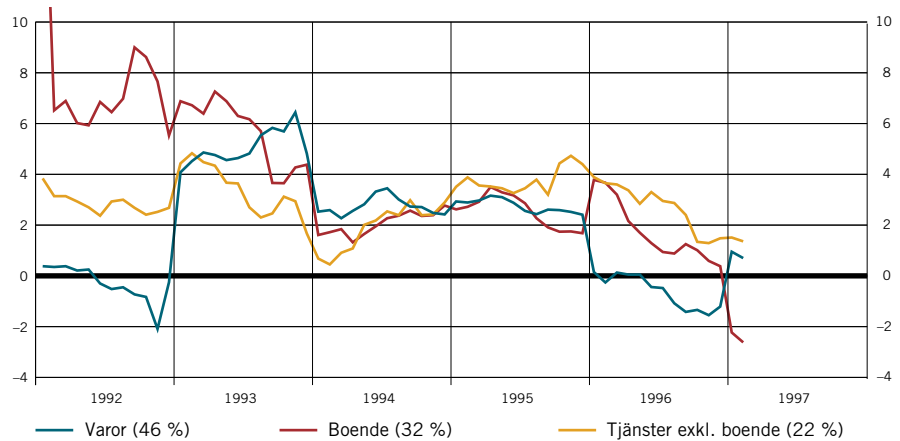


\*Harmoniserat index för konsumentpriser.

Anm. De horisontella linjerna för 1995–1997 anger Riksbankens toleransintervall för den årliga öknings-  
takten i KPI.

Källa: SCB.

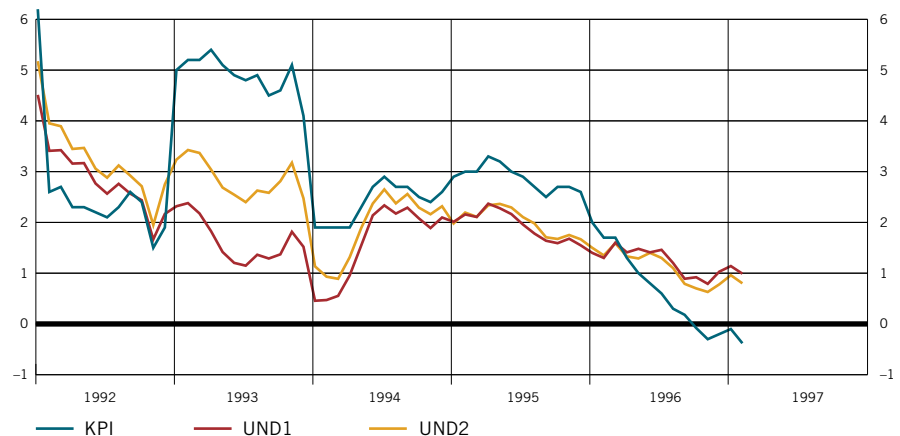
**Figur 2.**  
KPI för olika produkt-  
områden.  
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1997.

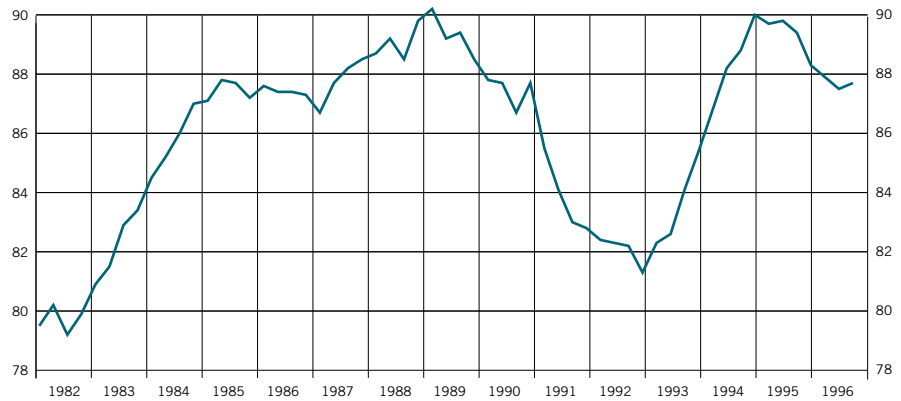
Källor: SCB och Riksbanken.

**Figur 3.**  
KPI och underliggande  
inflation.  
Årlig procentuell förändring



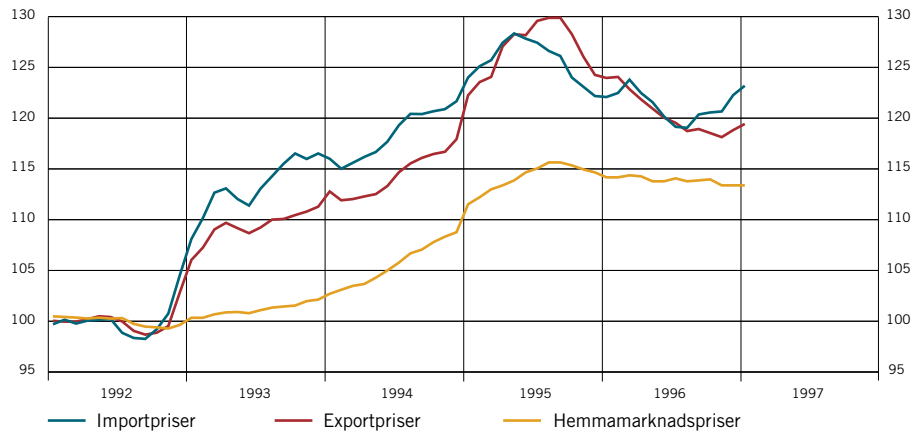
Källor: SCB och Riksbanken.

**Figur 4.**  
Kapacitetsutnyttjandet inom industrin.  
Procent



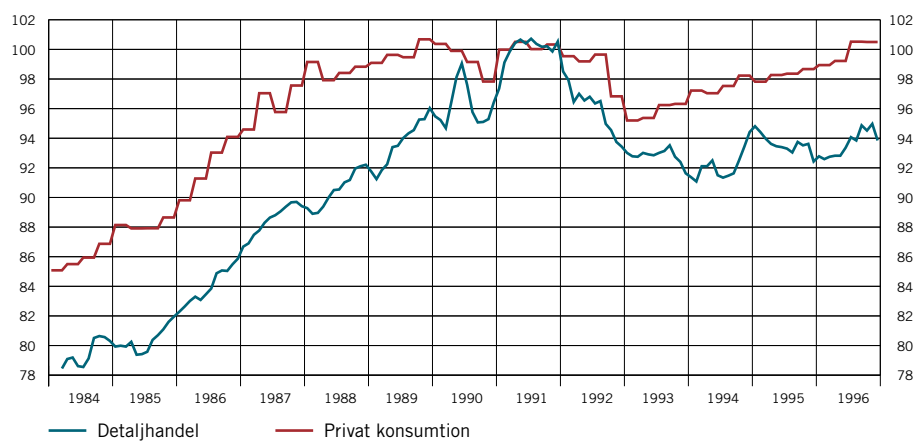
Källa: SCB.

**Figur 5.**  
Import-, export- och hemmamarknadspriser.  
Index: 1992=100



Källa: SCB.

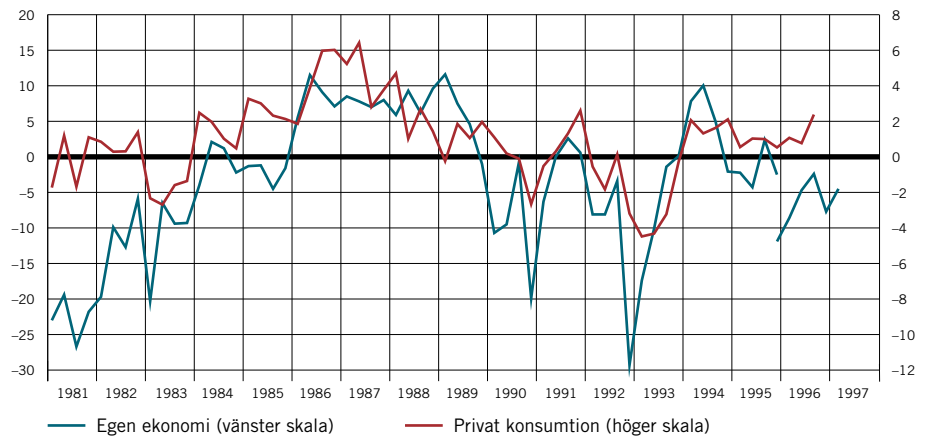
**Figur 6.**  
Privat konsumtion och omsättning i detaljhandeln.  
Volym, säsongkorrigerade kvartalsdata respektive  
tremånaders glidande medeltal,  
index: 1991=100



Källa: SCB.

**Figur 7.**

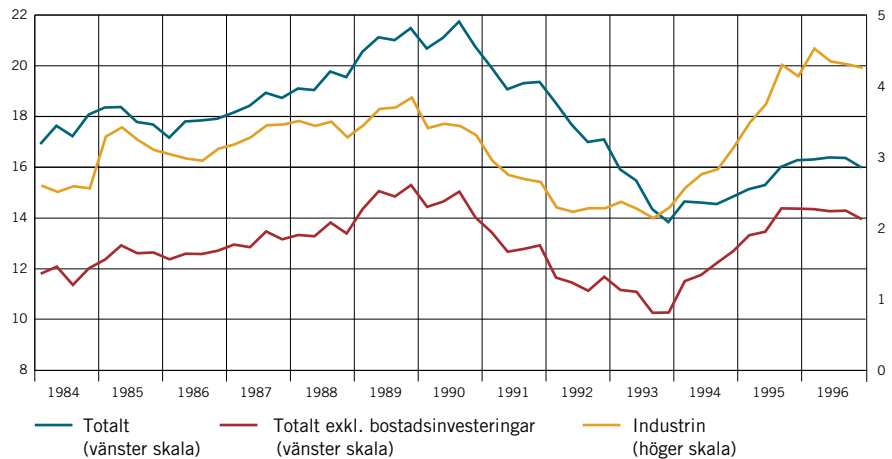
Hushållens förväntningar om den egna ekonomin\* och privat konsumtion. Nettotal och årlig procentuell förändring



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

**Figur 8.**

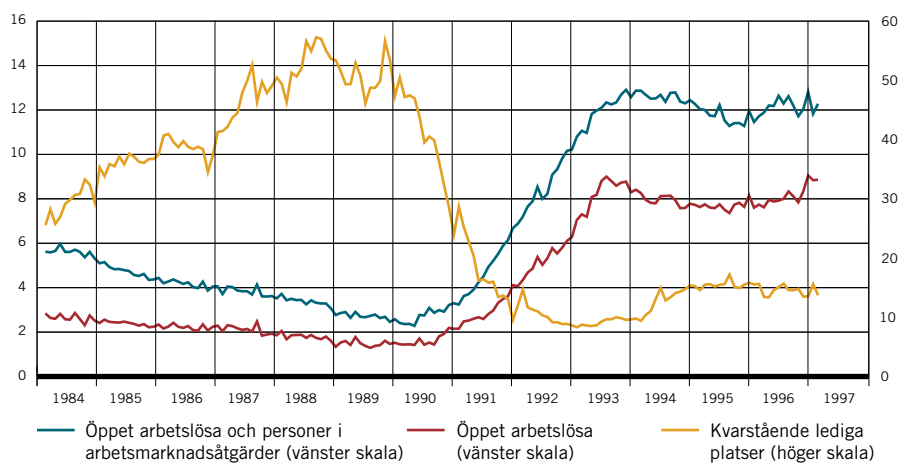
Bruttoinvesteringar som andel av BNP; totalt, exklusive bostadsinvesteringar och i industrin. Säsongrensade volymer, procent



Källa: SCB:s nationalräkenskaper.

**Figur 9.**

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



Källor: SCB och AMS.

**Tabell 1.**

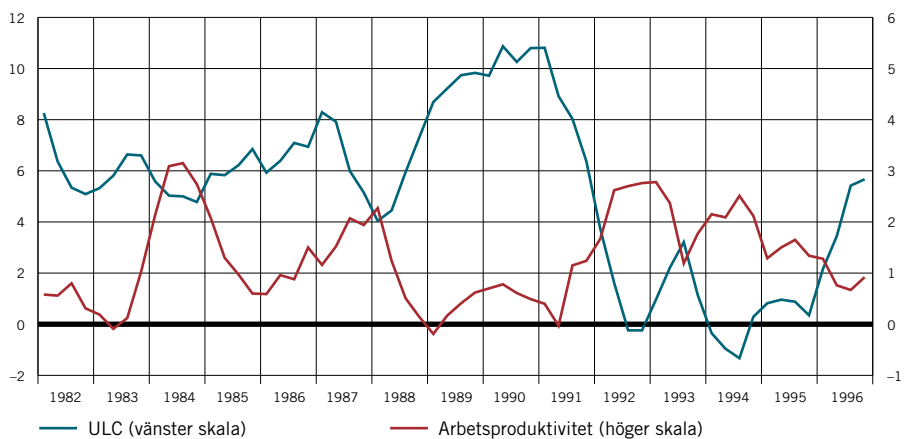
Löneutveckling i olika sektorer.  
Årlig procentuell förändring

|                        | 1993       | 1994       | 1995       | 1996       |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Privat sektor          | 3,0        | 2,6        | 4,0        | 6,3        |
| varav industri         | 3,4        | 3,7        | 4,8        | 7,4        |
| varav handel           | 2,8        | 1,5        | 4,0        | 5,1        |
| varav byggnadsindustri | 3,8        | 2,8        | 3,9        | 4,3        |
| Stat                   | 7,3        | 2,8        | 2,5        | 5,7        |
| Kommun                 | 3,1        | 3,2        | 1,0        | 5,3        |
| Landsting              | 3,6        | 3,6        | 2,8        | 6,6        |
| <b>Totalt</b>          | <b>3,5</b> | <b>2,8</b> | <b>3,2</b> | <b>6,1</b> |

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

**Figur 10.**

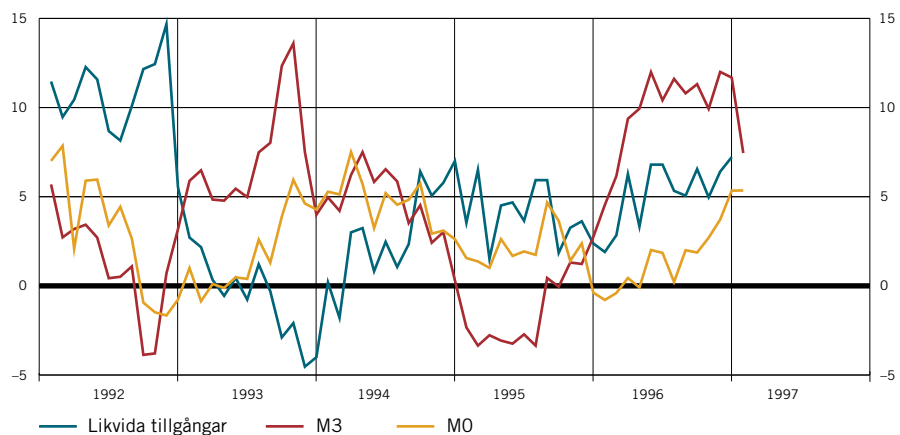
Arbetskraftskostnader per producerad enhet (ULC) och arbetsproduktivitet. Fyra kvartals glidande medeltal, årlig procentuell förändring



Källa: SCB:s nationalräkenskaper.

**Figur 11.**

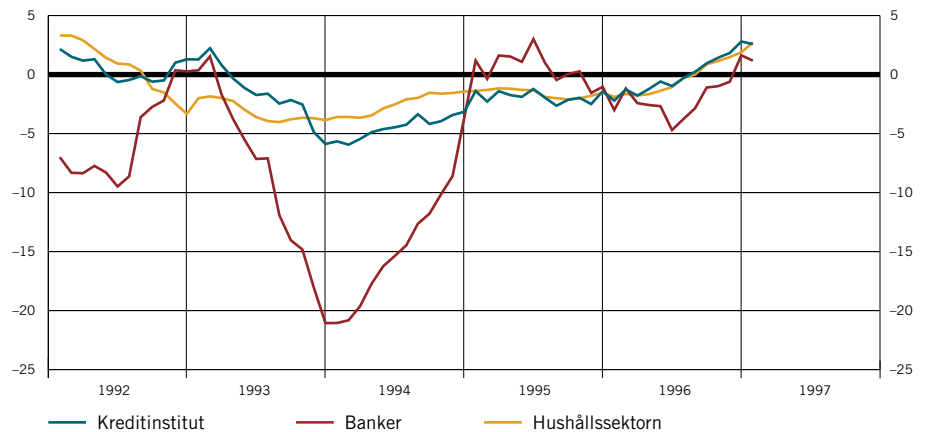
Penningmängd och likviditet. Årlig procentuell förändring



Anm. Likviditetsaggregatet omfattar allmänhetens innehav av M3, certifikat, statsskuldväxlar, allemanssparande, riksgäldskonto samt premie- och privatobligationer.  
Källa: Riksbanken.

**Figur 12.**

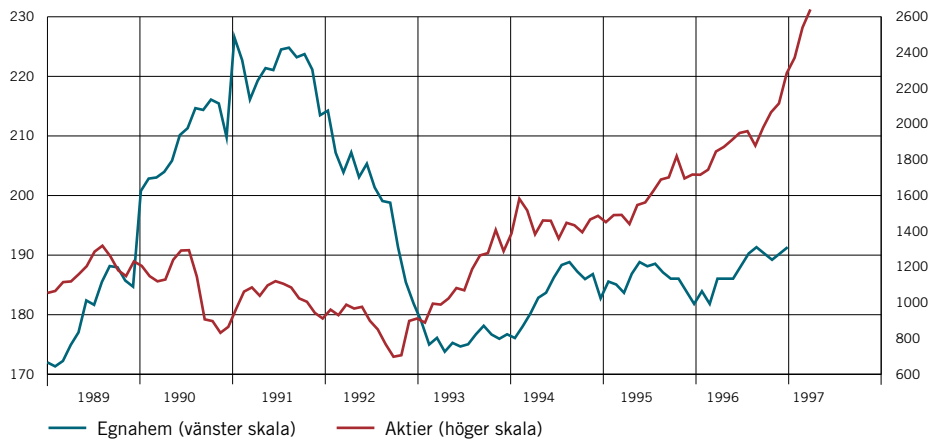
Kreditinstitutens utlåning till svensk allmänhet och hushållssektorn samt bankernas utlåning. Årlig procentuell förändring



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

**Figur 13.**

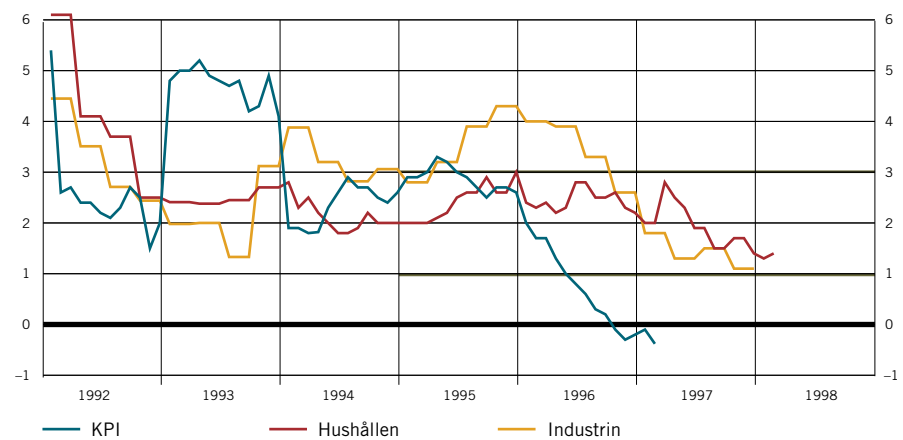
Prisindex egnahem, löpande priser, (index:1981=100) och Stockholms fondbörs generalindex\* (index: 1979-12-30=100)



\*Senaste observationen 1997-02-28. Källor: SCB och Stockholms fondbörs.

**Figur 14.**

KPI samt hushållens\* och industrins inflationsförväntningar\*\*. Årlig procentuell förändring



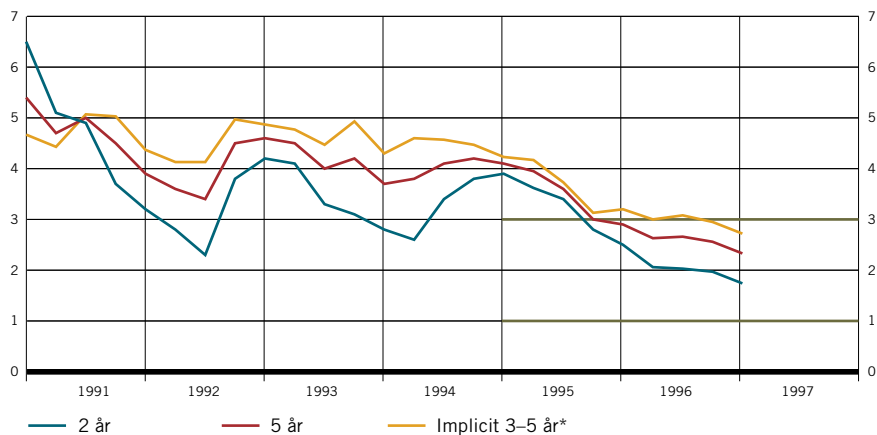
\*Från och med 1996 exkluderas de tio mest extrema svaren på båda sidor i hushållens förväntningar. Tidigare redovisas endast svar inom intervallet 0-15 procent.

\*\* Kurvorna har förskjutits framåt tolv månader för att motsvara den tidpunkt som inflationsförväntningarna avser. Anm. De horisontella linjerna för 1995-1998 anger Riksbankens toleransintervall för den årliga öknings-takten i KPI.

Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

**Figur 15.**

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



\*Genomsnittlig förväntad inflation för perioden tre till fem år framåt i tiden, beräknat av Riksbanken.  
Anm. De horisontella linjerna för 1995–1997 anger Riksbankens toleransintervall för den årliga öknings-  
takten i KPI.  
Källa: Aragon Fondkommission.

**Tabell 2.**

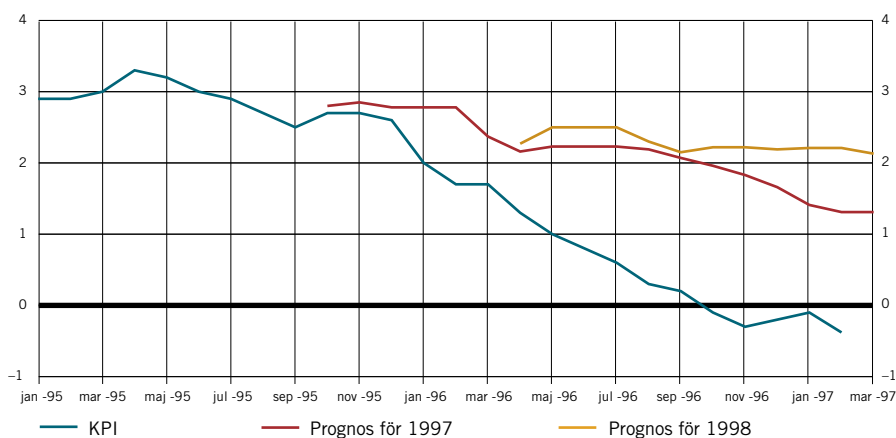
Inflationsförväntningar  
februari 1997 samt  
förändring jämfört med  
november 1996 inom  
parentes.  
Medelvärden, procent  
respektive procentenheter

| Kategori                   | Ändring av KPI (per år) |            |            |
|----------------------------|-------------------------|------------|------------|
|                            | -1 år                   | -2 år      | -5 år      |
| Arbetsgivarorganisationer  | 1,5 (+0,2)              | 1,7 (+0,2) | 1,9 (0,0)  |
| Arbetsstagarorganisationer | 1,4 (0,0)               | 1,6 (0,0)  | 1,9 (-0,2) |
| Inköpschefer, industrin    | 1,6 (+0,3)              | 1,8 (+0,2) | 2,1 (+0,1) |
| Inköpschefer, handeln      | 1,6 (+0,2)              | 1,8 (+0,2) | 2,0 (0,0)  |
| Penningmarknadsaktörer     | 1,4 (-0,1)              | 1,7 (-0,1) | 2,1 (0,0)  |

Källa: Prospera Research AB.

**Figur 16.**

Sammanvägning av  
inflationsprognoser från  
olika prognosmakare.  
Procent



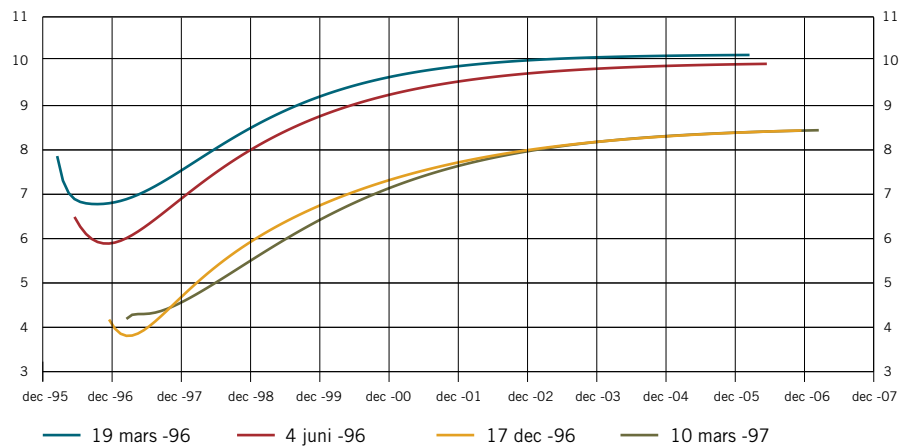
Källor: Riksbanken och respektive prognosmakare.





**Figur 17.**

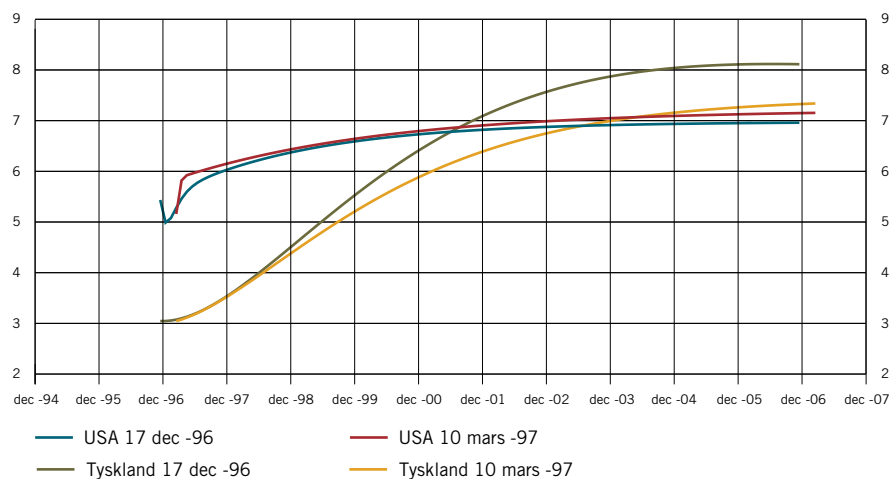
Implicita terminsräntor  
den 19 mars 1996,  
den 4 juni 1996, den  
17 december 1996 och  
den 10 mars 1997.  
Effektiv årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

**Figur 18.**

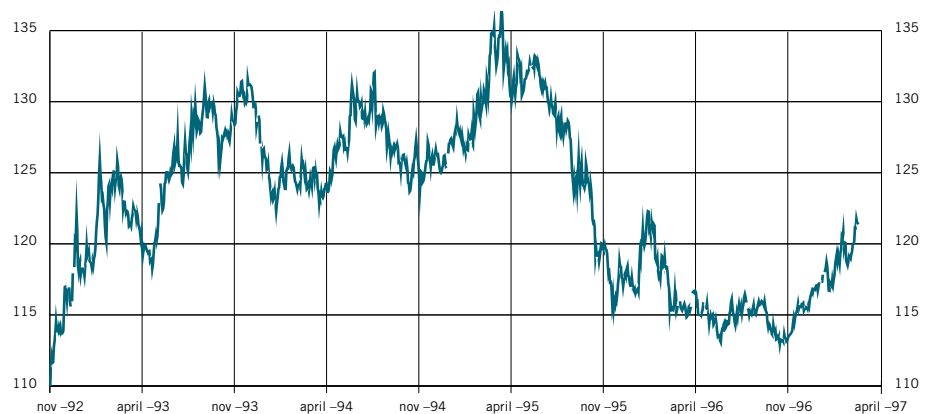
Implicita terminsräntor  
för USA och Tyskland  
den 17 december 1996  
och den 10 mars 1997.  
Effektiv årsränta, procent



Källa: Riksbanken

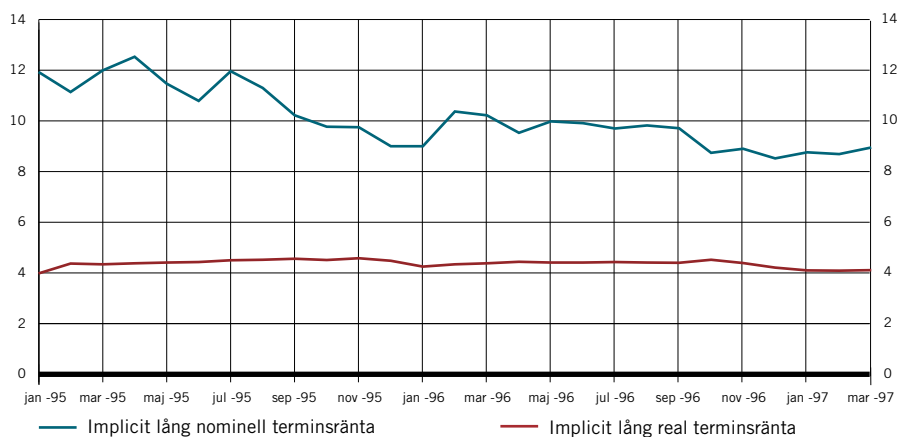
**Figur 19.**

Nominell effektiv växel-  
kurs (TCW-vägd).  
Index: 18 november  
1992=100



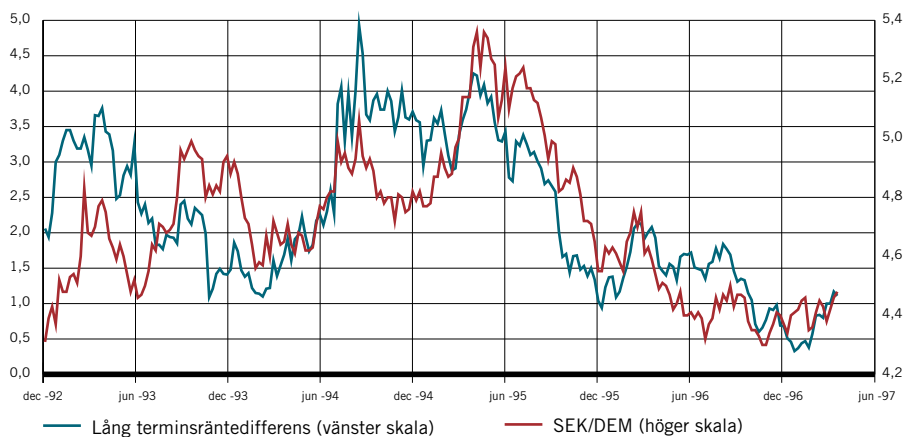
Källa: Riksbanken.

**Figur 20.**  
 Implicita långa (tio år)  
 reala och nominella  
 terminsräntor.  
 Procent



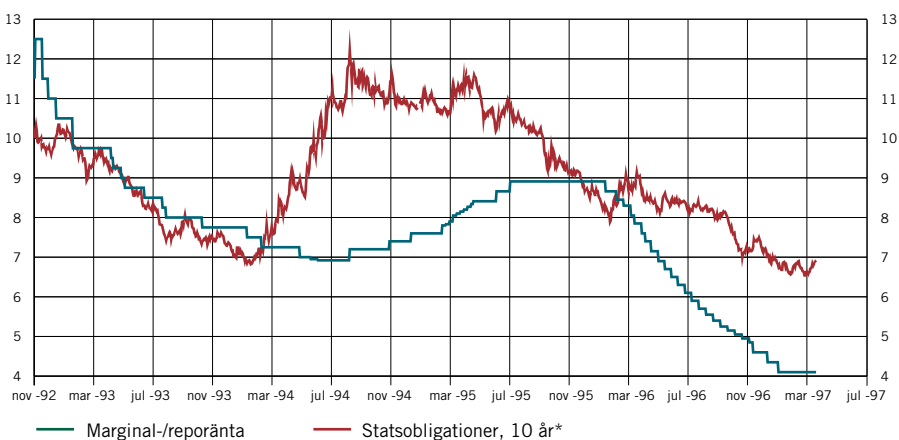
Källor: Riksgäldskontoret och Riksbanken.

**Figur 21.**  
 Lång terminsräntedifferens  
 (tio år) gentemot Tyskland  
 och kronans kurs mot den  
 tyska marken.  
 Procentenheter resp.  
 SEK/DEM



Källa: Riksbanken.

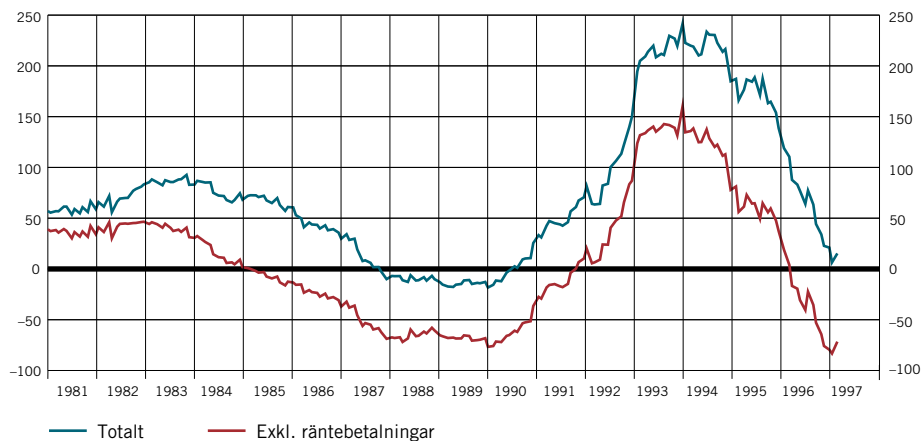
**Figur 22.**  
 Räntor.  
 Dagsnoteringar, procent



\* 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) och för 1997 obligationslån 1037 med förfall 2007-08-15.  
 Källa: Riksbanken.



**Figur 23.**  
Statens lånebehov, totalt  
och exklusive räntebetal-  
ningar.  
Ackumulerade tolv-  
månaderstal, miljarder  
kronor



Källa: Riksgäldskontoret.