

Sveriges riksbank  
Inflationsrapport  
Mars 1999

# Innehåll

|  |    |
|--|----|
| ■ Förord   | 3  |
| ■ Sammanfattning   | 4  |
| ■ Kapitel 1 Utvecklingen sedan föregående rapport                      | 7  |
| Priser   | 7  |
| Räntor, växelkurs och penningmängd                                     | 11 |
| ■ Kapitel 2 Inflationsbedömning  | 17 |
| Internationell konjunktur och inflation                                | 19 |
| Ränte- och växelkursbedömning  | 22 |
| Importpriser   | 25 |
| Efterfrågan och utbud  | 26 |
| Tillfälliga effekter   | 34 |
| Inflationsförväntningar  | 37 |
| Inflationsprognosen i huvudscenariot                                   | 38 |
| Osäkerheten i inflationsbedömningen                                    | 39 |
| ■ Kapitel 3 Slutsatser   | 43 |
| ■ Bilaga   | 47 |
| ■ <i>Fakta- respektive fördjupningsrutor</i>                           |    |
| Penningpolitikens genomslag på ekonomin                                | 11 |
| Faktorer som avgör inflationens utveckling                             | 17 |
| Europeiska centralbankens penningpolitiska strategi – en översikt      | 21 |
| Valutaoptionspriser som indikatorer på marknadens förväntningar        | 23 |
| Finanspolitikens inriktning  | 29 |
| Tillfälliga faktorer och andra utbudschocker – en modellbaserad ansats | 35 |
| Inflationsbedömningens betydelse för penningpolitiken                  | 46 |

# Förord

Målet för penningpolitiken är att begränsa inflationen till 2 procent, med en tolerans för avvikelser från denna nivå på  $\pm 1$  procentenhet.

Syftet med inflationsrapporten är att ta fram underlag för penningpolitiska beslut samt sprida kännedom om de bedömningar som Riksbanken gör och därmed göra det lättare för utomstående att följa och förstå penningpolitiken. Ytterligare ett syfte är att uppmuntra till diskussion kring penningpolitiska frågor.

Riksbanken skall enligt 6 kapitlet 4 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank från och med den 1 januari 1999 minst två gånger om året lämna en skriftlig redogörelse till riksdagens finansutskott om penningpolitiken. Riksbanken har valt att använda inflationsrapporten för detta ändamål.

Denna rapport följer samma uppläggning som föregående inflationsrapporter. Kapitel 1 behandlar utvecklingen i priserna och på de finansiella marknaderna sedan föregående rapport. I kapitel 2 redovisas bedömningen av inflationsutsikterna två år

framåt. Kapitlet är strukturerat utifrån en enkel inflationsmodell, där avsikten är att tydligt illustrera vilka faktorer som är av störst betydelse för den framtida inflationen. Kapitel 3 innehåller rapportens slutsatser. Rapporten innehåller också flera faktarutor vars syfte är att förmedla en bredare kunskap om frågor som är viktiga för inflationsbedömningen och penningpolitikens utformning. I en bilaga redovisas delar av det statistiska underlagsmaterialet.

Inflationsrapporten återger grundragen i de föredragningar och diskussioner om inflationsutsikterna som hölls i direktionen den 11 och den 18 mars 1999. Den utgör därmed bakgrunden till direktionens penningpolitiska beslut den 24 mars 1999. Protokollet från direktionens sammanträde den 24 mars kommer att offentliggöras den 3 maj 1999.

*Stockholm i mars 1999*

Urban Bäckström  
Riksbankschef

# Sammanfattning

■ Sedan föregående inflationsrapport har både konsumentpriser och underliggande inflation utvecklats i stort sett som väntat. I februari 1999 var inflationen, mätt som den årliga förändringen i konsumentprisindex, KPI,  $-0,2$  procent. Det var framförallt tillfälliga effekter och låga importpriser som dämpade prisutvecklingen, men även de inhemska priserna steg måttligt.

■ I denna inflationsrapport presenteras Riksbankens syn på inflationen fram till och med första kvartalet 2001. För att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitikens utformning utgår analysen från att reporäntan hålls oförändrad. Detta tekniska antagande ligger till grund för ett huvudscenario för inflationsutvecklingen som också kompletteras med en osäkerhetsbedömning.

■ Inflationen påverkas främst av följande faktorer:

*Den internationella konjunktur- och inflationsutvecklingen.* De internationella konjunkturutsikterna har dämpats marginellt, men bilden är inte helt entydig. I euroområdet, som är av stor betydelse för svensk export, har den ekonomiska aktiviteten mattats av något. Det finns dock tecken på en stabilisering i delar av Asien och den amerikanska ekonomin uppvisar fortsatt styrka. Den internationella prisutvecklingen har varit svagare än väntat. Inflationstrycket från omvärlden via importpriser bedöms bli något lägre än vad utgångspunkten var i föregående inflationsrapport.

*Efterfråge- och utbudsförhållanden.* I huvudscenariot är tillväxtutsikterna fortfarande goda. Den internationella avmattningen väntas visserligen innebära att den svenska ekonomin växer något långsammare än under 1998. Den inhemska efterfrågan bedöms stiga

successivt, bl.a. mot bakgrund av ett förhållandevis lågt ränteläge. Tillsammans med en gradvis återhämtning i den internationella konjunkturen innebär detta att BNP väntas växa med drygt 2 procent 1999 och ungefär 2,5 procent 2000. Trots en relativt god tillväxt kommer det sannolikt att finnas lediga resurser i ekonomin även på två års sikt, vilket talar för ett lågt underliggande inflationstryck. Lönerna bedöms öka med i genomsnitt 3,5 procent per år.

*Tillfälliga faktorer.* Ändrade indirekta skatter och subventioner samt sjunkande räntekostnader för egna hem bedöms hålla tillbaka ökningen av konsumentprisindex med 0,5 procentenheter på ett års sikt och 0,2 procentenheter på två års sikt.

*Inflationsförväntningarna,* såsom de kommer till uttryck i prissättningen på de finansiella marknaderna och i olika enkäter, har dämpats ytterligare och tyder på mycket låg inflation de närmaste tolv månaderna. På längre sikt indikerar förväntningarna en inflation väl i linje med målet.

■ I huvudscenariot bedöms inflationen, mätt med KPI, underskrida målet på 2 procent och uppgå till 1,1 procent på ett års sikt och 1,4 procent på två års sikt. Den svaga konsumentprisutvecklingen förklaras delvis av tillfälliga faktor som inte bedöms ha någon varaktig inverkan på inflationen och som därför inte påverkar penningpolitikens uppläggning. Rensat för ändrade indirekta skatter, subventioner och räntekostnader bedöms inflationen mätt med UNDI<sub>X</sub> uppgå till 1,7 procent på ett års sikt och 1,8 procent på två års sikt.

■ Riskbilden är också av betydelse för penningpolitikens utformning. Sammantaget är situationen



ungefär lika svårbedömd som inför den föregående inflationsrapporten. Oron på de globala finansiella marknaderna har visserligen minskat. Den internationella konjunkturutvecklingen är dock en stor osäkerhetsfaktor, som snarast tilltagit något den senaste månaden med de starka konjunktursiffrorna i USA. Sammantaget bedöms det finnas en viss nedåtrisk i inflationsbedömningen på grund av en sämre internationell konjunkturutveckling än vad som förutsätts i huvudscenariot.

■ Slutsatsen av de bedömningar som redovisats är att inflationen korrigerad för tillfälliga effekter av indirekta skatter, subventioner och ränteförändringar något underskrider Riksbankens mål på ett till två års sikt. Avvikelsen är dock inte stor om den sätts i relation till den osäkerhet som omger bedömningar av detta slag. Samtidigt bedöms risken för en något lägre inflation än i huvudscenariot vara större än att den blir högre.



# Utvecklingen sedan föregående rapport

*I detta kapitel diskuteras utvecklingen sedan föregående inflationsrapport. Först redovisas inflationsutvecklingen under de senaste månaderna. Därefter görs en genomgång av den senaste tidens förändringar i räntor, växelkurs samt i olika penning- och kreditaggregat.*

## Priser

KONSUMENTPRISERNA HAR FORTSATT

ATT FALLA

Konsumentpriserna har sedan föregående inflationsrapport utvecklats något svagare än väntat. Inflationen, mätt som den årliga förändringen i konsumentprisindex, KPI, uppgick till  $-0,2$  procent i februari 1999 (se diagram 1). Till en del beror detta på att priser på petroleumrelaterade varor föll mer än väntat. Riksbanken har dessutom sänkt reporäntan med sammanlagt  $0,45$  procentenheter sedan

början av december 1998, vilket har bidragit till att dämpa hushållens räntekostnader. Dessa förändringar har i stort sett uppvägs av att vissa inhemska priser stigit mer än väntat, exempelvis ökade tandläkararvodena med drygt 21 procent i samband med avregleringen vid årsskiftet 1998/99.

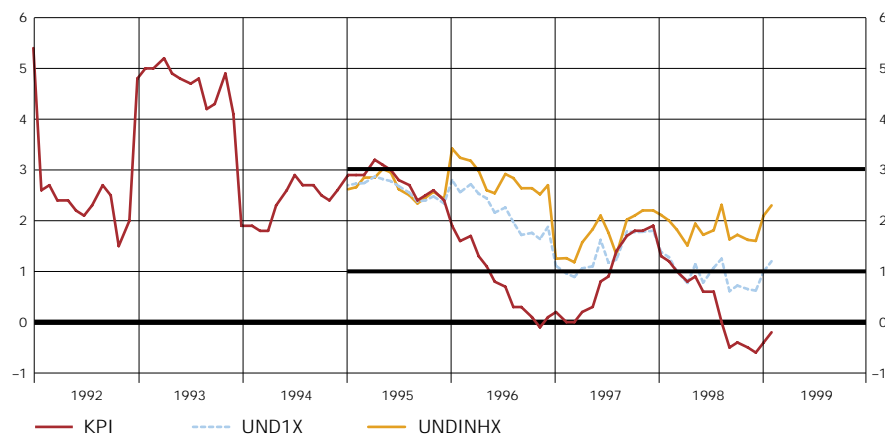
Konsumentpriserna har sedan föregående inflationsrapport utvecklats något svagare än väntat, bl.a. till följd av lägre räntekostnader.

Den svenska inflationen har varit lägre än i de flesta EU-länderna under det senaste halvåret. Inflationen

Diagram 1.

KPI och underliggande inflation.

Årlig procentuell förändring



Anm. UND1X definieras som KPI exklusive räntekostnader och direkta effekter av ändrade indirekta skatter. UNDINH är KPI exklusive räntekostnader, varor som i huvudsak importeras och direkta effekter av ändrade inhemska indirekta skatter. De horisontella linjerna från 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.

Källa: SCB.

mätt som den årliga förändringen i det internationellt harmoniserade konsumentprisindexet, HIKP, var i februari 0,2 procent (se diagram 2). Fallande importpriser och sänkta indirekta skatter och subventioner i Sverige har neutraliserat den, i jämförelse med andra EU-länder, starka prisökningen för taxor och diverse tjänster.

Den underliggande inflationen, mätt med UND1X, har utvecklats i stort sett som väntat sedan föregående inflationsrapport och den årliga prisförändringen uppgick i februari till 1,2 procent. Prisfallet för i huvudsak importerade varor blev något större än förutsett samtidigt som de inhemska priserna ökade något snabbare. Det sistnämnda avspeglas också i det faktum att inhemska underliggande inflation, UNDINHX, steg snabbare än väntat, främst till följd av högre tandläkartaxor. Den årliga förändringen i UNDINHX uppmättes i februari till 2,3 procent.

Underliggande inflation har utvecklats i stort sett som väntat sedan föregående inflationsrapport.

Priserna på i huvudsak importerade varor exklusive skatt var 1,3 procent lägre i februari än samma månad föregående år. Den årliga prisförändringen har därmed varit negativ under drygt ett år. En mer detaljerad uppdelning visar att priserna på

både råvaror, främst råolja, och bearbetade varor utvecklats fortsatt svagt (se diagram 9 i bilagan). Priserna på importerade konsumtionsvaror har emellertid utvecklats förhållandevis starkt i producentledet. Genomslaget i konsumentledet sker dock med en betydande eftersläpning och än så länge har effekterna i konsumentledet uteblivit (se diagram 3).<sup>1</sup>

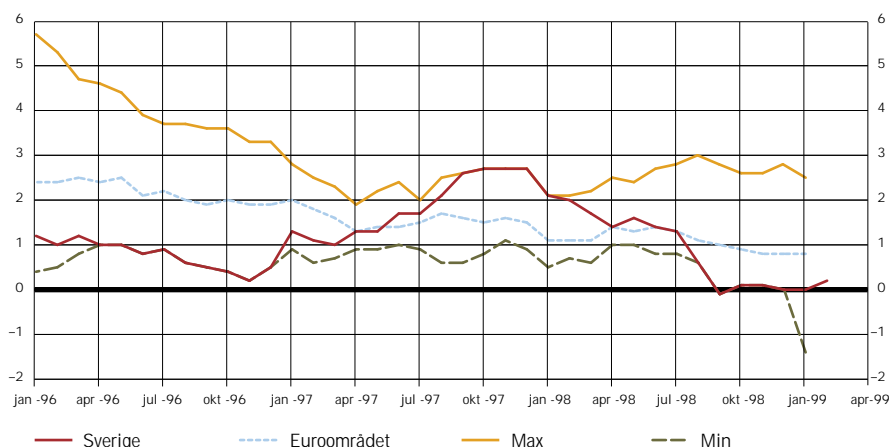
Hushållens räntekostnader för egna hem har minskat mer än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Detta beror främst på Riksbankens sänkningar av reporäntan under de senaste månaderna. Till följd av fallande räntekostnader för egna hemsägare dämpades den årliga förändringen i konsumentpriserna i februari i år med sammantaget 0,7 procentenheter.

Tillfälliga faktorer dämpade konsumentprisutvecklingen med 1,3 procentenheter i februari 1999.

Under de senaste tolv månaderna har det också skett betydande förändringar i indirekta skatter och subventioner. I februari uppgick nettoeffekten på KPI till -0,6 procentenheter. Tillfälliga faktorer i form av sänkta räntekostnader och förändrade indirekta skatter och subventioner dämpade sammantaget konsumentprisutvecklingen med 1,3 procentenheter i februari 1999.

Diagram 2.

Inflationen mätt med HIKP; max och min inom EU, euroområdet och Sverige.  
Årlig procentuell förändring



Anm. Max anger den högsta siffra som noterats vid det aktuella tillfället inom EU exkl. Grekland. Min anger motsvarande lägsta. Inflationen för euroområdet är mätt med HIKP och sammanvägd till ECB:s målvariabel MUJCP.  
Källor: Eurostat och SCB.



*Sammanfattningsvis har konsumentpriserna utvecklats något svagare än väntat. Till en del beror detta på att s.k. tillfälliga effekter blivit mer dämpande än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Den underliggande inflationen har i stort sett utvecklats i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport.*

#### SVAG PRODUCENTPRISUTVECKLING

Exportpriserna har fortsatt att falla sedan föregående inflationsrapport. Den årliga förändringen i exportpriserna har sjunkit under vintern och uppgick till -1,9 procent i januari. Det är framför allt priserna på mer råvarubaserade varor, t.ex. insats- och energivaror, som har sjunkit.

Producentpriserna fortsatte att falla, främst till följd av allt lägre priser på insatsvaror och energirelaterade varor.

Priserna på hemmamarknaden har fortsatt att falla både jämfört med motsvarande period föregående år och under de senaste månaderna. I januari 1999 sjönk priserna med 1,5 procent på årsbasis. Utvecklingen förklaras främst av lägre priser på insatsvaror och energirelaterade varor. Även priserna på icke varaktiga konsumtionsvaror föll, om än i mindre utsträckning än tidigare. Stigande priser noterades dock för varaktiga konsumtionsvaror.

Priserna i producentledet på konsumtionsvaror avsedda att förbrukas inom landet indikerar fortsatt måttliga prisökningar på varor i konsumentledet.

Importpriserna i producentledet steg marginellt i januari 1999, med 0,1 procent jämfört med januari 1998. Den starka prisökningen på konsumtionsvaror (dessa priser steg med drygt 3 procent i årstakt) uppvägdes av fortsatt kraftigt fallande priser på insats- och energivaror (som föll med 2,5 respektive 21 procent). En förklaring till den starka prisökningen på importerade konsumtionsvaror är kronförsvagningen under slutet av 1998. Den förstärkning av kronan som skett sedan årsskiftet bör bidra till en svagare prisutveckling under de närmaste månaderna.

Priserna på konsumtionsvaror avsedda att förbrukas inom landet ökade med 1,1 procent i januari 1999 jämfört med januari 1998 (se diagram 5 i bilagan).<sup>2</sup> Detta index, som historiskt har visat sig vara en bra indikator på prisutvecklingen i konsumentledet på ett par månaders sikt, indikerar fortsatt måttliga prisökningar på varor i konsumentledet.

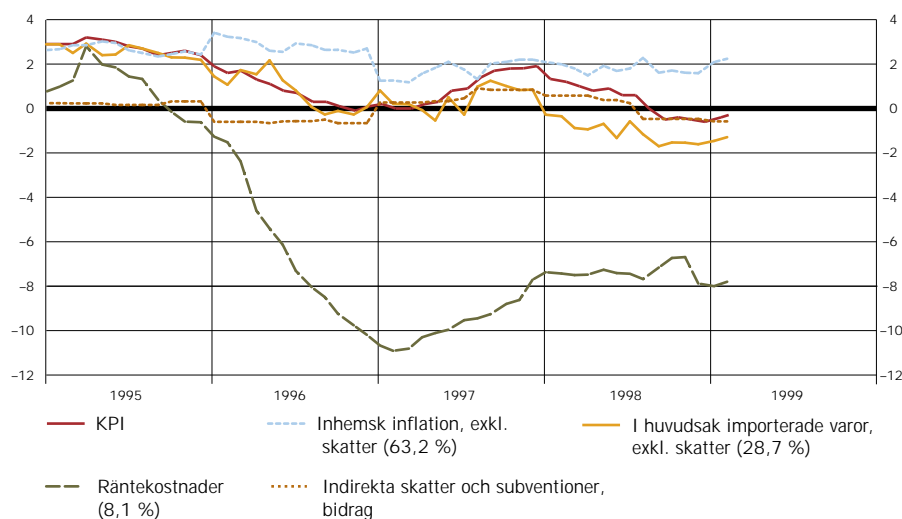
1 Se ruta "Internationella prisers och växelkursens genomslag i KPI" i Inflationsrapport 1998:4.

2 Avser prisindex för inhemsk tillgång av konsumtionsvaror. Inhemsk tillgång är en sammanvägning av importerade och svenskproducerade varor.

**Diagram 3.**

Prisutvecklingen på inhemska och importerade varor.

Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Konjunkturinstitutets barometerundersökning ger en något splittrad bild vad avser prissättningen inom industrin.<sup>3</sup> Å ena sidan visar den att prissänkningarna har fortsatt inom insats- och investeringsvaruindustrin under fjärde kvartalet 1998.<sup>4</sup> Å andra sidan planerar ca en femtedel av företagen inom konsumtionsvaruindustrin att höja priserna på hemmamarknaden under första kvartalet i år, vilket är den största andelen sedan första kvartalet 1995. Också inom tjänstesektorerna var prisutvecklingen förhållandevis stark under fjärde kvartalet 1998.

#### STIGANDE RÅVARUPRISER

Råvarupriserna sjönk kraftigt, med ca 35 procent, under 1998 bl.a. till följd av hög produktion i kombination med fortsatt svag global efterfrågan. Råvarupriserna fortsatte också att falla fram till och med februari 1999. Därmed realiserades inte den utveckling som prognosticerades i föregående inflationsrapport om något stigande priser under slutet av 1998 och inledningen av 1999. Under den senaste månaden har dock oljepriset stigit markant och US-dollar förstärkts mot kronan. Detta har medfört att råvarupriserna räknat i svenska kronor sammantaget har ökat med knappt 10 procent sedan föregående inflationsrapport.

Utöver eventuella beslut om produktionsnedskärningar kommer den internationella efterfrågeutvecklingen att vara avgörande för råvarupriserna framöver. Världsbanken spår i en rapport att den svaga globala konjunkturen bidrar till att skjuta en återhämtning i råvarupriserna på framtiden.<sup>5</sup>

---

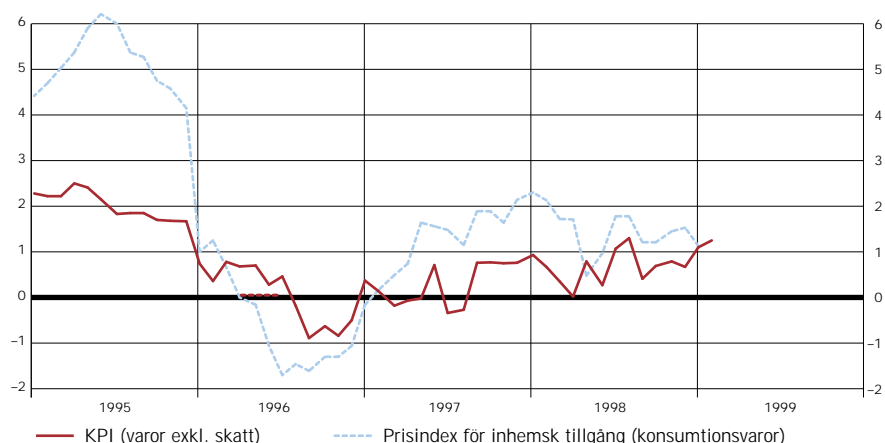
Råvarupriserna har stigit med knappt 10 procent sedan föregående inflationsrapport bl.a. till följd av stigande oljepriser.

---

Priserna på Sveriges viktigaste exportråvaror, massa och stål och metaller, har utvecklats svagt sedan föregående inflationsrapport. Priset på pappersmassa föll med 16 procent på årsbasis i januari 1999 medan exportpriserna på metaller sjönk mindre.

*Sammantaget är pristrycket i producent- och råvaruleden fortsatt dämpat, i synnerhet vad gäller industrins insatsvaror och energirelaterade varor.*

**Diagram 4.**  
Konsument- och producentprisutvecklingen på varor.  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

# Räntor, växelkurs och penningmängd

## RÄNTELÄGET FORTSATT GYNNSAMT TROTS REKYL I LÅNGRÄNTORNA

Under senare år har de långa obligationsräntorna sjunkit successivt, såväl utomlands som i Sverige. För svensk del har denna utveckling orsakats, inte bara av allt lägre internationella räntor, utan också av saneringen av de offentliga finanserna och ett växande förtroende för prisstabilitetspolitiken med lägre inflationsförväntningar som följd.

Något som under det senaste året mer direkt påverkat utvecklingen av de långa obligationsräntorna har varit den globala finansiella oron. Under sommaren 1998 avvecklade många investerare sina mest riskfyllda aktieplaceringar till förmån för pla-

ceringar i framför allt räntebärande värdepapper. Därmed sjönk de internationella långräntorna ytterligare och så även de svenska.

---

Långräntorna i Sverige ligger fortfarande på historiskt låga nivåer.

---

Efter föregående inflationsrapport fortsatte de svenska långräntorna att falla. I början av 1999 var tioårsräntan tidvis under 4 procent. Under den senaste tiden har dock obligationsräntorna inom såväl euroområdet som i Sverige pressats uppåt något. Ränteuppgången i Sverige förefaller i det när-

3 Exportpriserna har sjunkit mer än de inhemska priserna.

4 Detta är ett s.k. netttotal, 24 procent av företagen planerar höja priserna och 4 procent planerar att sänka priserna.

5 World Bank (1999) "Global Commodity Markets".

## PENNINGPOLITIKENS GENOMSLAG PÅ EKONOMIN

Reporäntan, vilket är den kortfristiga ränta som de privata bankerna kan låna eller placera till i Riksbanken, är Riksbankens viktigaste penningpolitiska instrument. Något förenklat påverkar Riksbanken övriga svenska marknadsräntor genom att ändra reporäntan. Via dessa marknadsräntor påverkas i sin tur den ekonomiska aktiviteten i ekonomin, t.ex. företagens investeringar och hushållens konsumtion, och därigenom i förlängningen också prisutvecklingen.

Riksbankens agerande har dock inte samma inverkan på alla typer av räntor. Räntorna med de kortaste löptiderna styrs mer eller mindre direkt via reporäntan medan räntor med längre löptider influeras starkt av faktorer som ligger utanför Riksbankens direkta kontroll. Sådana faktorer är exempelvis finanspolitikens utformning, den internationella ränteutvecklingen och förtroendet för den samlade ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet. I sammanhanget är det också viktigt att påpeka att hushåll och de flesta företag huvudsakligen finansierar sina inköp och investeringar till andra räntesatser än de som noteras på penningmarknaden. Vanligtvis är det banker och bostadsinstitut

som står för utlåningen och deras räntesättning bestäms bl.a. av kreditrisker och av konkurrensen mellan olika låneinstitut.

Penningpolitiken har också inflytande över inflationsutvecklingen via växelkursen eftersom förändringar i växelkursen har effekter på efterfrågan och investeringar i den utrikeshandelsberoende delen av ekonomin. Under normala förhållanden leder en reporäntehöjning, eller förväntningar om en höjning, till en starkare krona. Det beror på att högre svenska räntor relativt utländska räntor gör svenska finansiella tillgångar mer attraktiva än motsvarande räntebärande placeringar i andra valutor. Detta gör i sin tur att utländskt kapital lockas till Sverige och efterfrågan på kronor ökar. Om växelkursen försvagas eller förstärks mer varaktigt kommer detta – allt annat lika – att inverka på efterfrågan, via förändrade relativpriser mellan svenska och utländska varor. Detta kommer i sin tur att påverka inflationen. En förändring av kronkursen har också normalt sett en direkt påverkan på inflationen via ändrade importpriser.

maste helt vara en reaktion på den amerikanska ränteuppgången, som i sin tur tycks vara orsakad av tecken på fortsatt styrka i USA:s ekonomi. Trots uppgången ligger långräntorna i Sverige fortfarande på historiskt låga nivåer, ca 4,5 procent (se diagram 10 i bilagan). Eftersom de tyska långräntorna inte har stigit lika mycket som de svenska har långräntedifferensen mot Tyskland ökat något, till ca 0,4 procentenheter (se diagram 11 i bilagan).

Under hösten försvagades de internationella konjunktur- och inflationsutsikterna ytterligare, vilket dämpade de svenska tillväxt- och inflationsutsikterna. Detta innebar i sin tur ökade förväntningar om fortsatta räntesänkningar, som också infriades i och med att penningpolitiken sedan justerades i en mer expansiv riktning. Under december 1998 och februari 1999 sänktes reporäntan i två steg med totalt 0,45 procentenheter till 3,15 procent. Sammantaget har tremånadersräntan minskat med ungefär 0,3 procentenheter sedan föregående inflationsrapport och uppgår för närvarande till ca 3,2 procent.

---

Under december 1998 och februari 1999 sänktes reporäntan i två steg med totalt 0,45 procentenheter till 3,15 procent.

---

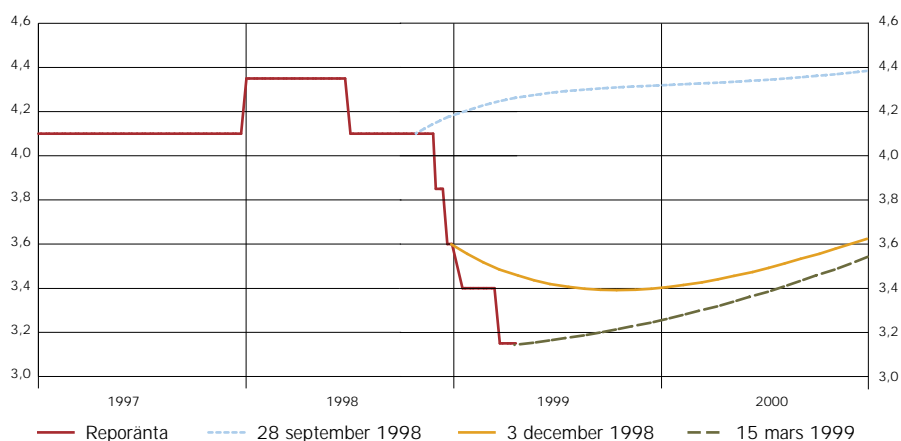
För närvarande speglar både enkätresultat (se tabell 1 i bilagan) och prissättningen på penningmarkna-

den förväntningar om en i stort sett oförändrad repo-ränta under den närmaste tiden.

I föregående inflationsrapport var bedömningen att den svenska kronan, mätt som nominellt konkurrensvägt TCW-index, inledningsvis under 1999 skulle vara fortsatt svag för att därefter stärkas under den tvååriga prognosperioden. I slutet av prognosperioden skulle kronan appreciera i något långsammare takt. TCW-index bedömdes uppgå till ca 128 fram till och med första kvartalet 1999. Därefter antogs kronan appreciera gradvis till knappt 121 fjärde kvartalet 1999 och till drygt 118 fjärde kvartalet 2000.

Sedan föregående inflationsrapport har dock kronan stärkts (se diagram 14 i bilagan). Kronkursen är för närvarande, mätt i effektiva termer, ca 2 procent starkare än väntat. Förstärkningen mot euron uppgår sedan årsskiftet till ca 6 procent (se diagram 40 i bilagan). Apprecieringen har troligtvis orsakats av en kombination av flera olika faktorer. Försvagningen av kronan fram till årsskiftet var främst en effekt av den rådande marknadsoron med ökad riskaversion hos internationella placerare och kapitalflykt till vad som bedömdes som mindre riskfyllda tillgångar. När turbulensen på de internationella finansiella marknaderna dämpades stärktes kronan åter. Inför starten av EMU fanns det också en

**Diagram 5.**  
Faktisk och förväntad  
reporänta enligt  
terminsräntor.  
Procent



Källa: Riksbanken.

del oro kring hur kronan skulle komma att påverkas. När väl valutaunionen startade dämpades denna oro och kronkursen stärktes. Dessutom kan möjligtvis ökade förväntningar om ett framtida svenskt deltagande i ERM och EMU understött kronans utveckling

*Sammanfattningsvis har en mer expansiv penningpolitik inneburit att de korta räntorna sjunkit sedan föregående inflationsrapport. Stigande internationella långräntor, framför allt amerikanska, har under den allra senaste tiden bidragit till att dra upp de svenska långa obligationsräntorna. Kronan har apprecierat och är något starkare än väntat.*

#### HISTORISKT LÅGT REALRÄNTELÄGE

Den samlade effekten som realränteläget och reala växelkursen bedöms ha på den totala efterfrågan i ekonomin, har blivit något mer expansiv sedan föregående inflationsrapport. Den korta realräntan<sup>6</sup> har mellan november 1998 och februari 1999, mätt som månadsgenomsnitt, sjunkit med 0,5 procentenheter till ca 2,4 procent (se diagram 6). Detta är framför allt en följd av expansiv penningpolitik som pressat ned de korta nominella räntorna.<sup>7</sup>

Även den långa realräntan har sjunkit och uppgår nu till ca 1,9 procent, vilket är ungefär 0,5 procentenheter lägre än vid föregående inflationsrapport.<sup>8</sup> Nedgången beror uteslutande på lägre

nominella räntor eftersom de femåriga inflationsförväntningarna varit i stort sett oförändrade, 1,8 procent, sedan i november.

Den reala TCW-vägda växelkursen har stärkts sedan föregående inflationsrapport, vilket innebär att kronkursen har en mindre expansiv effekt på efterfrågan än tidigare. Mellan november 1998 och februari 1999 uppgår förstärkningen till ca 2 procent.

*Sammantaget ligger såväl de korta som de långa realräntorna på lägre nivåer än inför föregående inflationsrapport. Under samma period har den reala växelkursen stärkts. De monetära förhållandena bedöms vara något mer expansiva än inför föregående inflationsrapport.*

6 Räntan på en tremånaders statsskuldväxel justerad med hushållens förväntade utveckling av KPI under det kommande året.

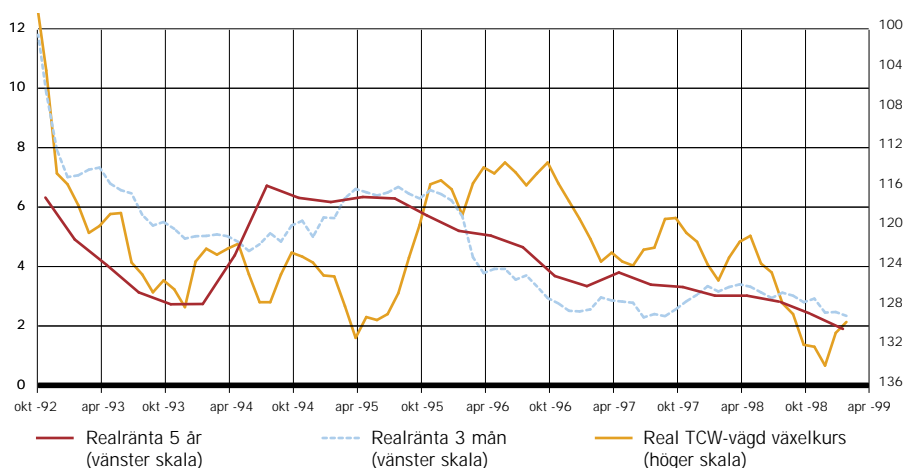
7 Statistik från SCB visar att hushållens förväntningar om prisutvecklingen de kommande tolv månaderna uppgick till 0,8 procent i februari 1999, vilket är 0,1 procentenheter lägre än i november 1998.

8 Mätt som kvartalsgenomsnittet för en femårig statsobligationsränta justerad med finansiella placerares inflationsförväntningar på fem års sikt enligt Aragons enkät. Genomsnittet för första kvartalet baseras på perioden fram t.o.m. den 15 mars 1999.

**Diagram 6.**

Realräntor, fem år och tre månader, och real effektiv växelkurs.

Procent och index:  
18 november 1992 = 100



Källa: Riksbanken.

RÄNTESÄTTNINGEN FÖRSVAGAR  
PENNINGPOLITIKENS GENOMSLAG

När hushåll och företag ska låna pengar till konsumtion eller investeringar vänder de sig vanligtvis till banker och andra kreditinstitut. Generellt sett är det endast mycket stora företag som kan finansiera sina investeringar direkt på penningmarknaden. Vanligtvis finns en skillnad mellan utlåningsräntorna hos kreditgivare och räntorna på penningmarknaden. Denna differens återspeglar skillnader i kreditrisker, konkurrensförhållanden och prissättningsstrategier mellan långgivare. Förändringar i dessa räntemarginaler tenderar att förstärka, eller försvaga, penningpolitikens genomslag på efterfrågan och inflation.

Under fjärde kvartalet 1998 föll både de korta penningmarknadsräntorna och bankernas genomsnittliga utlåningsräntor till hushåll och företag.<sup>9</sup> Kreditgivarnas räntereduktion var dock mindre än fallet i penningmarknadsräntorna. Differensen mellan utlåningsräntorna till hushållen och penningmarknadsräntorna var 0,2 procentenheter större i december 1998 än i september samma år och motsvarande räntemarginal för företagskrediter var 0,3 procentenheter större. Den eftersläpning som registreras i kreditgivarnas räntesättning vid förändringar i ränteläget på penningmarknaden är förhållandevis normal och innebär att penningpolitikens genomslag på efterfrågan och inflation blir något fördröjt.

Det är inte givet att hushåll och företag alltid anses tillräckligt kreditvärdiga för att låna till de räntor som faktiskt noteras. Låntagare som är beredda att låna till höga räntor kan av långgivarna befaras vara mindre benägna att betala tillbaka lånen. I samma riktning verkar att företags förväntade lönsamhet minskar om räntorna skulle börja stiga och, som följd därav, att efterfrågan dämpas. Följaktligen minskar företags vilja och förmåga att bära skulder. Företag som inte får eller vill låna måste dra ned på sin verksamhet och skjuta på investeringar, vilket dämpar efterfrågan. Både utlåningsräntorna och storleken på själva utlåningen har därmed via den s.k. kreditkanalen ett informationsvärde för inflationsutsikterna.

FORTSATT STARK KREDITEXPANSION  
I HUSHÅLLSSEKTORN

I samband med den finansiella oron under hösten 1998 steg räntedifferensen mellan företags- och statsobligationer kraftigt på de internationella marknaderna. En minskad tillgång till riskkapital för privata placerare utmålades som ett av de största hoten mot fortsatt tillväxt i världsekonomin.

Den sammanlagda kreditgivningen från banker och bostadsinstitut till svensk allmänhet, i detta sammanhang definierad som hushåll, företag och kommuner, ökade med 5,8 procent i januari 1999 jämfört med samma månad året innan (se diagram 16 i bilagan). Det betyder att ökningstakten i den totala utlåningen är något högre än vid föregående inflationsrapport. Ökningstakten i utlåningen till hushållen uppgick i januari till 6,7 procent, vilket i stort sett är oförändrat sedan föregående inflationsrapport.<sup>10</sup>

Bankernas krediter till svensk allmänhet ökade i januari med 10,3 procent i årstakt, vilket är något lägre än tidigare. Både utlåning till hushåll och företag ökar långsammare. Samtidigt uppvisar bostadsinstituten en något ökande utlåningstakt till köp eller ytterligare belåning av villor och bostadsrätter.

---

Både hushåll och företag bedöms ha god tillgång till krediter.

---

Sammanfattningsvis bedöms både hushåll och företag ha god tillgång till krediter. En något dämpad kreditgivning till företagssektorn kunde skönjas i slutet av föregående år. Denna nedgång bedöms framför allt vara efterfrågestyrd och alltså inte vara tecken på problem med kreditförseln i Sverige.

Inflationstrycket såsom det kommer till uttryck i penningmängdsstatistiken är fortsatt lågt men svagt växande. Det snäva penningmängdsaggregatet M0, svenska hushålls och företags innehav av sedlar och mynt, har visat sig vara en god inflationsindikator på omkring sex kvartals sikt. M0 ökade i januari med 5,9 procent på årsbasis, vilket var något lägre än vid föregående inflationsrapport (se diagram 18 i bilagan). Den höga tillväxten i M0 under det senaste halvåret sammanfaller med en förhållandevis snabb

ökning i detaljhandelns omsättning och tyder på en fortsatt stark utveckling av privat konsumtion.

Det bredare penningmängdsaggregatet M3, där även bankcertifikat och allmänhetens inlåning i bank ingår, påverkas starkt av portföljomplaceringar mellan bankinlåning och tillgångar som inte ingår i detta aggregat. Trots detta bedöms M3 vara en användbar inflationsindikator. Penningmängdsaggregatet ökade i januari med 4,1 procent vilket är lägre än vid föregående inflationsrapport (se diagram 18 i bilagan).

*Både hushåll och företag bedöms fortfarande ha god tillgång till krediter. För hushållens del tyder kreditutvecklingen på fortsatt stark utveckling av detaljhandel och privat konsum-*

*tion. För företagens del kan den dämpade kreditutvecklingen vara tecken på en avmattning i industrikonjunkturen. Även penningmängdsaggregatens utveckling tyder på en fortsatt stark utveckling för detaljhandel och privat konsumtion. Penningmängdsstatistiken tyder dessutom på ett lågt men svagt växande inflationstryck.*

9 Enligt Finansmarknadsstatistik, nr 1, januari 1999, Sveriges riksbank. I det här fallet avses sexmånaders statsskuldväxelränta.

10 Utlåningen till hushållen har definierats som bostadsinstitutens utlåning med villor och bostadsrätter som säkerhet samt bankernas och övriga kreditmarknadsbolags utlåning till hushållssektorn.





# Inflationsbedömning

*I detta kapitel redovisas bedömningen av prisutvecklingen t.o.m. första kvartalet 2001. Inledningsvis analyseras den internationella utvecklingen följt av en genomgång av efterfråge- och utbudsförhållandena i svensk ekonomi. Därefter diskuteras de tillfälliga faktorer som kan komma att inverka på konsumentprisutvecklingen under de kommande två åren samt inflationsförväntningarna. Slutligen presenteras en samlad inflationsprognos tillsammans med en bedömning av osäkerheten i denna prognos.*

Liksom i tidigare inflationsrapporter är utgångspunkten för prognosen att reporäntan är oförändrad. 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. En inflationsbedömning som resulterar i slutsatsen att inflationen blir högre (lägre) än inflationsmålet över den tidshorisont som Riksbanken i huvudsak

arbetar med – ett till två år – innebär normalt att det finns skäl att höja (sänka) reporäntan. Det bör dock betonas att Riksbanken, vid sidan av huvudscenariot för inflationen, gör en osäkerhetsbedömning som bl.a. baseras på en analys av ett antal riskscenarier för inflationsutsikterna. Denna osäkerhetsbedömning vägs in i det penningpolitiska beslutsunderlaget.

## FAKTORER SOM AVGÖR INFLATIONENS UTVECKLING

Eftersom penningpolitiken påverkar den ekonomiska utvecklingen och inflationen med fördröjning måste politiken vägledas 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.

*Konjunkturutvecklingen* i utlandet påverkar efterfrågan på svensk export och är därmed en viktig komponent vid bedömningen av ekonomins samlade efterfrågeläge. *Inflationstakten i omvärlden* påverkar priset i utländsk valuta på de varor som importeras till Sverige. *Växelkursutvecklingen* är väsentlig för vilket genomslag förändrade

världsmarknadpriser har på *importpriserna* i svenska kronor. Om kronan stärks blir effekterna på den inhemska inflationen mindre av en given ökning av exportpriserna i omvärlden. 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 också konkurrensläget för exportindustrin, vilket kan återverka på den inhemska löneökningstakten och andra produktionskostnader.

### 2) Efterfråge- och utbudsläget

Om den samlade efterfrågan i ekonomin överstiger den långsiktiga produktionskapaciteten uppstår normalt sett ett inflationstryck. Penningpolitiken måste därför avvägas så att efterfrågan i möjligaste mån 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 t.ex. Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer. En annan är *arbetsmarknadsläget*, där exempelvis förhållandevis höga löneökningar trots en hög arbetslöshet kan indikera 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 en uppskattning av den potentiella produktionsnivån.

Ju högre den faktiska produktionen 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 dessa delar av ekonomin utgör i så fall i sig inget 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 helt eller delvis administrativt bestämda priser i Sverige är lägenhetshyror, avgifter för sjukvård och vissa typer av kommunala tjänster. För penningpolitiken innebär det att 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.<sup>11</sup>

### 3) *Andra kostnadschocker och tillfälliga effekter*

Förändrade inflationsimpulser kan också komma från specifika kostnadsökningar som varken härrör från en generell internationell inflationsökning eller från efterfrågeläget. Exempel på sådana kostnadschocker är förändrade råvarupriser. Likartade impulser kan även komma i form av ändrade indirekta skatter och subventioner. Inflationsimpulser av denna karaktär är ofta tillfälliga i den meningen att de leder till en omedelbar engångsförändring av den allmänna prisnivån. Det är emellertid inte uteslutet att sådana impulser har en varaktig inverkan på inflationsprocessen t.ex. via inflationsförväntningarna. För att skapa sig en uppfattning om inflationen rensat för tillfälliga impulser 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 själv-uppfyllande.

Vid en bedömning av inflationsförväntningarnas betydelse för penningpolitiken är det viktigt att beakta att förväntningarna ofta är betingade på en viss förväntad politik. Att inflationsförväntningarna är i linje med målet kan därför inte alltid tas som intäkt för att penningpolitiken är väl avvägd eftersom förväntningarna i sig kan vara baserade just på att centralbanken justerar sin styrränta.

Ovanstående faktorer är de som enligt vedertagen ekonomisk teori – och praktiska erfarenheter – påverkar inflationen. En analys av dessa faktorer är således en viktig del av det penningpolitiska beslutsunderlaget.

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

## Internationell konjunktur och inflation

Asienkrisen fortsätter att verka genom världsekonomin förstärkt av den ryska krisen samt kollapsen för den amerikanska hedgefonden Long Term Capital Management, LTCM, förra hösten. Utvecklingen på de internationella finansiella marknaderna tycks emellertid ha stabiliserats och de flesta aktiebörser har återhämtat sig sedan föregående inflationsrapport. Tecken på ekonomisk återhämtning i vissa delar av Asien har kunnat skönjas men det finns fortfarande stora osäkerheter på flera tillväxtmarknader. Exempelvis har Latinamerika drabbats av en mer omfattande ekonomisk kris i och med att Brasilien i mitten av januari, efter en tid av stora valutautflöden, beslöt att låta sin valuta flyta fritt. Effekterna av kriserna i Asien och Ryssland bedöms ännu inte ha fått fullt genomslag på världskonjunkturen och Brasiliens kraftiga depreciering kan få spridningseffekter som ännu inte är fullt överblickbara, även om effekterna till dags dato varit ganska små. Sammantaget bedöms det fortsatt finnas påtagliga risker i den internationella konjunkturbilden.<sup>12</sup>

I de flesta OECD-länder har penningpolitiken förts i en mer expansiv riktning mot bakgrund av svagare internationell efterfrågan sedan föregående inflationsrapport. BNP-tillväxten i OECD-området bedöms uppgå till strax över 1,5 procent 1999, vilket är en något starkare tillväxt jämfört med prognosen i föregående inflationsrapport. Detta trots att BNP-tillväxten förväntas bli väsentligt lägre i Japan och något lägre i EU-området. Upprevideringen beror uteslutande på en starkare tillväxt i USA. För 2000 bedöms tillväxten i OECD-området öka med knappt 2 procent. I förhållande till föregående inflationsrapport innebär detta en något svagare tillväxt, främst till följd av att återhämtningen i Japan ser ut att dröja.

### FÖRNYAD STYRKA I USA

Den amerikanska ekonomins fortsatta styrka är gynnsam för världsekonomin i det korta perspektivet.

Trots att Asienkrisen dämpade den amerikanska exporten och tillväxten under 1998 verkar lägre importpriser, främst via låga råvarupriser, och fallande räntor samt rekordhög börskurser ha stimulerat inhemsk efterfrågan på ett sätt som kompenserat för exportbortfallet.<sup>13</sup> BNP-tillväxten uppgick till 3,9 procent 1998 samtidigt som inflationen och arbetslösheten fortsatte att falla och produktiviteten utvecklades starkt. Trots den försvagade världskonjunkturen finns ännu få tecken på en avmattning i USA. I nuläget pekar många förtroendeindikatorer istället på en fortsatt uppgång. Exempelvis har konsumentförtroendet stärkts de senaste månaderna efter en tillbakagång under andra halvåret 1998. En viss avmattning i den amerikanska ekonomin under de kommande två åren är trots allt sannolik. För detta talar bland annat att de amerikanska hushållens sparande är lågt, vilket till viss del torde begränsa utrymmet för en fortsatt ökning i privat konsumtion.<sup>14</sup> Företagens mycket höga investeringar, inte minst i IT-utrustning, förväntas också under de närmaste åren mattas något eftersom företagens vinster har minskat och vinstutsikterna inte ser ut att ha förbättrats påtagligt. Snabbt ökande konsumtion och investeringar har vidare lett till en kraftigt försämrad bytesbalans som inte tycks vara uthållig på längre sikt.<sup>15</sup> Mot bakgrund av den senaste tidens starka tillväxt och låga inflationstryck förefaller emellertid avmattningen komma först i början av 2000, vilket är senare än vad som bedömdes i den föregående inflationsrapporten.<sup>16</sup>

12 I avsnittet "Osäkerheten i inflationsbedömningen" redogörs mer utförligt för olika risker i den internationella konjunkturutvecklingen.

13 Nettoexporten gav under 1998 ett negativt bidrag till BNP-tillväxten på 1,1 procentenheter.

14 Sparkvoten blev under det fjärde kvartalet 1998 negativ för första gången sedan 1930-talet.

15 OECD förutspår att bytesbalansunderskottet kommer att uppgå till 3,1 procent i år, den högsta siffran sedan 1987.

16 Osäkerheten om utvecklingen i amerikansk ekonomi återspeglas i spridningen av olika bedömares prognoser. För 2000 ligger tillväxtprognoserna mellan 1 och 3 procent enligt Consensus Forecasts i februari 1999.

#### KONJUNKTURAVMATTNING I EUROOMRÅDET

Den ekonomiska aktiviteten i euroområdet saktade av markant mot slutet av 1998. Industrikonjunkturen försvagades ytterligare mot bakgrund av den fortsatt låga internationella efterfrågan, vilket har återspeglats i minskad produktion och försämrade framtidsutsikter bland industriföretag. Som ett resultat härav har kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin fallit och investeringstillväxten har mattats av. Mycket talar emellertid för att avmattningen i konjunkturen blir kortvarig. De tecken på lägre aktivitet som under hösten och vintern har märkts i den externa sektorn tycks ännu inte ha spillt över till de mer inhemskt inriktade sektorerna i någon större omfattning. Stämningensläget i detaljhandeln och byggindustrin fortsatte att förbättras mot slutet av 1998, vilket återspeglar optimismen bland hushållen och det låga ränteläget. Den privata konsumtionen fortsatte att utvecklas positivt mot bakgrund av den förbättrade situationen på arbetsmarknaden. Stigande reala disponibla inkomster och en stabil utveckling på arbetsmarknaden torde lägga grunden för en konsumtionsledd återhämtning i euroområdet under andra halvåret 1999, en återhämtning som väntas fortsätta nästa år. Sammantaget bedöms ändå tillväxten bli något lägre under de närmaste två åren än vad utgångspunkten var i den föregående inflationsrapporten. Konjunkturbilden är emellertid otydlig, inte minst mot bak-

grund av den fortsatt stora osäkerheten i den globala ekonomin samt den rådande divergensen mellan förtroendeindikatorerna i industrin och bland hushållen.

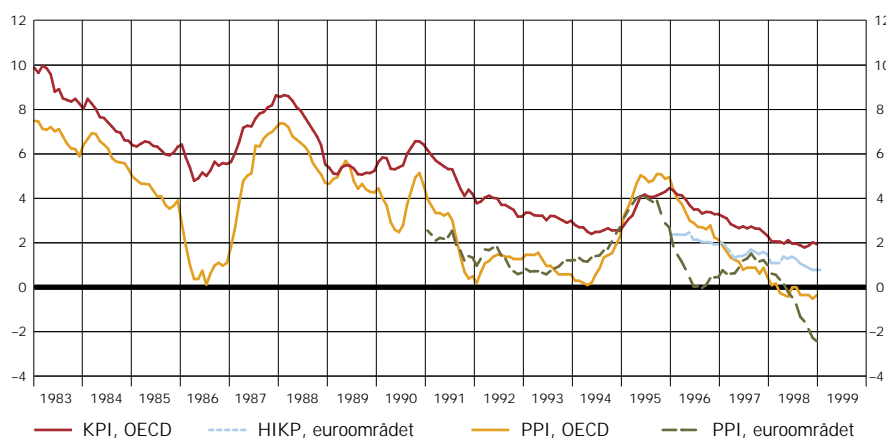
Konjunkturen i Storbritannien, Norge och Danmark bedöms bottna under 1999 för att därefter återhämta sig under 2000.<sup>17</sup> I dessa länder har man kunnat notera en avmattning under senare delen av 1998, vilket har följts av räntesänkningar i framför allt Storbritannien. Redan nu finns tecken på att de penningpolitiska åtgärder som genomförts i Storbritannien har påverkat både företagens och konsumenternas förtroende positivt, vilket ökar sannolikheten för en "mjuklandning" av ekonomin.

#### FÖRDJUPAD RECESSION I JAPAN

Den japanska ekonomin befinner sig i djup recession. Investeringar och privat konsumtion fortsatte att falla under loppet av 1998. Framtidsförväntningarna inom industrin har fortsatt att försämrats och de flesta indikatorer pekar nedåt. Trots flera finanspolitiska stimulanspaket i kombination med kraftiga åtgärder för att lösa bankkrisen har hushållens och företagens förtroende ännu inte börjat förbättras. Prisfall på varor och tjänster noteras både i producent- och konsumentled och många bedömare varnar för att det kan bli svårt för Japan att ta sig ur vad som kan beskrivas vara en deflationistisk spiral. De

Diagram 7.

Producentpriser och konsumentpriser i OECD och euroområdet. Årlig procentuell förändring



Källa: Ecwin.

svaga statsfinanserna lägger en restriktion på hur expansiv finanspolitiken kan vara och de låga styrrentorna gör att utrymmet för penningpolitiska lättnader är starkt begränsat.<sup>18</sup> Sammantaget har tillväxtutsikterna försämrats sedan föregående inflationsrapport. BNP bedöms nu minska 1999 och stabiliseras först under 2000.

#### SVAG PRISUTVECKLING

Inflationstrycket har fortsatt att falla i OECD-området, främst i producentledet, där prisökningarna är de lägsta sedan i början av 1980-talet. Särskilt påtagligt är detta inom euroområdet. En svagare internationell efterfrågan, ökad konkurrens och överkapacitet inom många sektorer gör att inflationstrycket i

OECD-området de kommande två åren bedöms bli lågt. Inflationen bedöms i genomsnitt hamna strax under 1,5 procent 1999 och förväntas öka till något över 1,5 procent under 2000. Råvarupriserna väntas öka något från de låga nivåer som nu noteras. Exportpriser på bearbetade varor i nationell valuta förväntas däremot falla med omkring 1 procent 1999 för att öka med 1,5 procent under 2000.

17 Dessa länder mottar sammantaget närmare en fjärdedel av svensk export.

18 Bank of Japan:s målsatta styrränta ligger sedan den 12 februari 1999 på 0,15 procent.

## EUROPEISKA CENTRALBANKENS PENNINGPOLITISKA STRATEGI – EN ÖVERSIKT

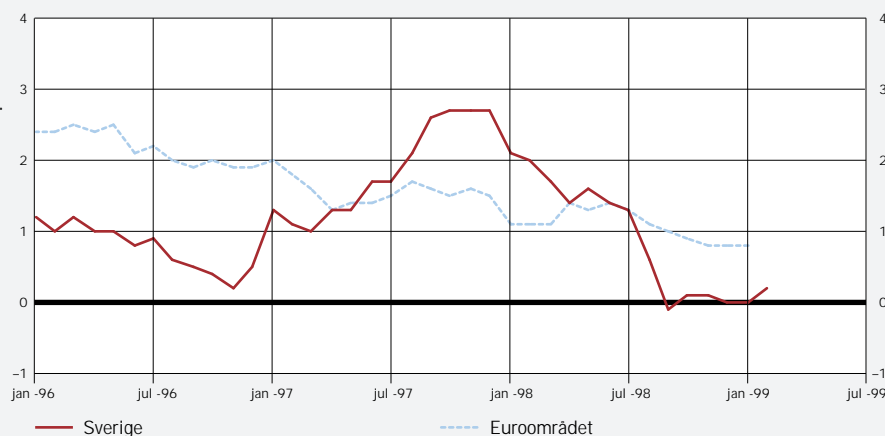
Den 1 januari 1999 övertog den Europeiska centralbanken, ECB, ansvaret för penningpolitiken i euroområdet. Penningpolitikens primära mål är att upprätthålla stabila priser i euroområdet. Den penningpolitiska strategin består i huvudsak av en kvantitativ definition av prisstabilitet, ett kvantitativt referensvärde för tillväxten i det breda penningmängdsaggregatet M3 samt en samlad bedömning av utsikterna för prisut-

vecklingen och av riskerna som hotar prisstabiliteten i euroområdet.

ECB-rådet har antagit följande kvantitativa definition på prisstabilitetsmålet: *"Prisstabilitet ska definieras som en ökning från år till år på under 2 procent i det harmoniserade konsumentprisindexet, HIKP, för euroområdet."* Det innebär rimligen att en årlig ökningstakt på mellan 0 och 2 procent är förenlig med definitionen på prisstabilitet

Diagram R1.

Utvecklingen av HIKP i euroområdet och Sverige.



Källor: Eurostat och SCB.

enligt ECB. Euroområdet som helhet står i fokus för penningpolitiken, inte utvecklingen i enskilda länder. Målet ska uppnås på medelfristig sikt, vilket innebär att det på kort sikt kan inträffa störningar, som penningpolitiken inte kan eller bör motverka, vilka kan leda till att inflationen hamnar utanför detta intervall. Genom att fokusera på medelfristig horisont, ska ECB:s penningpolitik, i likhet med Riksbankens penningpolitik, bidra till att sådana störningar blir temporära.

Referensvärdet för tillväxten i M3 preciserades till 4,5 procent för 1999 och baseras på medelfristiga antaganden om en trendmässig tillväxttakt i real BNP på 2–2,5 procent per år och en fallande omloppshastighet på pengar på 0,5–1 procent per år. Utifrån kvantitets-ekvationen<sup>19</sup> kan man således härleda ett implicit inflationsmål på mellan 1 och 2 procent. Det bör noteras att ett referensvärde skiljer sig från ett målintervall. Referensvärdet binder inte ECB att på kort sikt korri-

gera avvikelser i penningmängdens tillväxt från referensvärdet. Detta innebär att räntorna inte kommer att ändras automatiskt när tillväxten i M3 avviker från referensvärdet.

Parallellt med analysen av tillväxten i penningmängden görs en samlad bedömning av utsikterna för prisstabiliteten. Denna bedömning baseras på en bred uppsättning ekonomiska och finansiella indikatorer som inkluderar bl.a. löner, växelkurs och räntor, olika mått på den realekonomiska aktiviteten, finanspolitiska indikatorer samt barometerundersökningar bland näringsliv och hushåll. Utifrån dessa variabler tas inflationsprognoser fram, som emellertid inte offentliggörs.

19 Kvantitetsekvationen relaterar förändringen i penningmängden (M) och omloppshastigheten på pengar (V) till förändringen i real BNP (Y) och prisnivån (P) enligt  $dM+dV=dY+dP$ . Ett implicit inflationsmål kan då beräknas till mellan  $4,5-1-2,5=1$  och  $4,5-0,5-2=2$  procent.

## Ränte- och växelkursbedömning

Det framtida inflationstrycket påverkas i väsentlig utsträckning av hur räntor och växelkurs utvecklas. Riksbankens inflationsprognos för de kommande två åren görs under antagande om oförändrad reporänta. Bedömningen av den framtida ränte- och växelkursutvecklingen styrs i sin tur till viss del av detta antagande. Avgörande för reporäntans genomslag på övriga marknadsräntor är löptiden. Ju kortare löptid desto större påverkan. Tremånadersräntan bedöms därmed i stort sett ligga stilla under prognosperioden. De långa svenska räntorna antas stiga med omkring en halv procentenhet fram till prognosperiodens slut. Även internationella långräntor antas på sikt stiga något från de historiskt låga nivåer som för närvarande råder och den långa räntedifferensen mot Tyskland väntas i stort sett stabiliseras omkring nuvarande nivå.<sup>20</sup>

I föregående inflationsrapport bedömdes kronan stärkas under de närmaste två åren. Kronan antogs

inledningsvis ligga kvar på en svag nivå för att därefter stärkas under senare delen av 1999 när oron avtagit. Växelkursen bedömdes i slutet av den tvååriga prognosperioden appreciera i en något långsammare takt.

---

Kronkursen bedöms appreciera gradvis under prognosperioden.

---

Bedömningen av kronkursens utveckling är i stort oförändrad sedan föregående inflationsrapport. Den svenska kronan förväntas på lång sikt stärkas i enlighet med tidigare bedömningar av den reala växelkursens utveckling när ekonomin närmar sig ett läge med extern och intern balans.<sup>21</sup> Den svenska utlandsskuldens storlek i relation till BNP är relativt stor i jämförelse med de flesta länder. Detta talar för en gradvis anpassning av kronans kurs mot en långsiktigt hållbar jämvikt då det sannolikt krävs fortsatta bytesbalansöverskott under de närmaste åren.

Den nominella TCW-vägda kronkursen bedöms appreciera gradvis under prognosperioden. TCW-index bedöms uppgå till ungefär 121 på ett års sikt

och till ungefär 118 på två års sikt.<sup>22</sup> Bedömningen innebär, jämfört med föregående inflationsrapport, en starkare krona under första halvåret 1999. Därefter väntas inga större avvikelser från den kronkursbedömning som gjordes i föregående inflationsrapport.

*Antagandet om oförändrad reporänta medför att de korta räntorna i stort sett antas ligga stilla under prognosperioden. De längre svenska obligationsräntorna antas stiga med omkring en*

*halv procentenhet fram till prognosperiodens slut. Den svenska kronan bedöms liksom tidigare följa en apprecierande bana.*

20 Den långa räntedifferensen mot Tyskland har sedan den tillfälliga oron i samband med det svenska riksdagsvalet i september 1998 minskat från ca 1 procentenhet till ungefär 0,4 procentenheter. Detta kan tolkas som att förtroendet för svensk ekonomi har stabiliserats.

21 Se ruta "Kronkursens långsiktiga utveckling" i Inflationsrapport 1998:3.

22 Riksbankens bedömning ligger i stort sett i linje med vad placerare på de finansiella marknaderna tror om kronans fortsatta utveckling (se tabell 1 i bilagan).

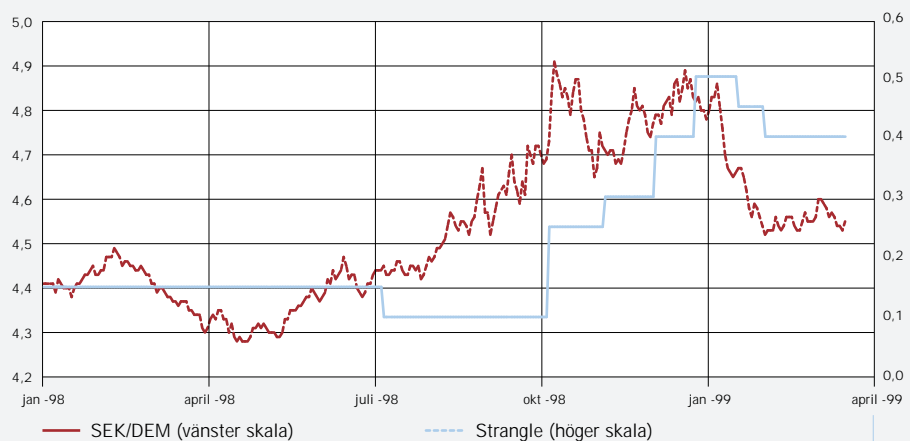
## VALUTOPTIONSPRISER SOM INDIKATORER PÅ MARKNADENS FÖRVÄNTNINGAR

Sedan årsskiftet har den svenska kronan stärkts i relativt snabb takt med ca 6 procent mot euron. Uppgången är naturlig med tanke på att höstens finansiella oro, som bidrog till en kraftigt försvagad krona, nu har minskat. Ökade förväntningar om ett svenskt EMU-medlemskap kan ha understött denna utveckling. Några marknadsaktörer har emellertid uttryckt farhågor för att förstärkningen gått alltför snabbt, och att det skulle finnas en viss risk för en rekyl i kronkursen. En naturlig fråga är om den här typen av risk även är prissatt på marknaden. Med hjälp av valutoptionspriser finns en möjlighet att undersöka detta, samt att i viss mån kvantifi-

era marknaden osäkerhet. Mer specifikt kan prissättningen på olika kombinationer av valutoptioner utnyttjas för att få en bild av marknaden bedömning av storleken på osäkerheten och eventuella asymmetrier i riskbedömningen.<sup>23</sup>

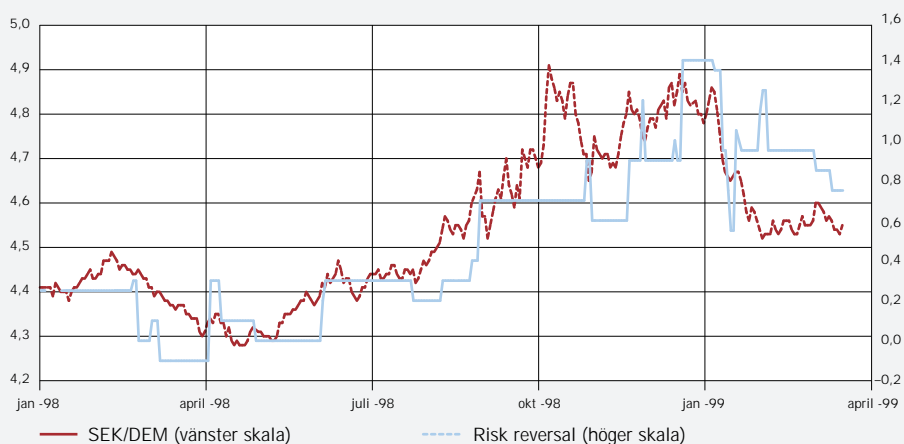
Valutoptioner handlas till största delen på den så kallade *over-the-counter* (OTC) marknaden. Här är det vanligt att kombinationer av en *out-of-the-money* köpoption och en *out-of-the-money* säljoption handlas.<sup>24</sup> Två sådana mycket vanliga kombinationer kallas *strangle* respektive *risk reversal*. Nedan studeras dessa derivat-instrument med en månads löptid för SEK/DEM

**Diagram R2.**  
SEK/DEM växelkurs  
samt motsvarande  
enmånads-strangle.



Källor: Reuters och Riksbanken.

**Diagram R3.**  
SEK/DEM växelkurs  
samt motsvarande  
enmånads-risk  
reversal.



Källor: Reuters och Riksbanken.

växelkursen<sup>25</sup>, för att illustrera hur optionspriserna kan tolkas i förväntningstermer.

#### *Strangle – indikator för stora växelkursrörelser*

Som tidigare nämnts är en *strangle* en kombination av en *out-of-the-money* köpoption och en säljoption som också är *out-of-the-money*. Om man köper en *strangle* köper man båda optionerna.<sup>26</sup> Innehavaren av en *strangle* tror på kraftiga prisrörelser under optionernas löptid eftersom priset på den underliggande tillgången antingen måste stiga kraftigt för att köpoptionen ska kunna lösas in, eller falla kraftigt för att säljoptionen ska lösas in. På marknaden prissätts en *strangle* som skillnaden mellan köp- och säljoptionernas genomsnittliga implicita volatilitet och *at-the-money* volatiliteten. Priset på en *strangle* speglar därmed bedömningen av risken för extrema utfall i förhållande till marknadens prognos på den framtida volatiliteten.<sup>27</sup>

Man kan studera hur priset på en *strangle* utvecklas över tiden för att få en uppfattning om hur marknadens bedömning av sannolikheten för stora växelkursrörelser har varierat. Diagram R2 visar SEK/DEM-växelkursen samt motsvarande *strangle* sedan början av 1998.

Tidigt under hösten 1998 var oron stor på de finansiella marknaderna i samband med att Ryssland drabbades av svårigheter att återbetala sina lån. Den svenska kronan försvagades kraftigt eftersom investerare

flyttade sina tillgångar till större valutor. Diagram R2 visar att värdet på en SEK/DEM-*strangle* ökade i takt med att kronan försvagades mot D-marken, vilket kan tolkas som att marknadsaktörerna uppfattade den framtida utvecklingen som alltmer osäker. Trots att oron på de finansiella marknaderna har minskat och kronan har stärkts på senare tid har *strangle*-värdet endast fallit marginellt. Det tyder på att marknaden fortfarande är osäker på den framtida kronutvecklingen och bedömer att risken för stora rörelser i växelkursen (utöver den förväntade volatiliteten) alltfjämt är relativt stor.

#### *Risk reversal – indikator för asymmetrier i osäkerheten*

När man köper en *risk reversal* köper man en *out-of-the-money* köpoption och säljer en *out-of-the-money* säljoption. En *risk reversal* prissätts därför som den implicita volatilitetsskillnaden mellan *out-of-the-money* köpoptionen och *out-of-the-money* säljoptionen. Om man tror att det är mer sannolikt att köpoptionen kommer att hamna *in-the-money* än att säljoptionen kommer att göra det bör man köpa en *risk reversal*. I det här fallet tror investeraren att sannolikheten för positiva avkastningar i den underliggande växelkursen (t.ex. i fallet SEK/DEM en försvagning av kronan i förhållande till D-marken) är större än för negativa avkastningar. Priset på en *risk reversal* kan därför ge en indikation om marknadens uppfattning om riktningen på osäkerheten i den framtida växelkursen.<sup>28</sup>



Diagram R3 visar hur SEK/DEM växelkursen samt motsvarande *risk reversal* har utvecklats över tiden. Diagrammet visar att växelkursen och värdet på en SEK/DEM *risk reversal* samvarierar. När den svenska kronan försvagas mot D-marken tenderar motsvarande *risk reversal* att öka i värde.

Diagrammet visar att priset på en SEK/DEM *risk reversal* steg kraftigt i samband med att kronan försvagades under hösten 1998. Det är även tydligt att *risk reversal* inte har fallit tillbaka i samband med att kronan har förstärkts mot euron på senare tid. Det förefaller därför som marknadsaktörerna fortfarande bedömer att det är större sannolikhet för en kraftig försvagning än en kraftig förstärkning av kronan, trots den senaste tidens kronförstärkning.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att optionsprissättningen visar att marknaden fortfarande bedömer att det finns relativt stor osäkerhet förknippad med kronans framtida utveckling. Priset på en SEK/DEM *strangle* visar på att marknaden fortfarande tror att risken är relativt hög för stora växelkursrörelser under den närmaste tiden. Dessutom tycks marknaden tro att det är större risk för en försvagning än en förstärkning av kronan mot D-marken (och därmed mot euron), vilket framgår av att priset på en SEK/DEM *risk reversal* fortfarande är klart positivt. Det kan inte uteslutas att marknaden bedömer att den senaste tidens kronförstärkning varit överdrivet snabb, vilket kan tolkas som att man upplever att det finns risk för en rekyll under den närmaste tiden.

23 För en mer ingående diskussion om tolkningen av informationsinnehållet i optionspriser se Aguilar, Javiera och Peter Hörddahl (1999) "Optionspriser och marknadsförväntningar", *Penning- och valutapolitik* 1999:1, sid. 43–70.

24 En SEK/DEM köpoption ger innehavaren en rättighet att köpa D-mark mot kronor i framtiden till en förutbestämd växelkurs. En option sägs vara *out-of-the-money* om lösenpriset (dvs. det pris till vilket innehavaren av optionen har rätt att köpa den underliggande tillgången) för en köpoption (säljoption) är högre (lägre) än det nuvarande terminspriset på den underliggande tillgången. Om det motsatta förhållandet gäller sägs optionen vara *in-of-the-money*, medan den är *at-the-money* när lösenpriset sammanfaller med terminspriset.

25 Från och med den 1 januari 1999 används SEK/EUR. I diagrammen har konverteringskursen mellan D-marken och euron använts för att beräkna kursen mellan den svenska kronan och D-marken efter årsskiftet.

26 På OTC-marknaden för valutaoptioner prissätts alltid optionerna i termer av implicit volatilitet, istället för i kronor och ören. För att få fram det pris som ska betalas vid en eventuell affär mellan en köpare och en säljare av en option substitueras den överenskomna volatiliteten in i Black-Scholes formel. Detta förfarande behöver emellertid inte med nödvändighet innebära att marknadsaktörerna tror att Black-Scholes modell är den sanna optionsvärderingsmodellen, eftersom den i det här sammanhanget fungerar som en omräkningsformel mellan volatilitet och pris.

27 Priset på en *strangle* är således nära förknippat med graden av kurtosis i den underliggande växelkursens implicita sannolikhetsfördelning. Kurtosis är ett statistiskt mått som mäter hur toppig en sannolikhetsfördelning är, och hur tjocka dess svansar är. Ju högre värdet på en *strangle* är, desto högre blir graden av kurtosis i fördelningen.

28 Priset på en *risk reversal* är direkt relaterat till skevheten (dvs. asymmetrin) i den underliggande växelkursens implicita sannolikhetsfördelning. Ett positivt värde på en *risk reversal* medför positiv skevhet i fördelningen (dvs. mer massa i fördelningens högra svans), medan en negativ *risk reversal* implicerar negativ skevhet (dvs. mer massa i fördelningens vänstra svans).

## Importpriser

Importprisutvecklingen påverkar inflationen på två sätt. För det första har förändringar i internationella exportpriser och i kronkursen *direkt* inverkan på konsumentpriserna eftersom en stor del av KPI består av importvaror och importsubstitut. För det andra påverkar internationella prisrörelser tillsammans med rörelser i växelkursen inflationen *indirekt* via effekter på efterfråge- och utbudsförhållandena i Sverige.

Förhållandet mellan den internationella prisutvecklingen på råvaror och bearbetade varor och de svenska producent- och konsumentpriserna är kom-

plicerat. Växelkursen är viktig för priserna i producentledet men genomslaget, i synnerhet för bearbetade varor, kan både fördröjas och begränsas. Det samma gäller i ännu högre grad för effekten i konsumentledet. Skattningar tyder på att det kan ta flera år innan förändringar i internationella priser på bearbetade varor och växelkursen slår igenom i konsumentledet.<sup>29</sup> För råvaror är genomslaget betydligt snabbare, vilket sannolikt hänger samman med att varorna är homogena och att prissättningen sker på världsmarknaden (se diagram 8).

29 Se ruta "Internationella prisers och växelkursens genomslag i KPI" i Inflationsrapport 1998:4.

Prisutvecklingen i konsumentledet på importerade varor bedöms bli något mer dämpad än vad som förutsågs i föregående rapport.

Ökningen av de internationella exportpriserna på bearbetade varor har justerats ned med totalt 1 procentenhet under prognosperioden jämfört med föregående inflationsrapport. Som tidigare nämnts bedöms den svenska kronan appreciera över prognoshorisonten. Råvarupriserna antas fortsätta att stiga, men i något långsammare takt än vad som förutsattes i föregående inflationsrapport till följd av svagare global efterfrågan i förhållande till produktionsvolymen. Prognosen för de internationella oljepriserna har justerats ned från 16 till 15 US-dollar per fat i slutet av prognosperioden.

Den svaga internationella prisutvecklingen i kombination med en starkare växelkurs medför att prognosen för de konsumtionsvägda importpriserna på bearbetade varor i producentledet justerats ned för 1999 och 2000, jämfört med föregående inflationsrapport (se diagram 9).

Prisutvecklingen i konsumentledet på importerade varor inklusive råvaror bedöms bli något mer dämpad än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. Det sammantagna bidraget från importpri-

ser till KPI bedöms bli ca 0,2 procentenheter på ett års sikt och något mindre på två års sikt.

*Pristrycket från utlandet framstår som något svagare jämfört med bedömningen i föregående inflationsrapport. Det sammantagna bidraget från importpriser till KPI bedöms bli måttligt både på ett och två års sikt.*

## Efterfrågan och utbud

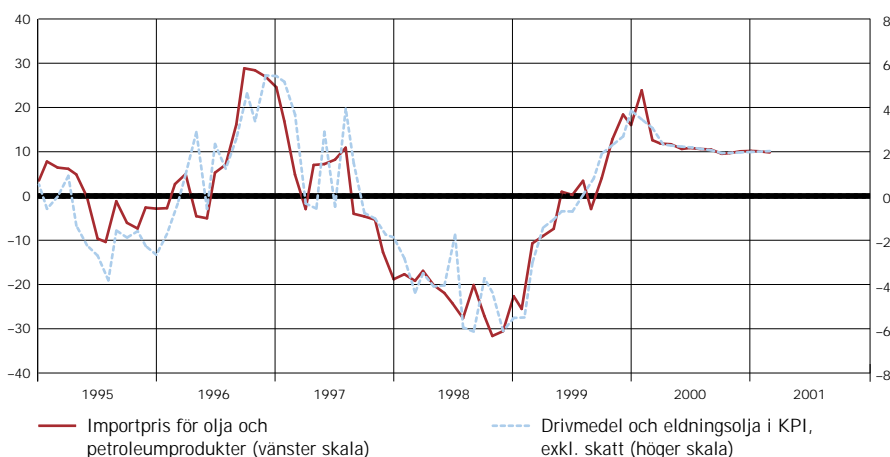
### UTRIKESHANDEL

Utfallet för 1998 från nationalräkenskaperna visade en starkare utveckling för både export och import än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. Exporten steg med 7,3 procent och importen med 11,0 procent under 1998.

De kortsiktiga utsikterna för exportutvecklingen har dock försämrats något sedan föregående prognos. Exportorderingången för helåret 1998 minskade med 1 procent jämfört med 1997. Under fjärde kvartalet minskade exportorderingången med 5,8 procent (säsongrensat) jämfört med tredje kvartalet. Exportorderkomponenten i inköpschefernas index, ICI, har dock hittills i år gått upp något, men från en mycket låg nivå. Konjunkturinstitutets barometer

### Diagram 8.

Drivmedel och villaolja i KPI, exkl. ändrade indirekta skatter samt importpris för olja och petroleumprodukter, konsumtionsvägt. Prognos 1999–2001, årlig procentuell förändring



Anm. Importpris avser producentledet.  
Källor: SCB och Riksbanken.

från januari visar att exportorderingången varit ungefär oförändrad under de senaste månaderna. Företagen räknar med fortsatta sänkningar av exportpriserna och många framåtblickande indikatorer ligger kvar på låga nivåer.

Den internationella prisutvecklingen bedöms bli dämpad. För att undvika mer betydande förluster av marknadsandelar bedöms de svenska företagen försöka anpassa sig till detta. Under 1999 pressas exportföretagen av att enhetsarbetskostnaden i industrin beräknas stiga samtidigt som de internationella exportpriserna antas falla och kronan förstärkas. Under 2000 väntas de relativa enhetsarbetskostnaderna stiga, framför allt som ett resultat av kronförstärkningen. Sammantaget väntas den svenska konkurrenskraften bli något sämre, framför allt under 2000.

Bedömningen av marknadstillväxten i OECD som helhet är i stort oförändrad från föregående inflationsrapport. En svagare utveckling framför allt inom euroområdet, men även i Norge, under 1999 väntas dock dämpa efterfrågan på svensk export. En viss återhämtning förväntas under 2000. Sammantaget bedöms ökningen av varuexporten bli något lägre än vad som förutsattes i föregående inflationsrapport.

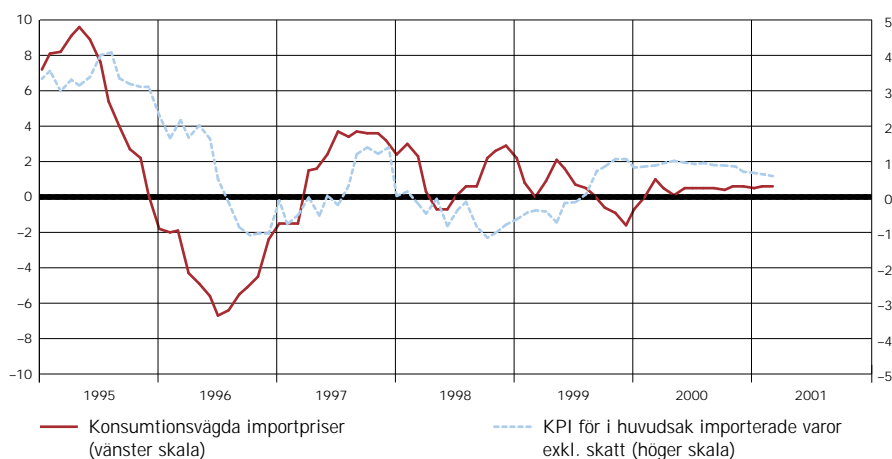
Sammantaget bedöms ökningen av varuexporten bli något lägre än vad som förutsattes i föregående inflationsrapport.

Varuimporten ökade starkt under 1998. I år och nästa år bedöms dock både inhemsk efterfrågan och export öka långsammare än under 1998. Detta leder till att även varuimporten väntas bli mer dämpad. Även på tjänstesidan görs en viss nedjustering av prognoserna för import och export. Revideringarna är dock i huvudsak en följd av de något svagare utsikterna för varuhandeln. Tjänster som i hög grad beror på utvecklingen av varuhandeln är exempelvis transporter, konsult- och serviceverksamhet.

Exporten bedöms öka från ca 4 procent 1999 till drygt 5 procent 2000. Importen bedöms i sin tur öka med drygt 5 procent 1999 och ca 6 procent 2000. Sammantaget gav nettoexporten ett något mindre negativt bidrag till BNP-tillväxten under 1998 jämfört med vad som antogs i föregående inflationsrapport. För 1999 bedöms bidraget bli svagt negativt och 2000 svagt positivt.

#### Diagram 9.

KPI för i huvudsak importerade varor exkl. ändrade indirekta skatter samt konsumtionsvägda importpriser. Båda exkl. olja och petroleumprodukter. Prognos 1999–2001, årlig procentuell förändring



Anm. Importpris avser producentledet.  
Källor: SCB och Riksbanken.

## PRIVAT KONSUMTION

Den privata konsumtionen har gradvis ökat sedan mitten av 1990-talet. Under 1998 var det framför allt inköp av varaktiga varor som bidrog till tillväxten. Enligt nationalräkenskaperna ökade den privata konsumtionen med över 3 procent under fjärde kvartalet 1998 jämfört med motsvarande kvartal 1997, vilket var något starkare än väntat. Utfallet för helåret 1998 blev dock marginellt svagare än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Nyinkommen statistik visar att hushållens nybilsregistreringar fortfarande ökar och att priserna på småhus stiger. Dessutom ökar detaljhandelns omsättning.

Uppgången i den privata konsumtionen under de senaste åren har varit förhållandevis stark med tanke på den relativt svaga utvecklingen av hushållens disponibla inkomster. Hushållens finansiella sparande som andel av disponibelinkomsten har fallit. Detta kan bero på att hushållen förväntat sig en starkare real inkomstutveckling i framtiden. Många hushåll har kunnat lånefinansiera framför allt sina inköp av varaktiga varor. Detta har i sin tur begränsat den disponibla inkomstens betydelse för den kortsiktiga konsumtionsutvecklingen. Utlåningen till hushållssektorn har också ökat kraftigt på senare år (se diagram 16 i bilagan). Utvecklingen av disponibelinkomsten är dock av avgörande betydelse för de hus-

håll som, av olika skäl, saknar möjlighet att låna till konsumtion.

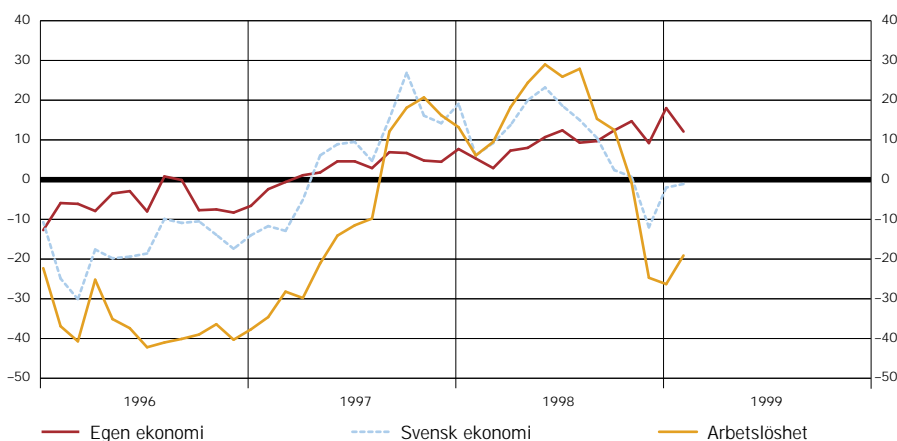
Under innevarande år väntas framför allt stigande reallöner och sysselsättning, lägre räntekostnader samt vissa skattelättnader stimulera hushållens konsumtion. Hushållens goda förmögenhetsställning, bl.a. genom kraftigt ökande småhuspriser, är ytterligare en faktor som talar för en stark konsumtionsutveckling i år och även under de kommande åren.

De svenska hushållen var mycket optimistiska under 1998, i synnerhet vad gäller utvecklingen av den egna ekonomiska situationen under det kommande året. Hushållens bedömningar av framtidsutsikterna för den svenska ekonomin dämpades emellertid i slutet av 1998, sannolikt under intryck av den allt svagare internationella utvecklingen. Även om nyinkommen statistik tyder på en viss förbättring, förväntar sig hushållen fortfarande en stigande arbetslöshet de närmaste tolv månaderna (se diagram 10).

De fundamentala bestämningsfaktorerna för privat konsumtion bedöms vara fortsatt gynnsamma.

En något svagare makroekonomisk utveckling kan försämra hushållens inkomstutveckling eller deras framtidsförväntningar. Riksbankens grundläggande bedömning av konsumtionsutrymmet under de när-

**Diagram 10.**  
Hushållens förväntningar om den egna ekonomin, Sveriges ekonomi och arbetslösheten om tolv månader.  
Nettotal



Anm. Nettotalen för egen och svensk ekonomi avser skillnaden mellan andelen som svarar bättre och andelen som svarar sämre. För arbetslöshet är nettotalet skillnaden mellan andelen som svarar minskar och andelen som svarar öka. Således innebär ett negativt nettotal förväntningar om en stigande arbetslöshet.

Källa: SCB.

maste två åren har emellertid inte ändrats sedan föregående inflationsrapport. Den privata konsumtionen bedöms öka med knappt 3 procent 1999 och 2000. Prognosen för 1999 justeras därmed ned något samtidigt som prognosen för 2000 revideras upp i motsvarande mån.

#### FINANSPOLITIKEN

Bedömningen av offentlig konsumtion har inte förändrats sedan föregående inflationsrapport. Utfallet i nationalräkenskaperna för 1998 låg i stort sett i linje med föregående prognos.

Tillväxttakten i offentlig konsumtion förväntas mattas av från den förhållandevis höga nivån 1998. Eventuella utgiftsnedskärningar bedöms inte i första hand påverka den offentliga konsumtionen. Ett viktigt skäl till detta är att offentlig konsumtion innehåller politiskt prioriterade verksamheter, som vård, skola och omsorg.

Bedömningen av den konsoliderade offentliga sektorns finansiella sparande har däremot reviderats upp. Den största finanspolitiska risken är att statens utgiftstak, vid oförändrad finanspolitik, kan komma att överskridas. Budgeteringsmarginalerna är mycket

snäva. Detta innebär dels att nya utgiftsbesparingar kan komma att bli nödvändiga, dels att eventuella finanspolitiska lättnader i första hand måste ske genom skattesänkningar. I huvudscenariot antas att utgiftstaken kommer att hållas.

---

Även om finanspolitiken bedöms som fortsatt stram väntas den direkt återhållande effekten på efterfrågan bli mindre än under de senaste åren.

---

Överskottet i det finansiella sparandet väntas bli mindre 1999 än 1998, främst beroende på att åtgärder av engångskaraktär, t.ex. bolagiseringen av AP-fondens fastigheter, kraftigt förbättrade saldot 1998. Dessutom väntas lättnader i finanspolitiken under 1999 på 26 miljarder kronor, motsvarande ca 1,4 procent av BNP. Under 2000 förväntas ytterligare finanspolitiska lättnader motsvarande ca 0,4 procent av BNP. Merparten av dessa åtgärder beslutades av riksdagen under 1998.

Finanspolitikens återhållande effekt på efterfrågan antas bli mindre än under de gångna årens budgetkonsolidering. Offentlig konsumtion bedöms öka med drygt 1 procent under 1999 och knappt 1 procent under 2000.

### FINANSPOLITIKENS INRIKTNING

Finanspolitikens utformning är av stor betydelse för penningpolitiken. Finanspolitiken påverkar både direkt och indirekt, via effekter på de finansiella marknaderna, det allmänna efterfrågeläget och därmed inflationstrycket i ekonomin. Det är därför viktigt att ha en god bild av finanspolitikens inriktning och dess effekter på ekonomin i stort.

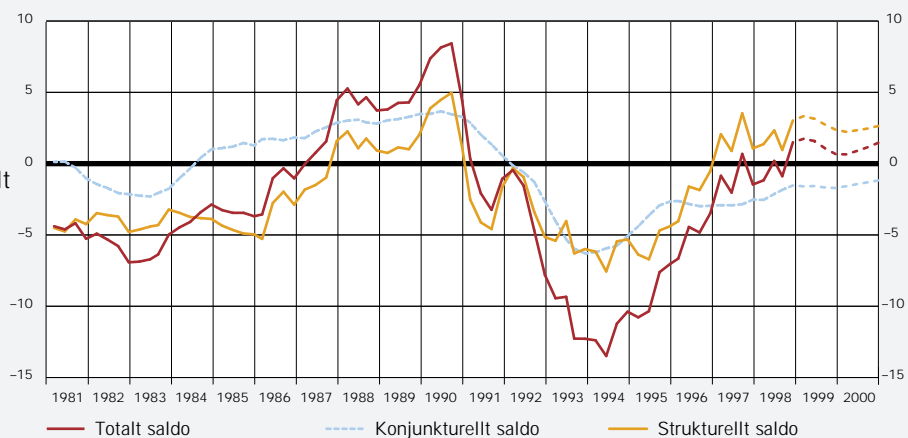
Finanspolitiken har också långsiktiga implikationer för trovärdigheten i den allmänna ekonomiska politiken. Långsiktig hållbarhet i de offentliga finanserna är av stor betydelse för variabler som är centrala för penningpolitiken, såsom ränteläge och växelkurs.

För att kunna bedöma den långsiktiga hållbarheten i de offentliga finanserna är det viktigt att rensa budgetsaldot för konjunkturella faktorer. Ett sätt att upp-

skatta betydelsen av dessa är att ekonometriskt skatta budgetsaldot som funktion av något mått på resursutnyttjandet i ekonomin, exempelvis produktionsgapet. Skattningen från en sådan ekvation kan betecknas som den *konjunkturella* delen av underskottet. Skillnaden mellan det faktiska och den konjunkturella delen kan betecknas som den *strukturella* delen av saldot. Det strukturella saldot vid en viss tidpunkt blir då ett mått på hur stort det faktiska saldot skulle vara i en neutral konjunkturfase. Eftersom produktionsgapet i genomsnitt över en konjunkturcykel kan förväntas vara noll kan det strukturella saldot betraktas som ett mått på hur det faktiska saldot kommer att utvecklas givet oförändrad finanspolitik. En sådan metod är dock inte problemfri. Rent statistiska metoder förmår exempelvis inte skilja

**Diagram R4.**

Den konsoliderade offentliga sektorns finansiella sparande, uppdelat i konjunkturellt och strukturellt saldo. 1999–2000 prognos. Procent av BNP



Källa: Riksbanken.

på automatiska stabilisatorer och diskretionär stabiliseringspolitik som av naturliga skäl också tenderar att följa konjunkturcykeln. Eftersom det strukturella saldot beräknas som en residual kommer all variation i saldot som inte följer det normala konjunkturmönstret att hänföras till detta. Under de aktuella åren gäller detta exempelvis bankstödet.

I ekonometriska skattningar brukar Sveriges offentliga finanser vanligtvis visa sig vara mer konjunktur känsliga än andra OECD-länder. I diagram R4 visas den konsoliderade offentlig sektorns finansiella sparande, uppdelat på en strukturell och en konjunkturell del. Det strukturella saldot försämrades kraftigt under åren 1991–1994. Delvis berodde detta på att skattereformen 1990–1991 var underfinansierad med uppskattningsvis 25 miljarder kronor, vilket motsvarar 1,8 procent av BNP.<sup>30</sup> En än viktigare faktor var dock den kraftiga uppgången i den strukturella arbetslösheten i början av 1990-talet.

Efter den akuta krisen i början av 1990-talet genomfördes en omfattande konsolidering av de offentliga finanserna. Enligt beräkningar från Finansdepartementet omfattade konvergensprogrammen 1995–1998 besparingar på 126 miljarder kronor eller 8 procent av BNP.

Det strukturella saldot förbättrades sedan i takt med att konvergensprogrammets besparingsåtgärder fick effekt. Under 1997 syntes vissa tecken på att de offentliga finanserna hade förbättrats i snabbare takt

än planerat. Detta skapade ett visst utrymme för successiva finanspolitiska lättnader under åren 1997–1999. Sammanlagt omfattar de hittills beslutade lättnaderna drygt 50 miljarder kronor fram till 2000.<sup>31</sup> Den mer expansiva finanspolitiken medför således en viss försvagning av det strukturella saldot under dessa år. Nivån på det strukturella saldot beräknas, trots dessa lättnader, från och med i år att vara förenligt med regeringens mål om ett långsiktigt överskott om 2 procent i de offentliga finanserna.

En viktig aspekt av finanspolitikens effekter på efterfrågan är hur denna påverkar hushållens disponibelinkomst och därmed privat konsumtion. Detta kan ske via två kanaler; dels via beslut om offentlig konsumtion och investeringar som direkt påverkar hushållens faktorinkomster, dels via förändringar av skatter och transfereringar som påverkar disponibelinkomsten.

Ett sätt att mäta den senare effekten är att beräkna skillnaden mellan hushållens faktor- och disponibelinkomster. Hushållens faktorinkomster kan definieras som inkomster före skatt och transfereringar, och består av företagarkinomster, löner, nettot av räntebetalningar och utdelningar samt övriga faktorinkomster.

Kvoten mellan disponibel- och faktorinkomster anger hur mycket av inkomsten hushållen får behålla efter skatt och transfereringar, och kan tolkas som ett mått på finanspolitisk stramhet. Denna påverkas dels av politiska beslut om regler, ersättningsnivåer och skattesatser, dels av den ekonomiska utvecklingen i form

av arbetslöshet och inkomster. Mättet skiljer således inte på aktiv finanspolitik och s.k. automatiska stabilisatorer. I en lågkonjunktur minskar hushållens inkomster och därmed statens skatteintäkter samtidigt som ökande arbetslöshet medför högre transfereringsutgifter.

Hur disponibelinkomstkvoten har utvecklats visas i diagram R5. Den steg kraftigt under krisen 1991–1994, vilket i huvudsak förklaras av de automatiska stabilisatorernas effekter. Både disponibel- och faktorinkomster faller under denna tid men faktorinkomsterna faller snabbare. Även skattereformen torde haft en viss effekt eftersom den innebar en sänkning av den direkta skatten och en höjning av den indirekta skatten. Under åren 1995–1998 då den offentliga sektorns finanser sanerades vänder kurvan nedåt.

De kommande två åren väntas kvoten plana ut eller stiga svagt. Detta indikerar en mindre kontraktiv finans-

politik och förklaras främst av de tidigare omnämnda finanspolitiska lättnaderna. För första gången sedan början av 1994 beräknas disponibelinkomsterna utvecklas mer gynnsamt än faktorinkomsterna.

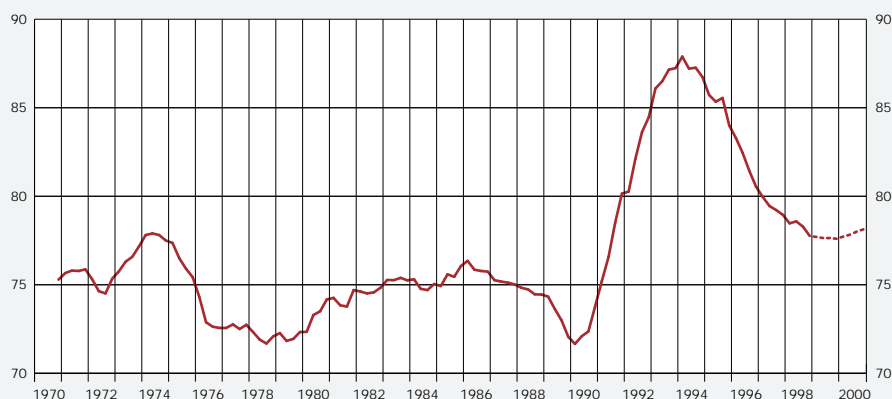
Den betydande åtstramningen av finanspolitiken under de senaste åren har av allt att döma haft en återhållande effekt på efterfrågan i ekonomin, vilket ökat utrymmet för penningpolitiska lättnader.

Under prognoshorisonten väntas finanspolitiken vara stram, men den direkt återhållande effekten på efterfrågan bedöms inte bli lika stor som under senare år.

30 Källa: Budgetpropositionen för 1998, bilaga 6.

31 Källa: Riksbanken. Beräkningarna är baserade på budgetpropositionerna för 1998 och 1999 samt 1997 och 1998 års vårpropositioner.

**Diagram R5.**  
Faktorinkomster i förhållande till disponibel inkomst. 1999–2000 prognos. Procent



Källor: SCB och Riksbanken.

#### BRUTTOINVESTERINGAR OCH LAGER

Industrins bruttoinvesteringar ökade något mindre under 1998 än vad som antogs i föregående inflationsrapport (se diagram 11). Industrikonjunkturen och kapacitetsutnyttjandet i industrin har försämrats i snabbare takt än väntat. Under hösten har optimismen hos industriföretagen dämpats betydligt enligt Konjunkturinstitutets barometerundersökningar, vilket troligtvis främst beror på en svagare utveckling i omvärlden.

Det finns därför anledning att tro att nedgången i industrins investeringar blir något större och mer utdragen jämfört med föregående inflationsrapport. I någon mån väntas detta motverkas av en lägre räntenivå.

Bruttoinvesteringarna inom övrigt näringsliv ökade starkt under 1998 enligt Nationalräkenskaperna. Under 1999 och 2000 väntas investeringarna i industrinära delar av övrigt näringsliv hämmas något av en svagare industrikonjunktur. Bostadsinvesteringarna förefaller dock återhämta sig i linje med föregående bedömning. Även de offentliga myndigheternas bruttoinvesteringar ser ut att i stort utvecklas som i föregående bedömning.

Lagerförändringarna under 1998 gav enligt Nationalräkenskaperna ett bidrag till BNP-tillväxten

på 0,3 procentenheter, vilket inte signalerar någon mer påtaglig avvikelse från Riksbankens tidigare bedömning för 1998. Konjunkturbarometern för tillverkningsindustrin visar att nulägesomdömena om färdigvarulagren i slutet av 1998 låg på ungefär samma nivåer som i konjunktursvackan 1996 medan missnöjet med för stora råvarulager var mindre än 1996. Sammantaget bedöms lagerförändringarna dämpa tillväxten något under 1999 och 2000.

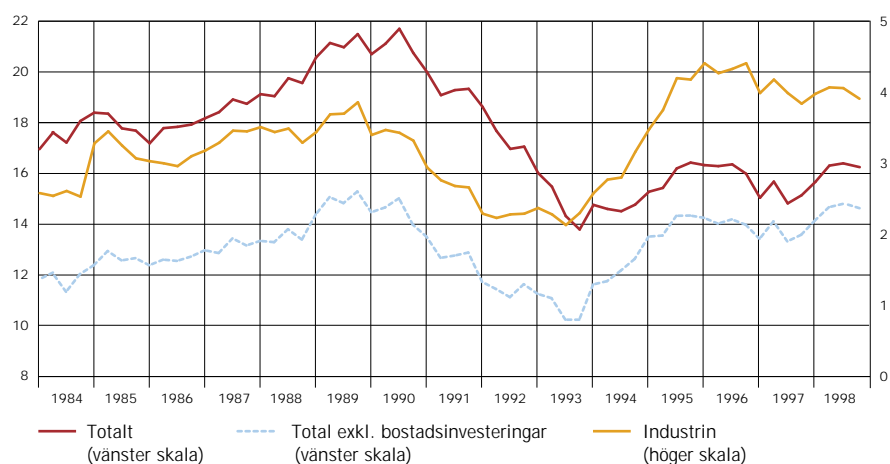
Bruttoinvesteringarna väntas öka med knappt 4 procent under 1999 och drygt 5 procent under 2000. Lagerinvesteringarna väntas ge svaga negativa bidrag till BNP-tillväxten under prognosperioden.

#### BNP

Bilden av BNP-utvecklingen har förändrats marginellt i negativ riktning sedan föregående inflationsrapport. De något svagare tillväxtutsikterna för svensk exportindustri uppvägs i stort sett av lägre räntor, bl.a. till följd av Riksbankens räntesänkningar.

Den internationella konjunkturen bedöms få återverkningar på exporten och den inhemska efterfrågan främst under 1999, men även i viss mån under 2000. I första hand är det utsikterna för industrikonjunkturen och investeringarna i industrin som har försämrats. En viss återhämtning väntas 2000

**Diagram 11.**  
Bruttoinvesteringar som andel av BNP. Säsongsrensade volymer, procent



Källa: SCB.



främst på grund av den förbättrade internationella konjunkturen. Förutsättningarna förfaller gynnsamma för en relativt god tillväxt 2001.

---

Sammantaget bedöms BNP växa med 2,1 procent 1999 och 2,5 procent 2000, vilket innebär en marginell nedrevidering för 1999.

---

#### SYSSELSÄTTNING OCH PRODUKTIVITET

Den generellt sett ökade aktiviteten i ekonomin medförde en något starkare uppgång i sysselsättningen än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Uppgången i antalet sysselsatta var påtaglig i såväl privat tjänstesektor som offentlig sektor. I tillverkningsindustrin återhämtade sig sysselsättningen något under förhösten, men sett över helåret 1998 var ökningen modest.

Sysselsättningsutvecklingen ledde till att arbetslösheten föll till 6,5 procent i genomsnitt under 1998, vilket var marginellt lägre än beräknat i föregående inflationsrapport.

---

De något svagare konjunkturutsikterna innebär att sysselsättningen kan komma att öka mindre under de närmaste åren än vad som antogs i föregående inflationsrapport.

---

Arbetskraften har också ökat kraftigare än väntat sedan sommaren 1998. Detta beror både på att första omgången av det s.k. kunskapslyftet slutfördes och att arbetssökande, som på grund av den låga efterfrågan valt att stå utanför arbetsmarknaden, återvände till arbetskraften. Mätt som årsgenomsnitt minskade dock arbetskraften med 8 000 personer under 1998.

De något svagare konjunkturutsikterna gör att sysselsättningen kan komma att öka mindre än i Riksbankens tidigare bedömning. Arbetskraftens storlek väntas öka under 1999 och 2000 i takt med att arbetslösa lämnar olika utbildningar och återinträder på arbetsmarknaden. Arbetslösheten bedöms bli ca 6,5 procent 1999 och 6,3 procent 2000, vilket är något högre än i föregående inflationsrapport.

---

Produktivtetsutvecklingen förväntas bli fortsatt god under prognosperioden.

---

Produktivtetsutvecklingen väntas bli något starkare än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Stöd för denna uppfattning ger den fortsatt goda produktivtetsutvecklingen under 1998. Tillväxten i produktiviteten är något lägre än genomsnittet för åren 1990–1998 men högre än genomsnittet för 1980-talet. Det är framför allt inom tjänstesektorerna som antalet sysselsatta bedöms öka. Sammantaget innebär de gjorda bedömningarna ökad sysselsättningsintensitet i produktionen och en viss avmattning i produktivitetstillväxten i förhållande till utvecklingen under senare år.

#### KAPACITETSUTNYTTJANDET

Det totala kapacitetsutnyttjandet i ekonomin som helhet bedöms ha ökat något under 1998. De olika beräkningarna av produktionsgapet visar värden mellan 0,3 och –1,5 procent.

Det faktiska kapacitetsutnyttjandet inom industrin sjönk enligt SCB däremot mellan tredje och fjärde kvartalet 1998 med 1,4 procentenheter till 88,7 procent (säsongrensat). Enligt konjunkturbarometern var kapacitetsutnyttjandet i industrin oförändrat 85 procent i decemberundersökningen. Svaren på andra frågor i barometern visar dock indirekt på ett sänkt kapacitetsutnyttjande. Andelen företag som anger tillgången på produktionsfaktorer som trängsta sektion har minskat och leveranstiderna har också gått ned.

---

Det kommer sannolikt att finnas ledig kapacitet i ekonomin även på två års sikt.

---

I övriga delar av ekonomin är det främst tillgången på arbetskraft som begränsar kapaciteten. Inom datakonsultbranschen, där bristen på personal med specialkompetens är mycket stor, tyder Konjunkturinstitutets senaste kvartalsbarometer på en viss lättnad. Inom byggnadsindustrin har andelen företag som uppger sig ha brist på arbetskraft minskat, vilket troligen delvis är säsongbetingat. På längre sikt kan

tillgången på arbetskraft i byggsektorn komma att bli besvärande.

Sammantaget tyder tillgänglig information på att det i nuläget finns en viss överkapacitet i ekonomin som helhet. De kommande två åren väntas ekonomin växa ungefär lika snabbt som den potentiella produktionen. Detta innebär att det sannolikt kommer att finnas ledig kapacitet i ekonomin även på två års sikt.

#### LÖNER OCH ENHETSARBETSKOSTNADER

I hela ekonomin var den genomsnittliga årliga löneökningstakten under 1998 ca 3,0 procent och för den privata sektorn ca 3,7 procent. En stor del av löneökningarna från avtalsrörelsen är nu registrerad i statistiken.<sup>32</sup> Tjänstemän i privat sektor har haft den största genomsnittliga löneökningen under 1998 med ca 4,5 procent medan arbetare i privat sektor har haft genomsnittliga löneökningar på ca 3,0 procent.

Lönerna bedöms öka med i genomsnitt 3,5 procent under prognosperioden, vilket är i linje med föregående rapport. Denna bedömning grundar sig på att de något svagare tillväxtutsikterna uppvägs av en något snabbare produktivitetstillväxt.

---

Lönerna väntas stiga med ca 3,5 procent per år.

---

Arbetskraftskostnaden per producerad enhet bedöms utvecklas på ett gynnsammare sätt än i föregående inflationsrapport. Den lägre ökningstakten beror i huvudsak på en bättre produktivitetstillväxt.

## Tillfälliga effekter

Sedan föregående rapport finns inga nya beslut om ändrade indirekta skatter och subventioner. Under 1999 väntas KPI dämpas främst av frysningen av taxeringsvärdena för egna hem, indexeringen av energiskatter och den temporära sänkningen av fastighetsskatten för flerfamiljshus.<sup>33</sup> I motverkande riktning verkar avskaffandet av ROT-avdraget och införandet av en avfallsskatt. Enligt gällande beslut upphör den temporära sänkningen av fastighets-

skatten 2000, som därmed återställs från 1,3 procent till 1,5 procent av taxeringsvärdet. Enligt gällande förslag ska taxeringsvärdena förbli oförändrade även under 2000. Huruvida en återindexering 2001 kommer att ske eller ej är en öppen fråga. Riksbanken har valt att anta att så ej kommer att ske. Detta har stor betydelse för bedömningen av KPI-inflationen, som skulle öka med ca 0,4 procentenheter i händelse av en återindexering.

---

Sedan föregående rapport finns inga nya beslut om ändrade indirekta skatter och subventioner, men hushållens räntekostnader för egna hem bedöms bli lägre.

---

Hushållens räntekostnader för egna hem bedöms minska ännu mer än i föregående inflationsrapport. Nedrevideringen under 1999 förklaras till största delen av Riksbankens senaste sänkningar av repo-räntan. Justeringarna för 2000 beror främst på att prognosen för de långa räntorna sänkts.

Tabell 1.

Tillfälliga effekter, bidrag till KPI.  
Procentenheter

|   | 1999<br>dec | 2000<br>mars | 2000<br>dec | 2001<br>mars |
|---|-------------|--------------|-------------|--------------|
| Ändrade indirekta skatter och subventioner          | 0,1         | 0,2          | 0,0         | 0,0          |
| Tillfällig frysning av taxeringsvärden för bostäder | -0,1        | -0,1         | -0,1        | -0,1         |
| Ändrade räntekostnader                              | -0,7        | -0,7         | -0,4        | -0,1         |
| <b>Summa tillfälliga effekter</b>                   | <b>-0,7</b> | <b>-0,5</b>  | <b>-0,5</b> | <b>-0,2</b>  |

Anm. Ändrade indirekta skatter och subventioner avser direkta pris-effekter av dessa förändringar. Avrundningar medför att delarna inte alltid summerar till totalen.  
Källa: Riksbanken.

Utöver förändringar i indirekta skatter, subventioner och hushållens räntekostnader för egna hem kan ekonomin träffas av utbuds- och kostnadschocker vars effekter på inflationen kan vara helt eller delvis tillfälliga. Vanliga exempel på sådana chocker är produktivitetsförändringar och kraftiga rörelser i råva-

rupriserna. Inflationseffekterna av utbuds- och kostnadschocker kan beräknas på olika sätt. Ett sätt är att direkt studera hur råvarurelaterade delar i konsumentpriserna har utvecklats. En sådan kalkyl ger att prisfallen på t.ex. kaffe och petroleumprodukter bidrog till att dämpa inflationen med 0,4 procentenheter under 1998. Ett annat sätt är att med hjälp av en makromodell estimerar effekterna på inflationen av olika kostnadschocker. Denna ansats presenteras i fördjupningsrutan "Tillfälliga faktorer och andra utbudschocker – en modellbaserad ansats".

*Sammantaget bedöms förändringar i räntekostnader samt förändringar av indirekta skatter och subventioner dämpa inflationen, mätt med KPI, med 0,5 procentenheter på ett års sikt och med 0,2 procentenheter på två års sikt.*

32 Lönestatistiken för 1998 är fortfarande preliminär.

33 Effekter av förändringar i fastighetsskatt på flerbostadshus klassas av SCB som en indirekt effekt av ändrade indirekta skatter och subventioner. Dessa indirekta effekter påverkar de av SCB publicerade måtten på underliggande inflation.

## TILLFÄLLIGA FAKTORER OCH ANDRA UTBUDSCHOCKER – EN MODELLBASERAD ANSATS

Det finns olika sätt att försöka identifiera i vilken utsträckning tillfälliga faktorer påverkar konsumentprisutvecklingen. Ett är att på basis av data över prisutvecklingen i KPI:s olika delkomponenter använda olika metoder för att eliminera effekter som kan förväntas vara tillfälliga eller som centralbanken av annan anledning bör bortse från i sin penningpolitiska bedömning. Ett annat sätt är att använda en empirisk makromodell i vilken man explicit försöker identifiera de störningar som man inte vill motverka.

De mått på den underliggande inflationen som diskuteras i inflationsrapporten är ett exempel på det första av dessa förfaringsätt. Ett annat exempel är att exkludera varor eller varugrupper vars priser vid ett givet tillfälle uppvisar en i förväg definierad egenskap, t.ex. tillhör de 5 procent av varor som har de högsta respektive lägsta prisförändringarna. Genom att exkludera dessa komponenter minskar risken för att extrema prisförändringar på enstaka produkter får stort genomslag i inflationsmättet.

De mått på underliggande inflation som utgår från data för KPI-korgens komponenter har fördelen att beräkningsmetoden är relativt lätt att förklara. En nackdel är att det är svårt att ge en explicit ekonomisk tolkning av det mått på underliggande inflation som beräknats, t.ex. i termer av förändringar härrörande från utbud och efterfrågan, vilket försvårar analysen. Det är dessutom ofta svårt att veta exakt vilka komponenter i

eller delar av KPI som lämpligen bör exkluderas. En förändring i t.ex. oljepriset kan exempelvis förmodas få en mer omfattande inverkan på KPI än vad som indikeras av förändringen i den direkta KPI-komponenten för drivmedel och eldningsolja. Detta hänger samman med att även andra komponenter i KPI påverkas av förändringar i oljepriset. Att då bara exkludera den direkta effekten ur KPI riskerar att ge en missvisande bild av hur oljeprisförändringar slår igenom på konsumentpriserna.

Problemet kompliceras ytterligare av att anpassningsförloppet för inflationen efter en viss störning eller förändring ofta kan vara tidsmässigt ganska utdraget. En oljeprisförändring vid en viss tidpunkt påverkar t.ex. sannolikt inte bara inflationen vid samma tidpunkt utan kan även påverka inflationen under ytterligare några perioder. Om man är intresserad av att beakta även sådana tillfälliga, "dynamiska" effekter vid beräkningen av underliggande inflation räcker det inte att enbart exkludera oljeprisets omedelbara inverkan på KPI.

Det andra sättet att försöka identifiera störningar – med hjälp av en empirisk makromodell – har nackdelen att det kan vara svårare att presentera på ett enkelt sätt. En fördel med ett modellbaserat förfarande är emellertid att det möjliggör en ekonomisk tolkning av inflationsutvecklingens olika komponenter. Detta är viktigt, inte minst för en centralbank som bedriver inflationsmålsstyrning och som för den penningpolitiska

utformningen kan behöva förstå *varför* inflationen ökar eller minskar.

Inom Riksbanken har en ansats för skattning av underliggande inflation baserad på en enkel makroekonomisk modell utarbetats.<sup>34</sup> Med hjälp av denna ansats kan den faktiska inflationen delas upp i tre delkomponenter: (i) långsiktig inflation, som kan antas bero på förväntad inflation, (ii) den del av inflationen som genereras av konjunkturläget samt (iii) den del av inflationen som genereras av olika typer av tillfälliga faktorer och utbudsschocker, t.ex. förändringar av indirekta skatter och subventioner och oljepriset.

Ur penningpolitisk synvinkel förefaller det rimligt att hävda att det är de båda första komponenterna som är av störst intresse; det är främst genom dessa som penningpolitiken kan påverka inflationen. Den del av inflationen som genereras av konjunkturläget kan centralbanken förmodas kunna påverka via styrränteförändringar på vanligt sätt. Den förväntade inflationen kan antas bero på penningpolitikens trovärdighet och därigenom spela roll speciellt för penningpolitikens långsiktiga inriktning.

I diagram R6 visas faktisk inflation samt summan av komponenterna (i) och (ii) ovan som ett mått på underliggande inflation. Ett alternativt sätt att uttrycka detta mått är som faktisk inflation minus den del av inflationen som genereras av tillfälliga faktorer och utbudsschocker, dvs. komponent (iii) ovan. Därmed

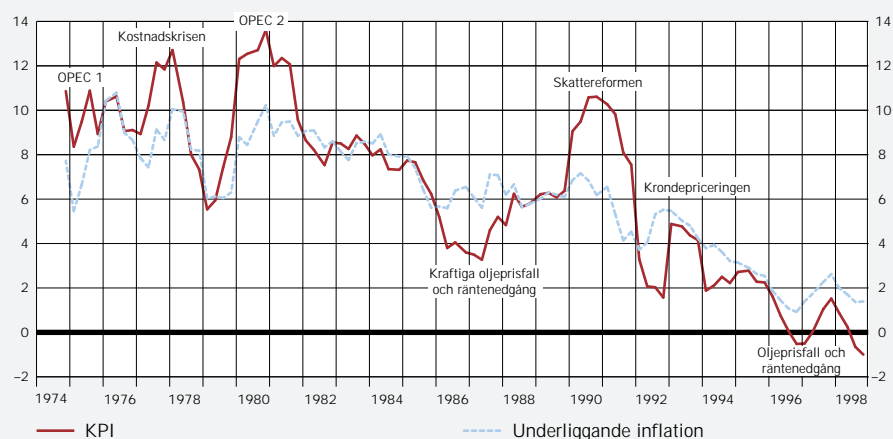
anknyter ansatsen till Riksbankens förtydligande med möjligheter till undantag då inflationen varierar på grund av tillfälliga chocker och utbudsstörningar.<sup>35</sup> Det mått på underliggande inflation som på detta sätt genereras förefaller på många sätt rimligt. Utvecklingen av den underliggande inflationen har fluktuerat betydligt mindre än faktisk inflation. De största skillnaderna mellan de båda serierna sammanfaller med mera omfattande utbudsstörningar såsom kraftiga svängningar i oljepriset. Det framgår också att den underliggande inflationen sjunkit påtagligt under 1990-talet, vilket enligt modellen till största delen avspeglas i en nedväxling av inflationsförväntningarna (dvs. ett fall i komponent (i) ovan). De senaste åren har den underliggande inflationen legat högre än den faktiska inflationen vilket indikerar att det i huvudsak är tillfälliga effekter som hållit inflationen exceptionellt låg.

Det skattade måttet på underliggande inflation ansluter närmast till det av SCB publicerade måttet UNDIHX. UNDIHX är beräknat som KPI exkl. *samtida* effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner, hushållens räntekostnader samt prisutvecklingen på i huvudsak importerade varor. Trots att ansatserna fundamentalt skiljer sig åt visar det sig att skillnaderna är förvånansvärt små.

Det bör slutligen påpekas att även om den modellbaserade ansatsen tillåter en mer detaljerad analys av den underliggande inflationsprocessen kvarstår många

**Diagram R6.**

Faktisk och underliggande inflation fjärde kvartalet 1974 – fjärde kvartalet 1998. Årlig procentuell förändring



Anm. KPI-inflationen är beräknad utifrån officiella indextal.  
Källor: SCB och Riksbanken.

problem förknippade med att i praktiken utgå från underliggande inflation. Bland annat måste man även här på förhand bestämma de variabler vilkas effekter på inflationen som ska exkluderas (i detta fall vilka variabler som ska representera tillfälliga effekter och utbudschocker).<sup>36</sup>

34 För en beskrivning av denna ansats, se Apel, Mikael och Per Jansson, "A Parametric Approach for Estimating Core Inflation and Interpreting the Inflation Process", kommande arbetsrapport, *Sveriges riksbank*. Se även Blix, Märten (1995), "Underlying Inflation – A Common Trends Approach", Working Paper Series No. 23, *Sveriges riksbank* för en annan typ av modellbaserad ansats.

35 Se PM "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", 1999-02-04.

36 I den aktuella specifikationen tilläts "tillfälliga effekter" uppstå till följd av förändringar i kort nominell ränta, nominellt oljepris, nominellt importpris och indirekta skatter. "Utbudschocker" approximeras som oväntade förändringar i realt oljepris och produktivitet.

## Inflationsförväntningar

### LÅGA INFLATIONSFÖRVÄNTNINGAR PÅ SÅVÄL KORT SOM LÅNG SIKT

Beräkningar av de implicita terminsräntorna kan ge en uppfattning om den förväntade framtida utvecklingen av de korta räntorna. Förloppet på kort och medellång sikt kan sägas bero på marknadens förväntningar om framtida penningpolitik och inflation. Utvecklingen av terminsräntor med förfall långt fram i tiden beror däremot främst på vad som sker med förtroendet för den samlade ekonomiska politikens inriktning mot pristabilitet.

Till följd av fortsatt låga inflationsförväntningar och justeringen av penningpolitiken i en mer expansiv riktning har de medelfristiga terminsräntorna, med likvid om ett till två år, sjunkit med ca 0,2 procentenheter sedan föregående inflationsrapport (se diagram 37 i bilagan).

---

Förtroendet för inflationsmålpolitiken är stabilt.

---

Den långa terminsräntedifferensen mot Tyskland steg tillfälligt under höstens finansiella oro men har sedan årsskiftet varit i genomsnitt omkring 0,2 procentenheter (se diagram 39 i bilagan). Detta tyder på ett stabilt förtroende för inflationsmålpolitiken.

---

De långsiktiga inflationsförväntningarna är låga.

---

Ett annat sätt att mäta trovärdigheten för inflationsmålet är att studera de långsiktiga inflationsförväntningarna härledda ur skillnaden mellan långsiktiga

nominella och reala terminsräntor (5–15 år).<sup>37 38</sup> Denna differens är i stort sett oförändrad sedan föregående inflationsrapport och uppgår för närvarande till ca 1,7 procentenheter (se diagram 41 i bilagan). Detta indikerar att de långsiktiga inflationsförväntningarna är låga.

### ENKÄTER VISAR OCKSÅ FALLANDE INFLATIONSFÖRVÄNTNINGAR

Inflationsförväntningarna, som de kommer till uttryck i olika enkäter, har under det senaste året fallit till historiskt låga nivåer. De största nedjusteringarna gäller inflationsutsikterna under de närmaste ett till två åren. Hushållens förväntningar för de närmaste tolv månaderna var i februari 0,8 procent. Detta var 0,6 procentenheter lägre än den vid publiceringen av föregående inflationsrapport senast tillgängliga uppgiften från oktober 1998.

Enligt Riksbankens undersökning i mars av inflationsförväntningar hos inköpschefer, arbetsmarknadens parter och penningmarknadens aktörer, som utförs av SCB, förväntades den genomsnittliga inflationen under de närmaste två åren uppgå till 1,1–1,4 procent och 1,6–1,8 procent för de närmaste fem åren. De implicita förväntningarna tre till fem år framåt i tiden var i linje med Riksbankens inflationsmål (se tabell 2).

37 De nominella och reala terminsräntorna utgörs av de idag överenskomna tio-åriga nominal- och realräntorna, om fem år.

38 Se Blix, Märten (1998), "Forecasting Swedish Inflation with a Markov Switching VAR", Working Paper No. 76, *Sveriges Riksbank*, för ytterligare ett mått på inflationsmålet trovärdighet.

I stort sett samtliga enkäter indikerar lägre inflationsförväntningar både på kort och lång sikt.

Även andra undersökningar visar på lägre inflationsförväntningar. Enligt Prospera, vars inflationsundersökning har samma uppläggning som Riksbankens, hade förväntningarna fallit ytterligare i februari. De genomsnittliga förväntningarna på två års sikt uppmättes till ca 1 procent och för de närmaste fem åren till ungefär 1,5 procent (se diagram 44 i bilagan).

Aragons februariundersökning, bland penningmarknadens aktörer, visade också på lägre inflationsförväntningar. Den förväntade inflationen på två års sikt reviderades ned med ca 0,2 procentenheter, medan den var oförändrad på fem års sikt. Den implicit förväntade inflationen på tre till fem års sikt framåt steg därför marginellt (se diagram 43 i bilagan).

*Inflationsförväntningarna, såsom de kommer till uttryck i prissättningen på den finansiella marknaden och i olika enkäter, tyder på mycket låg inflation ett år framåt och en inflationsnivå under Riksbankens inflationsmål på två års sikt. På*

*längre sikt indikerar förväntningarna ett fortsatt stort förtroende för penningpolitiken och en inflation väl i linje med inflationsmålet.*

## Inflationsprognosen i huvudscenariot

Inflationsbedömningen baseras på antagandet att reporäntan hålls oförändrad under prognosperioden. Sedan föregående inflationsrapport har den reala växelkursen stärkts samtidigt som realräntorna har fallit, bland annat mot bakgrund av de sänkningar av reporäntan som Riksbanken genomfört. Sammantaget bedöms de monetära förhållandena vara något mer expansiva de kommande två åren än vad som förutsattes i föregående inflationsrapport. I likhet med tidigare antas kronan följa en apprecierande bana samtidigt som de långa räntorna väntas stiga något. Den sammantagna effekten av räntor och växelkurs bedöms därmed successivt bli mindre expansiv under prognosperioden.

Tabell 2.

Förväntningar om genomsnittlig inflation. Procent

| Förändring av KPI (per år)               |            |               |               |
|--|------------|---------------|---------------|
| Kategori                                 | -1 år      | -2 år         | -5 år         |
| Penningmarknadsaktörer                   | 0,7 (-0,2) | 1,1 (-0,2)    | 1,7 (-0,1)    |
| Arbetsgivarorganisationer                | 0,9 (-0,3) | 1,2 (-0,3)    | 1,6 (-0,3)    |
| Arbetsstagarorganisationer               | 1,1 (-0,1) | 1,4 (-0,1)    | 1,8 (0,0)     |
| Inköpschefer i industriföretag           | 1,2 (-0,1) | 1,4 (-0,3)    | 1,8 (-0,2)    |
| Inköpschefer i handelsföretag            | 1,1 (-0,4) | 1,4 (-0,3)    | 1,7 (-0,3)    |
| Aragon, penningmarknadsaktörer           |            | 1,0 (-0,2)    | 1,8 (0,0)     |
| <b>Implicita inflationsförväntningar</b> |            | <b>1-2 år</b> | <b>3-5 år</b> |
| Penningmarknaden                         |            | 1,5 (-0,2)    | 2,1 (0,0)     |
| Arbetsgivarorganisationer                |            | 1,5 (-0,3)    | 1,9 (-0,3)    |
| Arbetsstagarorganisationer               |            | 1,7 (-0,1)    | 2,1 (+0,1)    |
| Inköpschefer i industrin                 |            | 1,6 (-0,5)    | 2,1 (-0,1)    |
| Inköpschefer i handeln                   |            | 1,7 (-0,2)    | 1,9 (-0,3)    |
| Aragon                                   |            |               | 2,3 (+0,1)    |

Anm. Inom parentes anges förändringar i procentenheter jämfört med föregående undersökning. Källor: Aragons februari- respektive SCB:s marsundersökning.

Den importerade inflationen bedöms bli något lägre än vad som tidigare förutsågs.

Inflationen i omvärlden bedöms bli lägre än vad som förutsattes i föregående inflationsrapport. Något lägre råvarupriser och svagare exportprisutveckling bedöms dämpa importprisökningarna i Sverige.

Det mesta tyder på att nettoexport och investeringar kommer att utvecklas svagare än vad som förutsattes i föregående inflationsrapport. BNP-tillväxten blir mot denna bakgrund marginellt lägre. Den lediga kapacitet som nu finns i ekonomin kommer sannolikt inte att tas i anspråk fullt ut under de kommande två åren.

Till följd av bl.a. reporäntesänkningarna bedöms räntekostnaderna dämpa konsumentprisutvecklingen med i genomsnitt 0,3 procentenheter mer än i föregående inflationsrapport. Vad gäller skatter och subventioner finns inga nya beslut som ger upphov till ytterligare tillfälliga effekter på KPI. I prognosen har antagits att fastighetsskatten inte återindexeras under 2001.

Inflationsförväntningarna har fallit sedan föregående inflationsrapport. Inflationen väntas underskrida inflationsmålet de närmaste åren med ganska bred marginal. På lite längre sikt ligger förväntningarna mer i linje med inflationsmålet.

Inflationsförväntningarna ligger klart under inflationsmålet på två års sikt.

Sammantaget talar de ovan nämnda faktorerna för att inflationen, mätt med KPI, stiger långsammare

än tidigare antagits men att den underliggande inflationen, mätt med UND1X, utvecklas ungefär i linje med föregående bedömning.

I huvudscenariot bedöms inflationen, mätt med KPI, vid oförändrad reporänta, i genomsnitt bli något lägre både 1999 och 2000 än i den bedömning som gjordes i föregående inflationsrapport. Tolvmånaderstalet beräknas uppgå till 1,1 procent i mars 2000 och 1,4 procent i mars 2001. Den underliggande inflationen, mätt som UND1X, beräknas i genomsnitt bli marginellt lägre under 1999 och 2000. Tolvmånaderstalen bedöms uppgå till 1,7 procent i mars 2000 och 1,8 procent i mars 2001.

## Osäkerheten i inflationsbedömningen

Inflationsbedömningen i huvudscenariot är den prognos som Riksbanken anser vara mest sannolik. Den konjunktur- och inflationsprognos som redovisas är dock förknippad med osäkerhet. Det är därför viktigt att penningpolitiken också beaktar alternativa utvecklingsvägar för inflationen. Dessa alternativa utvecklingsvägar, liksom den allmänna osäkerheten som inflationsbedömningar alltid är förenade med, kan åskådliggöras med osäkerhetsintervall kring inflationsprognosen i huvudscenariot.<sup>39</sup>

Osäkerhetsintervallen och inflationsprognosen i huvudscenariot är uppskattade under antagandet om oförändrad penningpolitik under den kommande tvåårsperioden. Intervallen illustrerar med andra

Tabell 3.

Inflationsprognos.  
Procentuell förändring

|         | Årsgenomsnitt |      | Tolvmånaderstal |           |
|---------|---------------|------|-----------------|-----------|
|         | 1999          | 2000 | Mars 2000       | Mars 2001 |
| KPI     | 0,3           | 1,0  | 1,1             | 1,4       |
| UND1X   | 1,3           | 1,8  | 1,7             | 1,8       |
| UNDINHX | 2,0           | 2,0  | 2,0             | 2,3       |
| HIKP    | 0,7           | 1,8  | 1,8             | 1,7       |

Källa: Riksbanken.

ord osäkerheten i den prognos över inflationen som penningpolitiken baseras på.<sup>40</sup> Osäkerheten i den framtida inflationsutvecklingen är emellertid i realiteten mindre än vad intervallen ger sken av eftersom penningpolitiken löpande avvägs för att föra inflationen i linje med målet.

Risken för en sämre internationell konjunkturutveckling än i huvudscenariot har lyfts fram som en riskfaktor för inflationsutvecklingen i inflationsrapporterna sedan december 1997. Risken har bestått i att spridningseffekterna från Asienkrisen skulle bli mer omfattande än i huvudscenariot. De något försämrade tillväxtutsikterna i bl.a. Europa har bidragit till en något mer pessimistisk bedömning av den svenska konjunkturen i huvudscenariot sedan föregående rapport.

Den internationella utvecklingen är fortfarande svårbedömd. En riskfaktor som kan leda till en svagare internationell konjunktur utgör utvecklingen i Japan, som kan bli ännu sämre än i huvudscenariot. En annan risk är att avmattningen av den amerikanska konjunkturen kan bli mer markerad än den mera gradvisa dämpning som förutsägs i huvudscenariot. En svagare konjunkturutveckling i USA kan t.ex. ske genom att företagen drar ned på investeringar till följd av den svaga vinstutvecklingen eller att hushållen väljer att börja spara mer för att höja

den historiskt sett låga sparkvoten. En avmattning kan också utlösas av andra faktorer, exempelvis en recession i Latinamerika. En mer dramatisk nedgång orsakad av ett börsfall är också möjlig. En starkare utveckling i världsekonomin skulle kunna vara en följd av att den amerikanska ekonomin fortsätter att växa snabbt samtidigt som den europeiska konjunkturen utvecklas bättre än väntat med fortsatt starkt konsumentförtroende och draghjälp från USA. Sammantaget finns det en nedåtrisk i inflationsbedömningen som beror på risken från en sämre internationell konjunkturutveckling än i huvudscenariot.

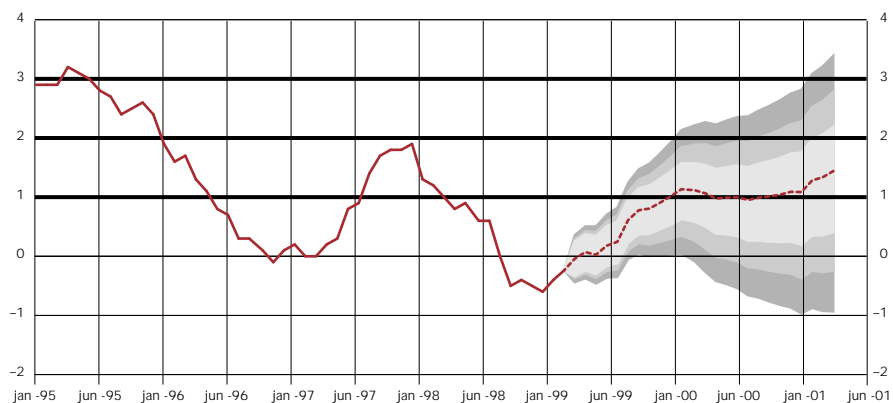
Även den framtida utvecklingen av kronan är osäker. Sedan föregående inflationsrapport har kronan utvecklats relativt starkt. Det kan dock inte uteslutas att den senaste tidens kronförstärkning varit överdrivet snabb och att det därmed finns risk för en reky i kronkursutvecklingen.<sup>41</sup> Kronan är emellertid alltjämt undervärderad i termer av traditionella konkurrenskraftsmått. Mot denna bakgrund bedöms sannolikheten vara lika stor för en svagare som för en starkare kronutveckling än i huvudscenariot.

---

Det finns en nedåtrisk i inflationsbedömningen från risken för en sämre internationell konjunkturutveckling än i huvudscenariot. Osäkerheten i bedömningen är ungefär lika stor som i föregående rapport.

---

**Diagram 12.**  
KPI med osäkerhetsintervall.  
Årlig procentuell förändring



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



Sammantaget finns det en nedåtrisk i inflationsbedömningen som kommer från risken för en sämre internationell konjunkturutveckling än i huvudscenariot. Nedåtrisken för inflationen är därmed något större än uppåtrisken både på ett och två års sikt. Detta går att utläsa ur diagram 12 som visar Riksbankens bedömning av osäkerheten runt inflationsprognosen i huvudscenariot. Att nedåtrisken bedöms vara större avspeglas i att osäkerhetsintervallen är något bredare nedanför än ovanför prognosbanan för huvudscenariot.

Osäkerhetsintervallen är ungefär lika breda som i decemberrapporten. Oron på de globala finansiella marknaderna har visserligen mildrats. Samtidigt framstår dock den internationella konjunkturutvecklingen som svårbedömd bl.a. med tanke på osäkerheten om de amerikanska tillväxtutsikterna. De starka amerikanska konjunktursiffrorna under de senaste månaderna har även påverkat prissättningen på de internationella obligations- och aktiemarknaderna.

Den underliggande inflationen mätt som den årliga förändringen i UND1X uppvisar också en viss asymmetrisk nedåtrisk mot slutet av prognosperioden (se diagram 13).

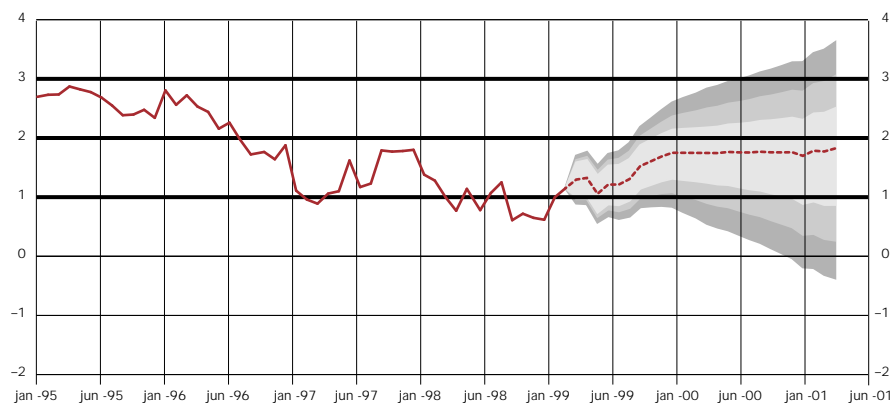
Penningpolitiken utformas främst med utgångspunkt från en bedömning av prisutvecklingen ett till

två år framåt i tiden. I huvudscenariot väntas inflationen, mätt som tolv månaderstal i KPI, uppgå till 1,1 procent i mars 2000 och 1,4 procent i mars 2001. Nedåtrisken innebär att medelvärdet för inflationsbedömningen ett och två år framåt är 0,1 procentenheter respektive knappt 0,2 procentenheter lägre än prognosen i huvudscenariot, vilket är ungefär samma som bedömningen i föregående rapport. Sannolikheten att inflationen blir lägre än i huvudscenariot bedöms vara 52 procent i mars 2000 och 54 procent i mars 2001.

39 Metoden beskrevs i Inflationsrapport 1998:2. Beräkningen sker med utgångspunkt från en bedömning av osäkerheten i de för inflationen viktigaste variablerna och den precision Riksbanken anser sig ha i sin inflationsbedömning. Uppskattningarna är till viss del subjektiva men baseras på en skattning av historiska samband. En utförligare beskrivning finns i: Blix, Märten och Peter Sellin (1998), "Uncertainty Bands for Inflation Forecasts", Working Paper No. 65, Sveriges Riksbank. 40 Bredden på osäkerhetsintervallen ovanför prognosen i huvudscenariot jämfört med intervallen nedanför illustrerar var tyngdpunkten på osäkerheten bedöms ligga. Mer konkret innebär detta att om intervallen ovanför inflationsprognosen är bredare (smalare) än de nedanför så bedöms risken vara större (mindre) att inflationen kommer att överstiga prognosen än att den kommer att understiga den. Detta innebär att det mest sannolika utfallet, typvärdesprognosen i huvudscenariot, understiger (överstiger) genomsnittet. Annorlunda uttryckt, asymmetrier i osäkerhetsbilderna förskjuter det genomsnittliga utfallet från det mest sannolika värdet. Om det inte bedöms finnas någon asymmetrisk risk så kommer intervallen ovan respektive nedan prognosen i huvudscenariot att vara lika stora.

41 Se t.ex. fördjupningen "Valutaoptioner som indikatorer" på sid. 23.

**Diagram 13.**  
UND1X med osäkerhetsintervall.  
Årlig procentuell förändring



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

Tabell 4 visar med vilken sannolikhet inflationen bedöms hamna inom olika intervall ett och två år framåt i tiden.<sup>42</sup> Sannolikheten för att inflationen, mätt som KPI, ska hamna över 2 procent är liten ett år framåt; två år framåt är sannolikheten något större. Däremot är risken att inflationen ska understiga den nedre gränsen för toleransintervallen under

prognosperioden betydande. Det bedöms därmed vara troligt att inflationen hamnar under inflationsmålet på både ett och två års sikt under antagandet om oförändrad reporänta.

<sup>42</sup> En motsvarande tabell för UNDIX finns i bilagan.

**Tabell 4.**

KPI-inflation.  
Sannolikhet i procent för  
olika utfall.  
Tolvmånaderstal

|                  | KPI<1 | 1<KPI<2 | 2<KPI<3 | KPI>3 | Summa |
|------------------|-------|---------|---------|-------|-------|
| 2000 (mars–mars) | 49    | 41      | 9       | 1     | 100   |
| 2001 (mars–mars) | 41    | 29      | 21      | 9     | 100   |

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för en inflation under 1 procent, mellan 1 och 2 procent, mellan 2 och 3 procent samt över 3 procent.  
Källa: Riksbanken.

# Slutsatser

*I detta kapitel diskuteras förutsättningarna för den svenska penningpolitiken bl.a. mot bakgrund av EMU. Dessutom sammanfattas grunddragen i direktionens bedömning av inflationsutsikterna.*

## INFLATIONSMÅLET

Efter den djupa krisen i början av 1990-talet har en gynnsam export- och investeringsutveckling lagt grunden för en stabil återhämtning av den svenska ekonomin. Även den privata konsumtionen har successivt bidragit allt mer till tillväxten. Sedan inflationsmålet annonserades 1993 har ekonomin vuxit med närmare 3 procent i genomsnitt per år. Under denna period har inflationen varit låg, samtidigt som inflationsförväntningarna fallit och trovärdigheten för den samlade ekonomiska politiken ökat, bl.a. till följd av konsolideringen av de offentliga finanserna.

Den nya riksbankslagstiftningen, som trädde i kraft den 1 januari 1999, anger att målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har samtidigt fått en ny direktion med sex heltidsanställda ledamöter som självständigt fattar de penningpolitiska besluten. Direktionen beslutade i januari 1999 att målformuleringen för penningpolitiken ligger fast. Penningpolitikens uppgift är att begränsa förändringen av konsumentprisindex till 2 procent i ett, lite längre, årligt perspektiv, med en tolerans om  $\pm 1$  procentenhet. Direktionen förtydligade i februari 1999 också att under vissa omständigheter kommer Riksbanken i förväg att klargöra om avvikelser från inflationsmålet på ett till två års sikt kan vara motiverade.

## EMU OCH DEN SVENSKA

### PENNINGPOLITIKEN

Sverige har tills vidare valt att stå utanför den europeiska valutaunionen, EMU. Vid årsskiftet övertog den nya europeiska centralbanken, ECB, ansvaret

för penningpolitiken i euroområdet. Det primära målet för penningpolitiken i valutaunionen är prisstabilitet, definierad som en årlig ökning på under 2 procent av konsumentpriserna i euroområdet mätt med HIKP. ECB har dock inte angivit exakt vilken nivå på inflationen som eftersträvas. En viss vägledning ger dock det referensvärde för penningmängden som ECB valt att arbeta med. På basis av detta kan en implicit prismet på 1,5 procent för 1999 beräknas. I praktiken är därför skillnaden mellan Riksbankens målformulering och ECB:s prisstabilitetsmål liten. Det förhållande att både ECB och Riksbanken inriktar penningpolitiken konsekvent mot prisstabilitet bör bidra till att stabilisera kronans kurs mot euron.

Sedan starten av EMU har diskussionen om ett framtida svenskt medlemskap tilltagit. De länder som redan nu deltar i EMU var alla medlemmar i det europeiska växelkurssamarbetet, ERM, och de centralkurser deras valutor hade inom ramen för detta samarbete bildade utgångspunkt för den konvertering av de nationella valutorna som skedde mot den nya valutan euron. Riksdagen har också konstaterat att ett medlemskap i det europeiska växelkurssamarbetet kan ses som ett förberedande steg före ett inträde i valutaunionen. Beslutet om ett medlemskap ligger i regeringens händer. Tills ett sådant beslut eventuellt fattas fortsätter Riksbanken att arbeta med en rörlig växelkurs för kronan och utforma penningpolitiken med utgångspunkt från ett inflationsmål. Om det stod klart att Sverige avsåg att delta i EMU i en nära framtid skulle det dock finnas skäl att överväga ett medlemskap i ERM. En

centralkurs för kronan mot euron inom ramen för ERM skulle sannolikt effektivt bidra till att stabilisera växelkursförväntningarna inför inträdet i valutaunionen. Detta skulle i sin tur underlätta den konvertering av kronan mot euron som då äger rum.

#### INFLATIONSUTSIKTERNA

Den internationella prisutvecklingen har varit svagare än väntat, bl.a. har producentpriserna på världsmarknaden fortsatt att falla. Asienkrisens fortsatta verkningar i världsekonomin med svagare internationell efterfrågan, ökad konkurrens och överkapacitet inom många sektorer talar för att inflationen kommer att vara fortsatt låg i OECD-området. Inflationstrycket från omvärlden via importpriserna bedöms bli något lägre än vad utgångspunkten var i föregående inflationsrapport.

Bilden av de internationella konjunkturutsikterna är inte helt entydig. Det finns tecken på en stabilisering i vissa delar av Asien. Utsikterna för den kinesiska ekonomin har dock försämrats något samtidigt som den japanska ekonomin befinner sig i recession utan några klara tecken på en återhämtning. I euroområdet, som är av stor betydelse för svensk export, har den ekonomiska aktiviteten mattats av under vintern. Det finns emellertid inte skäl att påtagligt revidera ner prognosen för de kommande två åren. Fortfarande framstår en konsumtionsledd konjunkturuppgång som sannolik. På sikt är en avmattning i den ekonomiska aktiviteten i USA trolig. Den amerikanska ekonomin har dock uppvisat fortsatt styrka den senaste tiden. Det kan därför dröja innan den amerikanska ekonomin tappar fart. Tillväxten i OECD-området kan därmed bli något starkare 1999 än vad som förutsattes i föregående inflationsrapport. Konjunkturutsikterna för 2000 har dock dämpats något mot bakgrund av avmattningen i euroområdet och den svaga utvecklingen i Japan.

Kronkursen har förstärkts något snabbare än vad som förväntades i den senaste inflationsrapporten. Den minskade internationella oron på de finansiella marknaderna har lett till en naturlig reverseering av den försvagning av kronan som ägde rum under hösten. Den svenska kronan kommer rimligt-

vis att förstärkas ytterligare när ekonomin närmar sig ett läge med extern och intern balans. Riksbankens syn på den fortsatta utvecklingen av kronkursen har således inte förändrats. Den oförändrade synen på kronkursens framtida utveckling innebär att de sänkningar av reporäntan som Riksbanken vidtagit sedan december bedöms bidra till att den sammanvägda effekten av räntor och växelkurs på efterfrågan i ekonomin blir något mer expansiv de kommande två åren än vad som antogs i föregående inflationsrapport.

Den förskjutning i riktning mot en något svagare konjunkturbild som har skett bl.a. i Europa under vintern väntas leda till att export- och investeringsutvecklingen i Sverige dämpas något. I huvudscenariot är dock tillväxtutsikterna för de kommande åren fortfarande goda. Den internationella avmattningen väntas visserligen innebära att den svenska ekonomin växer något långsammare än under 1998. Den inhemska efterfrågan bedöms dock stiga successivt, bl.a. mot bakgrund av ett förhållandevis lågt ränteläge. Tillsammans med en gradvis återhämtning i den internationella konjunkturen innebär detta att BNP väntas växa med drygt 2 procent 1999 och ungefär 2,5 procent 2000. Trots en relativt god tillväxt kommer det sannolikt att finnas lediga resurser i ekonomin även på två års sikt, vilket talar för ett lågt underliggande inflationstryck.

Finanspolitiken är också en viktig faktor i bedömningen av inflationsutsikterna. De senaste åren har penningpolitiken understötts av en återhållsam finanspolitik. De offentliga finanserna har förbättrats markant, vilket har förbättrat förtroendet för den samlade ekonomiska politiken och stabiliserat utvecklingen på de finansiella marknaderna. Finanspolitikens strama inriktning har också hållit tillbaka den inhemska efterfrågan. Sammantaget har detta bidragit till en väsentlig nedgång i de korta och långa räntorna. Finanspolitikens återhållande effekt på efterfrågan antas bli mindre än under de gångna årens budgetkonsolidering.

---

Den underliggande inflationen bedöms underskrida målet.

---

I huvudscenariot bedöms inflationen, mätt med KPI, underskrida målet och uppgå till 1,1 procent på ett års sikt och 1,4 procent på två års sikt. Den svaga konsumentprisutvecklingen förklaras delvis av tillfälliga faktor som inte bedöms ha någon varaktig inverkan på inflationen och som därför inte påverkar penningpolitikens uppläggning. Ändrade indirekta skatter och subventioner samt sjunkande räntekostnader för egna hem bedöms hålla tillbaka ökningen av konsumentprisindex med 0,2–0,5 procentenheter. Den underliggande inflationen, mätt med UND1X, bedöms därmed något underskrida målet och uppgå till 1,7 procent på ett års sikt och 1,8 procent på två års sikt. Konsumentprisutvecklingen på ett till två års sikt kan även påverkas av andra typer av tillfälliga faktorer som t.ex. prisförändringar på import- och råvaror. Riksbankens prognos bygger exempelvis på en viss uppgång i råvarupriserna. I nuläget bedöms tillfälliga effekter av detta slag inte vara av en sådan storleksordning att de har någon betydelse för penningpolitikens uppläggning.

Riskbilden är också av betydelse för penningpolitikens utformning. Sammantaget är situationen ungefär lika svårbedömd som inför den föregående inflationsrapporten. Oron på de globala finansiella marknaderna har visserligen minskat. Den internationella konjunkturutvecklingen är dock en stor osäkerhetsfaktor, som snarast tilltagit något den senaste månaden med de starka konjunktursiffrorna i USA. Dessa har i sin tur medfört en uppgång i de långa räntorna globalt och även påverkat konjunkturkänsliga aktier.

En svagare internationell utveckling skulle kunna

utlösas av en plötslig nedgång i USA. Den amerikanska börsen är högt värderad, hushållens sparande är lågt och investeringarna kan framstå som höga i förhållande till vinstförväntningarna i näringslivet. Om en nedgång i USA sker parallellt med att hemmamarknaden i Europa försvagas och kräftgången i den japanska ekonomin inte bryts kan konsekvenserna bli allvarliga för världsekonomin. En starkare utveckling skulle å andra sidan kunna inträffa t.ex. om den europeiska ekonomin utvecklas bättre än i huvudscenariot med starkt konsumentförtroende och draghjälp från USA, samtidigt som återhämtningen i Asien går snabbare än väntat. Högre inflation skulle också kunna bli konsekvensen av en snabbare uppgång i råvarupriserna än beräknat. Samtidigt har den globala inflationen varit överraskande låg under 1990-talet till följd av bl.a. ett skärpt konkurrensstryck. Detta talar för att inflationen kan bli lägre. Sammantaget bedöms det finnas en viss nedåtrisk i inflationsbedömningen på grund av en sämre internationell konjunktur än vad som förutsätts i huvudscenariot. Detta avspeglas också i den sannolikhetsfördelning som redovisas i kapitel 2.

Slutsatsen av de bedömningar som redovisats är att inflationen korrigerad för tillfälliga effekter av indirekta skatter, subventioner och ränteförändringar något underskrider Riksbankens mål på ett till två års sikt. Avvikelsen är dock inte stor om den sätts i relation till den osäkerhet som omger bedömningar av detta slag. Samtidigt bedöms risken för en något lägre inflation än i huvudscenariot vara större än att den blir högre.

## INFLATIONSBEDÖMNINGENS BETYDELSE FÖR PENNINGPOLITIKEN

Målet för penningpolitiken är att begränsa den årliga förändringen av konsumentprisindex till 2 procent med en tolerans om  $\pm 1$  procentenhet i ett medelfristigt perspektiv. Penningpolitiken avvägs med utgångspunkt från en bedömning av inflationen 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 inflationsutvecklingen vore oförändrad kan det behöva dras andra penningpolitiska slutsatser som en följd av att fokus för bedömningen har flyttats framåt. Penningpolitiken kommer den närmaste tiden främst att baseras på en bedömning av konsumentprisutvecklingen under andra kvartalet 2000 till och med första kvartalet 2001.

Penningpolitiken brukar ibland beskrivas med hjälp av en enkel tumregel: Om inflationsprognosen i huvudscenariot – 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. Den framtida inflationsutvecklingen är emellertid inte enkel att förutse. Riksbanken arbetar därför också med osäkerhetsbedömningar av den framtida inflationsutvecklingen.

Den samlade bilden av inflationsutsikterna ges i praktiken av en slags sannolikhetsbedömning. Förutom ett huvudscenario, som anses representera den mest sannolika utvecklingen, vägs ett antal riskscenarier in i den slutliga bedömning som ligger till grund för penningpolitiken. Osäkerheten runt huvudscenariot behö-

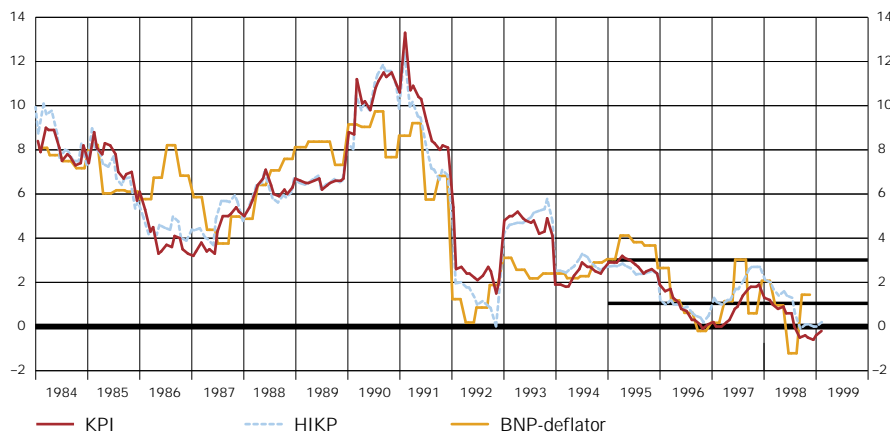
ver inte alltid vara symmetrisk. Ibland dominerar uppåtriskerna, men vid andra tillfällen verkar det mer troligt att inflationen blir lägre än i huvudscenariot. Värderingen av riskbilden kompletterar således bedömningen i huvudscenariot och kan utgöra ett viktigt argument för att penningpolitiken stramas åt eller förs i en mer expansiv riktning. I det sammanhanget kan det vara värt att betona att också själva osäkerheten i inflationsbedömningen påverkar utformningen av penningpolitiken. En hög osäkerhet i inflationsbedömningen kan utgöra ett skäl för en mer försiktig utformning av politiken för att därmed undvika för stora kast i räntor och förväntningsbildningen.

Det finns två skäl till att ibland avstå från att inrikta penningpolitiken på att uppnå målet definierat i termer av konsumentprisindex på ett till två års sikt. För det första kan konsumentpriserna i det relevanta tidsperspektivet pressas upp eller ner av någon eller några faktorer som inte bedöms påverka inflationen varaktigt. Exempel på sådana faktorer utgör förändringar i räntekostnader samt indirekta skatter och subventioner. Ett annat skäl att avvika från beslutsregeln kan vara att en snabb återgång till målet när en stor avvikelse har inträffat ibland kan vara förenad med stora realekonomiska kostnader. Om någon av ovanstående situationer föreligger klargör Riksbanken i förväg hur stor avvikelse från inflationsmålet i termer av konsumentprisindex som kan vara motiverad på ett till två års sikt.

# Bilaga

**Diagram 1.**

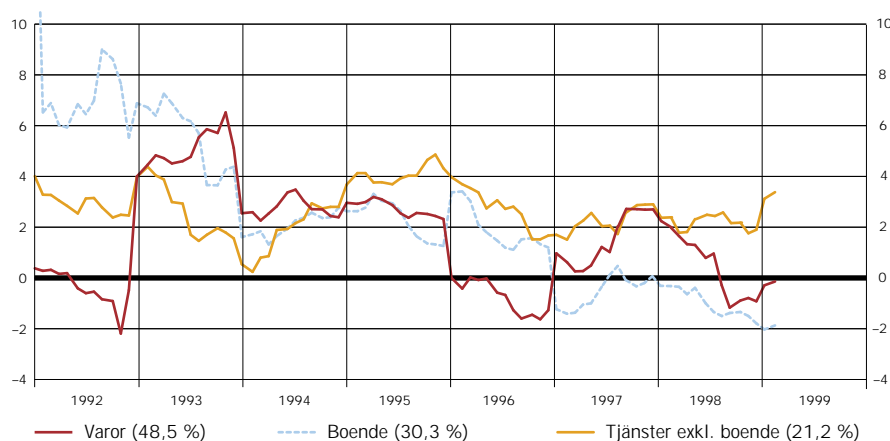
Konsumentprisindex (KPI),  
HIKP\* och BNP-deflator.  
Årlig procentuell förändring



\*Harmoniserat index för konsumentpriser. Data före 1996 är en approximativ beräkning.  
Anm. De horisontella linjerna från 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.  
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 2.**

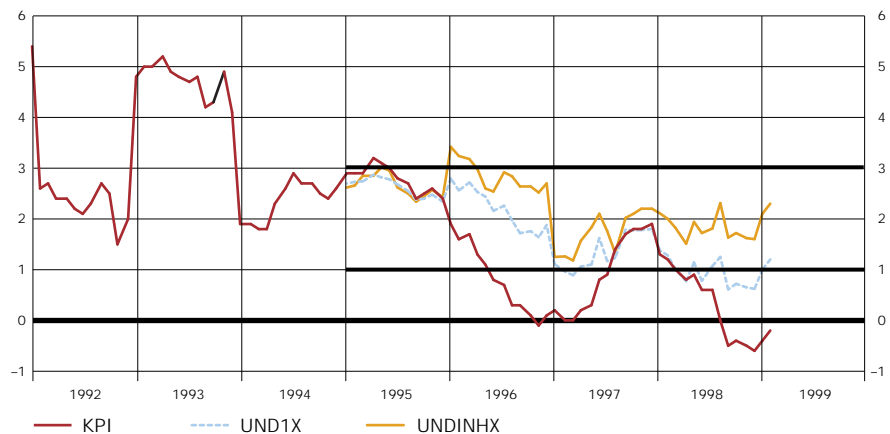
Konsumentprisindex för  
olika produktområden.  
Årlig procentuell förändring



Anm. Vikten i KPI för 1999 anges inom parentes.  
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 3.**

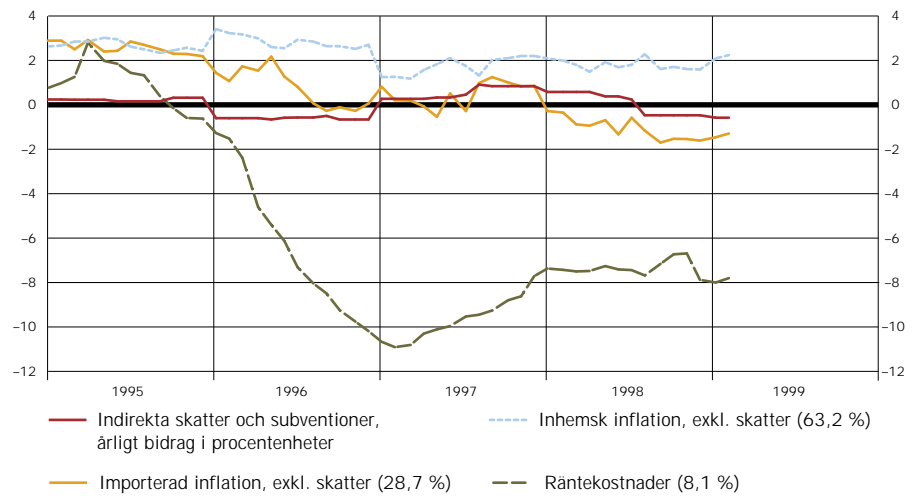
KPI och underliggande  
inflation.  
Årlig procentuell förändring



Anm. UND1X definieras som KPI exklusive räntekostnader och direkta effekter av ändrade indirekta skatter. UNDINHX är KPI exklusive räntekostnader, varor som i huvudsak importeras och direkta effekter av ändrade inhemska indirekta skatter. De horisontella linjerna från 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.  
Källa: SCB.

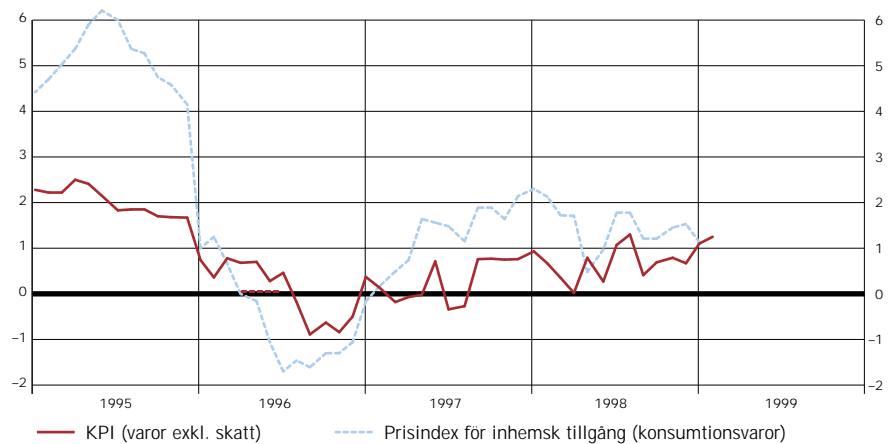


**Diagram 4.**  
Konsumentprisutvecklingen  
uppdelat på olika områden.  
Årlig procentuell förändring



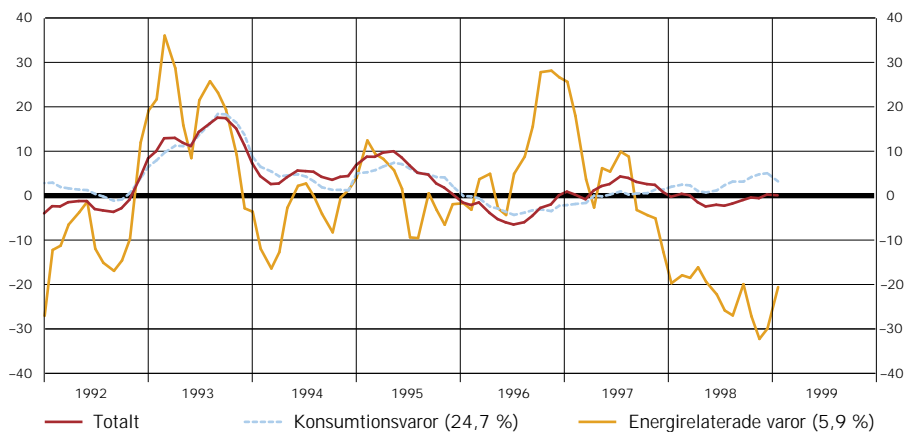
Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1999.  
Källa: SCB.

**Diagram 5.**  
Konsument- och producent-  
prisutvecklingen på varor.  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 6.**  
Importprisutvecklingen i  
producentledet.  
Årlig procentuell förändring



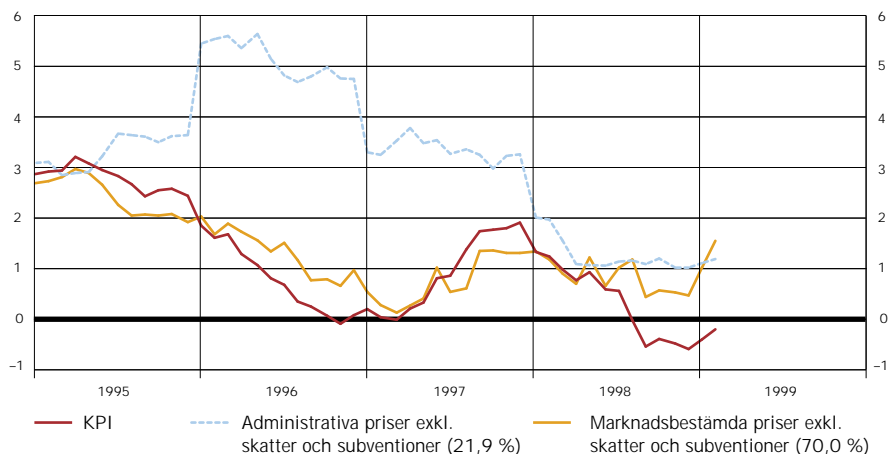
Anm. Inom parentes anges andelar i importprisindex 1999, exkl. produkter från jord- och skogsbruk, jakt och fiske.  
Källa: SCB.





**Diagram 7.**

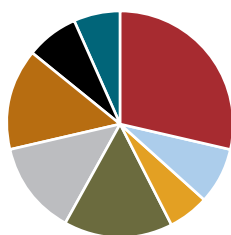
Marknadsbestämda priser  
och administrativt  
bestämda priser i KPI.  
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1999. Siffrorna är reviderade på grund av ändrad skatteberäkning samt ändrade definitioner.  
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 8.**

Uppdelning av KPI.  
Vikter 1999, procent av  
total KPI inklusive indirekta  
skatter och subventioner

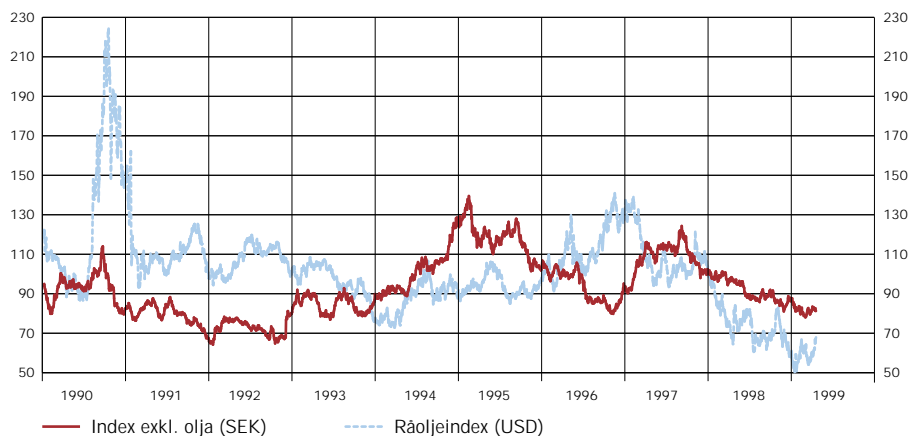


- I huvudsak importerade varor 28,7 %
- Räntekostnader 8,1 %
- Inhemskt – administrativt prissatta tjänster (taxor) 5,7 %
- Inhemskt – marknadsprissatta tjänster 15,6 %
- Inhemskt – svenska livsmedel 13,3 %
- Inhemskt – lägenhetshyra 14,7 %
- Inhemskt – övrigt egna hem 7,5 %
- Inhemskt – övrigt 6,4 %

Anm. Summan av administrativt satta tjänster, lägenhetshyra och del av övrigt egna hem brukar betraktas som administrativt prissatta varor och tjänster i KPI.  
Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 9.**

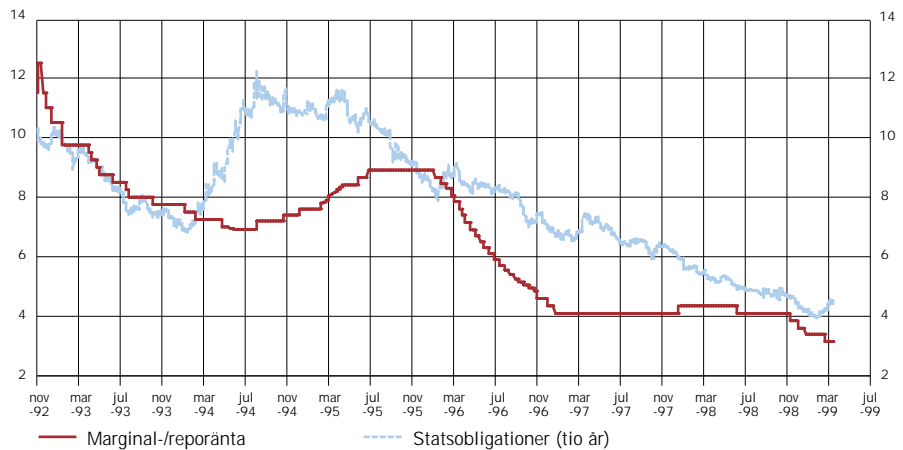
Råoljeindex samt  
importviktat råvaruprisindex  
exkl. olja.  
Dagsnoteringar, index:  
januari 1996=100



Anm. Följande varor ingår i råvaruprisindexet exkl. olja: aluminium, koppar, nickel, zink, guld, silver, bly och tenn. Varje varas vikt i indexet beräknas på basis av dess andel av Sveriges import respektive år. Totalt summerar importen av ovanstående varor upp till ca 2 procent av Sveriges import. Olja svarar för ca 3 procent (1998) av Sveriges import.  
Källor: Ecwin, SCB och Riksbanken.

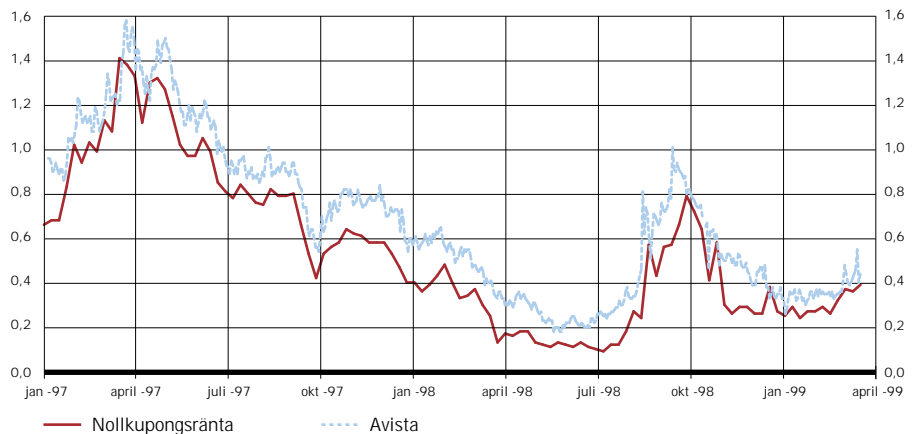


**Diagram 10.**  
Räntor.  
Dagsnoteringar, procent



Anm. 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 11.**  
Tioårig långräntedifferens  
mot tyska statspapper.  
Dags- respektive  
veckonoteringar,  
procentenheter



Källa: Riksbanken.

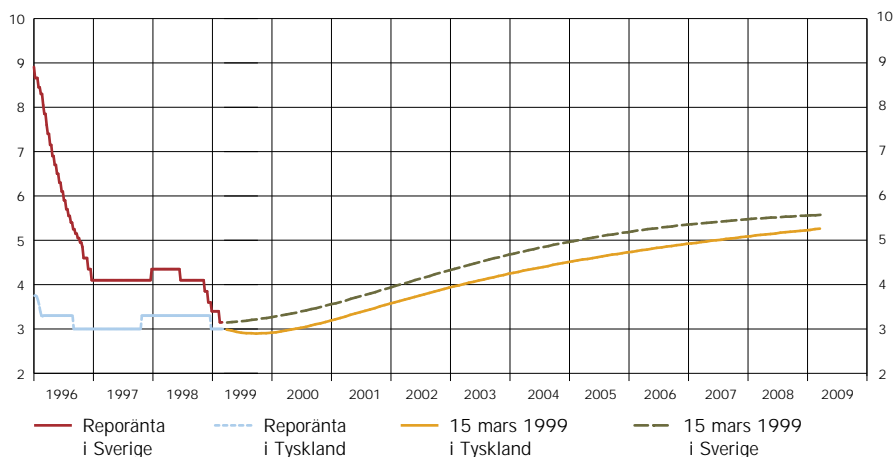
**Tabell 1.**  
Peningmarknadsaktörernas  
ränte- och växelkurs-  
förväntningar i mars 1999  
respektive november 1998  
(inom parentes). Medianvärden,  
procent och index:  
18 november 1992=100

|           | 3 mån       | 1 år        | 2 år        |
|-----------|-------------|-------------|-------------|
| Reporänta | 3,00 (3,60) | 3,00 (3,50) | 3,50 (3,92) |
| Växelkurs | 124 (124)   | 120 (121)   | 120 (120)   |

Anm. Undersökningarna genomfördes den 9 november 1998 respektive den 8 mars 1999 och speglar förväntningarna på 3, 12 och 24 månaders sikt. Det är den nominella TCW-vägda växelkursen som avses.  
Källa: SCB.

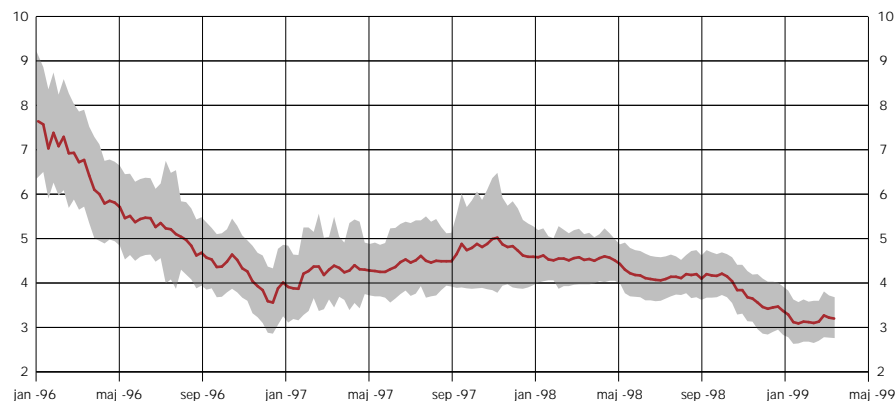


**Diagram 12.**  
Faktisk och förväntad  
reporänta i Sverige och  
Tyskland.  
Dagsnoteringar, procent



Anm. Från och med årsskiftet avses ECB:s styrränta.  
Källa: Riksbanken.

**Diagram 13.**  
Medelvärde och 90-  
procentigt konfidens-  
intervall för reporäntan på  
sex månaders sikt  
960101-990315.  
Procent



Anm. Diagrammet visar den förväntade reporäntan samt ett 90-procentigt konfidensintervall för reporäntan på sex månaders sikt vid varje tillfälle under perioden. Värdena är skattade med hjälp av Longstaff-Schwartz räntemodell, givet noteringarna på penning- och obligationsmarknaden samt korträntevolatiliteten vid varje skattningstillfälle (se Inflationsrapport 1998:3).  
Källa: Riksbanken.

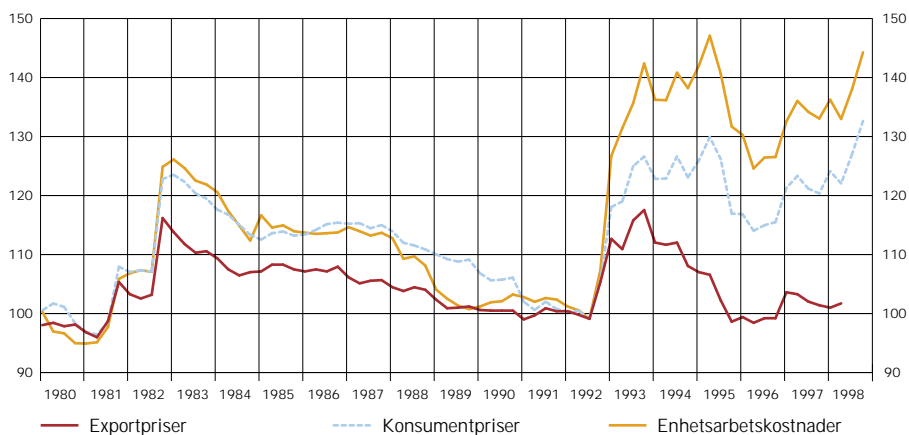
**Diagram 14.**  
Nominell effektiv TCW-vägd  
växelkurs.  
Dagsnoteringar, index:  
18 november 1992 = 100



Källa: Riksbanken.

### Diagram 15.

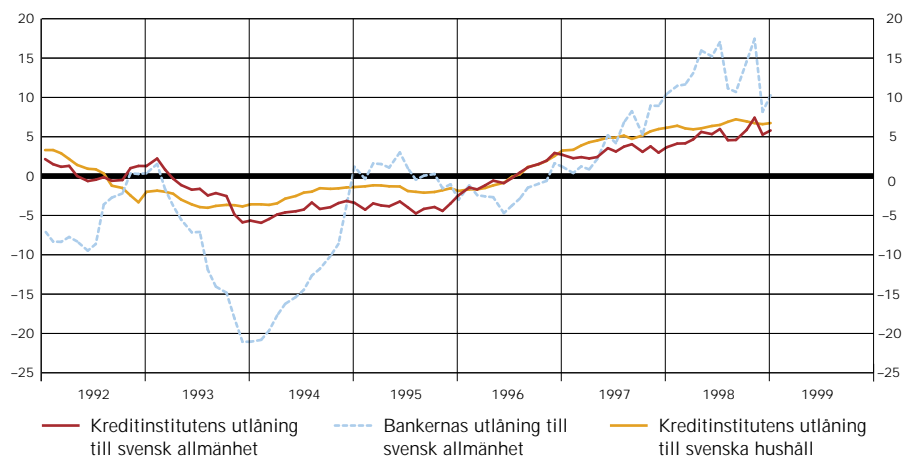
Real effektiv växelkurs baserad på exportpriser, konsumentpriser och enhetsarbetskostnader inom tillverkningsindustrin. Index: 18 november 1992=100



Anm. De reala växelkurserna är uttryckta som utländska priser/kostnader dividerade med svenska priser/kostnader i gemensam valuta. Ett högre index återspeglar följaktligen en depreciering av kronans reala växelkurs och en konkurrensförstärkning.  
Källor: IMF och Riksbanken.

### Diagram 16.

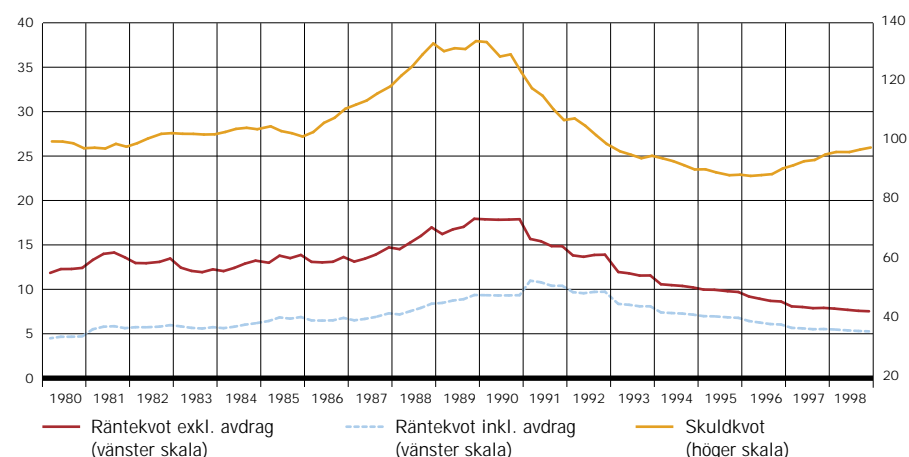
Kreditinstitutens utlåning till svensk allmänhet och hushållssektorn samt bankernas utlåning till svensk allmänhet. Årlig procentuell förändring



Anm. Svensk allmänhet definieras som hushåll, företag och kommuner. 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 17.

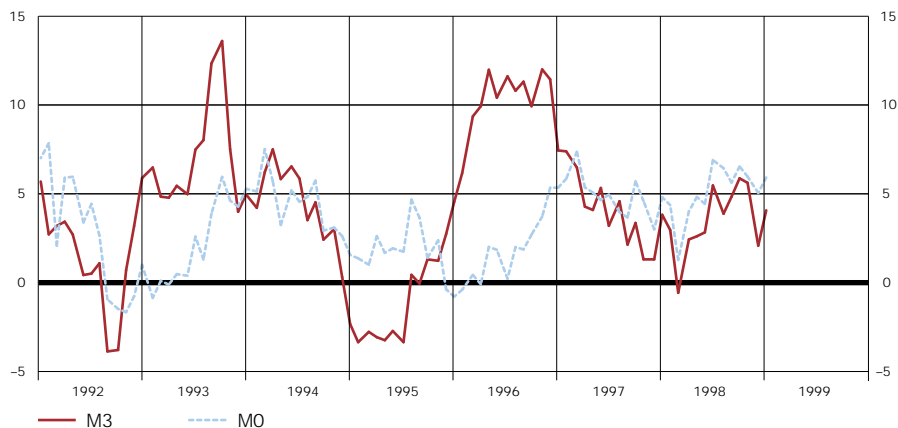
Hushållens skuldsättning. Procent



Anm. Räntekvoterna anger hushållens räntebetalningar, brutto, som andel av disponibel inkomst före respektive efter skatteavdrag. Skuldkvoten är hushållens skulder, brutto, som andel av den disponibla inkomsten på årsbasis.  
Källor: SCB och Riksbanken.

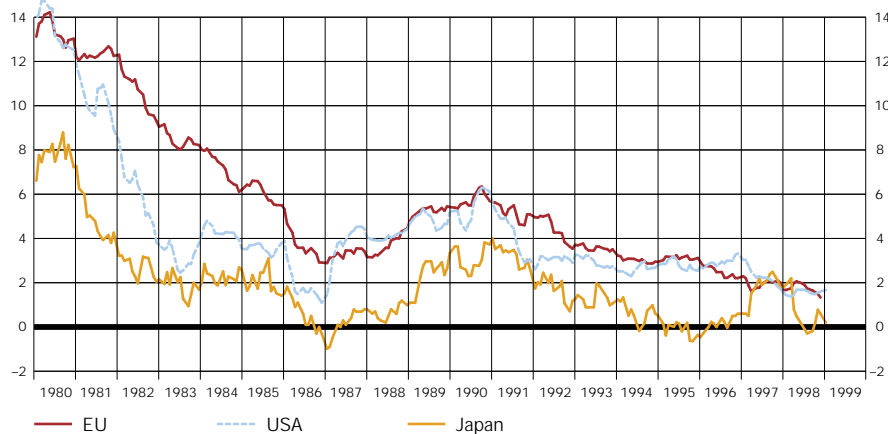


**Diagram 18.**  
Peningmägd.  
Årlig procentuell förändring



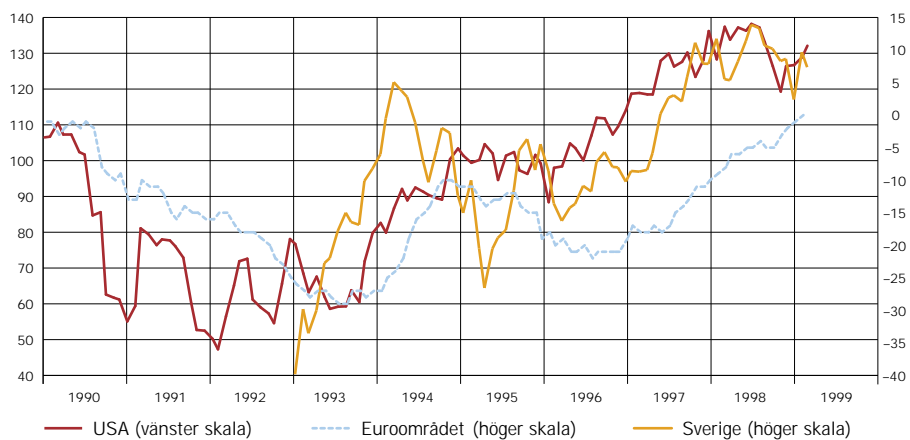
Anm. M0 innehåller svenska hushålls och företags innehav av sedlar och mynt. M3 innehåller förutom M0 även allmänhetens inlåning i bank och bankcertifikat.  
Källa: Riksbanken.

**Diagram 19.**  
Inflationen i EU, Japan och USA  
Årlig procentuell förändring



Källa: Ecwin.

**Diagram 20.**  
Konsumentförtroende i Sverige, euroområdet och USA.  
Säsongrensade värden, index: 1985=100 respektive netttotal

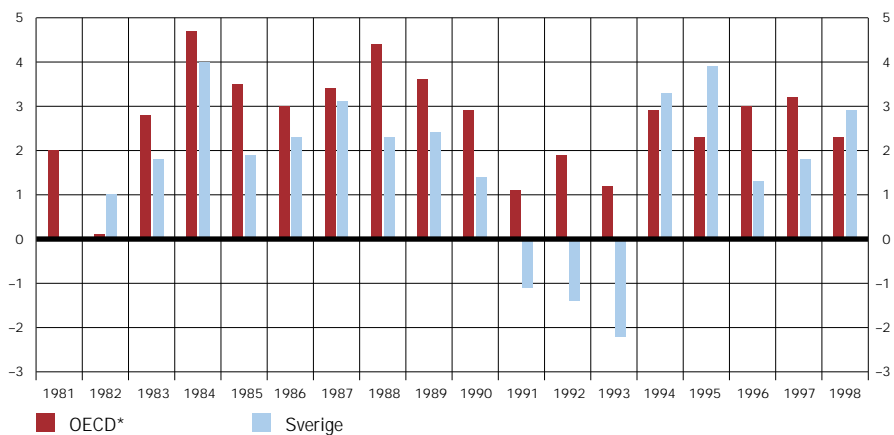


Källa: Ecwin.



**Diagram 21.**

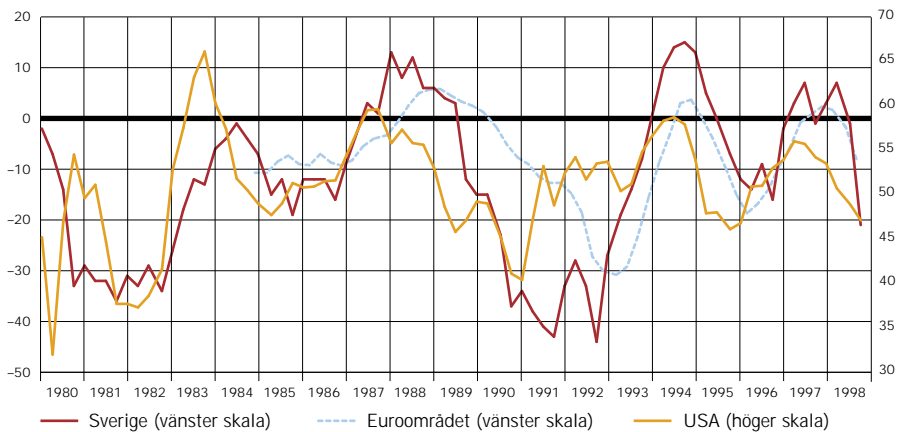
Real tillväxt (BNP) i OECD och Sverige.  
Årlig procentuell förändring



\*1998 prognos.  
Källor: OECD, SCB och Riksbanken.

**Diagram 22.**

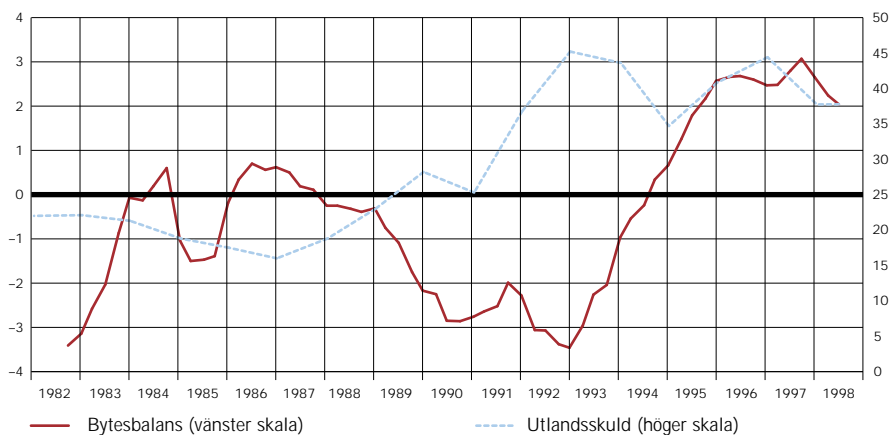
Förtroendeindikator,  
tillverkningsindustrin.  
Nettotal



Anm. För USA visas det sk. NAPM-indexet.  
Källor: Ecowin och Konjunkturinstitutet.

**Diagram 23.**

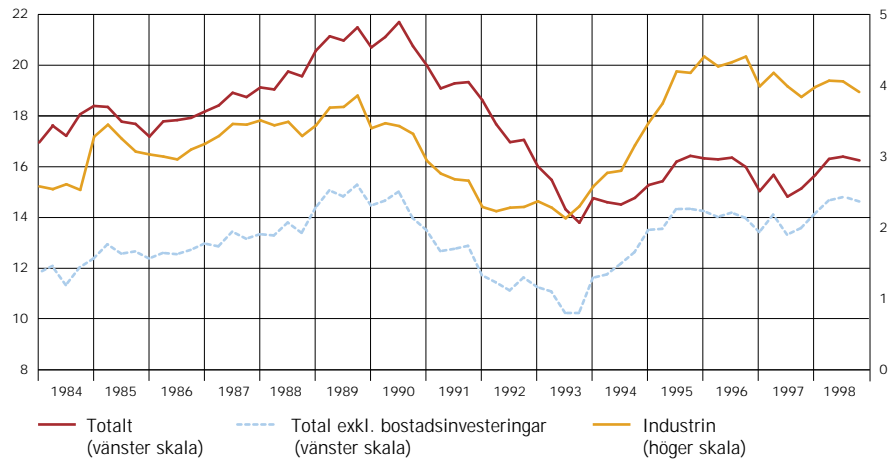
Utlandsskuld och bytesbalans.  
Ställning vid årets slut  
respektive fyra kvartals  
glidande medelvärde.  
Procent av BNP



Anm. Med utlandsskuld avses nettot av samtliga inhemska sektors tillgångar och skulder mot utlandet.  
Källa: Riksbanken.

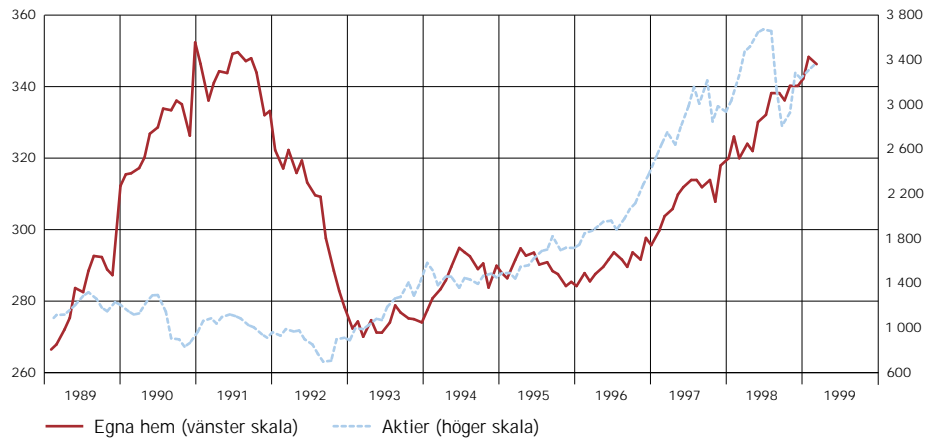


**Diagram 24.**  
Bruttoinvesteringar som andel av BNP. Säsongsrensade volymer, procent



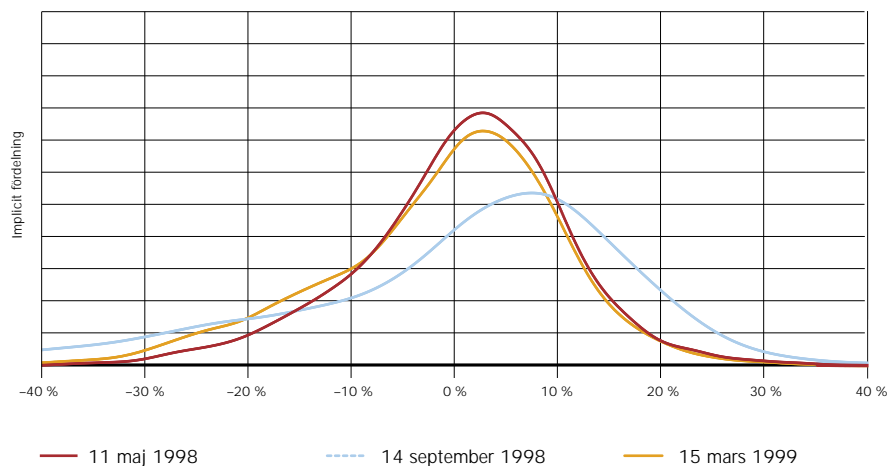
Källa: SCB.

**Diagram 25.**  
Prisindex egna hem, löpande priser, (index: 1981=100) och Stockholms Fondbörs generalindex (index: 1979-12-30=100)



Anm. Aktieindex består av månadsvisa noteringar, ultimo.  
Källor: SCB och Stockholms Fondbörs.

**Diagram 26.**  
Implicit fördelning för avkastningen på OMX-index enligt optionsnoteringar, 74 dagar framåt

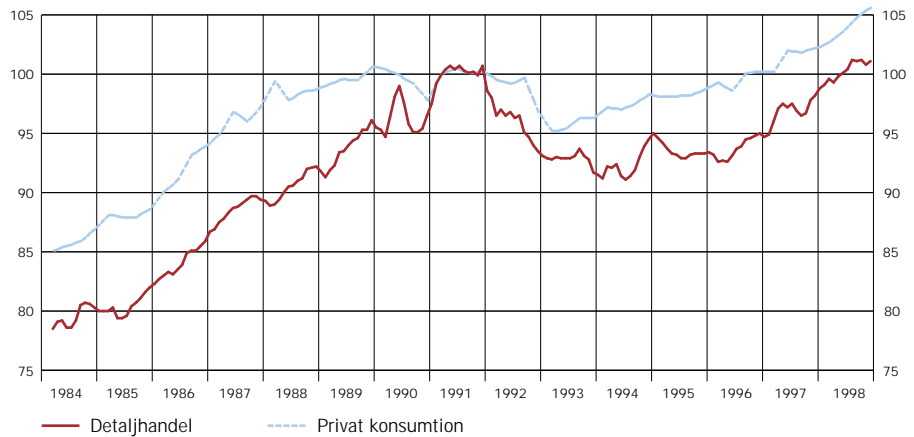


Anm. Diagrammet visar den implicita riskneutrala sannolikhetsfördelningen för avkastningen i OMX-index under den kommande 74-dagarsperioden vid tre olika tillfällen. Skattningen av fördelningarna baseras på prisnoteringar för OMX-optioner med 74 dagars löptid vid varje tillfälle (se Inflationsrapport 1998:3).  
Källa: Riksbanken.



### Diagram 27.

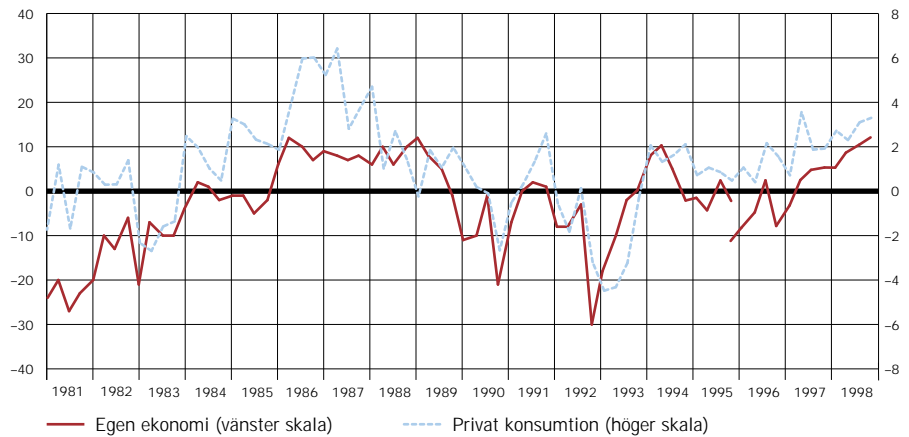
Privat konsumtion och omsättning i detaljhandeln. Volym, säsongkorrigerade kvartalsdata respektive tremånaders glidande medeltal. Index: 1991=100



Källa: SCB.

### Diagram 28.

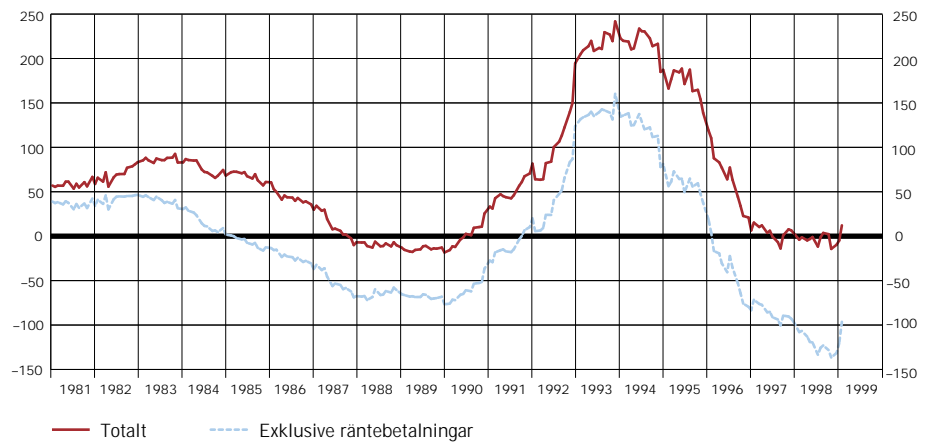
Hushållens förväntningar om den egna ekonomin och faktisk privat konsumtion. Nettotal och årlig procentuell förändring



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

### Diagram 29.

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

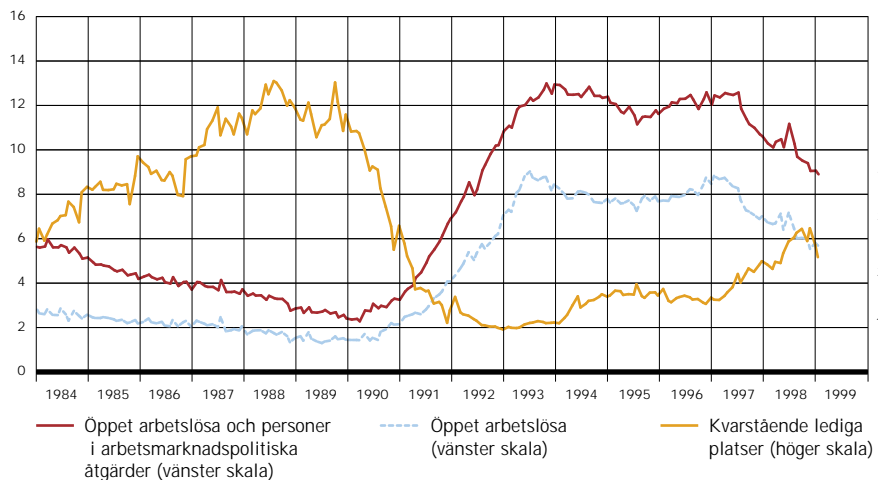


Källa: Riksgäldskontoret.



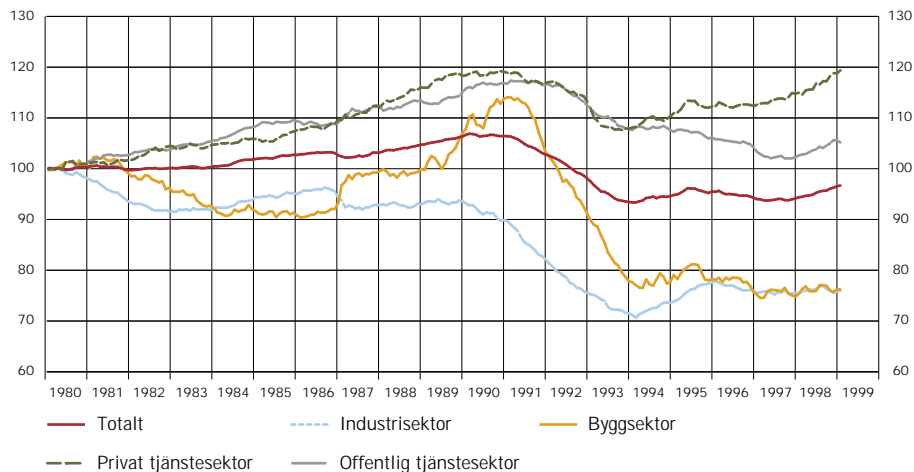


**Diagram 30.**  
Arbetslöshet och vakanser.  
Säsongrensade data,  
procent respektive  
1 000-tal platser



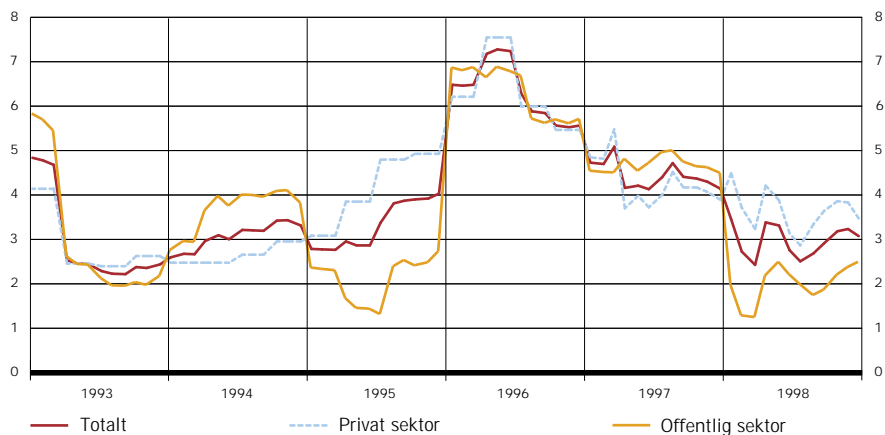
Källor: AMS och SCB.

**Diagram 31.**  
Sysselsatta personer.  
Säsongrensade tre månaders  
glidande medeltal, index:  
tredje kvartalet 1980=100



Källa: SCB.

**Diagram 32.**  
Löneutveckling totalt och i  
olika sektorer.  
Årlig procentuell förändring



Källor: Kommunförbundet, Landstingsförbundet, SCB och Riksbanken.

**Tabell 2.**

Löneutveckling i olika sektorer.  
Årlig procentuell förändring

|                        | Utfall<br>1995 | 1996       | 1997       | 1998*      |
|------------------------|----------------|------------|------------|------------|
| Privat sektor          | 4,2            | 6,3        | 4,3        | 3,7        |
| varav industri         | 4,8            | 7,5        | 4,5        | 3,7        |
| varav handel           | 3,9            | 5,2        | 4,3        | 3,6        |
| varav byggnadsindustri | 4,1            | 4,0        | 3,0        | 3,2        |
| Offentlig sektor       | 2,1            | 6,3        | 4,7        | 2,0        |
| Stat                   | 3,9            | 7,0        | 4,1        | 1,3        |
| Kommun                 | 1,0            | 5,3        | 4,4        | 2,2        |
| Landsting              | 2,7            | 7,8        | 6,0        | 2,4        |
| <b>Totalt</b>          | <b>3,3</b>     | <b>6,3</b> | <b>4,4</b> | <b>3,0</b> |

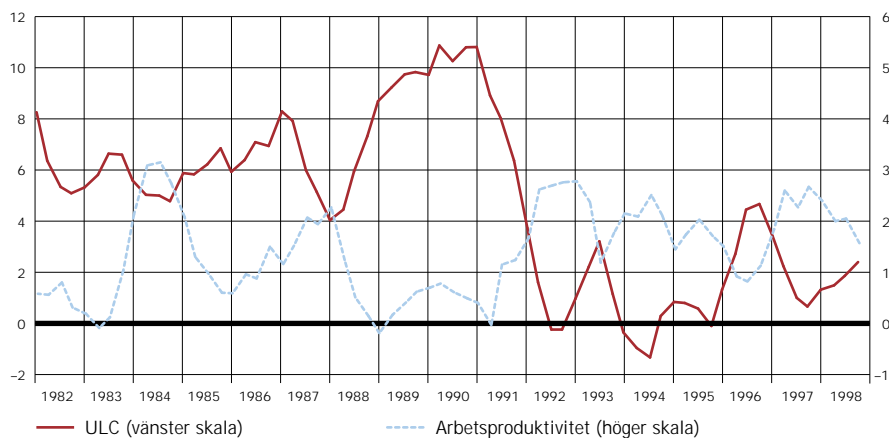
\* Preliminär.

Anm. Justeringar har gjorts för retroaktiva utbetalningar, men ej för överföringar av verksamhet mellan olika sektorer.

Källor: Kommunförbundet, Landstingsförbundet, SCB och Riksbanken.

**Diagram 33.**

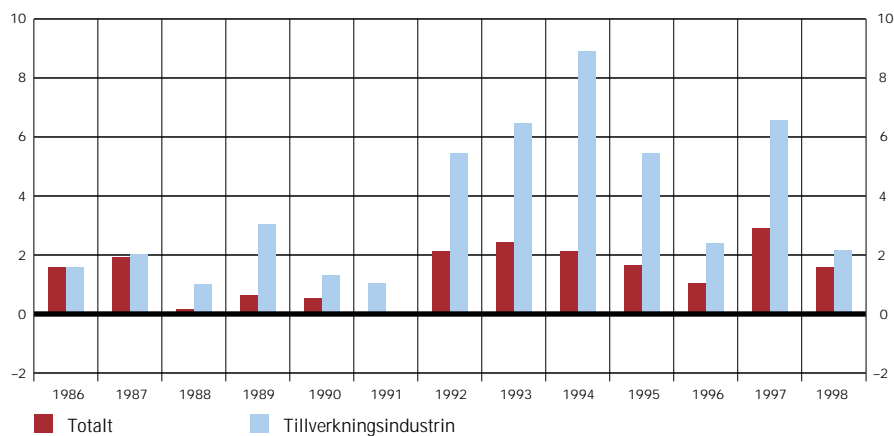
Arbetskraftskostnader per producerad enhet (ULC) och arbetsproduktivitet. Fyra kvartals glidande medeltal, årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

**Diagram 34.**

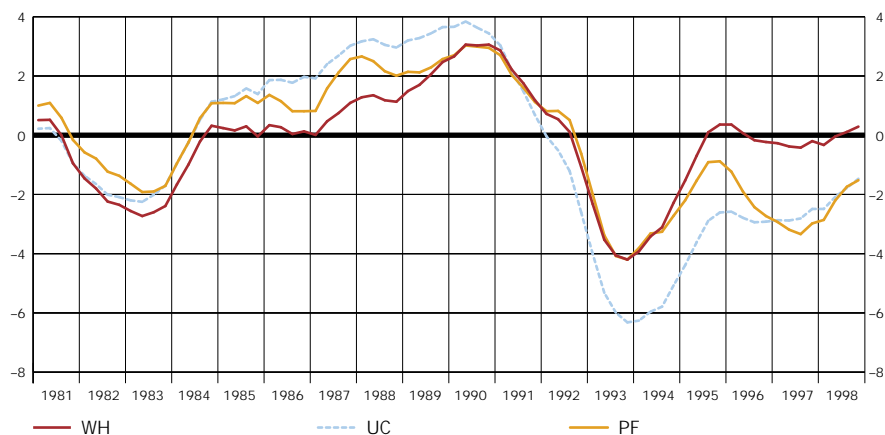
Produktivitet, totalt i hela ekonomin och i tillverkningsindustrin. Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

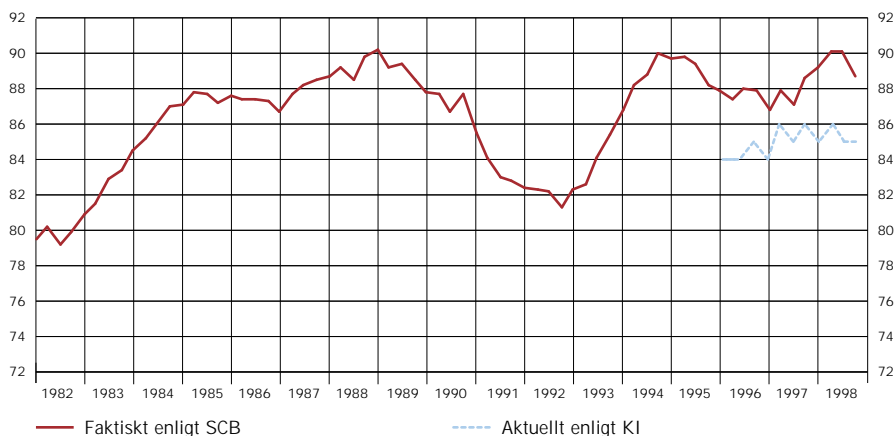


**Diagram 35.**  
Produktionsgapet med tre olika metoder: Whittaker-Henderson-filtret (WH), Unobserved Component-metoden (UC) och produktionsfunktionsansatsen (PF).  
Fyra kvartals glidande medelvärde, procent



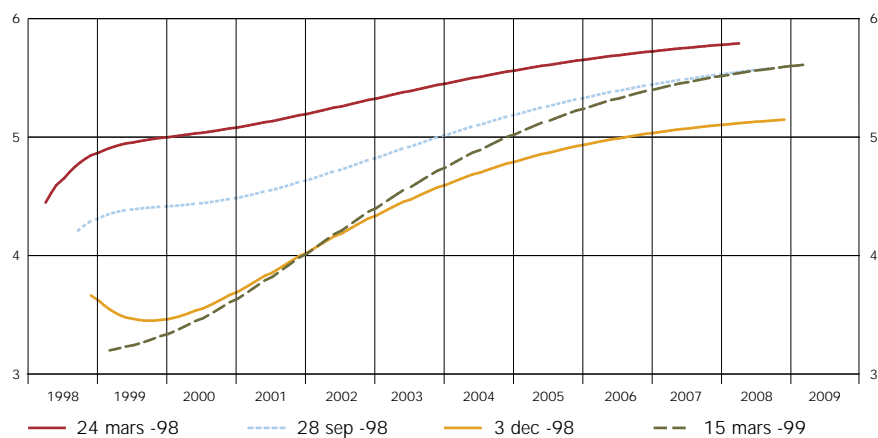
Anm. W-H-filtret baseras på Riksbankens prognos för BNP-utvecklingen 1999–2000.  
Källa: Riksbanken.

**Diagram 36.**  
Kapacitetsutnyttjande inom industrin.  
Procent



Källor: Konjunkturinstitutet (KI) och SCB.

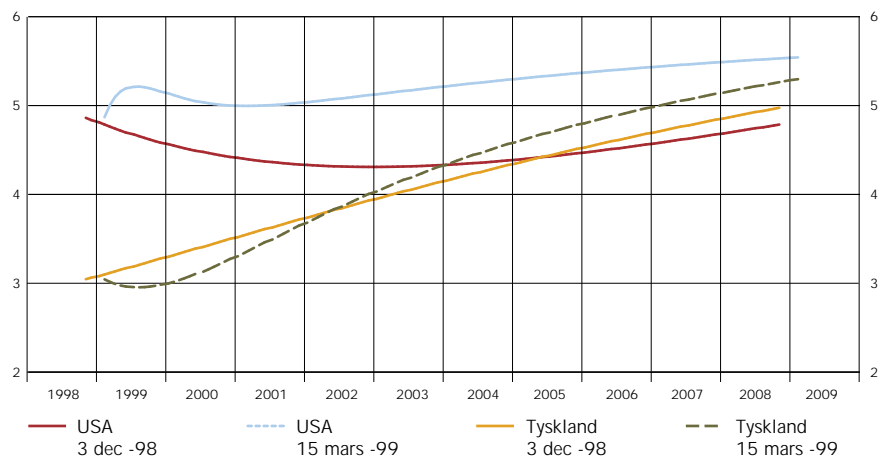
**Diagram 37.**  
Implicita terminsräntor.  
Effektiv årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

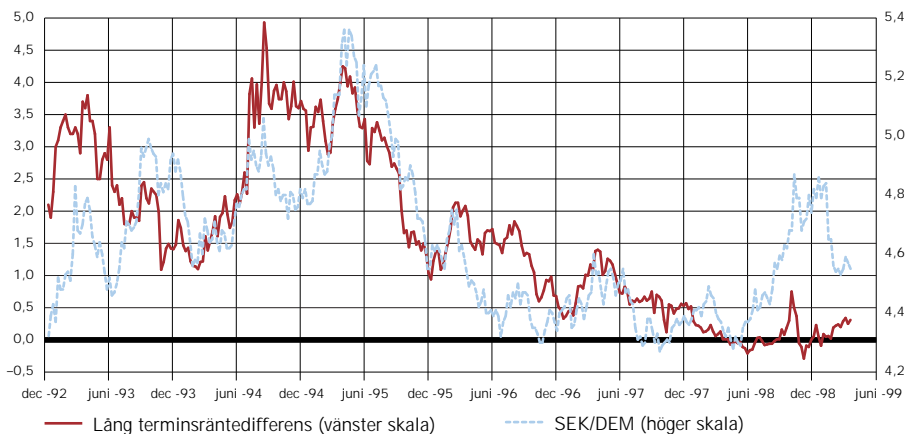


**Diagram 38.**  
Implicita terminsräntor för  
USA och Tyskland.  
Effektiv årsränta, procent



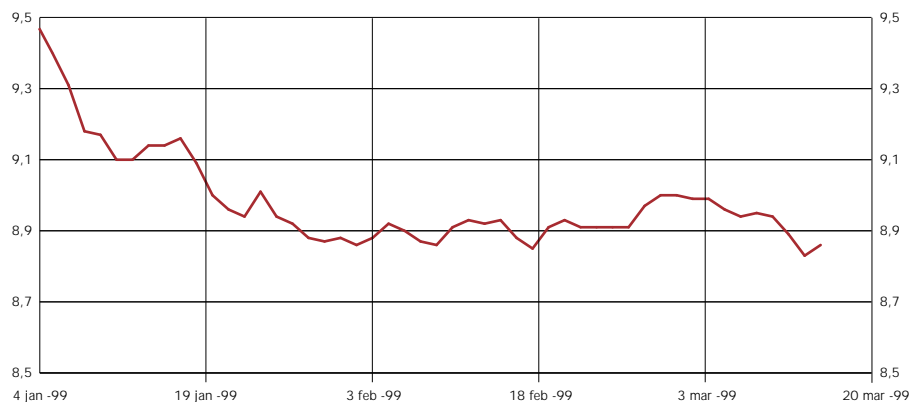
Källa: Riksbanken.

**Diagram 39.**  
Lång terminsräntedifferens  
(tio år) gentemot Tyskland  
och kronans kurs mot den  
tyska marken.  
Procentenheter respektive  
SEK/DEM



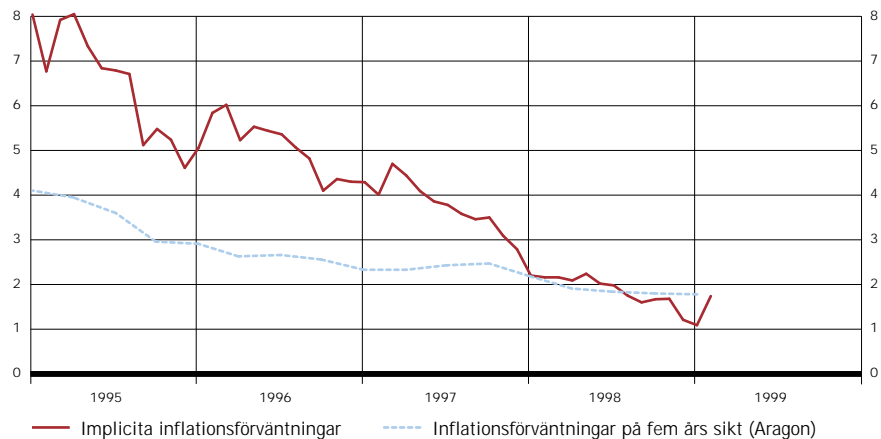
Anm. SEK/DEM kursen är implicit beräknad fr.o.m. 1999-01-01  
Källa: Riksbanken.

**Diagram 40.**  
Kronans kurs mot Euron.  
SEK/EUR



Källa: Riksbanken.

**Diagram 41.**  
Inflationsförväntningar.  
Procent



Anm. Inflationsförväntningarna är definierade som skillnaden mellan implicita långa (5–15 år) nominella och reala terminsräntor och inflationsförväntningar på fem års sikt enligt enkät.  
Källor: Aragon Fondkommission och Riksbanken.

**Tabell 3.**  
Förväntningar om  
genomsnittlig inflation.  
Procent

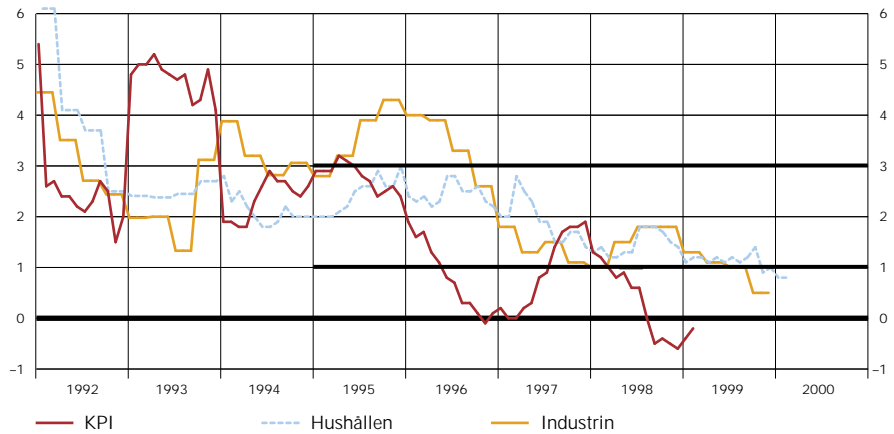
| Förändring av KPI (per år)               |            |               |               |
|--|------------|---------------|---------------|
| Kategori                                 | -1 år      | -2 år         | -5 år         |
| Penningmarknadsaktörer                   | 0,7 (-0,2) | 1,1 (-0,2)    | 1,7 (-0,1)    |
| Arbetsgivarorganisationer                | 0,9 (-0,3) | 1,2 (-0,3)    | 1,6 (-0,3)    |
| Arbetsstagarorganisationer               | 1,1 (-0,1) | 1,4 (-0,1)    | 1,8 (0,0)     |
| Inköpschefer i industriföretag           | 1,2 (-0,1) | 1,4 (-0,3)    | 1,8 (-0,2)    |
| Inköpschefer i handelsföretag            | 1,1 (-0,4) | 1,4 (-0,3)    | 1,7 (-0,3)    |
| Aragon, penningmarknadsaktörer           |            | 1,0 (-0,2)    | 1,8 (0,0)     |
| <b>Implicita inflationsförväntningar</b> |            |               |               |
|  |            | <b>1-2 år</b> | <b>3-5 år</b> |
| Penningmarknaden                         |            | 1,5 (-0,2)    | 2,1 (0,0)     |
| Arbetsgivarorganisationer                |            | 1,5 (-0,3)    | 1,9 (-0,3)    |
| Arbetsstagarorganisationer               |            | 1,7 (-0,1)    | 2,1 (+0,1)    |
| Inköpschefer i industrin                 |            | 1,6 (-0,5)    | 2,1 (-0,1)    |
| Inköpschefer i handeln                   |            | 1,7 (-0,2)    | 1,9 (-0,3)    |
| Aragon                                   |            |               | 2,3 (+0,1)    |

Anm. Inom parentes anges förändringar i procentenheter jämfört med föregående undersökning.  
Källor: Aragon's februari- respektive SCB:s marsundersökning.



**Diagram 42.**

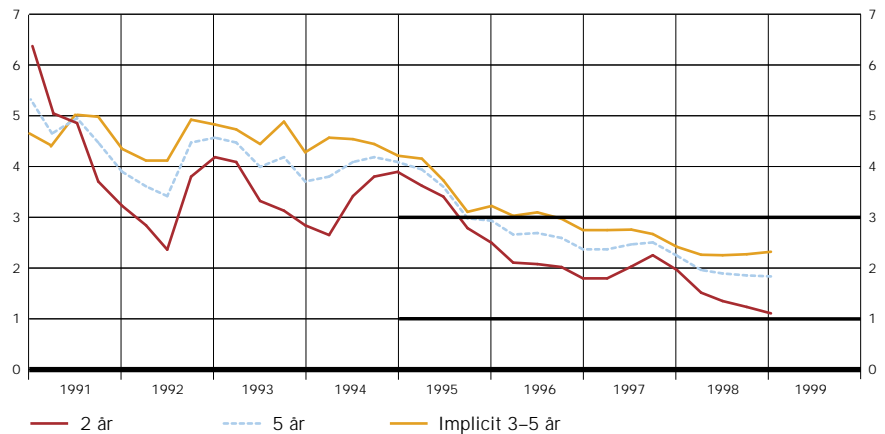
Faktisk inflation (KPI) samt hushållens och industrins inflationsförväntningar. Årlig procentuell förändring



Anm. Från och med 1996 exkluderas de tio mest extrema svaren på båda sidor i hushållens förväntningar. Tidigare redovisas svar inom intervallet 0–15 procent. Kurvorna har förskjutits framåt tolv månader för att motsvara den tidpunkt som inflationsförväntningarna avser. De horisontella linjerna för 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI. Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

**Diagram 43.**

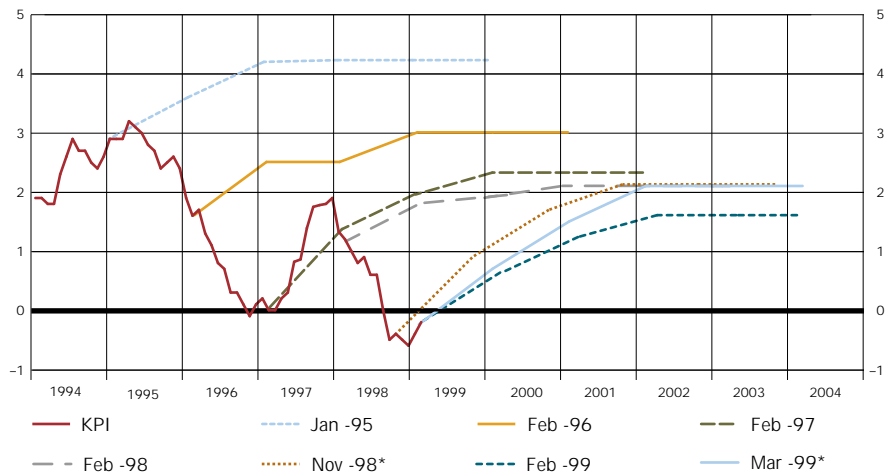
Årliga inflationsförväntningar hos placerare på obligationsmarknaden, de närmaste två respektive fem åren. Procent



Anm. Genomsnittlig förväntad inflation för perioden tre till fem år framåt i tiden är beräknad av Riksbanken. De horisontella linjerna för 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI. Källor: Aragon Fondkommission och Riksbanken.

**Diagram 44.**

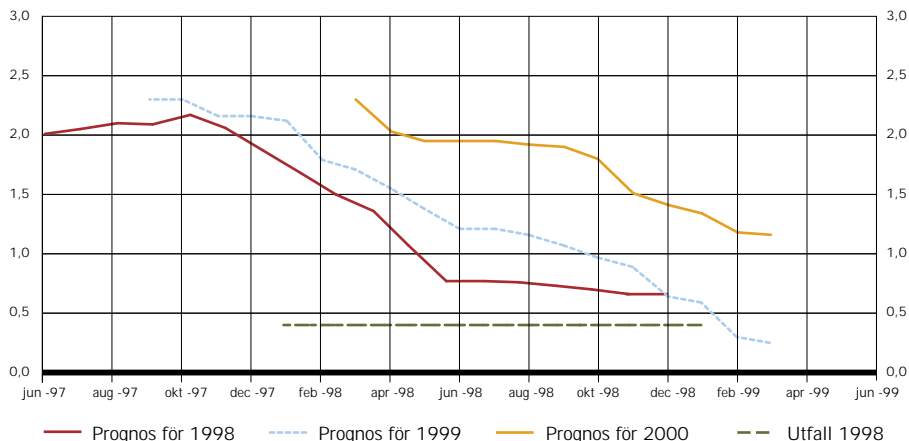
Inflationsförväntningar hos penningmarknadsaktörer. Procent



\*Enligt SCB (övriga Prospera Research AB). Källor: Prospera Research AB och SCB.

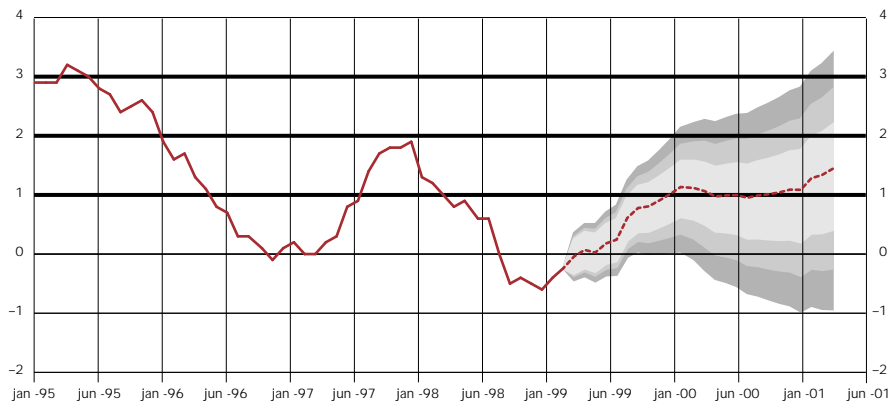


**Diagram 45.**  
Sammanvägning av olika prognosmakares KPI-prognoser, årsgenomsnitt. Procentuell förändring



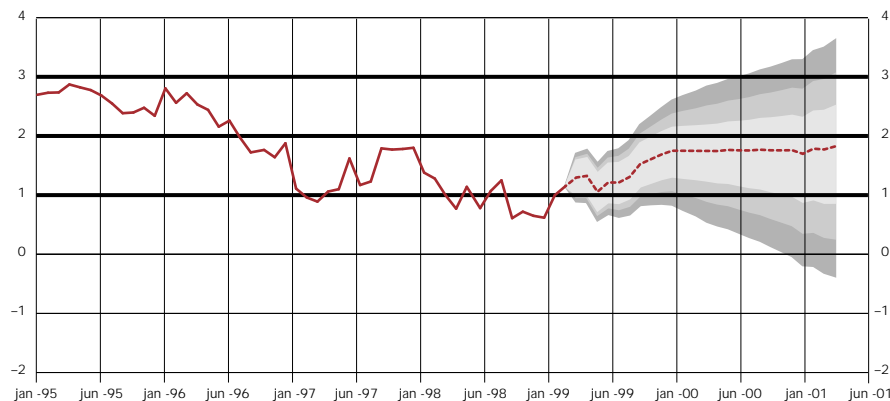
Anm. Tidsaxeln anger när prognoserna för respektive år görs. Observationerna utgörs av ovägda genomsnitt av följande aktörers inflationsprognoser: Aragon, Finansdepartementet, FöreningsSparbanken, Handelsns utredningsinstitut, Handelsbanken, Hagströmer & Qviberg, Konjunkturinstitutet, LO, Matteus Fondkommission, Merita-Nordbanken, Posten, SEB och Unibank.  
Källor: Ovan nämnda aktörer, SCB och Riksbanken.

**Diagram 46.**  
KPI med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring



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

**Diagram 47.**  
UND1X med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring



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



**Tabell 4.**

KPI-inflation.  
Sannolikhet i procent för  
olika utfall.  
Tolvmånaderstal

|                  | KPI<1 | 1<KPI<2 | 2<KPI<3 | KPI>3 | Summa |
|------------------|-------|---------|---------|-------|-------|
| 2000 (mars–mars) | 49    | 41      | 9       | 1     | 100   |
| 2001 (mars–mars) | 41    | 29      | 21      | 9     | 100   |

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för en inflation under 1 procent, mellan 1 och 2 procent, mellan 2 och 3 procent samt över 3 procent.  
Källa: Riksbanken.

**Tabell 5.**

UND1X-inflation.  
Sannolikhet i procent för  
olika utfall.  
Tolvmånaderstal

|                  | UND1X<1 | 1<UND1X<2 | 2<UND1X<3 | UND1X>3 | Summa |
|------------------|---------|-----------|-----------|---------|-------|
| 2000 (mars–mars) | 15      | 51        | 31        | 3       | 100   |
| 2001 (mars–mars) | 28      | 31        | 27        | 14      | 100   |

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att den underliggande inflationen, UND1X, hamnar under 1 procent, mellan 1 och 2 procent, mellan 2 och 3 procent samt över 3 procent.  
Källa: Riksbanken.