



Sveriges riksbank

Inflationsrapport september 1997

Innehåll

■ Förord	3
■ Sammanfattning	4
■ 1 Utvecklingen sedan föregående rapport	5
Inflationen	5
Faktorer av betydelse för den framtida inflationen	9
Räntor och växelkurs	19
■ 2 Inflationsbedömning september 1997	21
■ 3 Slutsatser för penningpolitiken	27
■ Bilaga	31



Förord

I oktober 1993, för ungefär fyra år sedan, började Riksbanken publicera inflationsrapporter. Detta är den fjortonde rapporten i ordningen. Från och med 1996 publiceras fyra rapporter per år.

Syftet med rapporterna är att ta fram underlag för penningpolitiska beslut, men också att sprida kännedom utanför Riksbanken om de bedömningar vi gör och därmed göra det lättare för utomstående att följa penningpolitiken. Avsikten är också att uppmuntra till diskussion om penningpolitiska frågor.

Denna rapport följer samma uppläggning som tidigare rapporter. Fokus är inställt på den ekonomiska utvecklingen sedan föregående rapport och dess betydelse för den framtida inflationen och penningpolitiken. Avsikten är att redovisa en samlad bild av de faktorer och överväganden som vägleder

Riksbankens inflationsbedömning. I en diagrambilaga redovisas det statistiska underlagsmaterialet.

Arbetet med rapporten har i huvudsak utförts inom Riksbankens ekonomiska avdelning. Ansvariga har varit avdelningens chef Claes Berg och Tor Borg vid enheten för prisanalys.

Inflationsrapporten har utgjort underlag för fullmäktiges penningpolitiska diskussion den 11 september 1997. Slutsatserna från denna diskussion redovisas i kapitel 3.

Stockholm i september 1997

Urban Bäckström
Riksbankschef



Sammanfattning

■ Den registrerade inflationen mätt med KPI har utvecklats i linje med bedömningen i föregående rapport. Inflationen har stigit från de låga nivåerna under slutet av 1996 och början av 1997. Även den underliggande inflationen har stigit något. Den, liksom KPI, ligger nu inom inflationsmålets toleransintervall.

■ Återhämtningen i den svenska ekonomin fortsätter. Uppgången under första halvåret 1997 visar också att utvecklingen blivit mer balanserad. Tillväxten tog fart under andra kvartalet. Till detta bidrog ökningarna i både privat konsumtion, investeringar och export. Den offentliga konsumtionen fortsätter att minska.

■ BNP-tillväxten bedöms, i likhet med i förra inflationsrapporten, uppgå till omkring 2 procent 1997 och omkring 3 procent 1998. Under 1999 bedöms tillväxten bli något högre, drygt 3 procent. Trots att tillväxten i ekonomin kommer att överstiga den potentiella under 1998 och 1999 väntas inte några generella kapacitetsbrister komma att uppstå under de närmaste två åren.

■ Riksbankens bedömning är att den genomsnittliga inflationen enligt KPI, med oförändrad penningpolitik, kommer att uppgå till omkring 1 procent

1997 och omkring 2 procent 1998 och 1999. Under de två senare åren bedöms takten vara något ökande. De olika måtten på underliggande inflation som Riksbanken använder sig av ger motsvarande bild.

■ Inflationsbedömningar är alltid osäkra och osäkerheten tilltar med tidsperspektivet. Några faktorer framstår för närvarande som särskilt centrala för inflationsbedömningen de närmaste åren; inflationsförväntningarna och lönebildningen, inflationsbenägenheten och kapacitetsutnyttjandet samt konjunkturförloppet.

■ För penningpolitiken är uppgiften att säkra de låga inflationsförväntningarna och att förhindra att ett inflationstryck uppstår. På så vis kan penningpolitiken värna penningvärdet och inflationsmålet uppnås. Ambitionen bör också vara att bedriva penningpolitiken med framförhållning för att på så vis undvika tvära kast och stora förändringar i räntorna och därmed bidra till en stabil utveckling i ekonomin. Mot bakgrund av huvudscenariot för inflationen och den riskbild som idag avtecknar sig bedöms penningpolitiken vara väl avvägd. Samtidigt är det med nuvarande konjunkturutveckling särskilt viktigt att noga följa inkommande information för att bedöma om inflationsbilden förändras.

Utvecklingen sedan föregående rapport

I detta kapitel diskuteras den ekonomiska utvecklingen sedan förra inflationsrapporten. Betoningen ligger på förhållanden som påverkar den framtida inflationen. Först redovisas inflationsutvecklingen under de senaste månaderna. Därefter analyseras faktorer av betydelse för inflationen som efterfråge- och utbudsförhållandena i ekonomin samt inflationsförväntningarna. Slutligen diskuteras den förda penningpolitiken och den senaste tidens ränte- och växelkursutveckling

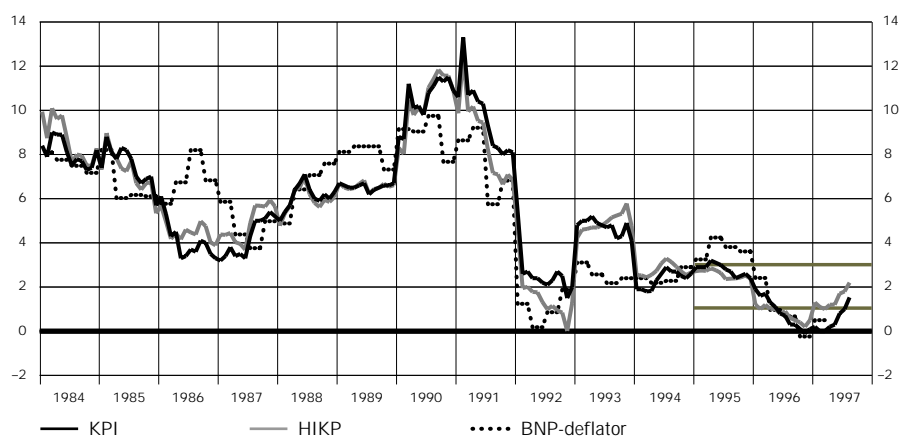
Inflationen

Konsumentprisindex (KPI) var i augusti 1,5 procent högre än ett år tidigare (se figur 1). Sedan april har den genomsnittliga prisnivån stigit med ca 0,7 procent. Mätt med det internationellt harmoniserade indexet, HIKP, var inflationen i Sverige 2,2 procent i augusti. I juli 1997 hade Sverige en årlig pris-

ökningstakt som låg kring medelvärdet bland EU-länderna enligt HIKP-statistiken. Den avgörande skillnaden mellan KPI och HIKP består i att kapitalkostnader för egnahemsägare inte ingår i HIKP och att detta index därmed inte påverkas direkt av förändringar i ränteläget.

Den årliga ökningstakten i BNP-deflatorn, som är ett mått på prisutvecklingen på samtliga inhemska

Figur 1.
KPI, HIKP* och
BNP-deflator.
Årlig procentuell
förändring



* Harmoniserat index för konsumentpriser. Data före 1996 är en approximativ beräkning.

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

Källa: SCB.

producerade varor och tjänster, var 0,5 procent första kvartalet 1997. Detta var en uppgång med 0,7 procentenheter från föregående kvartal. Det största bidraget till uppgången kommer från kostnadsutvecklingen för offentlig konsumtion, som till stor del bestäms av löneutvecklingen inom den offentliga sektorn.

Räntekostnaderna för egnahemsägare har hittills under 1997 fortsatt att ge ett negativt bidrag till konsumentprisernas ökningstakt (se figur 2). Från augusti 1996 till augusti 1997 var minskningen 9,5 procent. Nedgången i räntekostnaderna tycks nu ha avtagit vilket innebär att effekterna på inflationsutfallet successivt kommer att avta framöver. Räntekostnaderna kommer dock med stor sannolikhet att bidra till en lägre ökningstakt i konsumentpriserna även under 1998.

Den inhemskt genererade inflationen har ökat successivt under 1997. Den stigande ökningstakten förklaras dock till stor del av förändringar i skatter och ändrade rutiner vid beräkningen av KPI.

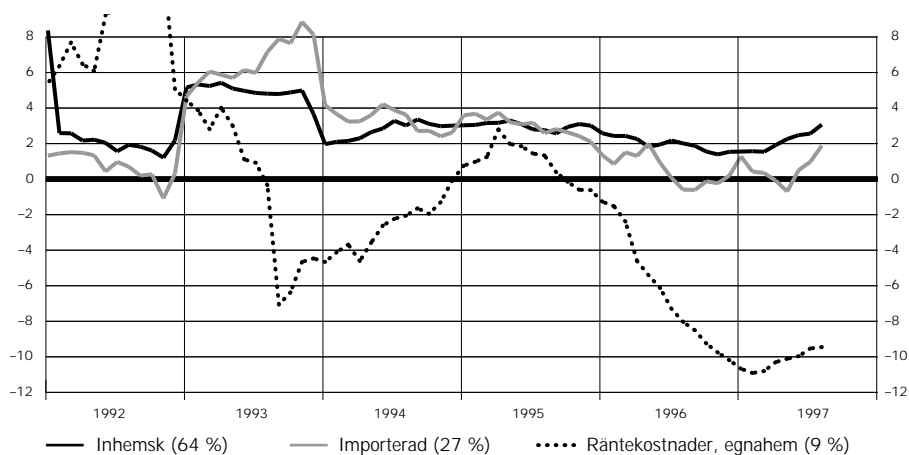
Den inhemskt genererade inflationen har ökat successivt under 1997. Den stigande ökningstakten förklaras dock till stor del av förändringar i skatter och ändrade rutiner vid beräkningen av KPI.¹ Totalt

bidrar dessa faktorer med ca 1,2 procentenheter till den inhemskt genererade inflationen som var 3,1 procent i augusti 1997. Den årliga ökningstakten i konsumentpriserna på huvudsakligen importerade varor och tjänster har sedan mitten av 1996 legat under 1 procent. I augusti 1997 gick den upp till 1,9 procent. Till viss del beror de tidigare låga ökningstalen på en kvardröjande effekt av kronförstärkningen under 1996. Skatteförändringar höjde priserna på importerade varor och tjänster med 1,2 procentenheter. Även höjningar av kaffepriset har bidragit till den importerade inflationen. I augusti var kaffet 34 procent dyrare i konsumentledet än för ett år sedan, huvudsakligen på grund av högre världsmarknadspriser.

Den underliggande inflationen har, enligt UND1 och UND2, ökat något sedan föregående rapport (se figur 3); i augusti 1997 var den årliga ökningstakten för de två måtten 1,7 respektive 1,6 procent. I både UND1 och UND2 har effekter från ändrade indirekta skatter och subventioner samt räntekostnader för egnahem exkluderats från KPI. I UND2

1 SCB har från och med juni månads KPI-statistik börjat använda sig av ett nytt och säkrare underlag vid beräkningen av avskrivningskostnader för egnahemsägare. Detta har medfört att denna komponent ökade med 11,5 procent i juni vilket höjde KPI med nästan 0,2 procent.

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



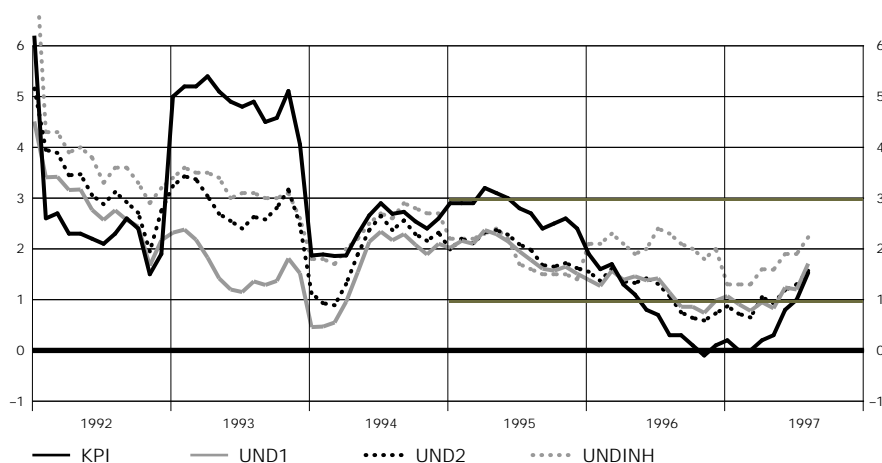
Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1997.
Källor: SCB och Riksbanken.

har även olje- och bensinpriser räknats bort. Tas ytterligare varor och tjänster som huvudsakligen importerats bort erhålls ett mått på den inhemska underliggande inflationen, UNDINH. Under årets första tre månader var den årliga ökningstakten i UNDINH ca 1,3 procent för att därefter stiga successivt till 2,2 procent i augusti. Bidragande faktorer till denna utveckling är stigande lägenhetshyror och förändringarna i SCB:s beräkningsrutiner för avskrivningar för egna hem.

Utvecklingen av både den registrerade och den underliggande inflationen har legat i linje med bedömningen i förra inflationsrapporten.

Sammantaget har utvecklingen av både den registrerade och den underliggande inflationen legat i linje med bedömningen i förra inflationsrapporten. Den importerade inflationen har emellertid ökat något långsammare och den inhemska inflationen något snabbare än beräknat. När det gäller den importerade inflationen kan den långsamma ökningstakten tillskrivas kvardröjande effekter av kronförstärkningen under 1996 och en fortsatt prispress i konsumentledet. Uppgången i den inhemska inflationen kan till stor del tillskrivas bidragen från administrativt bestämda priser och indirekta skatter och förefaller inte i första hand vara en följd av att efterfrågeläget förbättras snabbt.

Figur 3.
KPI och underliggande
inflation.
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

MARKNADSBESTÄMDA OCH ADMINISTRATIVT BESTÄMDA PRISER I KONSUMENTPRISINDEX

I inflationsrapporten presenteras olika mått på prisökningstakten där KPI delats upp i olika områden eller rensats från vissa effekter. I denna fördjupning presenteras en ny uppdelning.

I KPI ingår en del varor och tjänster vars priser inte är direkt marknadsbestämda. Prissättningen inom dessa områden har en administrativ karaktär, priserna är ofta kostnadsbaserade och påverkas inte i någon större utsträckning av förändringar i efterfrågan på konsumtionsvaror och tjänster. Utifrån denna distinktion har KPI delats upp i olika beståndsdelar och i figur 4 visas hur mycket marknadsbestämda priser, administrativt bestämda priser, räntekostnader för egnahem samt förändringar av indirekta skatter och subventioner bidragit till inflationen.²

Inflationsnedgången under 1996 var främst en effekt av lägre räntekostnader, men lägre bidrag från förändringar av indirekta skatter och subventioner och lägre ökning av marknadspriserna påverkade också utvecklingen i samma riktning. Inflationen blev under 1996 i genomsnitt 0,8 procent. Till denna ökning bidrog förändringar i indirekta skatter och subventioner med 0,3 procent-

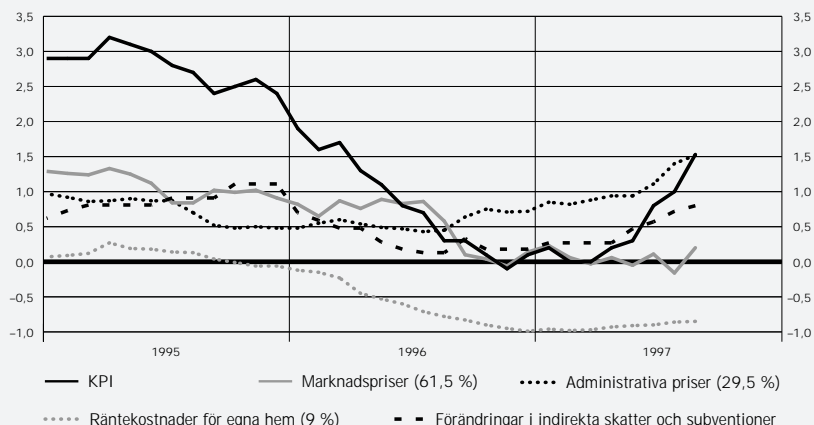
enheter, marknadspriser med 0,5 procentenheter och administrativa priser med 0,6 procentenheter. Bidraget från räntekostnader för egnahem var -0,6 procentenheter. Under 1997 har inflationen vänt uppåt. Bidraget från marknadspriserna har legat kring noll medan bidraget från räntekostnaderna har varit fortsatt negativt. Däremot har bidraget från administrativa priser, indirekta skatter och subventioner sammantaget ökat från omkring 1 procentenhet vid årsskiftet 1996/97 till över 2 procentenheter i augusti 1997.

Den tolkning av utvecklingen som ligger närmast till hands är att kvardröjande effekter av kronförstärkningen under 1996 och en fortsatt prispress i konsumentledet har bidragit till låga ökning i marknadspriserna. Uppgången i ökningstakten i de administrativa priserna kan både tolkas som att kostnadstrycket har ökat (framför allt torde detta gälla arbetskraftskostnaderna) och att avgifter höjts för att förbättra den offentliga sektorns finanser. Höjningarna av de administrativa priserna är troligen också en följd av en viss övergång från skattefinansiering till avgiftsfinansiering i den offentliga sektorn.

² Till de administrativa priserna räknas lägenhetshyror, gas och elektricitet, avskrivningar för egnahem, tomträttsavgäld, fastighetsskatt, vatten, avlopp, renhållning, sotning, bilbesiktning, posttjänster, TV-licens, lotteri, tips, lotto, läkemedel, hälso- och sjukvårdsvaror samt läkar- och tandläkarvård. Dessa områden utgör ca hälften av de komponenter som inkluderas i måttet på inhemskt genererad inflation. I detta mått ingår även vissa marknadsprissatta varor och tjänster som inte importeras i någon större utsträckning.

Figur 4.

KPI och olika komponenters bidrag till den årliga ökningstakten i KPI. Procentenheter



Anm. Administrativa och marknadspriser har rensats för effekter av förändrade indirekta skatter och subventioner. Inom parentes anges andelar i KPI 1997.

Källor: SCB och Riksbanken.

VISS PRISUPPGÅNG I PRODUCENTLEDET

I förra inflationsrapporten noterades att hemmamarknadspriserna, priset på varor tillverkade och sålda i Sverige, hade börjat stiga något. Denna utveckling har hållit i sig under sommaren. Främst är det priserna på konsumtions- och insatsvaror som stigit. I juli var prisnivån 1,2 procent högre än ett år tidigare.

Mellan april och juli har kronans importvägda växelkurs stärkts med drygt 0,3 procent samtidigt som importpriserna stigit med 0,3 procent. Det är framför allt energirelaterade varor som stigit i pris. Anledningen står mestadels att finna i den apprecierande dollarn. I juli var importpriserna 4,3 procent högre än för ett år sedan. De ligger dock fortfarande på en lägre nivå än under första halvåret 1995 (se bilagan figur 5).

Konjunkturinstitutets junibarometer tyder på att utvecklingen med stigande priser i producentledet kommer att fortsätta under hösten.

I Konjunkturinstitutets junibarometer var andelen företag inom tillverkningsindustrin som hade för avsikt att höja priset under tredje kvartalet 1997 större än andelen företag som hade för avsikt att sänka priset. Detta förhållande gäller för såväl hemma- som exportmarknaden och tyder på att utvecklingen med stigande priser i producentledet kommer att fortsätta under hösten.

Trots en viss tendens till prisuppgång bedöms inflationstrycket från producentledet fortfarande vara relativt svagt. Denna bild kan dock ändras snabbt då prisutvecklingen i detta led till stor del påverkas av växelkursrörelser och utvecklingen på internationella marknader.

Faktorer av betydelse för den framtida inflationen

Under slutet av 1995 och inledningen av 1996 mattades konjunkturen något, bl.a. till följd av en lageravveckling. Därefter har en återhämtning skett. Efter en tillfällig svacka under första kvartalet 1997 förefaller tillväxten ha tagit fart under andra kvartalet. De senaste månadernas statistik ger en tydlig bild av en uppgång inom de flesta sektorer i ekonomin. Produktionsuppgången indikerar också en mer balanserad utveckling än tidigare. Under första halvåret ökade BNP med 1,9 procent jämfört med samma period 1996. Till detta bidrog ökningarna i både privat konsumtion, investeringar och export. Även importen stimulerades av den ökade inhemska efterfrågan. Den offentliga konsumtionen har fortsatt att minska.

BREDARE UPPGÅNG I EKONOMIN

Efter en svagare utveckling under första kvartalet bedöms *industrikonjunkturen* ha tagit fart under andra kvartalet 1997. Konjunkturinstitutets industribarometer tyder på att efterfrågan på industrins produkter ökat påtagligt under de senaste månaderna. Förbättringen kan hänföras till både export- och hemmamarknaden. Barometern tyder också på att produktionsvolymen ökat kraftigt mellan första och andra kvartalet samt på att företagen är optimistiska beträffande produktionen under tredje kvartalet. Denna bild bekräftas av statistik över orderingång, lagersituation och leveransvolym.

Efter en svagare utveckling under första kvartalet bedöms *industrikonjunkturen* ha tagit fart under andra kvartalet 1997.

Enligt SCB:s produktionsvolymindex ökade industrins produktionsvolym med ca 6 procent under första halvåret 1997 jämfört med motsvarande period 1996.

För övriga delar av näringslivet tyder barometerundersökningar nästan genomgående på en förbättring av konjunkturläget under de senaste månaderna.

För *övriga delar av näringslivet* tyder Konjunkturinstitutets barometerundersökningar nästan genomgående på en förbättring av konjunkturläget under de senaste månaderna. Byggnadsindustrin är ett undantag, men i denna bransch tycks en stabilisering vara på väg. Sällanköpsvaruhandeln och handeln med motorfordon redovisar påtagliga ökning av försäljningsvolymerna jämfört med motsvarande period i fjol. Även dagligvaruhandeln och partihandeln som helhet redovisar ökade försäljningsvolym. Inom uppdragsverksamheten har aktiviteten ökat under andra kvartalet. Orderingången till företagen inom branschen datakonsulter och dataservice har fortsatt att öka under andra kvartalet.

Industrins bruttoinvesteringar minskade med knappt 2 procent i volym första halvåret 1997 jämfört med motsvarande period 1996. Minskningen kan dock helt hänföras till första kvartalet. Andra kvartalet ökade industriinvesteringarna både jämfört med motsvarande kvartal året innan och jämfört med första kvartalet. Enligt SCB:s investeringsenkät, som genomfördes under maj, väntas industrins investeringsvolym vara oförändrad 1997 jämfört med 1996.

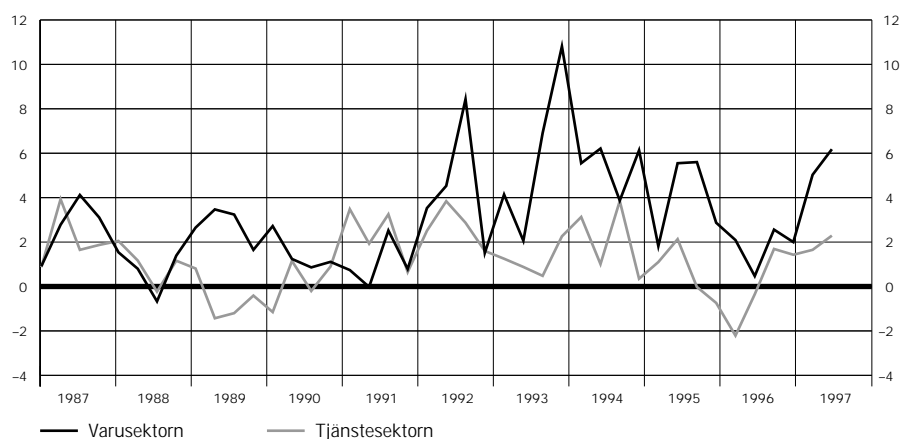
Även investeringarna inom övrigt näringsliv har uppvisat en påtaglig ökning under andra kvartalet efter en svag utveckling första kvartalet. Första halvåret 1997 ökade de med närmare 6 procent jämfört med motsvarande period 1996.

Flera faktorer talar för att lönsamheten är god i stora delar av näringslivet.

De halvårsresultat för börsföretag som hittills redovisats är svårtolkade på grund av att spridningen i resultatutveckling från första halvåret i fjol är stor. Flera faktorer talar dock för att lönsamheten är god i stora delar av näringslivet. Kronans växelkurs har gynnat exportföretagens lönsamhet. Produktivitetens utvecklingen i näringslivet har också varit mycket god under första halvåret. Inom varuproduktionen var produktiviteten nästan 6 procent högre än första halvåret 1996 och inom tjänstesektorn ca 2 procent högre (se figur 5). Totalt i ekonomin, inklusive offentlig sektor, ökade produktiviteten med nära 4 procent.

Sedan 1996 ger företagen i konjunkturbarometern ett omdöme om lönsamheten. Enligt företagen var lönsamheten i industrin under andra kvartalet högre än tidigare under 1996 och 1997. Även inom de flesta delarna av övrigt näringsliv har lönsamheten förbättrats under 1997.

Figur 5.
Arbetsproduktivitet i varu- respektive tjänstesektorn.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

NÅGOT ÖKANDE KAPACITETSUTNYTTJANDE

Det finns olika sätt att mäta kapacitetsutnyttjandet. SCB:s mätning är något mer detaljerad, täcker hela industrin och avser utnyttjandet under ett helt kvartal medan måttet i konjunkturbarometern är enklare uppbyggt, endast avser tillverkningsindustrin och avspeglar utnyttjandet vid tidpunkten för mätningen. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin uppgick enligt SCB:s undersökning till 87,0 procent under första kvartalet 1997 (se bilagan figur 4). Det var 0,9 procentenheter lägre än under fjärde kvartalet 1996. Kapacitetsutnyttjandet för tillverkningsindustrin uppgick däremot, enligt konjunkturbarometern, till 86 procent³ under andra kvartalet 1997. Det var en ökning med 2 procentenheter jämfört med första kvartalet.

Konjunkturbarometern för tillverkningsindustrin tyder genomgående på att tillgången på lediga resurser har minskat mellan första och andra kvartalet.

Konjunkturbarometern för tillverkningsindustrin ger, förutom uppgiften om aktuellt kapacitetsutnyttjande, ett flertal andra uppgifter som kan komplettera bilden av kapacitetssituationen i industrin. Dessa indikatorer tyder genomgående på att tillgången på lediga resurser minskade mellan första och andra kvartalet. Andelen företag som uppgav att det i för-

sta hand var tillgången på produktionsfaktorer som begränsade produktionen vid utgången av andra kvartalet uppgick till 29 procent mot 16 procent ett kvartal tidigare. Samtidigt ökade bristtalen för yrkesarbetare och tekniska tjänstemän. Andelen företag med brist på tekniska tjänstemän uppgick i slutet av andra kvartalet till 27 procent, vilket inte är långt från de nivåer som rådde under konjunkturtoppen 1995. Dessutom tyder konjunkturbarometern på att leveranstiderna ökade något under andra kvartalet.

Även inom tjänstesektorn ökade kapacitetsutnyttjandet från första till andra kvartalet. I branschen datakonsulter och dataservice råder vad som närmast kan beskrivas som överhettning. Närmare 90 procent av dataföretagen uppgav att de arbetade med fullt kapacitetsutnyttjande vid halvårsskiftet.

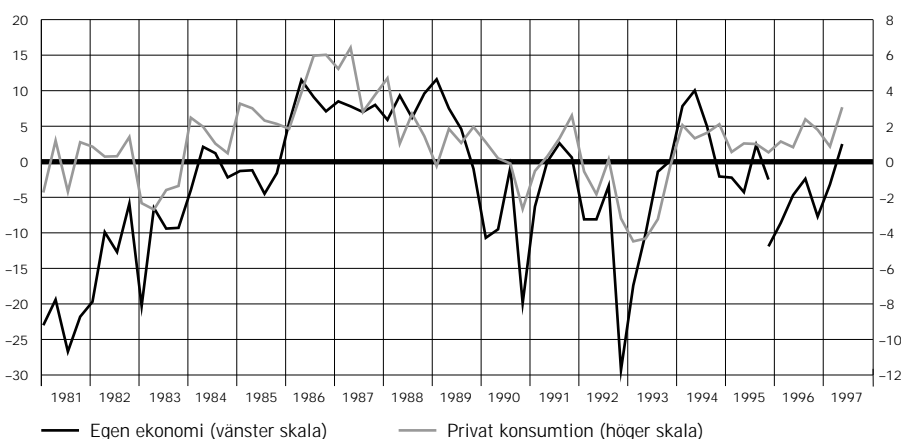
UPPGÅNG I PRIVAT KONSUMTION

Jämfört med motsvarande period förra året var den privata konsumtionen 2 procent högre under första halvåret 1997 (se bilagan figur 6). Efter att tillfälliga effekter, bl.a. en ovanligt varm vinter, haft en återhållande effekt på bl.a. olje- och elektricitetsförbrukningen under första kvartalet tilltog den privata kon-

3 Anges endast som heltal.

Figur 6.

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



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

sumtionen under andra kvartalet. Detaljhandelsomsättningen steg med omkring 4 procent mellan första halvåret 1996 och första halvåret 1997, främst beroende på ökad försäljning av sällanköpsvaror. Även bilförsäljningen lämnade ett betydande positivt bidrag till konsumtionstillväxten. Förväntningarna i Konjunkturinstitutets junibarometer tyder på en fortsatt uppgång inom varuhandeln under tredje kvartalet.

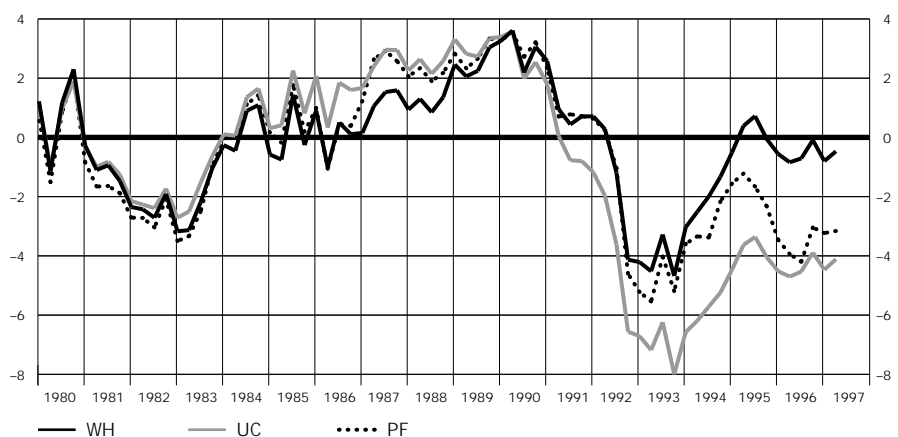
Hushållens förväntningar om den ekonomiska framtiden har successivt blivit mer positiva under året.

Stigande tillgångspriser ökar på sikt hushållens konsumtionsutrymme. Småhuspriserna har stigit med 9 procent sedan årsskiftet medan aktiepriserna ökat med 28 procent (se bilagan figur 14). Samtidigt väntas dock hushållens disponibla inkomster utvecklas fortsatt svagt i år och nästa år beroende på det pågående finanspolitiska saneringsprogrammet. Utlåningen till hushållssektorn, den kanske viktigaste finansiella indikatorn för privat konsumtion, har ökat i år. Utlåningen avspeglar konsumtionsviljan och framtidsförväntningarna. Hushållens förväntningar om den ekonomiska framtiden, som de kommer till uttryck i SCB:s undersökning av hushållens inköpsplaner (HIP), har också successivt blivit mer positiva under året (se figur 6).

Sparkvotens långsiktiga nivå har sannolikt stigit under 1990-talet. Sparkvoten föll dock under 1996. Det mesta tyder på att konsumtionsuppgången kommer att fortsätta och leda till ett visst ytterligare fall i hushållens sparkvot. En anledning till att sparkvoten faller är beräkningsteknisk. Kapitalvinster bidrar till en ökad privat konsumtion, via realisering eller ökad belåning. Däremot inkluderas de inte i nationalräkenskapernas beräkning av hushållens disponibla inkomster.⁴ Därför medför ökande kapitalvinster definitionsmässigt en fallande sparkvot. Bedömningen av sparandeutvecklingen påverkas också av sammansättningen av den privata konsumtionen. Främst är det inköpen av varaktiga varor, som har många likheter med investeringsvaror, som ökar. Med hänsyn tagen till kapitalvinster och att hushållens konsumtion av varaktiga varor kan betraktas som investeringar kommer ett bredare mått på sparandet att vara betydligt högre än sparandet enligt nationalräkenskapernas definition.

4 Kapitalvinster på hushållens tillgångar i aktier och småhus har varit betydande som andel av disponibel inkomst under de senaste åren och motverkat den för övrigt svaga utvecklingen av den disponibla inkomsten.

Figur 7. Produktionsgapet med tre olika metoder; Whittaker-Henderson-filtret (WH)*, Unobserved Component-metoden (UC) och produktionsfunktionsansatsen (PF)**.
Procent



* W-H-filtret baseras på en framskrivning av BNP med KI:s prognos för 1997, 1998 och 1999 på 2,1, 3,0 resp. 2,9 procent.

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

Källa: Riksbanken.

Produktionsgapet har slutits något mellan första och andra kvartalet.

Olika mått visar att produktionsgapet slutits något mellan första och andra kvartalet (se figur 7). Storleken på produktionsgapet under andra kvartalet 1997 uppskattas till mellan -0,4 och -4,1 procent beroende på vilken metod som används.⁵ Whittaker-Henderson-filtret som är den enklaste av metoderna ger det minsta produktionsgapet. Produktionsfunktionsansatsen och den s.k. Unobserved Component-metoden, som tar hänsyn till sysselsättning, produktivitet och prisutveckling, ger större gap.

Aktiviteten och kapacitetsutnyttjandet har ökat i ekonomin. Tillgången på lediga resurser är emellertid fortfarande relativt god.

Sammantaget tyder det mesta på att aktiviteten och kapacitetsutnyttjandet ökat i ekonomin. Tillgången på lediga resurser är emellertid fortfarande relativt god. En hög investeringstakt och kraftiga höjningar av produktiviteten har, i varje fall hittills, bidragit till att den ökande efterfrågan mötts av stigande produktionspotential. Detta har dämpat inflationstrycket i konjunkturuppgången.

⁵ En liten förändring sedan föregående inflationsrapport är att beräkningarna nu bygger på en annorlunda tidsserie över BNP där SCB säsongjusterat och kalenderkorrigerat data. Tidigare gjordes dessa justeringar inom Riksbanken. Ändringen medför inte några större förändringar i jämförelse med tidigare skattningar.

PRODUKTIONSGAPETS EFFEKT PÅ INFLATIONS- UTVECKLINGEN

En viktig fråga för penningpolitiken är hur förändringar av den korta räntan påverkar efterfrågan i ekonomin och hur detta i sin tur inverkar på priserna. Efterfrågeläget i ekonomin kan beskrivas bl.a. med hjälp av produktionsgapet, dvs. den procentuella skillnaden mellan beräknad faktisk och potentiell BNP. Här diskuteras hur förändringar i produktionsgapet kan tänkas påverka inflationsutvecklingen. Det bör understrykas att inflationsutvecklingen beror på en rad ytterligare faktorer, förutom de som verkar via efterfrågeläget. Växelkurser, importpriser, inflationsförväntningar och efterfrågans sammansättning kan sålunda ha effekter på inflationen även om det sammantagna efterfrågeläget är oförändrat.

Med ett trovärdigt inflationsmål förefaller det rimligt att ett högt efterfrågetryck innebär en risk att inflationen kommer att överstiga målet medan ett lågt efterfrågetryck innebär att inflationen kan komma att understiga inflationsmålet. Anledningen är att ett högre kapacitetsutnyttjande ger upphov till resursbrist och flaskhalsproblem i ekonomin med stigande kostnader och priser som följd. Om inflationsmålet inte är trovärdigt, kan emellertid inflationen öka även vid ett lågt kapacitetsutnyttjande, beroende på att förväntningar om hög inflation byggs in i olika avtal.

Det uppstår dock vissa problem när man på faktiska svenska data försöker skatta en ekvation

där inflationen förklaras av produktionsgapet. Eftersom den höga inflationen under 1970- och 1980-talen, då prisstabiliseringspolitiken inte var trovärdig, slår igenom i resultaten kommer de uppmätta sambanden att beskriva en inflationsprocess som fluktuerar kring en långsiktig inflation som ligger betydligt högre än det nuvarande målet på 2 procent. Försök att med ekonometriska metoder ta hänsyn till bytet av inflationsregim försvaras av att perioden under den nya låginflationsregimen fortfarande är kort.⁶

En annan komplikation är att det inte kan utelämnas att produktionsgapets *förändring*, såväl som dess storlek, påverkar inflationsutvecklingen, dvs. att inflationen påverkas inte endast av hur stort gapet är utan också av hur snabbt det sluts eller vidgas. Flaskhalsar kan t.ex. uppstå i en snabb konjunkturuppgång även om produktionsgapet inte är slutet. Ett snabbt krympande gap kan i så fall innebära att inflationen hamnar över inflationsmålet trots att gapet fortfarande är negativt. Beräkningar som Riksbanken gjort indikerar att effekter av produktionsgapets förändring kan vara av betydelse. Detta innebär att de framtida inflationsriskerna inte bara ska bedömas i ljuset av de stora lediga resurser vi alltjämt har; hastigheten med vilket produktionsgapet sluts måste också beaktas.

⁶ Se exempelvis Berg, C. och P. Lundkvist, "Har inflationsprocessen förändrats?", Penning- och valutapolitik 1997:2 och Apel, M. och P. Jansson, "System Estimates of Potential Output and the NAIRU", kommande arbetsrapport, Sveriges riksbank. Analysen av produktionsgapet i den nya modifierade UC-modellen bygger för närvarande på en specifikation där inflationen ingår i förändringsform. Skattningar där inflationsprocessen beskriver avvikelser från ett långsiktigt kvantifierat mål kommer dock rimligen att successivt få en viktigare roll allt eftersom perioden med en utveckling i enlighet med inflationsmålet blir längre.

LÄGRE TILLVÄXT AV PENNINGMÄNGDEN

Allmänhetens innehav av sedlar och mynt, M0, har fortsatt att öka även om ökningstakten avtagit något på senare tid (se bilagan figur 12). I augusti 1997 var den årliga tillväxttakten 4 procent vilket återspeglar en återhämtning av den privata konsumtionen. Detta är även en indikation på stigande efterfrågan och därmed en risk för en viss uppgång i inflationen på lite längre sikt. M0 har visat sig vara en god indikator på inflationen på omkring sex kvartals sikt.⁷

Tillväxten i det breda penningmängdsaggregatet, M3, var 4,6 procent i augusti 1997 efter att ha legat över 10 procent under 1996. Den svagare utvecklingen förklaras främst av nedgången på närmare 1 procentenhet i hushållens inlåning. Till följd av den låga räntenivån har hushållen flyttat över en stor del av sitt sparande från räntebärande tillgångar till aktier och fondsparande. Även tillväxten i de icke-finansiella företagens inlåning har mattats under varen.

Utlåningen till hushållen ökade med 4,9 procent under tolv månadersperioden fram till juli 1997, vilket är den högsta siffran som noterats sedan hösten 1991.

Utlåningen till svensk allmänhet från banker och kreditinstitut ökade med 3,2 procent under tolv-

månadersperioden fram till juli 1997 (se figur 7). Utlåningen till hushållen ökade med 4,9 procent under samma period, vilket är den högsta siffran som noterats sedan hösten 1991. Fortsatta ökningstal i denna storleksordning under några år, skulle kunna indikera en ur inflationssynpunkt väl snabb konsumtionsuppgång.

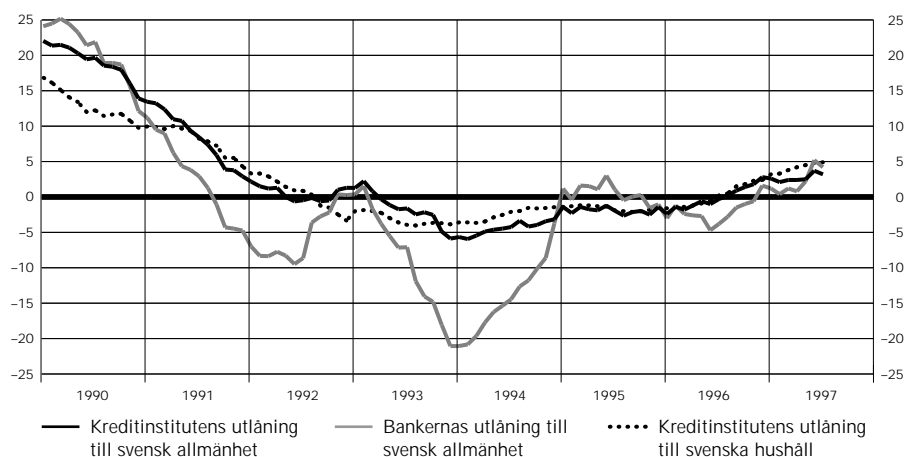
LJUSNING PÅ ARBETSMARKNADEN

Arbetslösheten visar tecken på att minska, även om den fortfarande är hög. Den öppna arbetslösheten var 8,6 procent under perioden maj–augusti 1997, vilket inte var mer än 0,3 procentenhet högre än ett år tidigare (se bilagan figur 9). Det innebär ca 8 000 fler arbetslösa personer. Sysselsättningsåtgärderna har minskat i omfattning sedan i fjol medan utbildningsåtgärderna i stort sett är oförändrade. Den totala arbetslösheten, dvs. antalet öppet arbetslösa och personer i arbetsmarknadspolitiska åtgärder, som andel av arbetskraften, var 12,3 procent, i stort sett densamma som under perioden maj–augusti 1996.

⁷ Se Baumgartner J., R. Ramaswamy och G. Zettergren, "Monetary Policy and Leading Indicators of Inflation in Sweden", Arbetsrapport nr 37, 1997, Sveriges riksbank.

Figur 8.

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



Källa: Riksbanken.

Under de senaste fyra månaderna har sysselsättningen ökat och den öppna arbetslösheten fallit i säsongrensade termer. De arbetsmarknadspolitiska åtgärderna (inklusive utbildningsåtgärder) har dock ökat betydligt. Den totala arbetslösheten ökade därför med drygt 30 000 personer under perioden maj–augusti jämfört med närmast föregående fyramånadersperiod.

Efterfrågeläget på arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Antalet nyanmälda lediga platser ökade under perioden maj–augusti med drygt 2 000 jämfört med motsvarande period förra året. Kvarstående lediga platser har också ökat, vilket kan tyda på svårigheter att fylla de uppkomna vakanserna. Inom tillverkningsindustrin noterades en svag ökning av vakanserna.

Sysselsättningsutvecklingen är fortfarande svag även om den nedåtgående trenden har brutits. Sysselsättningen är lägre än förra året, men en förbättring har kunnat skönjas de senaste månaderna. I augusti 1997 var antalet sysselsatta personer endast 15 000 färre än ett år tidigare. Tidigare under året har denna siffra varit så hög som 40 000. Under perioden maj–augusti 1997 ökade sysselsättningen inom den privata tjänstesektorn och byggsektorn med nästan 30 000 personer säsongrensat jämfört med januari–april. Inom tillverkningsindustrin ökade sysselsättningen för första gången under 1997 jämfört med förra året.

HÖG STRUKTURELL ARBETSLÖSHET

I förra inflationsrapporten introducerades en modifierad version av Unobserved Component (UC)-modellen. I denna modell kan den faktiska arbetslösheten delas upp i en konjunkturell och en strukturell komponent.⁸ Den konjunkturella arbetslösheten beror på förändringar i efterfrågan, medan den strukturella arbetslösheten brukar anses bero på lönebildningssystem samt regler och institutioner på arbetsmarknaden.

De skattningar som gjorts för perioden 1970–1997 på kvartalsdata tyder på en kraftig ökning av den strukturella arbetslösheten under 1990-talet (se figur 9). Enligt skattningarna var den strukturella

arbetslösheten 1990 ca 3 procent, vilket var högre än den faktiska som var 1,7 procent. Förra året hade den strukturella arbetslösheten fördubblats till ca 6 procent, medan den faktiska var mer än fyra gånger högre än vid 1990-talets början eller ca 8 procent. Att döma av dessa beräkningar var endast 2 procentenheter av den öppna arbetslösheten konjunkturell 1996. Skattningar för de två första kvartalen i år ger en något högre strukturell arbetslöshet, medan den konjunkturella delen är oförändrad.

Flera studier indikerar att den strukturella arbetslösheten har stigit markant under 1990-talet.

UC-modellen är en metod bland många som kan användas för att skatta den strukturella arbetslösheten. De skattningar på den strukturella arbetslösheten som gjorts utanför Riksbanken ligger inom ett relativt brett intervall på 4,5–7,5 procent. Intervallet visar på svårigheterna att exakt fastställa i vilken omfattning arbetslösheten fastnat på höga nivåer. OECD bedömer i sin senaste Sverige-rapport att den strukturella arbetslösheten nu ligger mellan 6 och 7 procent.⁹ Flera av studierna indikerar att den strukturella arbetslösheten har stigit markant under 1990-talet.¹⁰

Alldeles oavsett osäkerheten i måtten på den strukturella arbetslösheten är det uppenbart att Sverige, som många andra länder, fått problem med kvardröjande hög arbetslöshet. Frågan är då varför arbetslösheten förblivit på en hög nivå.

Arbetslöshetsuppgången i början av 1990-talet utlöstes av ett antal negativa störningar som samtidigt drabbade den svenska ekonomin. Inslag i förloppet var en övervärderad valuta, ett ras i tillgångspriserna, en uppgång i hushållens sparande, stigande realräntor och en internationell recession. Samtidigheten och kraften i dessa störningar ställde stora krav på ekonomin, bl.a. på arbetsmarknadens förmåga till

8 Den strukturella komponenten kallas ibland jämviktsarbetslöshet eller NAIRU och betecknar då den arbetslöshet vid vilken inflationen är konstant.

9 Economic Surveys – Sweden 1997, OECD, Paris.

10 Genomgående för skattningar av denna typ är att den strukturella arbetslösheten varierar med den faktiska arbetslösheten. Detta manar till försiktighet vid tolkning av resultaten, särskilt i policysammanhang.

anpassning. Medan den samlade produktionen mer än väl har återhämtat fallet i början av 1990-talet så har arbetsmarknaden inte gjort det. Det är möjligt att vissa inslag i det arbetsmarknadspolitiska regelverket har försvärat anpassningen. Olika typer av strukturella förändringar i sammansättningen av efterfrågan på arbetskraft i ekonomin kan också ha bidragit till den höga arbetslösheten. Under 1970- och 1980-talen bidrog bl.a. expansionen av den offentliga sektorn till att hålla nere arbetslösheten.¹¹ Arbetsmarknaden utsattes inte heller för några mer omfattande störningar under denna period.¹²

NEDGÅNG I LÖNEÖKNINGSTAKTEN

Löneökningstakten har successivt dämpats sedan sommaren 1996. Första halvåret 1997 var den genomsnittliga timlönen 3,9 procent högre än ett år tidigare. I den privata sektorn ökade lönerna med 3,8 procent och i den offentliga sektorn med 4,1 procent (se bilagan figur 10). Nedgången i löneökningstakt beror dels på att 1996 års siffror påverkades uppåt med 1 à 2 procentenheter av tidsanpassningen av avtalen, där 1995 års avtal utföll senare på året än 1996 års avtal, dels på att avtalen gett något lägre lönehöjningar för 1997 än för 1996. Sannolikt har även löneglidningen begränsat bl.a. till följd av den höga arbetslösheten.

Transportsektorn, landstingen och transportmedelsindustrin uppvisade de högsta löneökningstakterna under första halvåret, kring 6 procent. I byggindustrin, företagstjänstesektorn och vissa delar av tillverkningsindustrin var däremot löneökningstakten under 3 procent.

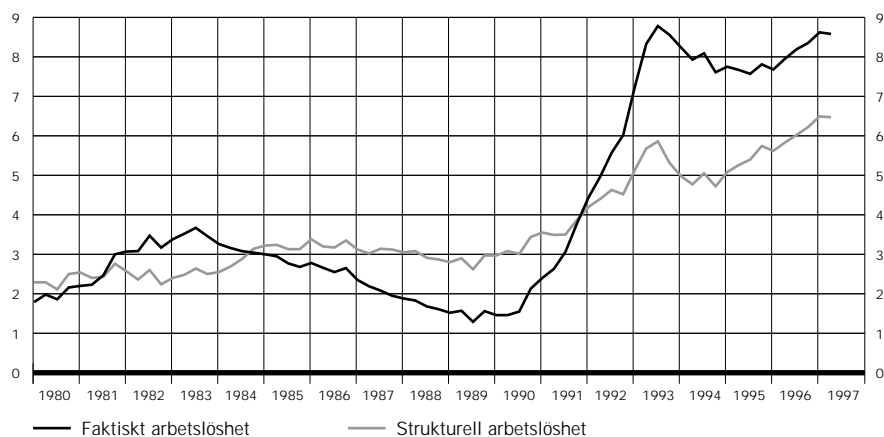
Det finns ännu inget utfall för enhetsarbetskraftskostnadernas utveckling i ekonomin som helhet under första halvåret 1997. Arbetskraftskostnaderna och produktiviteten i den privata sektorn har dock ökat med omkring 4 respektive 3 procent under första halvåret jämfört med samma period förra året vilket tyder på att enhetsarbetskraftskostnaderna ökat med ca 1 procent i denna del av ekonomin.

Inflationsförväntningarna hos arbetsmarknadens parter tillsammans med löneutvecklingen och de löneavtal som slutits hittills under 1997 antyder att anpassningen till en ekonomi med låg inflation fortsätter.

11 Se Calmfors L., (1993), "Lessons from the Macroeconomic Experience of Sweden", *European Journal of Political Economy*, vol 9, nr 1.

12 Se Forslund A., (1995), "Unemployment – Is Sweden Still Different?", *Swedish Economic Policy Review*, vol 2, nr 1; Assarsson B. och P. Jansson, (1997), "Unemployment Persistence: the Case of Sweden", under publicering i *Applied Economic Letters*; Lindblad H., (1997), "Persistence in Swedish Unemployment Rates", licentiatavhandling, Stockholms universitet.

Figur 9.
Faktisk arbetslöshet och
strukturell arbetslöshet
enligt UC-modellen.
Procent



Källor: Riksbanken och SCB.

Inga större löneavtal har slutits sedan den förra rapporten. Diskussionerna inom och mellan arbetsmarknadens organisationer om lönebildningen och hur kommande avtalsrörelser ska utformas har dock fortsatt. Inflationsförväntningarna hos arbetsmarknadens parter har sedan 1995 minskat med ca 2 procentenheter och ligger numera kring 2 procent. Detta tillsammans med löneutvecklingen och de löneavtal som slutits hittills under 1997 antyder att anpassningen till en ekonomi med låg inflation fortsätter.

VISS UPPGÅNG I INFLATIONSFÖRVÄNTNINGARNA

En viss uppgång av inflationsförväntningarna på ett års sikt har noterats sedan föregående inflationsrapport. I augusti förväntade sig hushållen i genomsnitt en inflation de närmaste 12 månaderna på i genomsnitt 1,8 procent, vilket är en ökning med 0,6 procentenheter sedan april (se bilagan figur 15). Bidragande förklaringar till den relativt stora ökningen kan vara prishöjningarna på bensin, tobak och kaffe under sommaren. Dessutom har hushållens förväntningar om den egna ekonomin och Sveriges ekonomi blivit mer positiva under andra kvartalet. Framför allt kan dock uppgången spegla det faktum att förväntningarna nu sträcker sig in i andra kvartalet 1998. I så fall är hushållens inflationsförväntningar konsistenta med den bedömning som flertalet professionella bedömare gör, när de räknar med en relativt snabb uppgång till nivåer i närheten av inflationsmålet.

Även Konjunkturinstitutets junibarometer visar att inflationsförväntningarna på kortare sikt stigit sedan tidpunkten för föregående inflationsrapport. Inom industrin uppgick förväntningarna på ett års sikt till 1,5 procent det andra kvartalet och inom tjänstesektorn låg förväntningarna i genomsnitt på 1,2 procent. Inom båda sektorerna har upprevideringar skett; med 0,5 respektive 0,3 procentenheter jämfört med kvartalet dessförinnan.

Aragons undersökning i mitten av augusti visade att inflationsförväntningarna bland penningmarknadens aktörer var något högre än i maj. Placerarna

förväntade sig en genomsnittlig inflation under de kommande två åren på 2,0 procent vilket var en uppgång med 0,3 procentenheter sedan föregående undersökning. På fem års sikt väntade man sig en inflation på i genomsnitt 2,4 procent, en uppgång med 0,1 procentenheter (se bilagan figur 16). Detta indikerar att det framför allt är inflationsförväntningarna för de närmaste åren som ökat och inte förväntningarna på längre sikt.

Prosperas undersökning av inflationsförväntningarna bland aktörerna på arbets-, varu- och penningmarknaderna visade också att förväntningarna ökat något sedan föregående undersökning i maj även om förändringarna är marginella (se bilagan tabell 2). Förväntningarna på ett och två års sikt ligger under eller på inflationsmålet medan förväntningarna på fem års sikt ligger strax över. Det är främst förväntningarna på ett eller två års sikt som har reviderats upp.

Samtidigt som arbetsmarknadsorganisationerna skrivit upp sina inflationsförväntningar något har de reviderat ned sina förväntningar om löneökningstakten. Detta tyder på att de räknar med att det är efterfrågeutvecklingen snarare än lönekostnadsutvecklingen som kommer att bidra till den förväntade inflationsuppgången framöver.

En sammanställning av externa bedömares inflationsprognoser visar att dessa i stort sett ligger kvar på samma nivåer som vid tidpunkten för föregående inflationsrapport (se bilagan figur 17). I augusti 1997 väntades inflationen 1997 och 1998 uppgå till i genomsnitt 0,9 respektive 2,0 procent.

Undersökningarna av inflationsförväntningarna tyder på att förväntningarna om den framtida inflationen under de närmaste åren stigit något sedan föregående rapport.

Sammantaget tyder undersökningarna av inflationsförväntningarna på att förväntningarna om den framtida inflationen under de närmsta åren stigit något sedan föregående rapport. Inflationsförväntningarna på kort sikt ligger, trots uppgången, fortfarande i linje med inflationsmålet. Samtidigt som inflationsförväntningarna har gått upp har också för-

väntningarna om den framtida efterfrågan blivit mer positiva. Att förväntningarna bland penningmarknadsaktörer om inflationen 1997 och 1998 är uppreviderade beror förmodligen även delvis på att SCB ändrat beräkningsrutiner för såväl räntekostnader som avskrivningar för egnahemsägare. Någon upprevidering har inte skett av de externa bedömarnas prognoser för 1997 och 1998. Inte heller har förväntningarna när det gäller inflationen på längre sikt förändrats mer än marginellt.

Räntor och växelkurs

Penningpolitiken påverkar efterfrågan i ekonomin och inflationen både direkt och indirekt via räntor och växelkurs. Växelkursen påverkar främst efterfrågan och investeringar i den konkurrensutsatta sektorn. Vidare påverkar växelkursförändringar importpriserna direkt, vilket får genomslag i inflationen. Räntorna påverkar utbud och efterfrågan på krediter och därigenom efterfrågeläget. Såväl räntor som växelkurs indikerar också förväntningar om framtida inflation och penningpolitik. De avspeglar dessutom förtroendet för den samlade ekonomiska politikens inriktning mot långsiktig prisstabilitet.

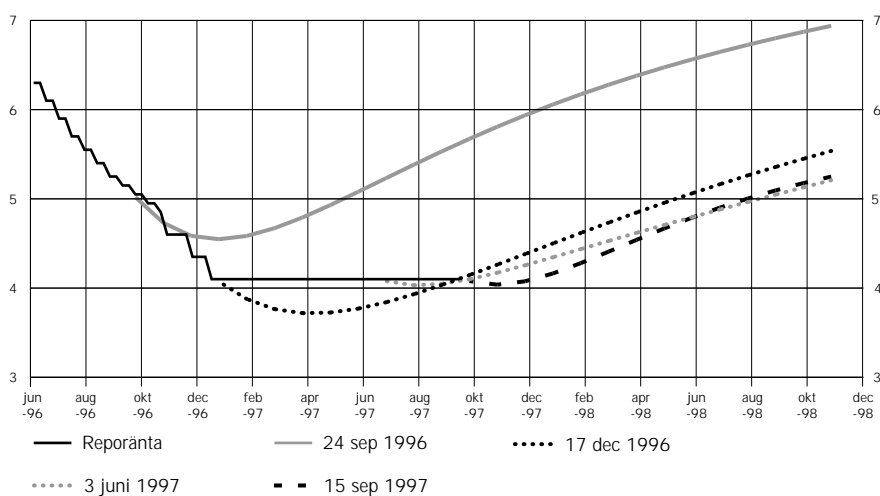
Den tioåriga terminsräntan har sjunkit med 0,7 procentenheter sedan förra rapporten. De svenska långräntorna påverkas i hög grad av de internationella räntornas utveckling och dessa har sjunkit sedan början av juni. Sedan juni har exempelvis såväl den amerikanska som den tyska tioåriga implicita terminsräntan sjunkit med 50 till 60 räntepunkter.

Den långa implicita terminsräntedifferensen mot Tyskland kan användas som en indikator på hur förtroendet för den svenska ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet skiljer sig från det i Tyskland. Den långa terminsräntedifferensen mot Tyskland har minskat med 0,1 procentenhet de senaste månaderna vilket antyder ett visst ökat förtroende. Samtidigt har kronan stärkts mot den tyska marken (se figur 22 i bilagan).

Farhågorna för att inflationen skulle återgå till historiskt höga nivåer tycks ha minskat.

Farhågorna för att inflationen ska återgå till historiskt höga nivåer tycks alltså, att döma av kronans och de långa räntornas utveckling, ha minskat. En viktig bidragande faktor till denna utveckling är att den politiska uppslutningen bakom inflationsmålet är stor. Förbättringen av den statsfinansiella situatio-

Figur 10.
Faktisk och förväntad
reporänta.
Procent



Källa: Riksbanken.

nen har fortsatt i snabb takt. Den parlamentariska fempartigruppens förslag om att öka Riksbankens självständighet kan också ha bidragit till nedgången i de långa räntorna. Den positiva utvecklingen under sommaren för svenska räntor och för kronan måste dock också ses bl.a. i ljuset av stämningläget på de internationella finansmarknaderna. Detta har överlag varit gynnsamt trots oroligheter på vissa ställen, t.ex. i Sydostasien.

De medelfristiga terminsräntorna (ett à två år) har i stort sett legat stilla sedan början på sommaren. Den positivt lutande avkastningskurvan indikerar dock att investerarna förväntar sig ett något högre inflationstryck och därmed stramare penningpolitik på medellång sikt.

I de priser som sätts på marknaden förefaller en viss reporäntehöjning vara diskonterad på medellång sikt.

Riksbanken har inte förändrat sina styrräntor under 1997 och reporäntan ligger kvar på 4,10 procent. Man kan få en uppfattning om marknadens förväntningar om reporäntans framtida utveckling genom att se på det korta segmentet av den implicita terminsräntekurvan (se figur 10). Lutningen på terminsräntekurvan upp till ett års sikt är i stort sett oförändrad sedan publiceringen av förra inflations-

rapporten i början på juni. Det indikerar att förväntningarna om penningpolitiken inte har förändrats nämnvärt. I de priser som sätts på marknaden förefaller dock en viss reporäntehöjning vara diskonterad på medellång sikt.

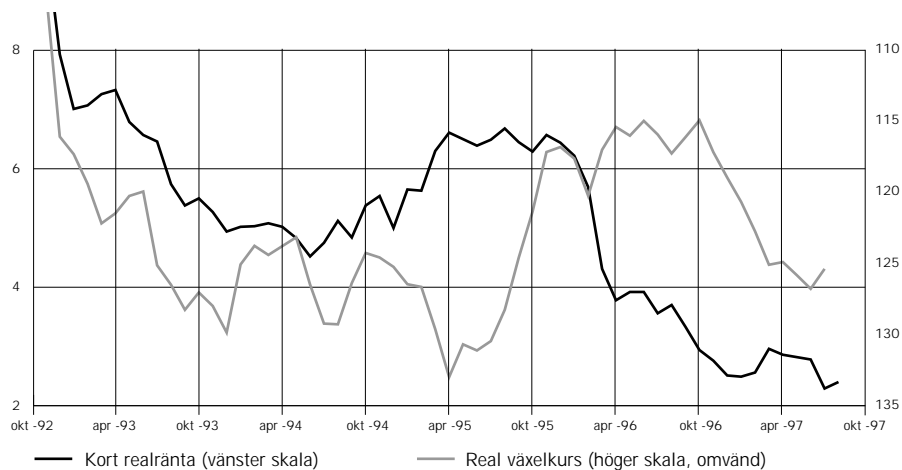
SAMMANTAGET EXPANSIV EFFEKT

Kronan har förstärkts nominellt med ca 3 procent sedan början av juni mätt med det konkurrensvägda TCW-indexet. Det är främst mot den tyska marken som förstärkningen har skett. Mot dollarn har kronan i stort sett samma kurs som i juni. Realräntan (ex ante)¹³ på tre månaders sikt har sjunkit med ca 0,4 procentenheter till 2,4 procent, beroende på stigande inflationsförväntningar (se figur 11). Även den femåriga realräntan (ex ante)¹⁴ har sjunkit med ca 0,5 procentenheter till 3,4 procent. Den reala växelkursen har under samma period stärkts med nästan 1 procent. Den reala växelkursens och realräntans sammanvägda effekt på efterfrågan har sålunda mätt på detta vis blivit något mer expansiv de senaste månaderna.

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

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

Figur 11.
Realränta (tre månader) och real effektiv växelkurs (TCW).
Procent och index:
oktober 1992=100



Källa: Riksbanken.

Inflationsbedömning september 1997

I detta kapitel redovisas huvudscenariot för inflationsutvecklingen 1997–1999. Vidare diskuteras några tänkbara alternativa utvecklingsvägar. Bedömningarna baseras bl.a. på analysen i föregående kapitel. En av utgångspunkterna för bedömningen av inflationsutvecklingen är att reporäntan hålls oförändrad. I nästa kapitel diskuteras slutsatserna för penningpolitiken.

Tillväxten under första halvåret, enligt de preliminära nationalräkenskaperna, har varit i linje med den bedömning som gjordes i föregående inflationsrapport. Den svaga utvecklingen under första kvartalet kan till stor del förklaras av tillfälliga faktorer. Under första halvåret har privat konsumtion givit ett lika stort bidrag till tillväxten i BNP som nettoexporten.

OFÖRÄNDRAD TILLVÄXTPROGNOS

I föregående inflationsrapport angavs bl.a. en svag utveckling i hushållens disponibla inkomster som en tänkbar orsak till att konsumtionsuppgången under 1996 kan ha varit tillfällig. Flera faktorer talar nu emellertid för att konsumtionsuppgången fortsätter. Hushållens förväntningar om den egna ekonomin har förbättrats påtagligt. Tillgångspriserna har stigit och mängden utelöpande sedlar och mynt samt utlåningen till hushållen har fortsatt att öka i relativt snabb takt. Dessutom finns det tecken på att situationen på arbetsmarknaden har förbättrats något. Hushållens tillförsikt bedöms komma att öka i takt med att arbetsmarknadsläget förbättras ytterligare.

Finanspolitiken har under flera år varit inriktad på att sanera statsfinanserna. Detta är en viktig orsak till att hushållens reala disponibla inkomster minskade något såväl 1995 som 1996 trots att antalet arbetade timmar ökade och trots att den genom-

snittliga timlönen ökade betydligt mer än priserna i konsumentledet. Finanspolitiken fortsätter, så långt det är känt idag, att vara åtstramande under såväl 1997 som 1998. Under 1997 kan hushållens reala disponibla inkomster ändå komma att öka något. Därefter väntas ökningarna tillta under 1998 och 1999.

I tidigare rapporter har risken för en kraftig konsumtionsuppgång, i den storleksordning som Danmark och Finland upplevde 1994–1995, diskuterats. Möjligheten att en självförstärkande spiral av ökad ekonomisk tillväxt, stigande sysselsättning, högre inkomster och stegrad privat konsumtion uppkommer kan inte uteslutas. Den sammantagna bilden av förväntningarna om den ekonomiska framtiden, tillgångspriserna, utlåningen till hushåll, ökningarna i den disponibla inkomsten och sysselsättningsutvecklingen talar dock för en, ur inflationssynpunkt, balanserad ökning av den privata konsumtionen framöver.

Samtidigt som konsumtionsuppgången tycks vara stabil har den starka exporttillväxten fortsatt.

Samtidigt som konsumtionsuppgången tycks vara stabil har den starka exporttillväxten fortsatt. Under första halvåret 1997 har emellertid även importen ökat kraftigt. Bakom importökningen döljer sig bland annat en ökad efterfrågan på varaktiga konsum-

tionsvaror, som till stor del importeras. Även maskininvesteringarna ökade under första halvåret 1997. Större ökningar av de totala bruttoinvesteringarna sker dock troligen först under 1998 och 1999.

Bedömningen av utvecklingen till och med 1999 bygger på antagandet om en viss fortsatt förstärkning av kronan.

Sedan föregående inflationsrapport presenterades i början av juni har kronans växelkurs, mätt med TCW-index, i genomsnitt legat på 121,5. Detta är en viss förstärkning sedan i våras, och i linje med den bedömning som då gjordes. Bedömningen av utvecklingen till och med 1999 bygger på antagandet om en viss fortsatt förstärkning av kronan. Riksbanken har inget mål för växelkursen, men bedömer att kronan för närvarande är undervärderad i förhållande till sin långsiktiga jämviktsnivå.¹⁵

BNP bedöms växa med omkring 2 procent 1997, omkring 3 procent 1998 och med drygt 3 procent 1999.

Sammantaget bedöms den totala tillväxten i huvudscenariot uppgå till omkring 2 procent 1997 och omkring 3 procent 1998. Under 1999 väntas BNP växa med drygt 3 procent. Detta innebär att Sverige bedöms komma att få en något starkare tillväxt under 1998 jämfört med genomsnitten för EU och OECD.

OSÄKERHET OM FRAMTIDA PRODUKTIVITETSTILLVÄXT

Inom industrin är kapacitetsutnyttjandet relativt högt och inom vissa branscher har företagen brist på personal med särskild kompetens. De olika måtten på produktionsgapet andra kvartalet 1997 varierar mellan -0,4 och -4,1. De metoder som tar hänsyn till faktorer som exempelvis produktivitet utveckling och arbetslöshet ger de större negativa produktionsgapen. Den konjunkturellt betingade arbetslösheten har uppskattats till drygt 2 procent under andra kvartalet 1997. Sammantaget talar detta för att det inte råder någon generell kapacitetsbrist i ekonomin. Överskottskapaciteten väntas dock minska i och med

att tillväxten under 1998 och 1999 beräknas överstiga den svenska ekonomins potentiella tillväxt, som uppskattas till drygt 2 procent per år.

Om de lediga resurserna minskar i alltför snabb takt kan resultatet bli ökade inflationsimpulser även om det fortfarande finns överskottskapacitet i ekonomin. Studier som gjorts inom Riksbanken tyder på att inflationen påverkas såväl av produktionsgapets storlek som av takten, med vilken produktionsgapet sluts eller vidgas (se fördjupningsruta sid. 14).

Enligt de preliminära nationalräkenskaperna var produktivitetstillväxten stark under första halvåret 1997. Samtidigt som BNP ökade med 1,9 procent, korrigerat för skillnader i antalet arbetsdagar, minskade det totala antalet arbetade timmar med 1,3 procent. Det innebär en kraftig ökning av den genomsnittliga arbetsproduktiviteten i ekonomin som helhet. Den mycket starka produktivitet utvecklingen under första halvåret kan dock sannolikt till stor del förklaras av att lediga resurser tagits i anspråk när efterfrågeläget förbättrats. I så fall är den av delvis tillfällig karaktär.

Produktivitet utvecklingen framöver är svårbedömd. Även om den snabba förbättringen under det första halvåret delvis är av konjunkturell karaktär finns det också tecken på en långsiktig förbättring av produktivitet förhållandena i ekonomin. Under de senaste fem åren har produktiviteten vuxit med nästan 9 procent jämfört med 4 procent under senare delen av 1980-talet.¹⁶ Vid en högre grad av utnyttjande av kapaciteten i ekonomin under de närmaste åren minskar möjligheterna till snabba produktivitet sökning. En balanserad och ökande efterfrågan leder dock i ett längre perspektiv till en utbyggnad av kapaciteten. Investeringar innebär ofta att ny teknik introduceras och att arbetsproduktiviteten ökar. Rationaliseringar och införande av arbetskraftsbesparande teknik kan också komma att drivas fram av höga löneökningar.

15 Denna fråga belyses i Alexius, A. och H. Lindberg, "Kronans reala jämviktskurs", Penning- och valutapolitik 1996:1, Sveriges riksbank.

16 Jämförelsen avser utvecklingen 1992 till 1997 respektive 1984 till 1989.

Preliminära uppgifter om löneutvecklingen hittills under 1997 tyder på att löneökningstakten dämpats.

Preliminära uppgifter om löneutvecklingen hittills under 1997 tyder på att löneökningstakten dämpats. Den bedömning som gjordes i junirapporten, att en anpassning av lönebildningen till en ekonomi med låg inflation tycks äga rum, har därmed fått ytterligare stöd. Det är dock för tidigt att dra några definitiva slutsatser.

Under 1998 ska en stor del av gällande avtal omförhandlas. Ett flertal faktorer talar för att avtalen kommer att hamna på en lägre nivå än vad de gjorde vid den senaste större avtalsrörelsen 1995. Till dessa faktorer hör bl.a. en dämpad prisutveckling, lägre inflationsförväntningar, ett sämre arbetsmarknadsläge och lägre vinstnivåer i exportindustrin än vad som var fallet 1995. I den motsatta riktningen talar dock den förhållandevis breda konjunkturuppgången.

INFLATION I LINJE MED MÅLET 1998 OCH 1999

Inflationen har utvecklats ungefär som väntat sedan förra inflationsrapporten. En närmare analys av prisutvecklingen under det senaste året visar att en inte obetydlig del av prisökningarna kan förklaras av förändringar i skatter och subventioner samt av höjningar av administrativt bestämda priser (även sådana höjningar kan dock vara en del av en inflationsdrivande process). Samtidigt har emellertid sjunkande räntor på bostadslån dämpat prisutvecklingen, mätt med KPI. Årsförändringarna i KPI och i de olika måtten på underliggande inflation har närmast sig varandra de senaste månaderna samtidigt som trenden vänt uppåt i linje med tidigare bedömningar.

Inflationen har utvecklats ungefär som väntat sedan förra inflationsrapporten.

Enkäter visar att inflationsförväntningarna för de närmaste åren hos hushåll, företag och andra har ökat något under de senaste månaderna. Prissättningen på de finansiella marknaderna ger inte samma bild. Enkätsvaren förefaller dock vara fören-

liga med förväntningar om en ökad framtida efterfrågan. Med tanke på att inflationsförväntningarna i ett ettårsperspektiv nu omfattar perioden fram till hösten 1998 ligger de i stort sett i linje med Riksbankens bedömning av inflationsutvecklingen.

De olika sätten att mäta inflationsförväntningar är behäftade med problem. Resultaten av de undersökningar som görs måste därför tolkas med försiktighet. En tydlig uppgång i inflationsförväntningarna över inflationsmålet skulle vara en källa till oro. I nuvarande konjunkturläge är det särskilt viktigt att inflationsförväntningarna förankras kring inflationsmålet. Detta gäller inte minst mot bakgrund av de kommande löneförhandlingarna. Om löneökningarna inte är konsistenta med inflationsmålet kommer detta att få negativa konsekvenser för sysselsättningen.

I vår omvärld väntas en god tillväxt de kommande åren. Enligt EU-kommissionen väntas tillväxten i EU-området uppgå till 2,4 procent 1997 och 2,8 procent 1998. Inflationsutsikterna för EU-området ser fortsatt ljusa ut. För 1997 och 1998 väntas en inflation kring 2 procent, dvs. i huvudsak i linje med det svenska inflationsmålet. Det svaga internationella inflationstrycket och de tecken på en lägre inflationsbenägenhet som även finns i vår omvärld kan väntas bidra till en gynnsam inflationsutveckling också i Sverige.

Inflationen, mätt med KPI, väntas som årsgenomsnitt uppgå till omkring 1 procent 1997 och omkring 2 procent 1998 och 1999.

Sammantaget bedöms den inhemska underliggande inflationen som årsgenomsnitt uppgå till knappt 2 procent 1997 och omkring 2 procent 1998 och 1999. Övriga mått på den underliggande inflationen ger ungefär samma bild och ligger i intervallet 1–1,5 procent 1997 och omkring 2 procent 1998 och 1999. Den registrerade inflationen, mätt med KPI, väntas som årsgenomsnitt uppgå till omkring 1 procent 1997 och omkring 2 procent 1998 och 1999. Under de två senare åren bedöms takten vara något ökande.

Bedömningarna för 1997 och 1998 är i huvudsak desamma som i junirapporten. Någon bedöm-

ning för 1999 redovisades inte i juni. Som årsförändring väntas inflationen, mätt med KPI, fortsätta att öka under de närmaste månaderna och i slutet av 1997 kan årsförändringen komma att ligga nära 2 procent.

ALTERNATIVA UTVECKLINGSVÄGAR

Inflationsbedömningar är behäftade med stor osäkerhet. Det finns därför anledning att arbeta med inte bara en punktskattning av inflationen utan med ett flertal olika alternativ.

I inflationsrapporten i juni behandlades ett par sidoalternativ, vilka innebar att tillväxten sammantaget under 1997 och 1998 skulle bli 1 procent högre eller lägre än i huvudscenariot. Utvecklingen av penningmängden och av konsumtionsvaruimporten, hushållens förmögenhetssituation samt den ökade optimismen bland hushållen lyftes fram som tecken på en starkare efterfrågan än i huvudscenariot. Å andra sidan sågs bl.a. arbetsmarknadsläget kunna tala för en mer dämpad konsumtionsefterfrågan. Med den högre tillväxten skulle inflationen komma att närma sig den övre toleransgränsen under 1998 medan den lägre tillväxten skulle innebära att inflationen stannade kring 1,5 procent. Till de faktorer som ansågs bidra till osäkerhet om den framtida inflationsutvecklingen fördes den privata konsumtionens utveckling och vad som skulle kunna komma att ske med växelkursen. Vidare framhölls osäkerheten i bedömningarna av kapacitetsutnyttjandet och produktivitetens utvecklingen.

De beskrivningar som gjordes av alternativa utvecklingsvägar i förra rapporten är fortfarande i huvudsak relevanta.

De beskrivningar som gjordes av alternativa utvecklingsvägar i förra rapporten är fortfarande i huvudsak relevanta. Tillväxten i BNP som helhet kan komma att bli såväl starkare som svagare än i huvudscenariot och tidsprofilen kan komma att skilja sig från den skisserade. Sannolikheten för en svagare utveckling bedöms dock inte vara lika stor som tidigare.

När det gäller storleken på produktionsgapet och produktivitetens utveckling är osäkerheten betydande

nu också. Erfarenheter från senare år visar att det funnits skäl att vid flera tillfällen revidera bedömningen av inflationen. I praktiken är det inte lätt att skilja mellan de förbättringar som skett i inflationsutsikterna till följd av förändringar i utbytesförhållandet mellan produktionsgap och inflation och de som varit orsakade av en mer allmänt förbättrad inflationsbild, t.ex. till följd av lägre utländsk inflation eller lägre inhemska inflationsförväntningar. Alla faktorerna kan ha spelat en roll i Sveriges fall. Därtill kommer att valet av produktionsgapmått spelar en stor roll för bedömningarna. Riksbanken reviderade under 1996 sin syn på produktionsgapet genom att ta fram nya mått som bättre speglar resursutnyttjandet på arbetsmarknaden.

De svenska erfarenheterna under senare år, av vad som förefaller vara ett lägre inflationstryck i ekonomin är inte unika, tvärtom. Särskilt i USA och Storbritannien förs det en livlig diskussion om huruvida inflationstrycket generellt har minskat, bland annat som en följd av ökad global konkurrens och en förändrad lönebildning. Det finns skäl att tro att även den svenska ekonomin har påverkats av dessa internationella förändringar, främst genom ett minskat bidrag från utländska prisökningar till den inhemska inflationen. Mönstret kan spåras även i flera europeiska länder, däribland våra nordiska grannländer. Trots detta finns det anledning att varna för en övertolkning av de senaste årens erfarenheter. Det är exempelvis för tidigt att utvärdera det senaste årets amerikanska utveckling.

Utöver dessa osäkerhetsfaktorer, som präglat utvecklingen under senare år och som inte är specifika för denna inflationsrapport, finns det skäl att denna gång något mer utförligt diskutera de tänkbara konsekvenserna av alltför höga löneökningar i 1998 års avtalsrörelse.

Ett tänkbart riskscenario inför 1998 är att lönerna ökar mer än vad som sammantaget är förenligt med en balanserad ekonomisk utveckling.

Det är svårt att ha någon klar uppfattning om huruvida de samtal som förts om den framtida lönebildningen samt de samarbetsavtal som träffats inom

vissa delar av arbetsmarknaden kommer att leda till en bättre fungerande lönebildning under 1998. Ett tänkbart riskscenario inför 1998 är att lönerna ökar mer än vad som sammantaget är förenligt med en balanserad ekonomisk utveckling.

I en situation då ekonomin befinner sig i balans ska löneökningstakten för att vara förenlig med inflationsmålet och med jämvikt i den reala ekonomin uppgå till summan av inflationsmålet och arbetsproduktivitetens trendmässiga ökningstakt. Med balans menas att produktionen befinner sig på sin potentiella nivå och den konjunkturella arbetslösheten är noll¹⁷.

För närvarande är den faktiska produktionen lägre än den potentiella. Arbetslösheten är samtidigt högre än den strukturella arbetslösheten. Båda dessa gap minskar dock. Ekonomin är på väg upp ur en lågkonjunktur. I ett sådant läge är det önskvärt att löneökningarna följer en bana som ligger *lägre* än löneökningarna i jämvikt (dvs. lägre än inflationsmålet plus den trendmässiga produktivetsökningen). På så sätt understödjs en balanserad anpassning av ekonomin så att produktion och sysselsättning

ökar utan överhettning och stigande inflation.

Om de kommande löneavtalen blir för höga riskerar detta att slå igenom i en högre prisnivå och ge en högre inflation än i huvudscenariot. Processen kan påskyndas och förstärkas om inflationsförväntningarna ökar. Detta skulle kunna komma att kräva ett högre ränteläge för att försvara penningvärdet. Höga löneökningar skulle alltså försvaga uppgången i den reala ekonomin och sysselsättningstillväxten skulle därmed komma att avta. Arbetslösheten skulle således ligga på en högre nivå än vad som antas i huvudscenariot.

Löneökningar utöver vad som är förenligt med en balanserad utveckling mot full sysselsättning och prisstabilitet leder till att BNP-tillväxten och arbetslösheten utvecklas sämre än i huvudscenariot. Inflationen skulle möjligen i det korta perspektivet kunna bli något högre än i huvudscenariot, men genom att räntorna höjs och efterfrågan dämpas återgår inflationen på sikt till önskad nivå.

17 Dvs. faktisk arbetslöshet är lika med strukturell arbetslöshet.

PENNINGPOLITIK OCH INFLATIONSMÅL

Under senare år har penningpolitiken i många länder, bl.a. Sverige bedrivits med sikte på att uppnå inflationsmål. Det finns idag erfarenheter som, tillsammans med forskning, kan ge en viss ledning till hur penningpolitik med inflationsmål bör bedrivas.¹⁸

Penningpolitiken verkar med betydande fördröjning på inflationen. Därför måste den med nödvändighet vara framåtblickande. Prognoser över viktiga makrovariabler, särskilt inflationen, blir därför viktiga. Riksbankens inflationsprognos får i själva verket en sådan central roll att den kan jämföras med ett intermediärt (mellanliggande) mål. Riksbankens uppgift kan sägas vara att avväga penningpolitiken så att inflationsprognosen på lämpligt vald horisont är i linje med inflationsmålet.

I praktiken utgörs inte inflationsprognosen av en enskild punktbedömning av den framtida inflationen framöver utan av flera scenarier för inflationsutvecklingen. Sannolikheten för olika scenarier vägs in i den samlade bedömningen av inflationsutsikterna.

Principerna för penningpolitikens avvägning kan formuleras som en enkel tumregel: Om inflationsprognosen under antagande om oförändrad styrränta är i linje med målet på lämpligt vald horisont är penningpolitiken rätt avvägd. Om prognosen överstiger (understiger) inflationsmålet är penningpolitiken för expansiv (stram), och reporäntan bör omedelbart eller inom kort höjas (sänkas). Eftersom denna tumregel utgår från en inflationsprognos under antagande om oförändrad styrränta, blir det naturligt för Riksbanken att presentera prognoser under detta antagande.

Inflationsbedömningen blir ett naturligt redskap för att tolka ny information och avgöra om denna motiverar en förändring av reporäntan. Om

den nya informationen medför att inflationsprognosen ökar (minskar) för den relevanta horisonten bör således reporäntan höjas (sänkas).

En viktig fråga är på vilken horisont inflationsprognosen bör överensstämma med målet. Att försöka uppnå inflationsmålet på tämligen kort horisont kräver kraftiga ränteändringar och snabba omslag i penningpolitiken. Flera skäl finns för att i stället välja en längre horisont och vidta en gradvis anpassning av penningpolitiken.

För det första riskerar alltför kraftiga ränteförändringar och omslag i penningpolitiken att skapa instabilitet i reala variabler som produktion, selsättning och real växelkurs. En längre horisont och en gradvis anpassning av penningpolitiken gör det möjligt att uppnå inflationsmålet och samtidigt i viss utsträckning stabilisera dessa reala variabler.

För det andra finns det en oundviklig osäkerhet om penningpolitikens transmissionsmekanism, dvs. effekterna av förändringar i reporänta på inflation och andra makrovariabler, både vad gäller storlek och fördröjning. Det är intuitivt rimligt och kan visas mer strikt i nationalekonomisk forskning, att penningpolitiken då bör bedrivas med viss försiktighet, vilket i praktiken medför att den horisont på vilket inflationsmålet uppnås förlängs.

För det tredje är det möjligt att stora ränteförändringar och snabba omslag i penningpolitiken skulle kunna försämra både penningmarknadens funktionssätt och skapa osäkerhet om Riksbankens intentioner.

Mot bakgrund av ovanstående överväganden har Riksbanken valt att i inflationsrapporterna analysera inflationsutsikterna för de närmaste två åren.

18 Fördjupningsrutan baseras till stor del på Lars E.O. Svenssons uppsats: "Inflation Targeting: Some Extensions", Arbetsrapport nr 40, 1997, Sveriges riksbank, där också fler referenser till den snabbt växande litteraturen om penningpolitik med inflationsmål ges.

Slutsatser för penningpolitiken

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

UTVECKLINGEN SEDAN DEN SENASTE REPORÄNTESÄNKNINGEN

I december 1996 sänktes reporäntan till 4,10 procent. Sammanlagt hade då reporäntan sänkts med nästan 5 procentenheter under loppet av ett år. I december publicerades också 1996 års sista inflationsrapport. Riksbanken gjorde där bedömningen att det fanns tecken på en återhämtning i svensk ekonomi, men att det inte var troligt att ekonomin skulle överskrida sin potentiella produktionsförmåga under 1997 och 1998. Risken för att den inhemskt generade inflationen skulle ta fart bedömdes därmed som liten. Kronkursen mätt med TCW förutsattes fortsätta förstärkas från nivån 115. Sammantaget bedömdes inflationen uppgå till knappt 1,5 procent under 1997 i genomsnitt och ca 2 procent under 1998. Detta huvudscenario talade för att penningpolitiken var väl avvägd och att det ytterligare utrymme som eventuellt skulle kunna finnas för att sänka reporäntan var begränsat.

Konjunkturförloppet har i stort utvecklats som Riksbanken bedömde i december 1996 även om tillväxten var något svagare än väntat under 1996 och inledningen av 1997 och något starkare under det andra kvartalet 1997.

Konjunkturläget har sedan dess i stort utvecklats som Riksbanken bedömde. Den ekonomiska tillväxten under 1996 och första kvartalet 1997 blev något lägre än väntat medan det andra kvartalet 1997 blev något starkare än väntat. Det bidrog till att inflationen blev lägre under 1996 och inledningen av 1997 än vad Riksbanken räknade med i decemberrapporten. Tecknen på förändringar som innebär en reducerad inflationsbenägenhet bl.a. som en följd av ett ökat förtroende för inflationsmålet blev också tydligare. Den mycket starka, men troligen delvis tillfälliga, produktivitetsutvecklingen under första halvåret bör även ha minskat risken för kostnadsinflation. Att inflationen mätt med KPI blev lägre än beräknat var dock framförallt en följd av effekter av räntenedgången.

Kronans utveckling är av stor betydelse för inflationsprognoserna. Sedan slutet av 1992 har kronan fluktuerat kraftigt. Det gör den svår att hantera i penningpolitiska beslutssituationer. Mellan december- och marsrapporten deprecierade kronans effektiva värde med nästan 5 procent. Utgångspunkten i det huvudscenario som presenterades i marsrapporten var att kronförsvagningen var tillfällig och att kronan var undervärderad i en mer långsiktig fundamental mening. Men trots att den antagna växel-

kursen var svagare än i tidigare rapporter reviderades inflationsprognosen ned mot bakgrund av den real-ekonomiska utvecklingen och en lägre inflationsbenägenhet. Den genomsnittliga inflationen 1997 förutsågs ligga omkring 0,5 procent 1997 och något lägre än 2 procent under 1998. Huvudscenariot utslöt inte något mer stimulerande monetära förhållanden. Sammansättningen av de monetära förhållandena i termer av räntor och växelkurs kontrolleras dock inte av Riksbanken. Med hänsyn till den osäkra växelkursutvecklingen bedömdes därför penningpolitiken som väl avvägd i marsrapporten. Kronan utvecklades därefter förhållandevis svagt och några ränteförändringar genomfördes heller inte under vären.

Kronförsvagningen under vären innebar ytterligare stimulans för efterfrågan.

Den realekonomiska bilden i stort var oförändrad mellan mars- och junirapporten. Kronförsvagningen under vären innebar ytterligare stimulans för efterfrågan. Inflationstrycket bedömdes som begränsat, men samtidigt tycktes trenden med en fallande inflation vara bruten. Inflationsprognosen reviderades upp något i junirapporten på grund av en svagare växelkurs och förslagen till ändrade indirekta skatter och subventioner i regeringens ekonomiska vårproposition. Inflationen beräknades bli ca 1 procent i genomsnitt 1997 och ca 2 procent 1998. Med denna utgångspunkt bedömdes penningpolitiken vara väl avvägd.

INFLATIONSUTSIKTER

Riksbankens bedömning av inflationsutvecklingen baseras på såväl monetära som reala faktorer i ekonomin. En viktig faktor är BNP-tillväxten och därmed följande eventuella kapacitetsbrister i ekonomin. Det huvudscenario Riksbanken arbetar med har i dessa avseenden inte förändrats nämnvärt sedan junirapporten. Bedömningen är att det inte väntas uppstå någon generell kapacitetsbrist i ekonomin under de närmaste två åren. Överskottskapaciteten väntas dock minska i och med att den totala efterfrågan under 1998 och 1999 väntas växa snabbare än vad som kan antas vara fallet med ekonomins produktionspotential.

Under de kommande åren väntas den förhållandevis höga tillväxten kunna förenas med låg inflation i linje med målet.

Till grund för bedömningen av BNP-tillväxten och inflationsutvecklingen ligger ett antagande om en oförändrad reporänta och en viss förstärkning av kronan i TCW-termer. Efter en period med i det närmaste oförändrade priser väntas prisutvecklingen närma sig inflationsmålet i takt med att efterfrågeläget förbättras. Under de kommande åren väntas dock den förhållandevis höga tillväxten kunna förenas med låg inflation i linje med målet. I grunden hänger detta samman med att kapacitetsrestriktionerna väntas vara begränsade under prognosperioden. En annan viktig orsak till den relativt ljusa inflationsbilden är den stabilisering av inflationsförväntningarna som har skett och det förtroende som den ekonomiska politiken numera åtnjuter. Bedömningen görs också mot bakgrund av förhållandena i vår omvärld; under de närmaste åren bedöms allmänt en god tillväxt kunna komma att förenas med låg inflation inom OECD-området.

Sammantaget innebär detta att inflationsbedömningen i föreliggande rapport i stora drag är densamma som junirapporten. Någon bedömning för 1999 redovisades dock inte i juni. I huvudscenariot väntas den inhemska underliggande inflationen som årsgenomsnitt uppgå till knappt 2 procent under 1997 och omkring 2 procent under 1998 och 1999. Den registrerade inflationen, mätt med KPI, väntas som årsgenomsnitt uppgå till omkring 1 procent 1997 och omkring 2 procent 1998 och 1999. Under de två senare åren bedöms takten vara något ökande.

VAD SKULLE KUNNA FÖRÄNDRA HUVUDSCENARIOT?

Inflationsbedömningen är som alltid osäker och osäkerheten tilltar ju längre tidsperspektivet är. I denna inflationsrapport finns det anledning att särskilt lyfta fram följande tre osäkerhetsfaktorer:

1. Inflationsförväntningar och lönebildning Inflationsförväntningarna som de mäts i enkäter har ökat under

sommaren och ligger nu ungefär i linje med Riksbankens uppfattning om den framtida inflationsutvecklingen. Denna uppgång är därför inte så oroande, eftersom det också finns tecken i motsatt riktning, bl.a. en nedgång i långränteskillnaden i förhållande till Tyskland. Detta hindrar dock inte att det finns all anledning att följa indikatorer på inflationsförväntningarna och att försöka bilda sig en uppfattning om hur förväntningarna utvecklas framöver. En tydlig upprevidering av den inflation som ekonomins olika aktörer väntar sig kan medföra betydande problem för penningpolitiken. Detta gäller särskilt i nuvarande situation, när konjunkturen troligen förstärks och merparten av avtalen på arbetsmarknaden ska förhandlas om. Om löneavtalen skulle slutas på en för hög nivå kommer uppgången i ekonomin att försvagas och sysselsättningstillväxten att avta. En viktig orsak till att löneavtalen 1995 slöts på för hög nivå var sannolikt att den inflation som arbetsmarknadens parter då såg framför sig var betydligt högre än den av Riksbanken målsatta nivån.

2. Inflationsbenägenhet och kapacitetsutnyttjande. Vid flera tillfällen under de senaste åren har det funnits skäl att revidera ner bedömningen av inflationen. Detta har vid något tillfälle sammanhängt med en svagare konjunktur och inte minst med effekterna av de senaste årens kraftiga räntenedgång på KPI. Men Riksbanken har också i någon mån kommit att ändra uppfattning om den underliggande inflationsprocessen.

- En viktig aspekt på detta är just hur *förväntningarna* utvecklats. I detta avseende vet vi att en förändring till det bättre skett med sannolika positiva effekter på stora delar av prisbildningen.
- En annan viktig aspekt rör *konkurrensförhållanden*. Olika strukturella förändringar som internationaliseringen, avregleringar av olika slag och ökad konkurrens talar för att prissättningsbeteendet har förbättrats i viktiga delar av ekonomin.
- Men det har också vid flera tillfällen funnits skäl att revidera bedömningen av den svenska ekonomins *potentiella tillväxtmöjligheter*. Detta har bland annat tagit sig uttryck i att analysen av produktions-

gapet har ändrats och kompletterats flera gånger.

Alla dessa punkter är svåra att exakt belägga empiriskt och det finns därför skäl att i dessa avseenden vara försiktig i bedömningen av inflationstrycket.


3. Konjunkturförloppet. Stora förändringar har under senare år inträffat i flera av de variabler som har stor betydelse för konjunkturutvecklingen. Exempelvis var växelkursen länge påtagligt svag och under loppet av 1996 sänktes reporäntan med nästan 5 procentenheter. Styrränteförändringen är mycket stor, såväl i ett internationellt som i ett historiskt perspektiv och vi vet att det tar tid innan ränteförändringar får fullt genomslag på prisutvecklingen. Därför vet vi också att räntenedgången under 1996 ännu inte fullt återspelas i efterfrågeläge och inflation. En annan faktor av betydelse i detta sammanhang är finanspolitiken. Bedömningen av konjunkturutvecklingen och inflationen sker mot bakgrund av den idag fastlagda finanspolitiken. Ytterligare åtgärder som spär på efterfrågan i ekonomin skulle kunna förändra efterfrågeutvecklingen. Av dessa eller andra skäl är det möjligt att konjunkturuppgången blir starkare än i huvudscenariot. Det skulle i sin tur kunna leda till att kapacitetsutnyttjandet stiger så snabbt att inflationstendenser riskerar att uppstå.

PENNINGPOLITIKEN

För penningpolitiken är uppgiften att säkra de låga inflationsförväntningarna och att förhindra att ett inflationstryck uppstår. På så vis kan penningpolitiken värna penningvärdet och inflationsmålet uppnås. Ambitionen bör också vara att bedriva penningpolitiken med framförhållning, för att på så vis undvika tvära kast och stora förändringar i räntorna och därmed bidra till en stabil utveckling i ekonomin.

För penningpolitiken är uppgiften att säkra de låga inflationsförväntningarna och att förhindra att ett inflationstryck uppstår.

Inflationsmålet har fått större acceptans i allt vidare kretsar. Det är viktigt för penningpolitiken, därför att när inflationsmålet är etablerat som riktmärke för



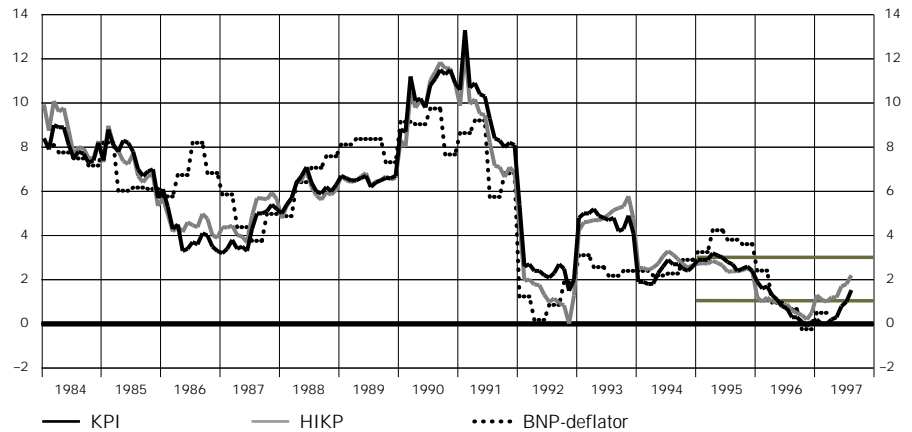
pris- och lönebildningen innebär det att förutsättningar för en inflation på 2 procent är goda.

Penningpolitiken bedrivs för närvarande mot bakgrund av en stigande konjunktur. Med de bedömningar vi idag gör kommer produktionsgapet under de närmaste två åren visserligen inte att slutas, men om den positiva utvecklingen fortsätter minskar gradvis de lediga resurserna.

Mot bakgrund av huvudscenariot för inflationen och den riskbild som idag avtecknar sig bedöms penningpolitiken vara väl avvägd. Samtidigt är det med nuvarande konjunkturutveckling särskilt viktigt att noga följa inkommande information för att bedöma om inflationsbilden förändras.

Bilaga

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

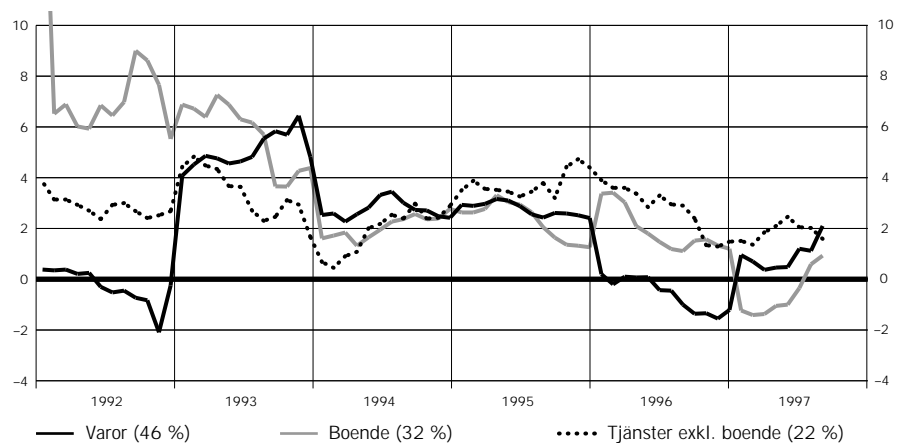


*Harmoniserat index för konsumentpriser. Data före 1996 är en approximativ beräkning.

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

Källa: SCB.

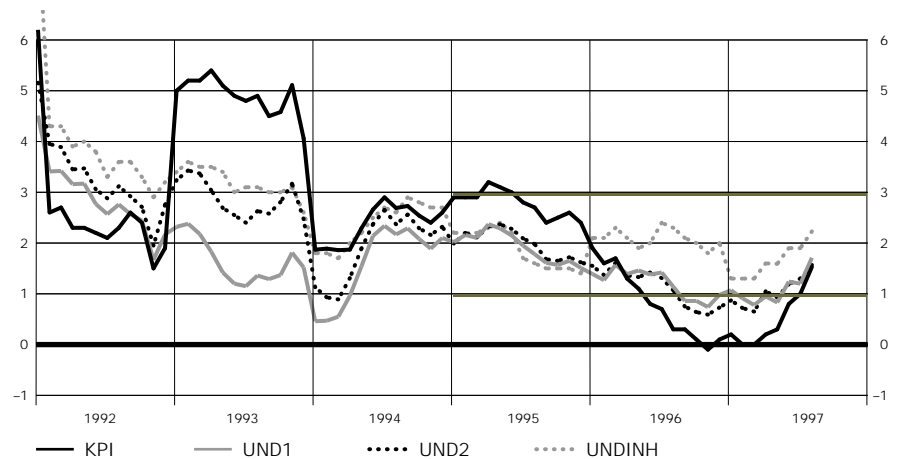
Figur 2.
KPI för olika produkt-
områden.
Årlig procentuell förändring



Anm. Vikten i KPI anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

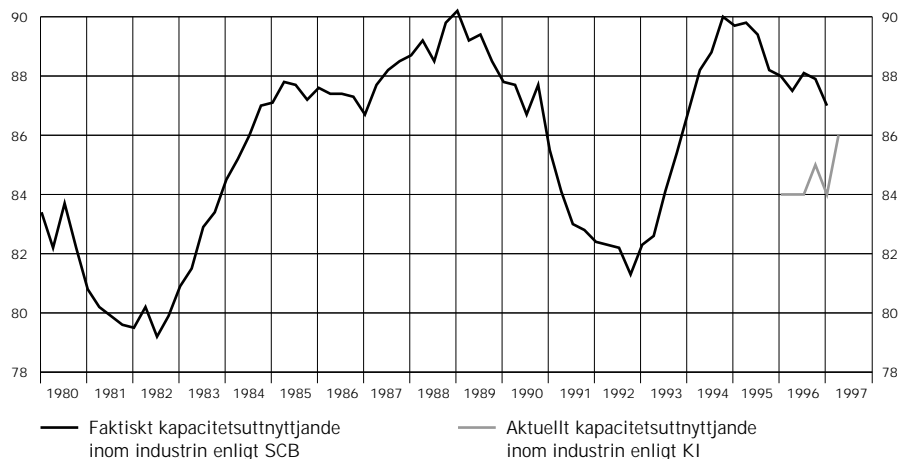
Figur 3.
KPI och underliggande
inflation.
Årlig procentuell förändring



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

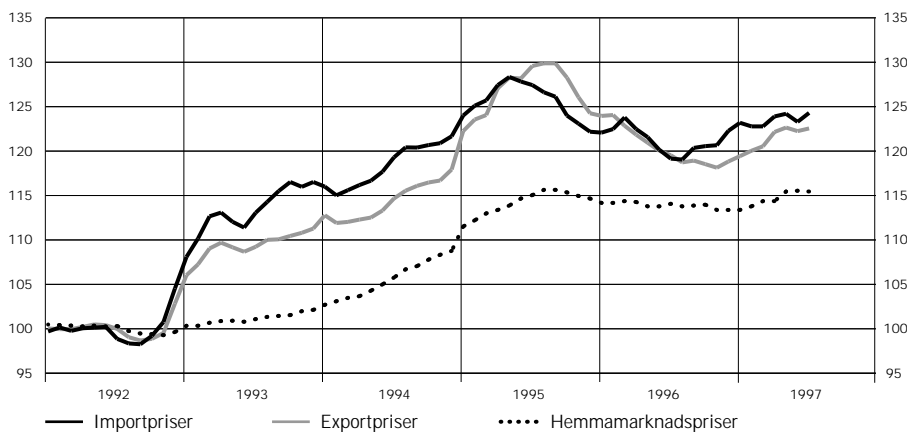
Källor: SCB och Riksbanken.

Figur 4.
Kapacitetsutnyttjande inom
industrin.
Procent



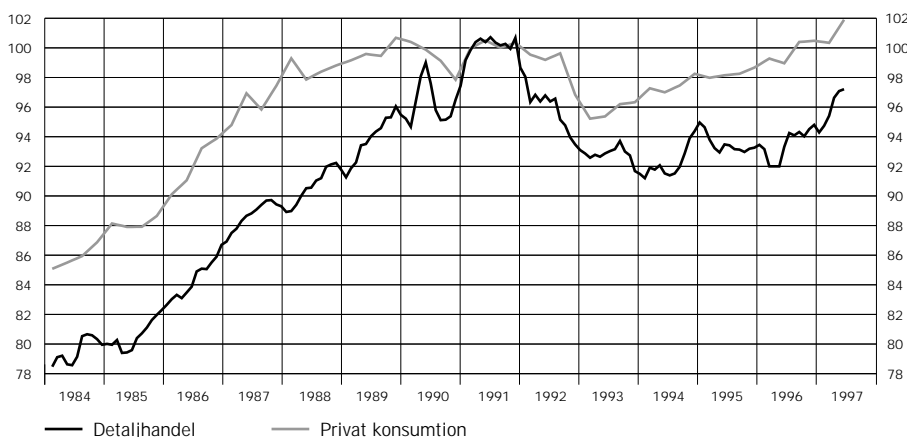
Källor: SCB och Konjunkturinstitutet (KI).

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



Källa: SCB.

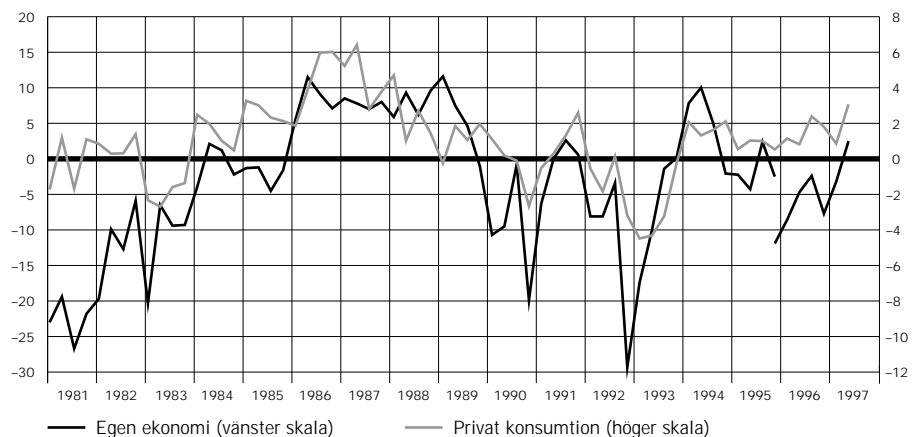
Figur 6.
Privat konsumtion och
omsättning i detaljhandeln.
Volym, säsongkorrigerade
kvartalsdata respektive
tremånaders glidande
medeltal,
index: 1991=100



Källa: SCB.

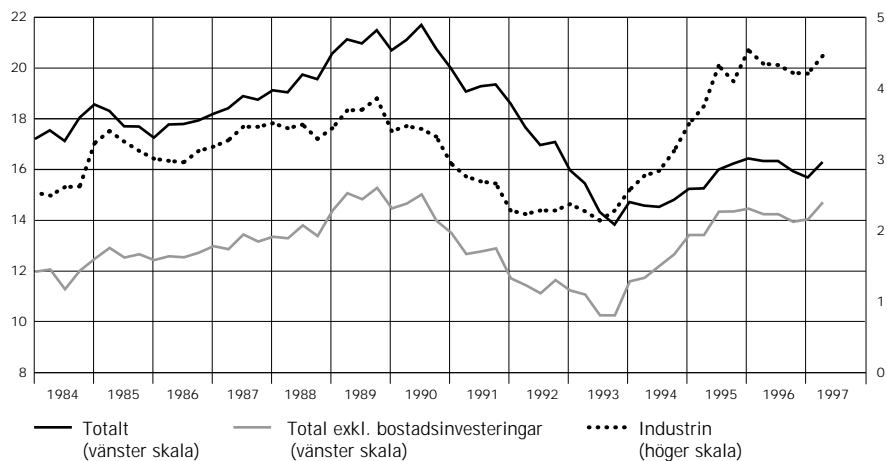


Figur 7.
Hushållens förväntningar om den egna ekonomin* och faktisk privat konsumtion. Nettotal och årlig procentuell förändring



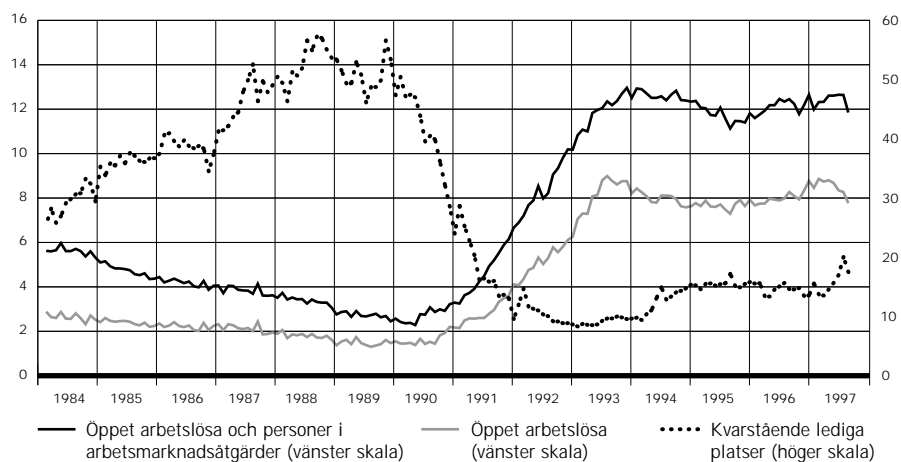
* I oktober 1995 genomfördes en omläggning av HIP-statistiken.
Källa: SCB.

Figur 8.
Bruttoinvesteringar som andel av BNP; totalt, exklusive bostadsinvesteringar och i industrin. Säsongsrensade volymer, procent



Källa: SCB:s nationalräkenskaper.

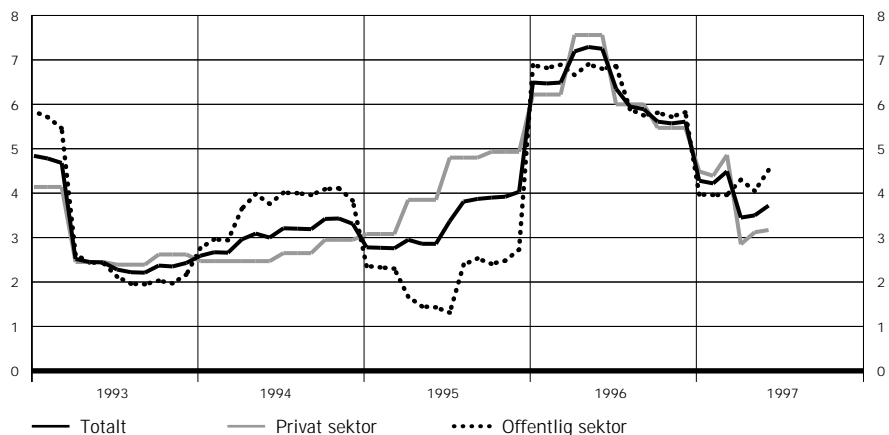
Figur 9.
Arbetslöshet och vakanser. Säsongsrensade data, procent respektive 1 000-tal platser



Källor: SCB och AMS.

Figur 10.

Löneutveckling totalt och i olika sektorer.
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB, Kommunförbundet, Landstingsförbundet och beräkningar inom Riksbanken. Preliminär statistik från januari 1997.

Tabell 1.

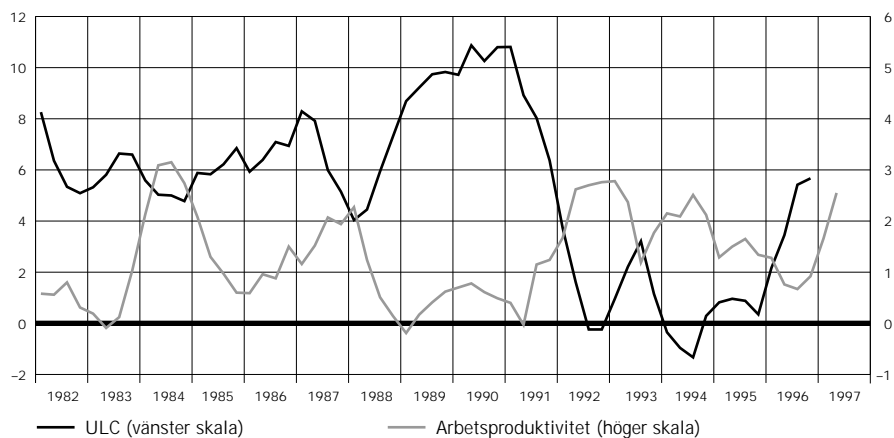
Löneutveckling i olika sektorer.
Årlig procentuell förändring

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

Källor: SCB, Kommunförbundet och Landstingsförbundet samt beräkningar inom Riksbanken. Preliminär statistik från januari 1997. Justeringar har gjorts för retroaktiva utbetalningar, men ej för överföringar av verksamhet mellan olika sektorer.

Figur 11.

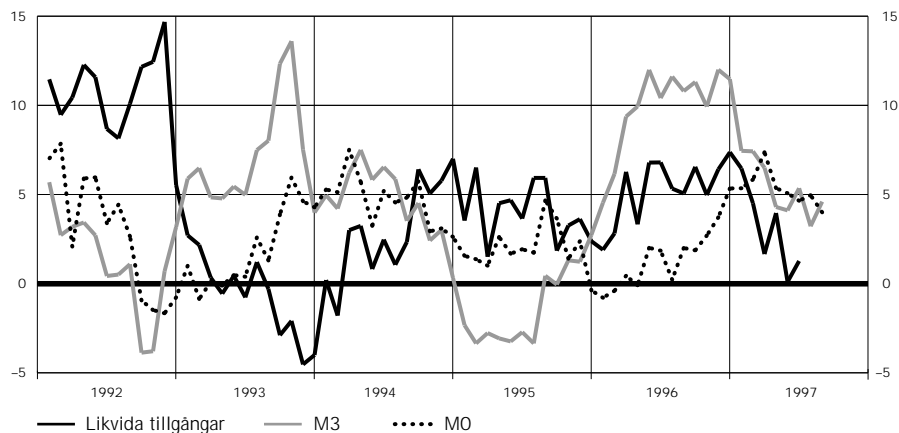
Arbetskraftskostnader per producerad enhet (ULC) och arbetsproduktivitet.
Fyra kvartals glidande medeltal, årlig procentuell förändring



Källa: SCB:s nationalräkenskaper.

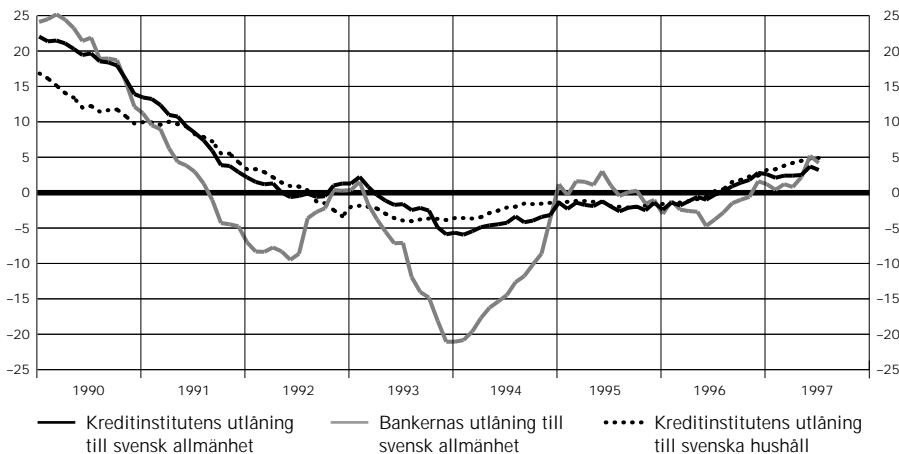


Figur 12.
Penningmängd och likviditet.
Årlig procentuell förändring



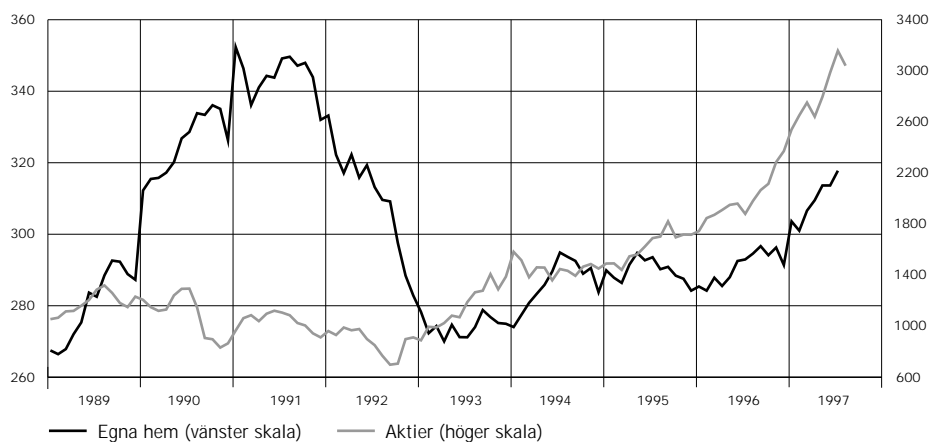
Anm. Likviditetsaggregatet omfattar allmänhetens innehav av M3, certifikat, statsskuldväxlar, allemanssparande, riksgäldskonto samt premie- och privatobligationer.
Källa: Riksbanken.

Figur 13.
Kreditinstitutens utlåning till svensk allmänhet och hushållssektorn samt bankernas utlåning.
Årlig procentuell förändring



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

Figur 14.
Prisindex egna hem, löpande priser, (index: 1981=100) och Stockholms fondbörs generalindex* (index: 1979-12-30=100)

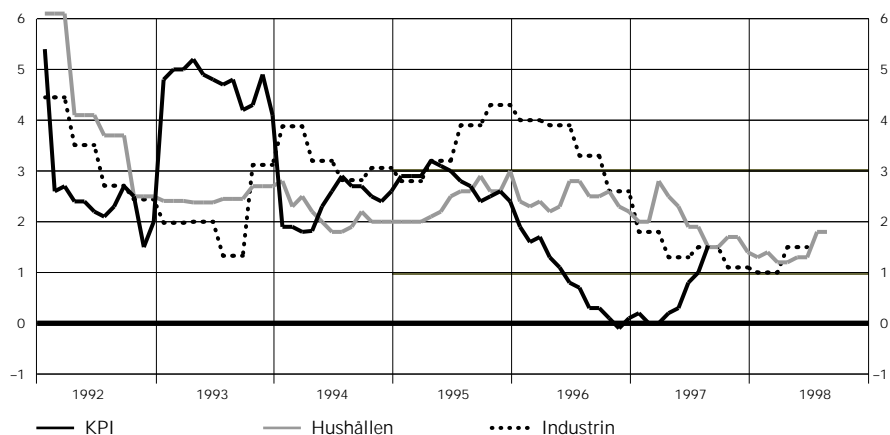


*Senaste observationen 1997-08-30.
Källor: SCB och Stockholms fondbörs.



Figur 15.

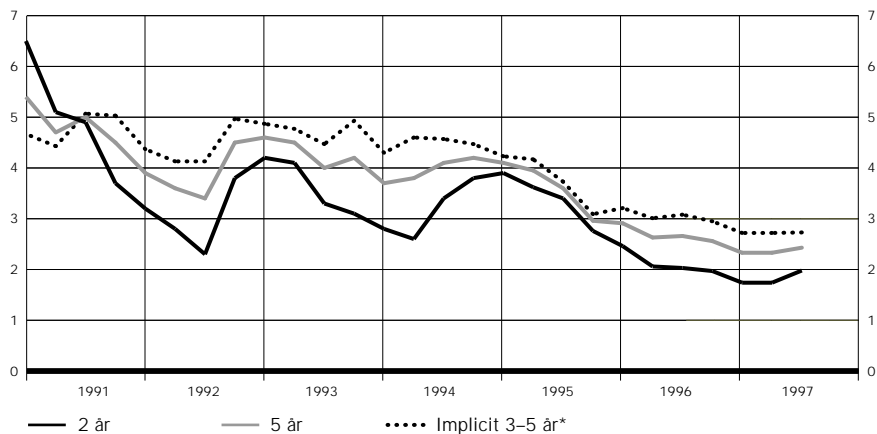
KPI samt hushållens* och industrins inflationsförväntningar**.
Årlig procentuell förändring



* Från och med 1996 exkluderas de tio mest extrema svaren på båda sidor i hushållens förväntningar. Tidigare redovisas svar inom intervallet 0–15 procent.
** Kurvorna har förskjutits framåt tolv månader för att motsvara den tidpunkt som inflationsförväntningarna avser.
Anm. De horisontella linjerna för 1995–1998 anger Riksbankens toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.
Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Figur 16.

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



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

Tabell 2.

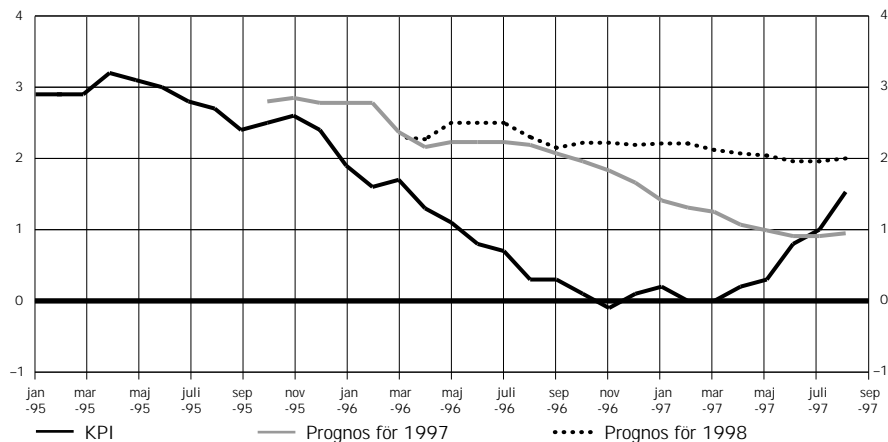
Inflationsförväntningar augusti 1997 samt förändring jämfört med maj 1997 inom parentes. Medelvärden, procent respektive procentenheter

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

Källa: Prospera Research AB.

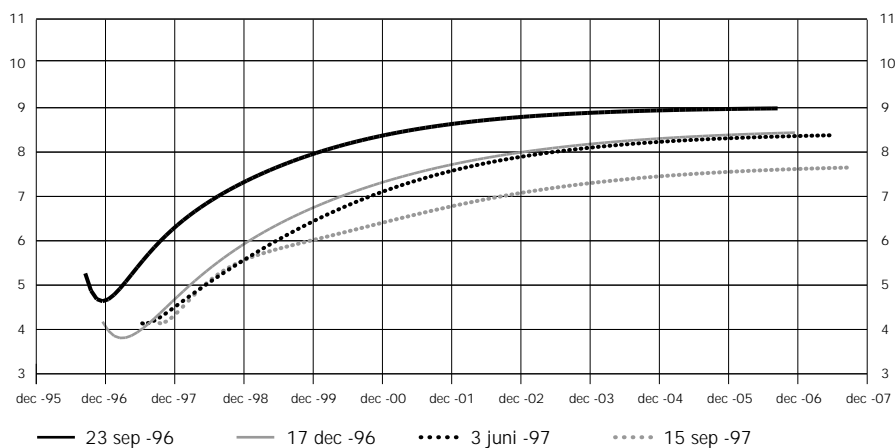


Figur 17.
Sammanvägning av
inflationsprognoser från
olika prognosmakare.
Procent



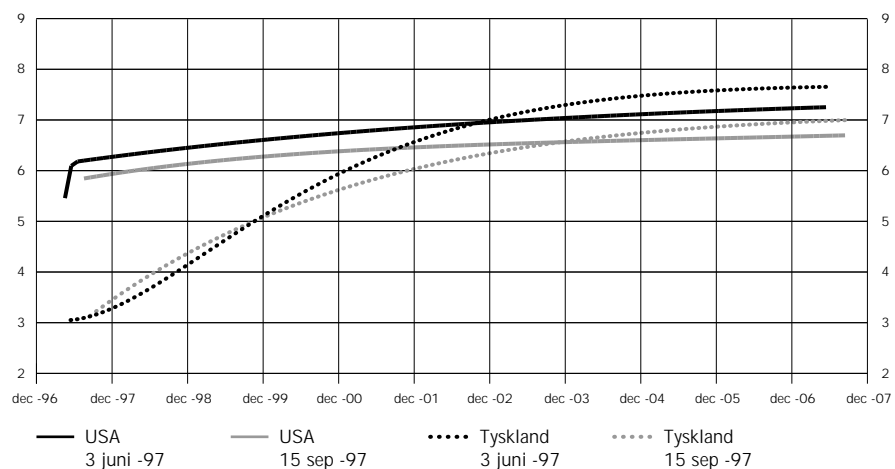
Källor: Riksbanken och respektive prognosmakare.

Figur 18.
Implicita terminsräntor.
Effektiv årsränta, procent



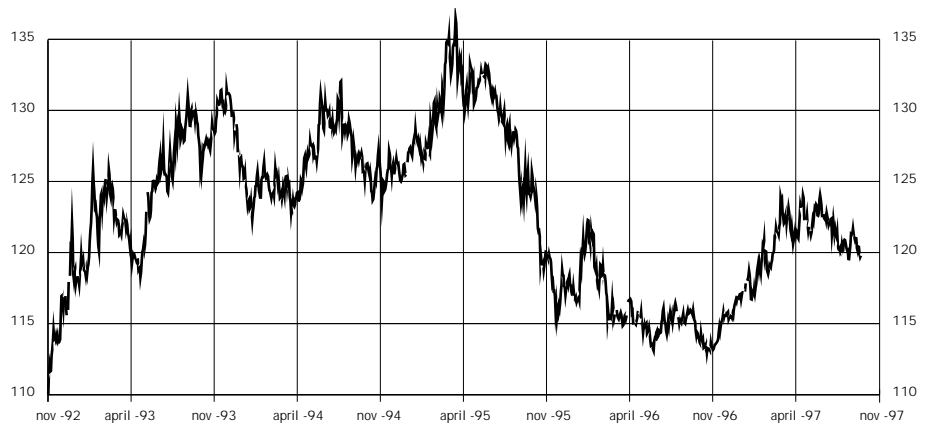
Källa: Riksbanken.

Figur 19.
Implicita terminsräntor
för USA och Tyskland
den 3 juni 1997 och den
15 september 1997.
Effektiv årsränta, procent



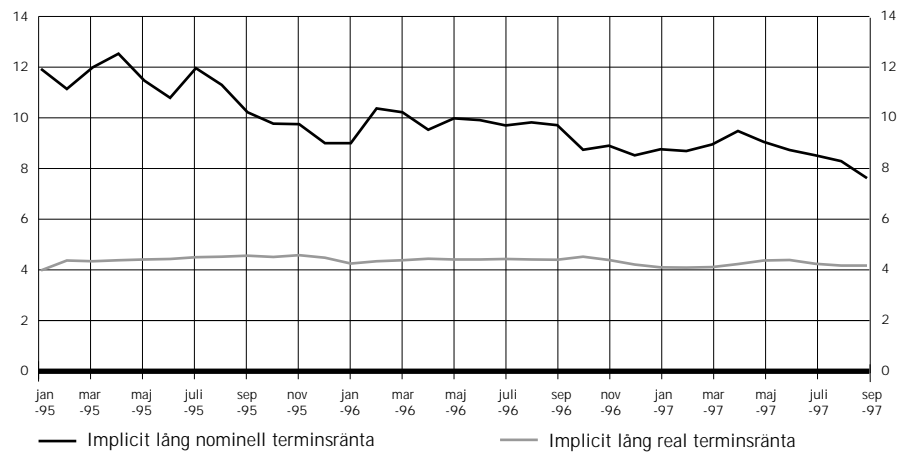
Källa: Riksbanken.

Figur 20.
Nominell effektiv växelkurs (TCW-vägd).
Index: 18 november 1992=100



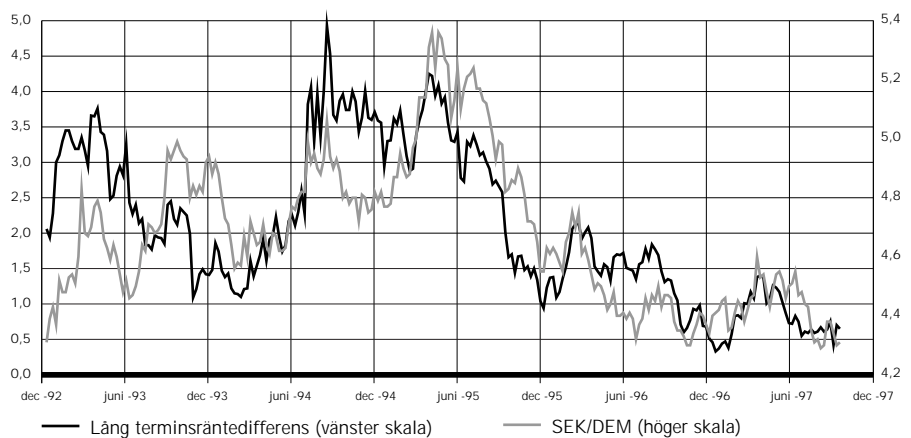
Källa: Riksbanken.

Figur 21.
Implicita långa (tio år) reala och nominella terminsräntor.
Procent



Källor: Riksgäldskontoret och Riksbanken.

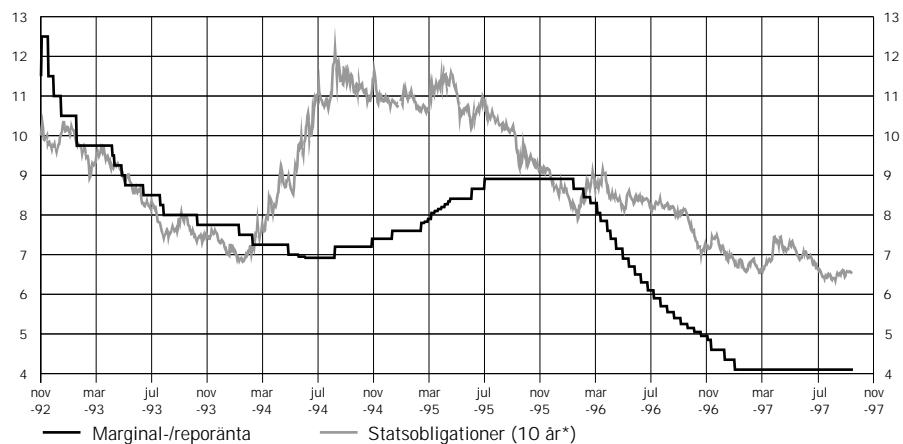
Figur 22.
Lång terminsräntedifferens (tio år) gentemot Tyskland och kronans kurs mot den tyska marken.
Procentenheter resp. SEK/DEM



Källa: Riksbanken.

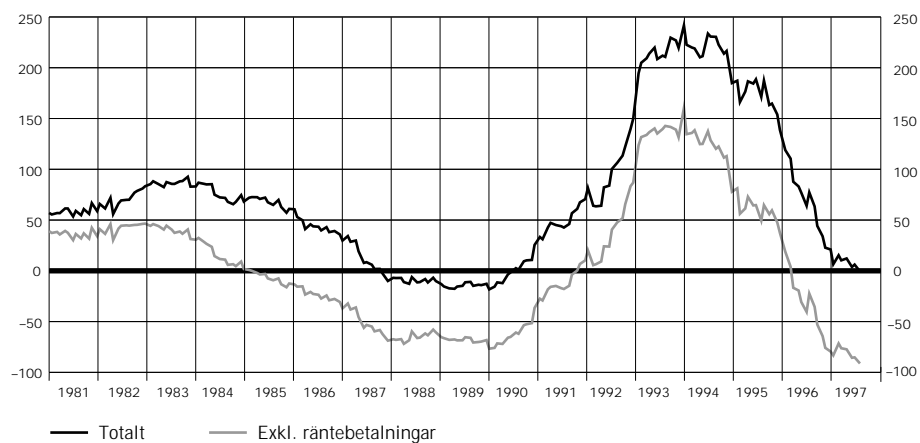


Figur 23.
Räntor.
Dagsnoteringar, procent



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

Figur 24.
Statens lånebehov, totalt
och exklusive ränte-
betalningar.
Ackumulerade tolv-
månaderstal, miljarder
kronor



Källa: Riksgäldskontoret.