

# Innehåll

■ Förord	3
■ Sammanfattning	5
■ Kapitel 1 Konsumentprisutvecklingen	9
■ Kapitel 2 Inflationens bestämningsfaktorer	15
Internationell konjunktur och inflation	15
Ränte- och växelkursbedömning	19
Importpriser	29
Efterfrågan och utbud	31
Priseffekter av avregleringar och handelsliberalisering	48
Effekter av politiska beslut och räntekostnader	50
Inflationsförväntningar	51
■ Kapitel 3 Inflationsbedömning	53
Inflationsutsikterna i huvudscenariot	53
Riskbilden	57
■ Underlag för utvärdering av penningpolitiken 1997-1999	63
■ <i>Fakta- respektive fördjupningsrutor</i>	
Marknadsaktörernas reporänteförväntningar	22
Realräntan och penningpolitiken	24
Hushållens förmögenhetsutveckling och privat konsumtion	36
Effekten på inflationen av en arbetstidsförkortning	45
Inflationsprognos med stigande reporänta – ett räkneexempel	60



# Förord

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

Inflationsrapporten återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner om inflationsutsikterna som hölls i direktionen den 9 och den 16 mars 2000. Den inflationsbedömning som redovisas i rapporten reflekterar den övergripande syn som Riksbanken har på inflationsutsikterna i rådande läge. Inflationsrapporten utgör bakgrund till Riksbankens penningpolitiska beslut den 22 mars 2000. Inom direktionen kan det finnas olika åsikter om hur de viktigaste bestämningsfaktorerna för inflationen kommer att utvecklas och vilket genomslag detta kan komma att få på den framtida inflationen. Eventuella avvikelser i synen på inflationsutsikterna redovisas i det särskilda protokoll från direktionens sammanträde den 22 mars som kommer att offentliggöras den 18 april 2000.

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

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

I denna inflationsrapport presenteras Riksbankens syn på inflationsutsikterna t.o.m. första kvartalet 2002. För att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitiken utgår analysen från att reporäntan hålls oförändrad under samma tid.

I kapitel 1 koncentreras diskussionen på den senaste tidens utveckling av konsumentpriserna i förhållande till bedömningen i föregående inflationsrapport. I kapitel 2 redovisas den mest sannolika utvecklingen av inflationens bestämningsfaktorer. Kapitlet är strukturerat utifrån en enkel inflationsekvation, där avsikten är att tydligt illustrera vilka faktorer som är av störst betydelse för den framtida inflationen. I kapitel 3 summeras Riksbankens bedömning av inflationsutsikterna. Rapporten innehåller också flera faktarutor vars syfte är att förmedla en bredare kunskap om olika frågor som är viktiga för inflationsbedömningen och penningpolitikens utformning. I ett appendix redovisas ett underlag för en utvärdering av penningpolitiken under de tre senaste åren.

Stockholm i mars 2000  
Urban Bäckström  
Riksbankschef



# Sammanfattning

■ Sedan föregående inflationsrapport har *inflationen mätt med KPI och UND1X* utvecklats som väntat. I februari var KPI-inflationen 1,3 procent, medan UND1X-inflationen uppgick till 1,7 procent. Den inhemska underliggande inflationen, UNDINH, har däremot utvecklats något svagare än väntat och uppgick till 0,8 procent i februari.

*Den internationella konjunktur- och prisutvecklingen.* Utsikterna för den internationella konjunkturutvecklingen har fortsatt att förbättras sedan föregående inflationsrapport. Tillväxten inom OECD-området bedöms bli knappt 3 procent i år och drygt 3 procent 2001. Under 2002, då en viss avmattning i framförallt USA förväntas, beräknas OECD-tillväxten bli 2,5 procent. De internationella konsumentpriserna väntas utvecklas i stort sett i linje med bedömningen i föregående rapport. Utvecklingen för de internationella exportpriserna på bearbetade varor bedöms däremot bli något svagare än vad som tidigare antagits bl.a. till följd av ett tilltagande internationellt konkurrenstryck, inte minst inom EU. *Den effektiva kronkursen* bedöms stärkas, men i något långsammare takt än i föregående rapport. Bakom justeringen ligger en förväntad starkare utveckling av framförallt dollarn och pundet. Tillsammans med högre oljepriser väntas detta leda till att de svenska *importpriserna* utvecklas något starkare i producentledet. Genomslaget i konsumentledet bedöms dock bli mer begränsat, bl.a. på grund av ökad inhemsk konkurrens.

*Efterfråge- och utbudsförhållanden i svensk ekonomi.* Även tillväxten i den svenska ekonomin väntas bli starkare än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport, trots höjningen av reporäntan. Det är framförallt tillväxtutsikterna för privat konsumtion som har förbättrats. Exportutvecklingen gynnas av den ljusare internationella tillväxtbilden men även importen bedöms öka snabbare till följd av starkare tillväxt i inhemsk efterfrågan. Sammantaget bedöms BNP växa med 4,0 procent 2000, 3,5 procent 2001 och 2,6 procent 2002. Den förhållandevis snabba tillväxten i den samlade efterfrågan talar för att ekonomins lediga resurser kommer att tas i anspråk under prognosperioden. En väntad ökning av arbetskraftsutbudet och antaganden om en något starkare produktivitetstillväxt bedöms emellertid bidra till att risken för mer omfattande kapacitetsrestriktioner under de kommande två åren trots allt är relativt begränsad. På arbetsmarknaden har sedan en tid tillbaka nya avtalskonstruktioner börjat tillämpas. Dessa bedöms ge en löneutveckling som bättre motsvarar produktivitetstillväxten. Preliminära löneutfall för näringslivet under



1999 ger stöd för denna utgångspunkt. Nominallönerna i ekonomin bedöms stiga med drygt 4 procent per år de kommande åren, vilket är marginellt långsammare än i föregående prognos.

Bilden av att olika *avregleringar*, framförallt på telemarknaden, kommer att dämpa prisutvecklingen framöver kvarstår. I år bedöms pressen på telepriserna bli marginellt större än vad som tidigare förutsatts. De sammantagna effekterna av avregleringar och ökad handelsliberalisering under de närmaste två åren är dock i stort sett oförändrade jämfört med föregående rapport.

*Inflationsförväntningarna* har fortsatt att öka på kort sikt och är nu i stort sett i linje med inflationsmålet. Det är en naturlig konsekvens av den stigande konjunkturen. De mer långsiktiga förväntningarna ligger samtidigt kvar kring 2 procent. Stabila långsiktiga förväntningar bidrar till att dämpa inflationseffekterna av konjunkturförstärkningen.

Höjningen av reporäntan beräknas leda till något större effekter på *räntekostnader för egnahem*, vilket ökar KPI-inflationen mer än tidigare antagits, framförallt på kort sikt. Samtidigt har inga nya förslag framkommit beträffande *förändringar av indirekta skatter och subventioner* sedan föregående rapport, vilket innebär att bidraget från dessa komponenter är oförändrat. Riksbanken bortser i rådande läge från dessa faktorer i utformningen av penningpolitiken eftersom de inte bedöms få någon varaktig inverkan på inflationen eller inflationsförväntningarna. I praktiken baseras penningpolitikens uppläggning för närvarande på en bedömning av inflationen mätt med UND1X.

■ Den successivt stigande aktivitetsnivån väntas leda till att den inhemska underliggande inflationen, UNDINX, stiger förhållandevis snabbt under prognosperioden. En fortsatt dämpad importprisutveckling till följd av lägre oljepriser och apprecierande krona bedöms dock hålla tillbaka inflationen mätt med UND1X. Sammantaget bedöms UND1X-inflationen, vid oförändrad reporänta, i huvudscenariot uppgå till 1,6 procent på ett års sikt och 2,1 procent på två års sikt. Bedömningen av UND1X-inflationen på ett till två års sikt har därmed förändrats marginellt sedan föregående inflationsrapport, trots att konjunkturutsikterna för den svenska ekonomin förbättrats. Det något mer dämpade inflationstrycket på ett till två års sikt förklaras i huvudsak av något lägre löneökningar men också av en aningen högre produktivitetstillväxt.

■ Riskbilden är också av betydelse för penningpolitikens utformning. På samma sätt som i föregående inflationsrapport bedöms det föreligga en viss risk för att den internationella konjunkturen, främst till följd av en sämre utveckling i USA, kan utvecklas svagare än i huvudscenariot och att priseteffekterna av avregleringar av tidigare reglerade marknader kan bli större än beräknat. Det



finns samtidigt en möjlighet att tillväxten blir högre än vad som antas i huvudscenariot, framförallt mot slutet av prognosperioden. Denna uppåtrisk hänger framförallt samman med att den privata konsumtionen skulle kunna fortsätta att öka snabbt under en följd av år, driven av höga tillgångspriser och annan optimism om framtiden. Det skulle kunna leda till en högre inflation än i huvudscenariot. Även en starkare importprisutveckling till följd av högre olje- och råvarupriser eller högre internationella exportpriser fortsätter att utgöra en uppåtrisk för inflationen trots att oljeprisprognosen i huvudscenariot nu reviderats upp något. Sammantaget bedöms riskbilden i inflationsbedömningen vara balanserad. En symmetrisk riskbild innebär att inflationsprognosen i huvudscenariot och inflationsprognosen med beaktande av riskbilden sammanfaller.

■ Slutsatsen av de bedömningar som redovisats är att inflationen korrigerad för tillfälliga effekter av indirekta skatter, subventioner och ränteförändringar kommer att ligga något under 2 procent på ett års sikt men marginellt överstiga inflationsmålet på två års sikt.





# Konsumentpris- utvecklingen

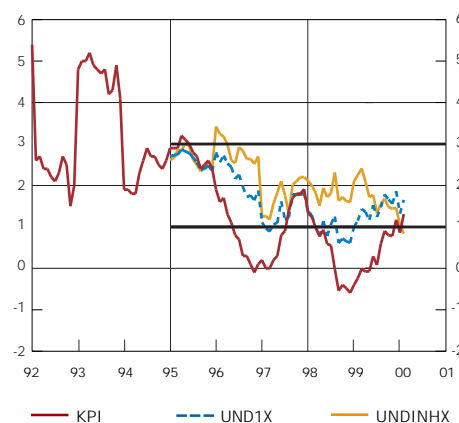
*I detta kapitel redovisas konsumentprisutvecklingen under de senaste månaderna och dess betydelse för inflationsutsikterna de närmaste månaderna. Inledningsvis redovisas den samlade prisutvecklingen. Därefter analyseras prisrörelser på de varor och tjänster som ingår i den underliggande inflationen mätt med UND1X. Slutligen diskuteras vilken inverkan indirekta skatter, subventioner och hushållens räntekostnader för egnahem har på utvecklingen av konsumentpriserna.*

Den årliga förändringen i konsumentprisindex (KPI) och den underliggande inflationen mätt med UND1X var i februari 1,3 respektive 1,7 procent, vilket var i linje med Riksbankens senaste bedömning. Den inhemska underliggande inflationen, mätt med UNDINHX, har däremot utvecklats något svagare än väntat och uppgick till 0,8 procent i februari (se diagram 1).<sup>1</sup>

**Inflationen har i stort sett utvecklats som väntat.**

Den stigande ökningstakten i KPI och UND1X i slutet av förra året kan i allt väsentligt förklaras av högre priser på drivmedel och villaolja till följd av stigande världsmarknadspriser på råolja. Bakom det faktum att de årliga förändringarna i KPI och UND1X i februari sammanfaller med bedömningen i föregående inflationsrapport ligger att en något svagare utveckling än väntat i januari uppvägdes av en något starkare utveckling än väntat i februari. Nedgången i inflationen i januari var främst en följd av svag prisutveckling på importerade varor samt inhemska tjänster. Den stigande inflationen i februari var främst en följd av fortsatt stigande priser på drivmedel och villaolja. Den senaste tidens snabba prisökningar i producentledet på framförallt råolja förväntas ge ett något större bidrag till inflationen än väntat under de närmaste månaderna. Detta motverkas emellertid av att priseffekterna av ökad konkurrens inom teleområdet antas bli något starkare än vad som tidigare förutsattes. Inflationen dämpas därtill också av att hyreshöjningarna nu bedöms bli något lägre än vad som tidigare antagits. De sistnämnda faktorerna bedöms nu dominera och därmed väntas de underliggande priserna på kort sikt utvecklas något svagare än i huvudscenariot i föregående rapport.

Diagram 1. KPI och underliggande prisnivå.  
Årlig procentuell förändring



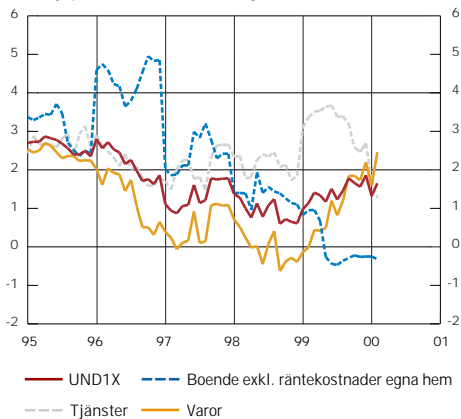
Anm. De horisontella linjerna från 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.

Källa: SCB.

1. UND1X definieras som KPI exklusive räntekostnader och direkta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner. UNDINHX definieras som KPI exklusive räntekostnader, direkta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner och varor som i huvudsak importeras.

Diagram 2. UND1X uppdelat på varor, tjänster och boende.

Årlig procentuell förändring

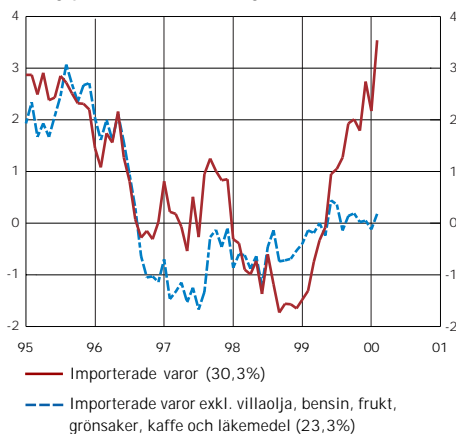


Anm. Posterna ovan är exkl. förändringar i indirekta skatter och subventioner samt exkl. hushållens räntekostnader för egnahem. Boendekostnader har inte korrigerats för effekterna av frysta taxeringsvärden.

Källa: SCB.

Diagram 3. KPI, importerade varor exkl. indirekta skatter.

Årlig procentuell förändring



Anm. Siffror inom parentes anger vikten i KPI.

Källa: SCB.

Bakom den samlade prisutvecklingen döljer sig skillnader mellan olika delagregat. Prisökningstakten på varor har ökat snabbare än väntat sedan föregående rapport, vilket främst kan förklaras av en stark prisutveckling på importerade varor. Prisökningstakten på tjänster har däremot fallit något mer än väntat. Ökningstakten i boendekostnaderna har varit i stort sett oförändrad sedan föregående inflationsrapport, vilket är en något svagare utveckling än väntat (se diagram 2).

#### IMPORTPRISERNA I KONSUMENTLEDET HAR UTVECKLATS STARKT

Sedan början av 1999 har prisökningstakten för i huvudsak importerade varor stigit snabbt (se diagram 3). Detta är främst en följd av allt högre priser på petroleumrelaterade varor, men delvis även ett resultat av stigande priser på andra råvaror (se diagram 4). I januari sjönk dock priserna på importerade varor något till följd av en svag utveckling för priserna på mer bearbetade varor, i synnerhet priserna på kläder. Ökningstakten steg igen i februari till följd av fortsatt stigande priser på villaolja och drivmedel. Prisuppgången på importerade varor har sammantaget varit något större än vad som förutsattes i föregående inflationsrapport.

Priserna på importerade varor i konsumentledet har utvecklats starkare än väntat främst till följd av stigande priser på råolja.

Även den senaste tidens utveckling av importpriserna i producentledet har varit något starkare än i föregående inflationsrapports huvudscenario. Priserna på råvaror, såväl råolja som övriga råvaror, har stigit snabbare än väntat, medan priserna på mer bearbetade varor i stort sett har utvecklats som förutsett. Sammantaget bedöms detta innebära att priserna på importerade varor i konsumentledet kommer att öka i något snabbare takt de närmaste månaderna jämfört med vad som förutsågs i föregående rapport.

#### PRISERNA PÅ SVENSKA VAROR HAR FORTSATT ATT ÖKA

Priserna på mer bearbetade svenska varor har ökat i snabbare takt sedan föregående inflationsrapport (se diagram 5). Även hemmamarknadspriserna i producentledet har stigit något snabbare än väntat till följd av stigande priser på framförallt insats- och investeringsvaror. Konjunkturinstitutets barometerundersökning i december visar samtidigt att allt fler industriföretag planerar att höja försäljningspriserna. Sammantaget bedöms priserna på svenska varor på kort sikt stiga något snabbare än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport.

Tabell 1. Producentpriser inom industrin.  
Procentuell förändring

	nov 1998- nov 1999	dec 1998- dec 1999	jan 1999- jan 2000
Exportprisindex	1,0	1,8	2,7
Hemmamarknads- prisindex	2,0	2,8	3,5
Importprisindex	5,3	5,7	7,5
Prisindex för Inhemsk tillgång	3,6	4,2	5,5
Producentprisindex	1,4	2,2	2,9

Källa: SCB.

### PRISERNA PÅ TJÄNSTER HAR UTVECKLATS SVAGT

Priserna på tjänster stiger vanligtvis snabbare än priserna på varor (se diagram 2). Detta kan förklaras av ett flertal faktorer. För det första brukar produktivitetutvecklingen vara lägre i tjänstesektorn än i varusektorn samtidigt som löneutvecklingen vanligtvis är likartad. För det andra är varusektorn mer utsatt för internationell konkurrens än tjänstenäringarna. Under perioder med apprecierande växelkurs tillkommer dessutom en effekt som beror på att varor har ett betydligt större importinnehåll än tjänster. Detta innebär att när kronan stärks dämpas varupriserna mer än priserna på tjänster.

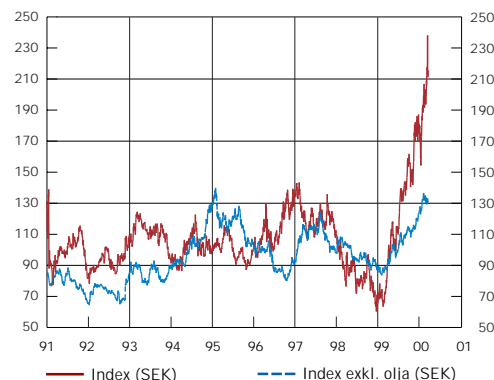
Tjänstepriserna har ökat i allt långsammare takt sedan mitten av 1999 (se diagram 6). Detta är i stor utsträckning ett resultat av ökad konkurrens inom en allt större andel av tjänstesektorn, vilket har medfört att priserna på tjänster det senaste året har ökat långsammare än priserna på varor. Exempelvis har telemarknaden avreglerats i flera steg de senaste åren, vilket resulterade i ökad konkurrens och sjunkande priser. I september 1999 fick konsumenterna möjlighet att fritt välja teleoperatör. Priserna på teletjänster har sjunkit i snabb takt sedan dess. Prisutvecklingen på tjänster de senaste månaderna har dock i stort sett varit i linje med huvudscenariot i föregående inflationsrapport. Prispressen på teleprodukter förväntas fortsätta under 2000 och bli något större under de närmaste månaderna än vad som tidigare förutsågs bl.a. till följd av att Telia har genomfört prissänkningar samt beslutat att öppna det s.k. accessnätet för konkurrens. Detta medför att konsumenterna får samma fria val vad gäller accessoperatör som vad gäller teleoperatör.<sup>2</sup>

Fallande priser på teletjänster förklarar till stor del att tjänstepriserna ökat i allt långsammare takt.

Den årliga prisökningstakten för tjänster har sjunkit kraftigt de senaste månaderna. Nedgången är främst en följd av att de högsta

2. *Teleoperatören* är den som erbjuder kunden samtalstjänster. Samtalspriserna, framförallt för internationella samtal, har sjunkit till följd av att allt fler aktörer nu finns på marknaden. *Accessoperatör* är den som handhar infrastrukturen, dvs. den sista delen av telenätet som går fram till abonnenternas telefonjack. Telia, som tidigare hade ensamrätt till accessnätet, har i år beslutat att låta även andra operatörer nyttja accessnätet, något som väntas dämpa abonnemangsvavgifterna.

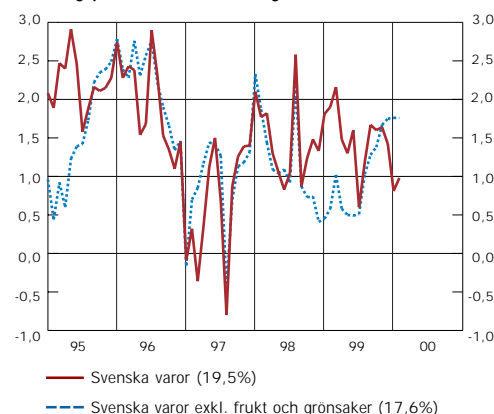
Diagram 4. Oljepris samt importviktat råvaruprisindex exkl. olja.  
Dagsnoteringar, index januari 1996=100



Anm. Följande varor ingår i råvaruprisindexet exkl. olja: aluminium, koppar, nickel, zink, guld, silver, bly och tenn. Varje varus vikt i indexet beräknas på basis av dess andel av Sveriges import respektive år. Totalt summerar importen av metaller till ca 2 procent av Sveriges import. Olja svarar för ca 3 procent (1998) av Sveriges import. Noteringar t.o.m. 2000-03-10.

Källor: SCB och Riksbanken.

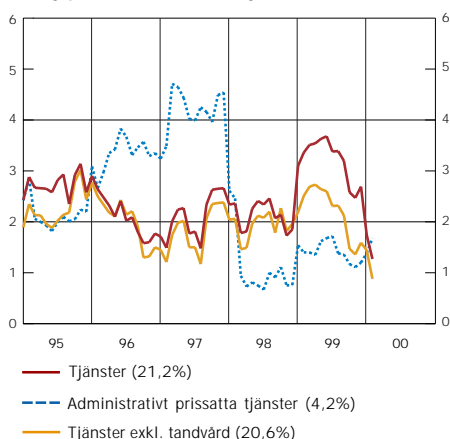
Diagram 5. KPI, svenska varor exkl. indirekta skatter.  
Årlig procentuell förändring



Anm. Siffror inom parentes anger vikten i KPI.

Källa: SCB.

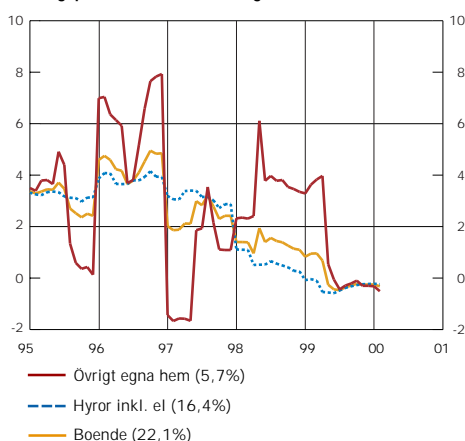
Diagram 6. KPI, tjänster exkl. indirekta skatter.  
Årlig procentuell förändring



Anm. Siffror inom parentes anger vikten i KPI.

Källa: SCB.

Diagram 7. KPI, boende exkl. indirekta skatter  
och räntekostnader.  
Årlig procentuell förändring



Anm. Siffror inom parentes anger vikten i KPI.

Källa: SCB.

tandläkartaxorna i början av 1999 inte längre påverkar inflationen, men även till följd av ett fortsatt prisfall på teletjänster. Detta har delvis uppvägs av att priserna på de tjänster (exkl. boende) som bestäms av administrativa beslut ökat i något snabbare takt.

#### HUSHÅLLENS BOENDEKOSTNADER LÄGRE ÄN FÖR ETT ÅR SEDAN

Hushållens boendekostnader styrs i betydande utsträckning av prisregleringar och administrativa beslut. Boendekostnaderna har i stort sett varit oförändrade de senaste månaderna, vilket främst sammanhänger med att hyresförhandlingarna dragit ut på tiden. Boendekostnaderna är därmed fortfarande lägre än för ett år sedan (se diagram 7). Orsakerna till detta är flera. För det första har fastighetsägarnas kostnader minskat, bl.a. till följd av låga räntor och sänkt fastighetsskatt. För det andra har elmarknaden avreglerats. För det tredje har SCB ändrat sättet att mäta avskrivningar i egnahemsposten, vilket medförde ett betydande fall i prisförändringen.

Hyresförhandlingarna i de allmännyttiga bostadsföretagen för 2000 är inte avslutade, vilket bidrog till att hyreshöjningarna i framförallt januari 2000 blev lägre än väntat. Hyrorna väntas emellertid öka i något snabbare takt under loppet av 2000 till följd av stigande kapitalkostnader och högre oljepris. Sammantaget bedöms ändå bidraget från boendekostnader till KPI-inflationen på kort sikt bli lägre än i huvudscenariot i föregående inflationsrapport.

#### DEN UNDERLIGGANDE INFLATIONEN HAR UTVECKLATS SVAGT

Ett sätt att mäta den underliggande inflationen är att exkludera vissa typer av prisförändringar ur KPI. Exempel på detta är måtten UND1X och UNDINH. Den årliga förändringen i UND1X har i stort sett utvecklats i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport medan UNDINH utvecklats något svagare än väntat. På kort sikt förväntas ökningstakten i såväl UND1X som UNDINH bli fortsatt lägre än vad som förutsattes i föregående inflationsrapport, vilket bl.a. beror på lägre hyreshöjningar och en starkare prispress på telemarknaden än väntat.

Den underliggande inflationen kan också uppskattas med hjälp av en ekonometrisk modell.<sup>3</sup> Det mått på underliggande inflation som visas i diagram 8 består av en efterfrågekomponent och en inflationsförväntningskomponent. Under det senaste året har den underliggande inflationen mätt på detta sätt ökat något till följd av stigande efterfrågan. Modellresultaten visar att den underliggande inflationen var 2,3 procent under fjärde kvartalet 1999,

3. Se ruta "Inflationsförloppet under 1990-talet" i Inflationsrapport 1999:2 eller Apel, M. och Jansson, P. (1999) "A Parametric Approach for Estimating Core Inflation and Interpreting the Inflation Process", Working Paper No. 80, Sveriges Riksbank.

vilket var oförändrat jämfört med föregående kvartal. En intressant observation är att komponenter som mäter den långsiktigt förväntade inflationen sedan ett antal år tillbaka är förankrad på en nivå mycket nära Riksbankens inflationsmål.

Medan det modellbaserade måttet på underliggande inflation har stigit svagt under loppet av 1999 har UNDINHIX-inflationen däremot fallit. Detta beror bl.a. på att UNDINHIX i stor utsträckning påverkats av faktorer som inte fångas i modellen. Exempel på sådana faktorer är prisseffekterna av avregleringen av tandläkartaxorna och telemarknaden.

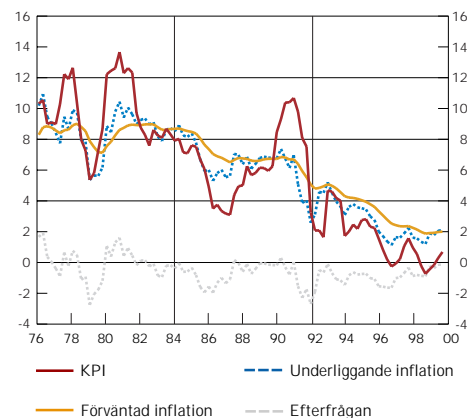
#### HUSHÄLLENS RÄNTEKOSTNADER DÄMPAR INFLATIONEN

Skillnaden mellan förändringar i KPI och den underliggande inflationen, mätt med UND1X, utgörs av ändrade indirekta skatter och subventioner samt förändringar i hushållens räntekostnader för egnahem. Indirekta skatters och subventioners bidrag till den årliga förändringen i KPI har de senaste månaderna varit marginellt, men var i januari i år för första gången sedan mitten av 1998 positivt till följd av höjd dieselskatt och energiskatt på el samtidigt som en ny skatt på avfall infördes (se diagram 9). Hushållens räntekostnader fortsätter att dämpa KPI-inflationen men gör det i allt mindre utsträckning sedan maj 1999. Bidraget till den årliga förändringen i KPI var  $-0,2$  procentenheter i februari.

Uppgången i de långa bostadsräntorna under det senaste halvåret och Riksbankens höjning av reporäntan i februari kommer att medföra att hushållens räntekostnader stiger snabbare än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. Bidragen från räntekostnader för egnahem till KPI-inflationen bedöms därför på kort sikt bli något större än i den föregående inflationsrapportens huvudscenario.

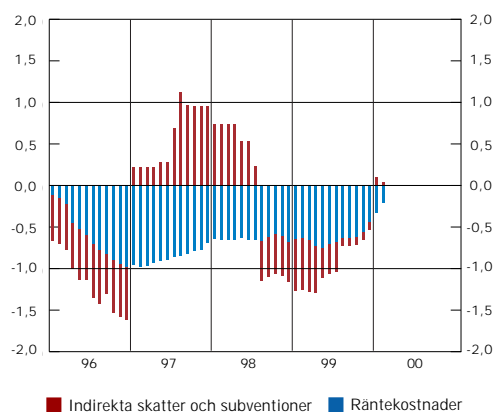
*Sammanfattningsvis har ökningstakten i UND1X utvecklats i stort sett i linje med bedömningen i föregående inflationsrapport. Oljepriset har dock stigit något mer än väntat de senaste månaderna. Detta bedöms på några månaders sikt medföra ett något större bidrag från petroleumrelaterade varor till UND1X-inflationen jämfört med huvudscenariot i föregående inflationsrapport. Hyreshöjningarna förväntas dock ge ett lägre bidrag än väntat på kort sikt. I samma riktning verkar även en stark priskonkurrens inom teleområdet. Sammantaget bedöms de underliggande priserna de närmaste månaderna utvecklas något svagare än i föregående rapport. Stigande räntekostnader för ägare av egnahem medför dock att KPI-inflationen bedöms öka något snabbare än väntat de närmaste månaderna.*

Diagram 8. Faktisk inflation och modellbaserat mått på underliggande inflation. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 9. Effekter på KPI av ändrade indirekta skatter, subventioner och räntekostnader för egnahem. Procentenheter



Källor: SCB och Riksbanken.



# Inflationens bestämningsfaktorer

I detta kapitel redovisas bedömningen av den mest sannolika utvecklingen för de viktigaste bestämningsfaktorerna för inflationen under de kommande två åren. Inledningsvis analyseras den internationella utvecklingen följt av en genomgång av utvecklingen i svensk ekonomi.

## Internationell konjunktur och inflation

Sveriges omvärld präglas av en bred och robust konjunkturuppgång. På några punkter har bilden förstärkts sedan föregående inflationsrapport. I USA bäddar en god produktivitet utveckling för fortsatt stark tillväxt. Samtidigt påskyndas euroområdets återhämtning både av minskad arbetslöshet och av att exporten gynnats av en svagare euro. Den snabba tillväxten i internationell handel efter Asienkrisens slut stödjer den globala aktiviteten, inte minst på de s.k. tillväxtmarknaderna. Bland de större industri-länderna är det endast i Japan som återhämtningen ser osäker ut.

Sveriges omvärld präglas av en bred och robust konjunkturuppgång.

En uppjustering görs därför av den redan starka internationella konjunkturbilden från föregående inflationsrapport. Tillväxten i Sveriges omvärld justeras upp för 2000 och 2001 med sammanlagt 0,5 procentenheter. Utvecklingen 2002 bedöms dock bli något svagare till följd av en väntad avmattning i USA (se diagram 10).

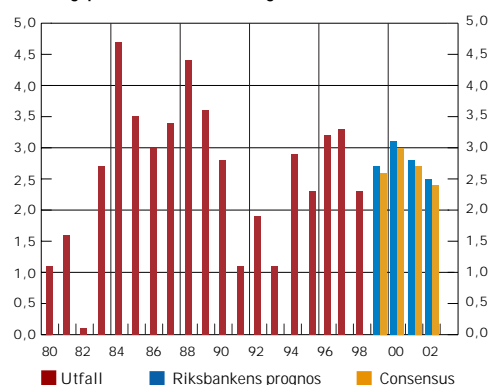
Tabell 2. Internationella förutsättningar.

Årlig procentuell förändring

	BNP				KPI									
	1999	rev 2000	rev 2001	rev 2002	1999	rev 2000	rev 2001	rev 2002						
USA	4,1	0,3	3,7	0,5	3,0	0,6	2,5	2,2	0,1	2,5	0,0	2,6	0,2	2,5
Euro11	2,2	0,1	3,2	0,3	3,1	0,1	2,8	1,2	0,0	1,6	0,0	1,7	0,0	1,8
EU15	2,2	0,1	3,2	0,3	3,2	0,3	2,8	1,4	0,0	1,7	0,0	1,9	0,0	2,0
Sveriges omvärld, TCW-vägt	2,2	0,1	3,0	0,4	2,9	0,2	2,6	1,5	0,0	1,8	0,0	1,9	0,0	1,9
OECD 19	2,8	0,2	3,1	0,3	2,8	0,2	2,5	1,5	0,1	1,8	0,0	2,0	0,0	2,0
			1999	rev 2000	rev 2001	rev 2002								
Svensk Exportmarknadstillväxt			5,0	0,1	7,2	0,6	7,1	0	6,2					
Genomsnittliga exportpriser i nationell valuta (OECD)			-0,7	0,3	1,6	-0,2	1,8	-0,2	1,8					
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD per fat Brent Blend)			17,8	0,1	25,0	4,1	20,9	1,7	20,6					

Anm. rev anger förändring i förhållande till föregående Inflationsrapport.  
Källa: Riksbanken.

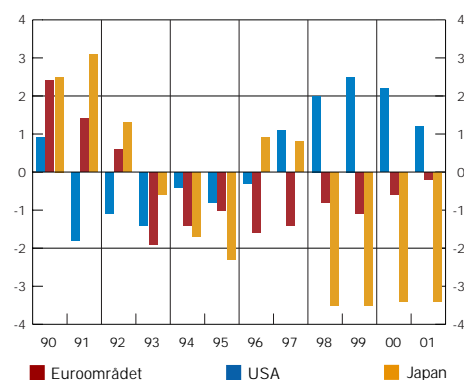
Diagram 10. BNP-tillväxt i OECD-området. Årlig procentuell förändring



Anm. Consensus Forecasts genomsnitt baseras på en enkät bland cirka 200 internationella prognosmakare. Consensus prognos för 2002 avser Long Term Forecasts i oktober 1999 med en sammanvägning av BNP-prognoser för Frankrike, Italien, Nederländerna, Spanien, Tyskland, Storbritannien, USA, Canada, Norge och Japan.

Källor: Consensus Forecast och Riksbanken.

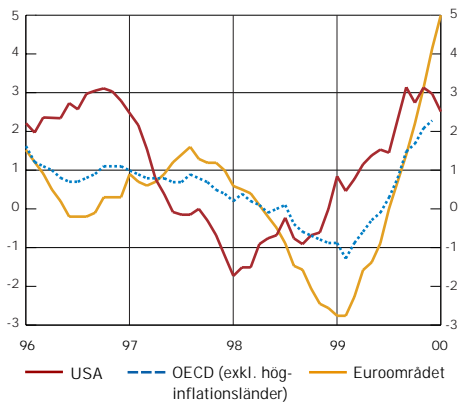
Diagram 11. Internationella produktionsgap. Procent av potentiell BNP



Källa: OECD.

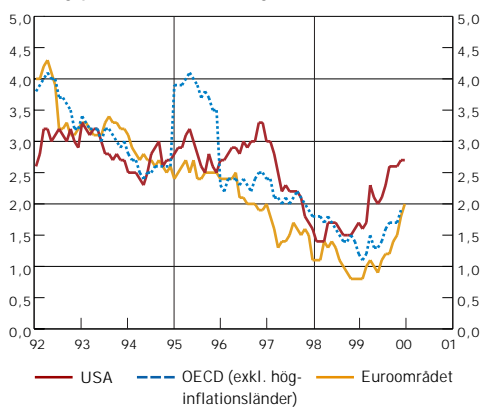


Diagram 12. Internationella producentpriser. Årlig procentuell förändring



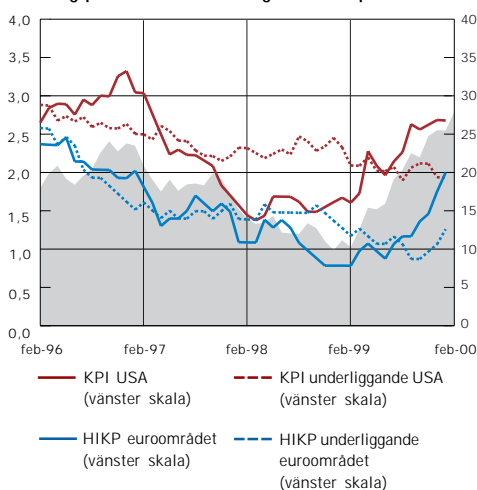
Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och OECD.

Diagram 13. Internationella konsumentpriser. Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och OECD.

Diagram 14. Faktisk inflation och underliggande inflation i USA och euroområdet, samt oljepris. Årlig procentuell förändring och USD per fat



Anm. För euroområdet menas med underliggande inflation HIKP exklusive säsongberoende matvaror och energi och för USA KPI minus matvaror och energi, mätten är därför inte helt jämförbara.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, och Hanson Partners AB.

Den starkare internationella konjunkturen har lett till förväntningar om ett ökat tryck på lediga resurser (se diagram 11).

Både konsument- och producentpriserna har också stigit påtagligt i USA och Europa under det gångna året (se diagram 12 och 13). Men detta har nästan helt och hållet varit en konsekvens av det stigande oljepriset, som nästan trefaldigats på ett år. Det finns en risk för att en del av oljeprishöjningen kan spilla över i högre lönekrav och andra prishöjningar. Rensat för oljeprisuppgången har dock inflationen hittills varit stabilt låg i USA och Europa (se diagram 14), trots att begynnande prisökningar inom tjänstesektorerna i euroområdet kan skönjas.

Mot bakgrund av den starka tillväxtbilden har penningpolitiken fortsatt att stramas åt både i euroområdet och i USA sedan föregående inflationsrapport, vilket bidrar till att det internationella pristrycket hålls tillbaka framöver. I USA tyder samtidigt en snabbare produktivtetsutveckling på att en högre tillväxt är möjlig utan risk för att inflationen accelererar.<sup>4</sup> I euroländerna kvarstår alltså lediga resurser samtidigt som de närmaste åren präglas av hårdare priskonkurrens inom EMU. Produktionsnivån i euroområdet väntas därmed inte nå upp till sin potentiella nivå förrän 2002 (se diagram 11).

**Bedömningen av inflationen i OECD-länderna är oförändrad.**

Kombinationen av dessa faktorer och en skärpt internationell konkurrens leder sammantaget till att bedömningen av konsumentprisinflationen inom OECD-området är oförändrad från föregående inflationsrapport.

**USA STÄRKS AV HÖGRE PRODUKTIVITET**

Motorn i den internationella konjunkturen väntas även framöver vara den starka amerikanska ekonomin. Enligt preliminära siffror blev 1999 det fjärde året i rad med över 4 procent real BNP-tillväxt i USA, som därmed noterar ett efterkrigsrekord på 107 månader av obruten ekonomisk expansion. Trots små, till synes tillfälliga avmattningar i husförsäljning, konsumentförtroende och sysselsättning under de senaste månaderna pekar övriga indikatorer fortsatt uppåt.

Den kanske viktigaste nya informationen efter årsskiftet är att produktiviteten ökat snabbare än väntat under andra halvan av 1999 (se diagram 15). Bakgrunden är troligen de senaste årens investeringsexplosion och snabba utveckling inom informationsteknologi. Därmed förstärks bilden av en trendmässigt snabbare produktivtetsutveckling sedan mitten av 1990-talet, vilket indikerar högre potentiell tillväxtförmåga i USA och minskad risk för överhettning under de närmaste åren.

**Bättre tillväxtutsikter utan högre inflation i USA.**

4. USA:s centralbank, Federal Reserve, bedömer att amerikansk ekonomi kan växa med 3-3,75 procent utan att riskera ett högre pristryck enligt Humphrey-Hawkins Report februari 2000.



Det som komplicerar bilden är att vinsterna av högre framtida produktivitet i USA redan idag föregrips på aktiemarknaderna, med historiskt sett mycket höga aktievärderingar som följd.<sup>5</sup> När hushållen sett sin förmögenhet stiga under börsuppgången har de ansett sig kunna minska sitt sparande (se diagram 16). Istället har de konsumerat och ökat sin upplåning i snabb takt – hushållssparandet föll i slutet av 1999 till rekordlåga nivåer. Samtidigt befinner sig företagen sedan en tid tillbaka i en intensiv investeringsfas, som inte kan finansieras fullt ut av löpande vinster. Nytt kapital till investeringar har istället tillförts från utlandet och underskottet i USA:s bytesbalans har ökat till nästan 4 procent av BNP under 1999. Till detta kommer att löneutvecklingen har fortsatt att släpa efter produktivitetstillväxten under 1999. Under de närmaste åren väntas reallöneutvecklingen accelerera och successivt öka pressen på företagens vinstmarginaler (se diagram 15).<sup>6</sup>

I längden väntas därför de allt högre ställda förväntningarna på framtiden bli allt svårare att infria. Om börskurserna inte fortsätter att stiga måste hushållen ompröva sitt låga sparande. Samtidigt finns en risk för minskad tillgång till internationellt riskkapital.

**På några års sikt väntas USA:s tillväxt sjunka tillbaka, i takt med att obalanserna korrigeras.**

Trots en optimistisk syn på produktivitetstillväxten de närmaste åren väntas därför USA:s tillväxt på några års sikt sjunka tillbaka, i takt med att sparandet ökar och konsumentförtroendet mattas av.

EUROPA PRÄGLAS AV  
ÅTERHÄMTNING OCH STARK EXPORT

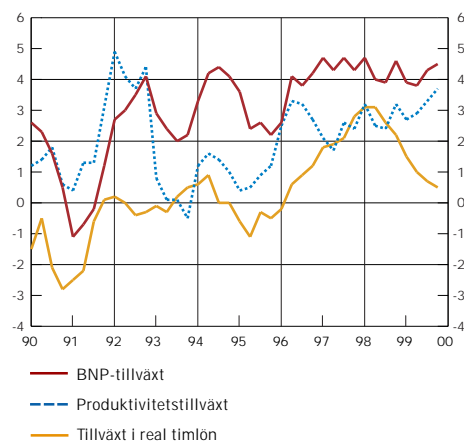
I euroområdet är konjunkturbilden mindre komplicerad. Efter den tillfälliga konjunktursvackan under början av 1999 fortsätter återhämtningen med en väntad BNP-tillväxt på över 3 procent per år under 2000-2001, vilket är något högre än vad som förutsattes i föregående inflationsrapport. Den viktigaste faktorn bakom tillväxten förblir den starka inhemska efterfrågan. Fallet i arbetslösheten i euroområdet ned till 9,6 procent, det lägsta talet sedan 1992, väntas bidra till fortsatt högt konsumentförtroende och stigande privat konsumtion (se diagram 17). Hushållsoptimismen väntas få ytterligare stöd under 2001-2002 då flera större länder sjsätter sedan länge planerade skattereformer.

**Minskad arbetslöshet i Europa väntas bidra till ökande privat konsumtion.**

Eurons oväntat svaga kurs mot dollarn i kombination med den starka internationella konjunkturen har dessutom givit ett lyft för

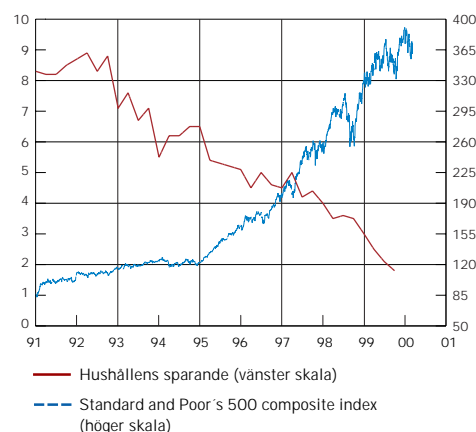
5. Priserna på aktier i traditionella industriföretag har fallit sedan början av året medan den teknologitunga Nasdaq-börsen fortsatt stiga. Den sammantagna effekten har varit en stagnation i aktiepriserna på en historiskt hög nivå.  
6. En delförklaring till den låga reallöneutvecklingen är dock den ökande användningen av vinstandelsoptioner, som enligt vissa skattningar motsvarar cirka 10 procent av reallönetillväxten.

Diagram 15. BNP-tillväxt, produktivitet och löneutveckling i USA. Årlig procentuell förändring



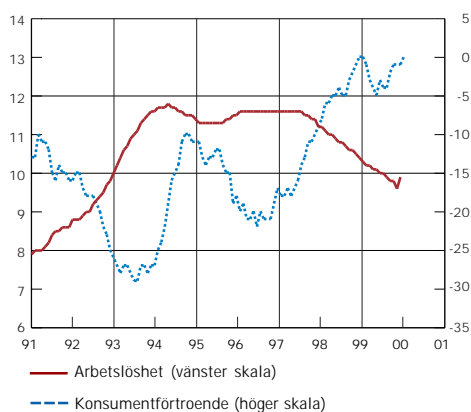
Källor: Bureau of Labor Statistics och US Department of Commerce.

Diagram 16. Hushållens sparande och aktiepriser i USA. Procent av disponibel inkomst resp. index



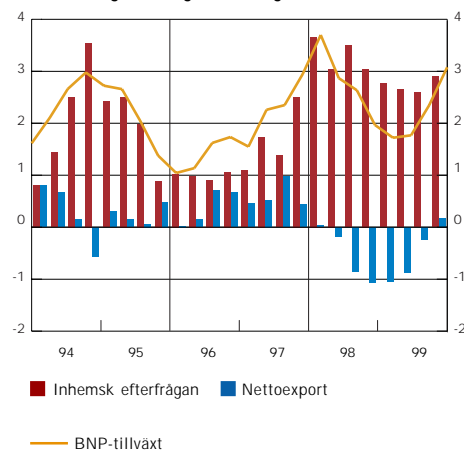
Källor: Standard and Poor's och US Department of Commerce.

Diagram 17. Arbetslöshet och konsumentförtroende i euroområdet.  
Procent, nettobalans



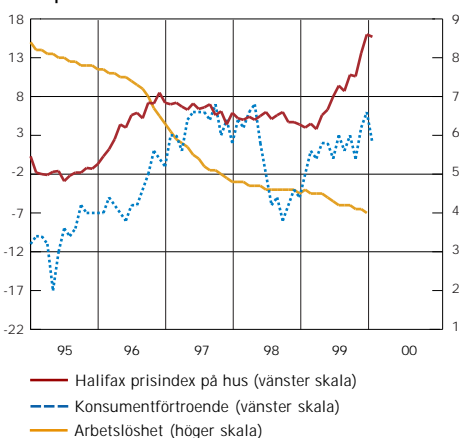
Källa: Eurostat.

Diagram 18. Bidrag till BNP-tillväxten i euroområdet  
Förändring i bidrag från föregående kvartal



Källa: Eurostat.

Diagram 19. Arbetslöshet, huspriser och konsumentförtroende i Storbritannien.  
Procent av arbetskraften, procentuell förändring resp. nettobalans



Källor: EU-kommissionen och Halifax plc, Office of National Statistics.

eurområdets export. Efter nedgången under Asienkrisen, väntas exporten nu bidra positivt till tillväxten under de närmaste två åren (se diagram 18).

### Även europeiska marknader utanför euroområdet stärks.

Den brittiska ekonomin fortsätter att överraska och bedöms kunna växa snabbare under 2000 än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Både tillverknings- och byggindustrin har återhämtat sig. Stigande hus- och tillgångspriser och den lägsta arbetslösheten på 20 år borgar samtidigt för en fortsatt stark inhemsk efterfrågan under kommande år (se diagram 19).

Även konjunkturen i Norden ser nu något ljusare ut. I Finland är exporten på frammarsch, även inom mer traditionella näringar såsom skog och metall, samtidigt som elektroniksektorn fortsätter att skörda framgångar. Den privata konsumtionen väntas öka ytterligare framöver tack vare högre sysselsättning och planerade skattesänkningar. I Danmark får exporten stöd av konjunkturuppgången i övriga Europa samtidigt som den finanspolitiska åtstramningen lättar framöver. I Norge syns en liten ljusning efter recessionen 1998-1999, inte minst tack vare det höga oljepriset.

I Norden ser konjunktursiktterna något ljusare ut, medan Japans återhämtning är svagare än väntat.

Att det europeiska konjunkturläget förstärks syns även på den snabba konjunkturuppgången bland kandidatländerna till EU i Öst- och Centraleuropa. I Ryssland fortsätter återhämtningen mot bakgrund av oljeprisuppgången och en konkurrenskraftig rubel.

Även de övriga tillväxtmarknaderna tycks nu ha lämnat Asienkrisen bakom sig. Nästan samtliga asiatiska ekonomier har nu börjat växa igen. Latinamerika lyfts av Brasiliens solida återhämtning och det stabilare läget i Argentina.

### JAPANS ÅTERHÄMTNING ÄR SVAGARE ÄN VÄNTAT

Den svagaste av de stora exportmarknaderna förblir Japan. Den förhoppningsfulla inledningen på 1999 har förbytts i ny osäkerhet sedan BNP fallit under andra halvan av året. Under 2000-2001 väntas en ny rekordstor budget stimulera efterfrågan men den ekonomiska utvecklingen förblir tudelad. Å ena sidan ökar industriproduktionen med en allt starkare export och investeringsvilja. Å andra sidan ser privat konsumtion på hemmarknaden, som svarar för hela 60 procent av BNP, fortsatt mycket svag ut. Rekordstora fall i bonuslöner och en för japanska förhållanden hög arbetslöshet har bidragit till fallande konsumtion och fortsatt deflationsrisk. Sammantaget väntas en ännu något svagare uppgång i både BNP och priser i Japan än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport.

Den förhoppningsfulla inledningen på 1999 i Japan har förbytts i ny osäkerhet.

## Ränte- och växelkursbedömning

### NÅGOT STIGANDE INTERNATIONELLA LÅNGRÄNTOR SEDAN FÖREGÅENDE INFLATIONSRAPPORT

Sedan föregående bedömning har de internationella långrentorna stigit något (se diagram 20). De kraftiga oljeprisökningarna har lett till ökad oro för stigande inflation vilket i kombination med en fortsatt stark global tillväxt anses ha bidragit till uppgången. Den svenska 10-åriga statsobligationsräntan är dock på i stort sett samma nivå, ca 5,5 procent, som vid föregående inflationsrapport.

#### Differensen mellan svenska och tyska långräntor har minskat.

Den 10-åriga räntedifferensen mellan Sverige och Tyskland har sjunkit ca 0,3 procentenheter sedan föregående inflationsrapport, till ungefär 0,1 procentenheter. Detta innebär att den svenska långräntedifferensen mot Tyskland tidvis har underskridit den danska och även vissa euroländers långräntedifferenser mot Tyskland. Den 10-åriga terminsräntedifferensen gentemot Tyskland har också sjunkit och är för närvarande negativ (se diagram 21). Även om finansiell information av detta slag ska tolkas med försiktighet, indikerar nivåerna att förtroendet för den ekonomiska politiken i Sverige är högt.

### FÖRVÄNTNINGAR OM FORTSATT HÖJNINGAR AV REPORÄNTAN

Reporäntan höjdes i februari med 0,5 procentenheter, vilket var en något större höjning än vad marknadsaktörerna hade förväntat sig. Både enkäter och prissättningen på penningmarknaden indikerar dock förväntningar om ytterligare åtstramningar av penningpolitiken (se tabell 3 och diagram 22). Den senaste enkäten från SCB visar att marknadsaktörerna förväntar sig att reporäntan höjs till 4,25 procent inom tre månader och till 4,75 procent på tolv månaders sikt.

Tabell 3. Penningmarknadsaktörernas ränte- och växelkursförväntningar i mars 2000 samt i november 1999 (inom parentes).

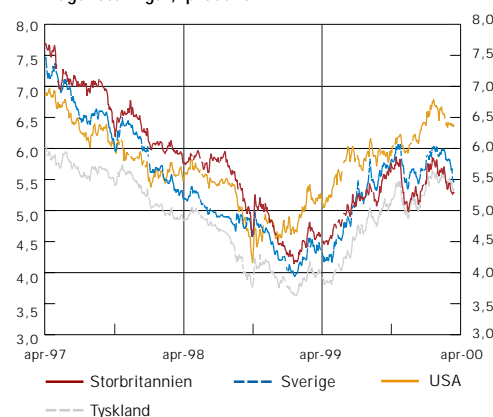
Medianvärden, procent och index: 18 november 1992=100

	3 mån	1 år	2 år
Reporänta	4,25 (3,50)	4,75 (4,00)	5,00 (4,50)
TCW-index	123,0 (122,0)	120,0 (120,5)	120,0 (120,0)
SEK/EUR	8,45 (8,60)	8,40 (8,54)	8,40 (8,54)

Anm. Undersökningarna genomfördes den 9 mars 2000 respektive den 15 november 1999 och speglar förväntningarna på 3, 12 och 24 månaders sikt.

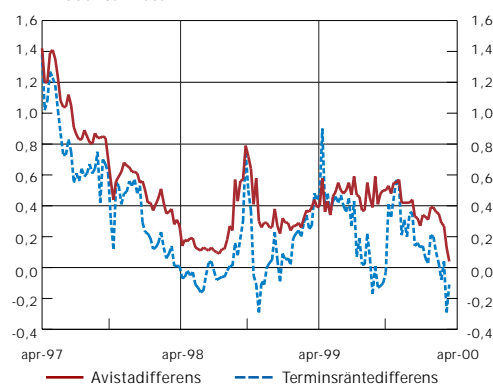
Källa: SCB.

Diagram 20. 10-årig obligationsränta i USA, Tyskland, Storbritannien och Sverige. Dagsnoteringar, procent



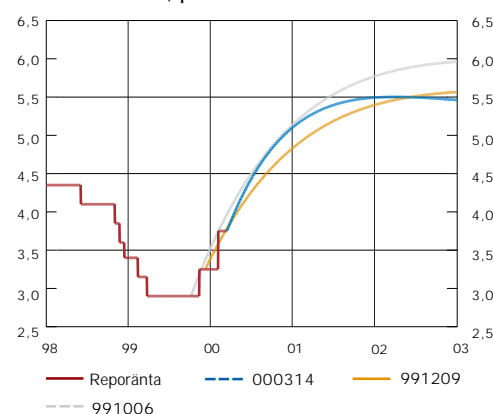
Anm. Stoppdatum 14 mars 2000.  
Källa: Riksbanken.

Diagram 21. 10-årig termins- och avistaräntedifferens (nollkupong) mellan Sverige och Tyskland. Procentenheter



Anm. Räntorna är estimerade med "Extended Nelson & Siegel"-metoden.  
Källa: Riksbanken.

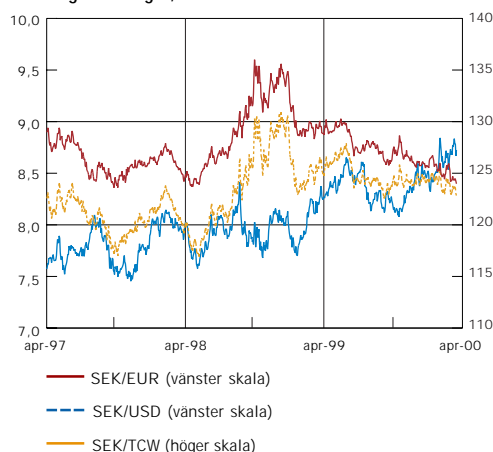
Diagram 22. Faktisk och förväntad reporänta enligt implicita terminsräntor. Enkel årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

KRONAN HAR STÄRKT SEDAN  
FÖREGÅENDE INFLATIONSRAPPORT

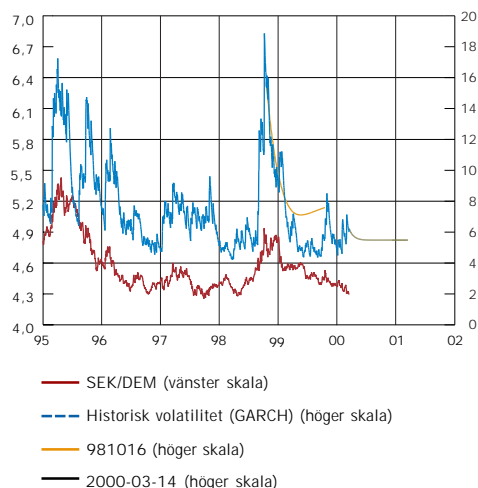
Diagram 23. Nominell effektiv TCW-vägd  
växelkurs, SEK/USD och SEK/EUR.  
Dagsnoteringar, index 18 november 1992=100



Anm. SEK/EUR för perioden innan 4 januari 1999 är baserad på Riksbankens index för kronans rörelser mot de valutor som idag har låsta växelkurser mot euron. Det motsvarar rörelser i TCW-index rensat för alla icke-eurovalutor och är omräknat till eurons kurs mot kronan.

Källa: Riksbanken.

Diagram 24. Historisk och förväntad volatilitet,  
SEK/DEM (1995-01-01 – 2000-03-14).  
Procent



Källa: Riksbanken.

Kronan har sedan föregående prognos rört sig mellan indexnivåerna 123 och 125 i TCW-termer och är i dagsläget på en något starkare nivå, ca 123, än vid föregående inflationsrapport. Kronan har försvagats ca 3 procent mot den amerikanska dollarn men stärkts ungefär 1,5 procent mot euron (se diagram 23).

Volatiliteten i kronans kurs mot euron har ökat under den senaste tiden men detta har inte åtföljts av en försvagning av kronan mot euron. Marknaden förväntar sig att volatiliteten kommer att falla tillbaka igen (se diagram 24).

Den sammantagna effekten av räntor och växelkurs på efterfrågan i ekonomin har blivit mindre expansiv sedan föregående inflationsrapport (se diagram 25). Den korta realräntan har stigit med ca 0,5 procentenheter till 2,3 procent sedan december.<sup>7</sup> Den långa realräntan har under samma period stigit med 0,3 procentenheter till omkring 3,5 procent och den reala växelkursen har stärkts drygt 0,5 procent.<sup>8</sup> Skillnaden mellan flertalet räntor kopplade till den privata sektorn och motsvarande räntor för staten är i dagsläget något högre än de var vid föregående inflationsrapport.

## BEDÖMNING AV RÄNTOR OCH VÄXELKURS

Reporäntehöjningen i februari innebär att prognosen för de korta räntorna justeras upp med 0,5 procentenheter i enlighet med antagandet om konstant reporänta.<sup>9</sup> Prognosen för obligationsräntorna är emellertid i stort sett oförändrad.

Kronan bedöms appreciera något långsammare än i föregående inflationsrapport.

Kronan bedöms i likhet med föregående inflationsrapport förstärkas under prognosperioden. Apprecieringen bedöms dock ske i en något långsammare takt än vad som då antogs, vilket väntas leda till att kronan mot slutet av 2001 är ca 2 procent svagare än vad som bedömdes i föregående rapport. Det är i allt väsentligt den amerikanska dollarn och det brittiska pundet som väntas

- Den korta realräntan mäts här som månadsgenomsnittet för räntan på en 3-månaders statsskuldväxel justerad med den av hushållen förväntade utvecklingen av KPI under det kommande året (HIP). Undersökningsmetoden som används fr.o.m. januari i år skiljer sig dock från den tidigare metoden vilket försvårar en jämförelse med tidigare förväntningar. Räntegenomsnittet för mars baseras på perioden fram t.o.m. den 14 mars.
- Den långa realräntan mäts här som månadsgenomsnittet för en 5-årig statsobligationsränta justerad med den senast publicerade enkäten från Aragon rörande finansiella investerarens genomsnittliga inflationsförväntningar de kommande fem åren. Räntegenomsnittet för mars baseras på utfall t.o.m. den 14 mars. Den reala växelkursen har således uppdaterats med förändringen av den genomsnittliga nominella TCW-vägda växelkursen mellan februari och 14 mars.
- Antagandet om konstant reporänta görs till och med första kvartalet 2002. Därefter antas reporäntan återgå till den av marknaden förväntade utvecklingen.

utvecklas starkare än i tidigare bedömning. Skälet till denna justering är en förändrad syn på dollar och pund i förhållande till bl.a. euron. Denna är en följd av att tillväxten och produktiviteten har utvecklats överraskande positivt i Storbritannien och i synnerhet i USA. Samtidigt har inflationen förblivit låg och den potentiella tillväxtförmågan i USA bedöms nu vara högre.<sup>10</sup> Vidare har den starka ekonomiska utvecklingen i USA och Storbritannien inneburit att penningpolitiken bedöms bli stramare i dessa länder jämfört med föregående rapport, vilket också bidrar till bedömningen att dollarn och pundet väntas utvecklas starkare. Fortfarande föreligger det dock ett betydande långsiktigt apprecieringsutrymme mot dollarn och pundet. Mot euron förväntas kronan i likhet med föregående bedömning vara i stort sett stabil.

*Sammantaget innebär höjningen av reporäntan i februari att räntor och växelkurs bedöms få en mindre expansiv effekt på efterfrågan i ekonomin än vad som förutsattes i föregående rapport. Mot slutet av prognosperioden motverkas effekten av den högre reporäntan något av att kronan inte bedöms stärkas fullt lika mycket.*

Diagram 25. Realräntor och real växelkurs, januari 1997- mars 2000.  
Procent och index: 18 november 1992=100

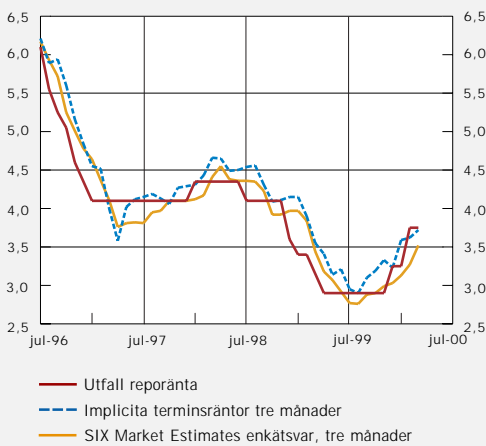


Källa: Riksbanken.

10. Se vidare i avsnittet om internationell konjunktur och inflation.

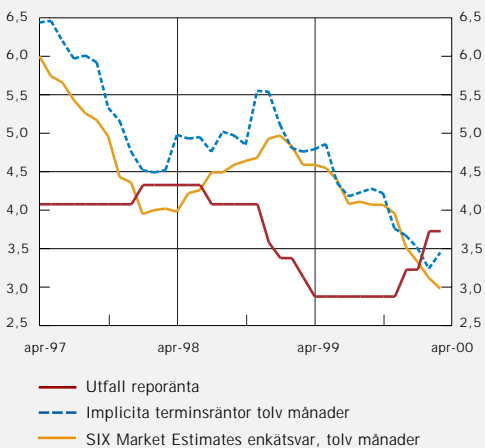
## MARKNADSAKTÖRERNAS REPORÄNTEFÖRVÄNTNINGAR

Diagram R1. Jämförelse av den faktiska reporäntan och reporänteförväntningarna på tre månaders sikt.  
Procent



Källor: Riksbanken och SIX Market Estimates.

Diagram R2. Jämförelse av den faktiska reporäntan och reporänteförväntningarna på tolv månaders sikt.  
Procent



Källor: Riksbanken och SIX Market Estimates.

För en centralbank är det värdefullt att ha en tydlig bild av marknadsaktörernas förväntningar om reporäntans utveckling. Det gör det lättare att undvika att i onödan genom uttalanden eller penningpolitiska förändringar störa prisbildningen på marknaden. Förväntningar om den framtida reporäntan kan utläsas i enkätsvar, enskilda marknadsbrev och marknadens prissättning av olika typer av ränteinstrument. Riksbanken använder sig av avkastningskurvan för svenska statspapper för att beräkna den s.k. implicita terminräntekurvan, som sedan används för att utläsa marknadens reporänteförväntningar.<sup>11</sup> Vidare följer Riksbanken löpande ett flertal enkäter av inflations-, ränte- och växelkursförväntningar som genomförs av bl.a. SCB och SIX Market Estimates (SME).

Reporänteförväntningarna bildas bl.a. på basis av inflationsutsikterna i ekonomin och Riksbankens penningpolitiska signalering och beslut. På kort sikt kan samvariationen mellan reporänteförväntningarna och utvecklingen i reporäntan användas som en indikator på hur tydlig Riksbanken varit i sin inflationsmålspolitik.<sup>12</sup> Det kan därför vara av intresse att studera hur väl marknadens aktörer lyckats förutspå utvecklingen i reporäntan.

Diagram R1 och R2 visar reporänteförväntningarna på tre respektive tolv månaders sikt enligt implicita terminräntor och enligt enkäter samt den faktiska reporäntan.<sup>13</sup> På tre månaders sikt tycks förväntningarna fånga den framtida utvecklingen av reporäntan relativt väl. På tolv månaders sikt har det varit väsentligt svårare att förutse reporäntan. Detta beror inte minst på att få bedömare lyckats förutspå den svaga prisutvecklingen under senare år.

Av diagram R1 och R2 framgår också att förväntningarna enligt enkäter tycks ha haft en bättre prognosförmåga än implicita terminräntor och att de implicita terminräntorna generellt har varit högre än förväntningarna enligt enkäter. Det senare kan förklaras av

11. De implicita terminräntorna skattas med hjälp av "Extended Nelson-Siegel"-metoden, se Svensson, L. (1995) "Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson & Siegel Method", Penning & Valutapolitik No 3, Sveriges Riksbank.
12. Riksbankens möjlighet att vara tydlig i sin signalering av penningpolitikens inriktning och marknadens möjlighet att förutspå reporäntan påverkas av den allmänna osäkerheten i inflationsbedömningen.
13. Reporänteförväntningarna i diagrammet är tidsmässigt framskjutna så att de enklare kan jämföras med motsvarande utfall.

att de implicita terminsräntorna innehåller olika typer av riskpremier, vilket innebär att de, framförallt under oroliga perioder med stora svängningar i prissättningen, tenderar att överskatta de faktiska reporänteförväntningarna. Ett exempel är utvecklingen under förra hösten då räntemarknaden präglades av osäkerhet om den framtida ränteutvecklingen. Differensen mellan implicita terminsräntor och enkätsvaren steg då till ca 1 procentenhet, se diagram R3. Det omvända förhållandet rådde däremot under den finansiella krisen hösten 1998, då förväntningar om sänkta styrräntor och flykt till säkra kortfristiga ränteplasseringar bidrog till att pressa ned räntorna, vilket ledde till att differensen tillfälligt var negativ.

Ett sätt att mer precist studera om förväntningarna enligt enkäter verkligen har haft en bättre prognosförmåga än implicita terminsräntor är att beräkna mått på träffsäkerhet för olika prognoser med samma prognoshorisont. Sådana mått bekräftar bilden att enkätförväntningarna har haft en bättre förmåga att fånga den framtida utvecklingen av reporäntan än de implicita terminsräntorna (se tabell R1). De bekräftar också slutsatsen att förväntningar på lite längre sikt har sämre träffsäkerhet än kortsiktiga förväntningar.

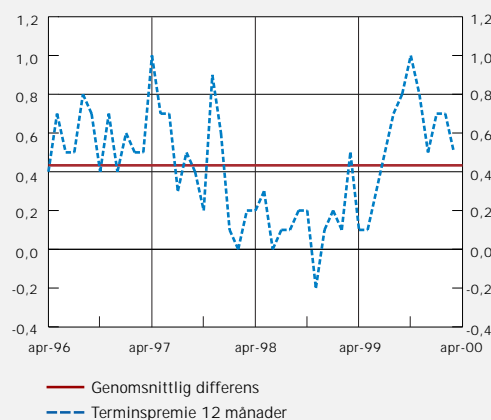
Tabell R1. Medelkvadratfel för prognoser enligt implicita terminsräntor och enkäter.

	3 månader		6 månader		12 månader	
	Implicit terminsr.	Enkätsvar	Implicit terminsr.	Enkätsvar	Implicit terminsr.	Enkätsvar
Medelkvadratfel	0,11	0,07	0,48	0,28	1,77	1,10

Anm. Ju lägre medelkvadratfel desto bättre är prognosförmågan.

Källa: Riksbanken.

Diagram R3. Differens mellan reporänteförväntningar på tolv månaders sikt enligt implicita terminsräntor och enkäter från SIX Market Estimates. Procentenheter



Källor: Riksbanken och SIX Market Estimates.



## REALRÄNTAN OCH PENNINGPOLITIKEN

Det finns flera sätt att närma sig frågan om vad som är en långsiktigt önskvärd nivå på den penningpolitiska styrräntan. I föreliggande ruta diskuteras denna fråga med utgångspunkt från den tankesammanhang för penningpolitiken under en inflationsmålsregim som Riksbanken använder sig av.

Penningpolitiken påverkar inflationen främst via effekter på den samlade efterfrågan i ekonomin. När centralbanken höjer räntan, minskar efterfrågan i form av konsumtion och investeringar, vilket verkar återhållande på prisstegringstakten. En komplicerande omständighet i sammanhanget är emellertid att penningpolitiken i första hand styr de mycket kortsiktiga nominella räntorna, medan konsumtion och investeringar kan förmodas påverkas mer av långsiktiga reala räntor. Men eftersom realräntan över en viss tidshorisont är lika med den nominella räntan minus den förväntade inflationen över samma tidshorisont, kan penningpolitiken påverka realräntan – så länge inte varje penningpolitiskt framkallad förändring av den nominella räntan leder till en lika stor förändring av den förväntade inflationen.

Sambandet mellan realränta, inflation och penningpolitik diskuteras ibland med utgångspunkt från formler med ungefär följande utseende:

$$i_t = r_t^* + \pi_t^e + a(\pi_t^e - \pi^*) + b(y_t - y_t^p), \quad (1)$$

där  $a$  och  $b$  är koefficienter som är större än noll. Här betecknar  $i_t$  den nominella räntan som centralbanken bestämmer,  $\pi^*$  centralbankens inflationsmål och  $y_t$  den reala produktionen i ekonomin (BNP). Dessa variabler är observerbara, åtminstone i efterhand. Det gäller emellertid varken den förväntade inflationen (mätt över samma tidsperiod som räntan),  $\pi_t^e$ , eller de tänkta "jämviktsnivåerna" för realräntan ( $r_t^*$ ) och produktionen ( $y_t^p$ ).

Samband av denna typ kallas ofta för Taylorregler.<sup>14</sup> Tanken är att den nominella räntan bör ligga över den "nominella jämviktsräntan" när den förväntade inflationen avviker från den målsatta. Hur mycket räntan bör avvika från jämviktsnivån beror emellertid också på konjunkturläget ( $y_t - y_t^p$ ). När ekonomin är i jämvikt i den

14. Se Taylor, J.B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39.



bemärkelsen att den förväntade inflationen är lika med  $\pi^*$  och produktionen ligger på sin jämviktsnivå ( $y_t = y_t^*$ ), är realräntan ( $i_t - \pi_t$ ) också på sin jämviktsnivå ( $r_t^*$ ). Om å andra sidan inflationen förväntas överstiga målet, önskar centralbanken hålla realräntan över jämviktsnivån (för givet konjunkturläge) och tvärtom.

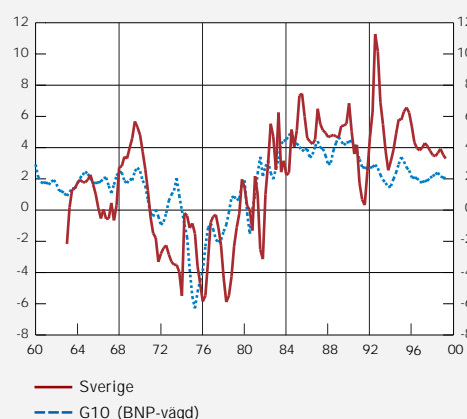
Även om ingen centralbank för en penningpolitik som exakt följer denna regel, har den (eller snarlika regler) visat sig användbar både för att ge en grov beskrivning av hur politiken faktiskt bedrivits i många länder, och av hur penningpolitiken skulle kunna läggas upp. En viktig insikt som regeln förmedlar är att nominalräntan, när det uppstår en positiv avvikelse mellan förväntad och målsatt inflation, måste höjas mer än den förväntade uppgången i inflationen. Detta är en förutsättning för att en höjning av nominalräntan ska vara liktydig med en höjning av den reala räntan.

En centralbank som önskar tillämpa regeln ovan måste, utöver sin inflationsprognos, bilda sig en uppfattning om nivåerna på den reala jämviktsräntan och jämviktsproduktionen (den senare ibland kallad den potentiella produktionen). Att det inte finns någon bestämd given och konstant *nivå* på jämviktsproduktionen är uppenbart. BNP har vuxit med omkring 2-3 procent per år de senaste hundra åren. Detta ger en fingervisning om tillväxttakten i den potentiella produktionen, men vi är tvingade att göra mer eller mindre tillförlitliga uppskattningar av denna föränderliga storhet.<sup>15</sup> Den andra storheten av betydelse – jämviktsnivån på realräntan – kan inte heller direkt observeras, och det rådande empiriska kunskapsläget är knappast bättre än för den potentiella produktionens nivå.

Diagram R4 visar utvecklingen av ett mått på en kort realränta i Sverige och G10-länderna sedan 1960.<sup>16</sup> Realräntan i fråga är skillnaden mellan en nominell tre-månadersränta och den *realiserade* inflationen under det närmast föregående året, snarare än den förväntade inflationen under de kommande tre månaderna. Det senare är det mått vi skulle vilja använda oss av för att få fram den teoretiskt relevanta realräntan, men något självklart mått på förväntad inflation finns dessvärre inte. För resonemanget i denna ruta är detta mätproblem dock inte så betydelsefullt, eftersom förväntad och realiserad inflation i genomsnitt kan antas följa samma utveckling.

Av diagram R4 kan vi sluta oss till att realräntans

Diagram R4. Kort realränta i Sverige och G10-länderna.  
Procent



Källor: IMF, OECD och Riksbanken.

15. Se t.ex. Apel, M. och P. Jansson (1999), "System Estimates of Potential Output and the NAIRU", *Empirical Economics* 24.

16. I G10-länderna ingår Belgien, Frankrike, Holland, Italien, Japan, Kanada, Storbritannien, Sverige, Tyskland och USA.

utveckling i Sverige i stort sett följt utvecklingen i omvärlden. Realräntan föll fram till mitten av 1970-talet, steg därefter fram till slutet av 1980-talet (eller möjligen början av 1990-talet) och tycks sedan ha gått ned något igen.

Tabell R2. Kort realränta för olika länder under olika decennier.

Procent					
Period	G10	Tyskland	Japan	Sverige	USA
1960-1969	1,8	1,3	3,1	1,6	1,8
1970-1979	-0,8	1,5	-1,9	-2,0	-0,5
1980-1989	3,3	3,0	3,5	3,7	3,0
1990-1999:2	2,5	2,7	1,4	4,6	1,7
1960-1999:2	1,7	2,1	1,5	2,0	1,5

Anm. Kort realränta definieras som räntan på en nominell 3-månadersränta minus genomsnittlig inflation mätt som årlig förändringstakt i KPI de fyra senaste kvartalen.

Källor: IMF, OECD och Riksbanken.

Tabell R3. Lång realränta för olika länder under olika decennier.

Procent					
Period	G10	Tyskland	Japan	Sverige	USA
1960-1969	2,8	4,3	1,7	2,1	2,8
1970-1979	1,2	3,5	-1,3	1,4	1,4
1980-1989	3,4	4,1	2,9	3,2	4,0
1990-1999:2	3,5	3,8	2,2	4,1	3,2
1960-1999:2	2,7	3,9	1,3	2,7	2,9

Anm. Lång realränta definieras som en nominell lång statsobligationsränta (10-årig eller så nära denna löptid som möjligt) minus genomsnittlig inflation mätt som årlig förändringstakt i KPI de fyra senaste kvartalen.

Källor: IMF, OECD och Riksbanken.

I tabell R2 visas den genomsnittliga utvecklingen av den kortfristiga realräntan för olika länder och decennier samt för hela observationsperioden sedan 1960. För G10-länderna är genomsnittsvärdet under hela perioden knappt 2 procent men bakom denna siffra döljer sig betydande skillnader under olika decennier. Under 1970-talet var den genomsnittliga realräntan påtagligt negativ medan den under 1980- och 1990-talen låg klart över 2 procent. Detta antyder att jämviktsnivån för realräntan är en storhet som, liksom produktionens jämviktsnivå, kan variera kraftigt över tiden. Denna slutsats gäller också för realräntor med längre löptider, vilket visas i tabell R3. Den genomsnittliga realränteutvecklingen i Sverige tycks alltså i ganska stor utsträckning bero på den genomsnittliga internationella realränteutvecklingen. Denna har i sin tur uppvisat tämligen betydande variationer under olika tidsperioder.

Vilka faktorer kan tänkas ligga bakom de kraftiga skiften i det svenska och internationella realränteläget? På ett allmänt plan kan realräntans utveckling i olika länder sägas vara bestämd av förhållandet mellan sparande och investeringar på global nivå. Att kapital numera rör sig relativt fritt mellan länder betyder att den reala avkastningen på sparande och investeringar inte kan skilja sig åt alltför

mycket mellan länder. Detta förklarar varför utvecklingen i genomsnitt tenderar att vara ganska likartad i olika länder (se tabellerna R2 och R3). Någon total utjämning av realräntor mellan länder tycks emellertid ännu inte ha skett, vilket innebär att utvecklingen på kort sikt också kan påverkas av olika landspecifika faktorer, även i ett litet land som Sverige. Kraftiga konjunkturella skillnader mellan olika länder är ett exempel på en sådan faktor.

Jämförelser mellan de decennier som täcks av diagrammet och tabellerna försvaras emellertid av det faktum att kapitalmarknaderna var kraftigt reglerade under 1960- och 1970-talen. I en reglerad ekonomi är den gängse teorin om realräntan som en jämviktsskapande mekanism mellan sparande och investeringar inte tillämplig. Uppgången i realräntan under 1980-talet kan möjligen avspegla att regleringarna tidigare hållit den på en artificiellt låg nivå, men andra faktorer kan också ligga bakom uppgången.

Enligt resonemanget ovan kan vissa fluktuationer i realräntan också vara ett uttryck för en medveten penningpolitik. Principerna för penningpolitiken har emellertid lagts om i många länder, vilket också det gör jämförelser mellan t.ex. 1960- och 1990-talen vanskliga.

Vad säger då allt detta om läget i Sverige idag? Den korta realräntan i Sverige är för närvarande, så som den definieras i diagram R4, inte på en särskilt låg nivå, i ett historiskt och internationellt perspektiv. Å andra sidan vet vi också att den realiserade inflationstakten under några år varit lägre än den förväntade, vilket innebär att realräntan på senare tid antagligen är överskattad i diagram R4. Som påpekats ovan är jämförelser över tiden också vanskliga bl.a. på grund av förändringar i regler för kapitalrörlighet inom och mellan länder, för skattesystemets utformning och för växelkursens utveckling. Till yttermera visso säger regeln (1) att realräntan bör vara relativt hög när den prognostiserade inflationen överstiger inflationsmålet och/eller det råder högkonjunktur.

Några enkla räkneexempel kan belysa frågan. Antag att prognosen för inflationen på två års sikt låg exakt på målet, dvs. 2 procent, och att ekonomin befann sig ett neutralt konjunkturläge. Då borde den nominella tvåårsräntan vara lika med jämviktsnivån på realräntan plus den förväntade inflationen. Den senare är alltså i detta exempel 2 procent och låt oss approximera den förra med genomsnittet av den genomsnittliga korta och långa realräntan för Tyskland under perioden 1960-1999 enligt tabellerna R2 och R3, dvs.  $(2,1 + 3,9)/2 = 3,0$  procent. I så fall borde den nominella tvåårsräntan ligga på ca 5 procent, vilket är ganska nära den svenska nivån i dagsläget. Anledningen till varför Tysklands ränteläge kan vara ett bra riktmärke är att penningpolitiken en längre

tid varit upplagd som i Sverige idag med en rörlig växelkurs och en inriktning mot låg inflation.

Om vi baserar kalkylen på motsvarande svenska ränteroter, fås en hypotetisk jämviktsnivå för nominalräntan som något understiger dagens nivå ( $(2,0 + 2,7)/2 + 2,0 = 4,35$  procent). Upprepas beräkningen med det svenska ränteläget under 1990-talet som riktvärde, erhålls istället en nivå som överstiger dagens nivå ( $(4,6 + 4,1)/2 + 2,0 = 6,35$  procent). Ingendera perioden är dock särskilt lämplig, 1960-talet därför att kapitalmarknaden var reglerad och 1990-talet därför att utfallet i så hög grad präglas av den kris svensk ekonomi genomgått.

Dessa exempel visar att det med utgångspunkt från den historiska utvecklingen är mycket svårt att bilda sig en uppfattning om vad som kan vara en lämplig långsiktig nivå på reala räntor med en löptid på ungefär ett par år. I ett penningpolitiskt perspektiv består svårigheterna emellertid inte bara i att det är svårt att bilda sig en uppfattning om vad som är en lämplig genomsnittlig utveckling att ta avstamp i. Reporäntan är en mycket kort ränta, och någon detaljkunskap om hur den s.k. avkastningskurvan bör luta i intervallet två veckor till två år, när ekonomin befinner sig i långsiktig jämvikt, besitter vi inte. Den rådande nivån på lite längre räntor avspeglar dessutom förväntningar om att reporäntan kommer att höjas.

Riksbankens uppgift är att styra reporäntan så att inflationsmålet uppnås. Räntorna kommer då att variera beroende på t.ex. konjunkturläget. Sådana resonemang som förts ovan, om vad som kan tänkas vara en lämplig nivå på realränta på lång sikt, vägs in i det penningpolitiska beslutsunderlaget och påverkar Riksbankens inflationsbedömning. Vad inflationen bedöms bli ett till två år framåt i tiden är dock det som normalt avgör hur penningpolitiken läggs upp.

## Importpriser

Importprisutvecklingen påverkar inflationen såväl direkt som indirekt. Konsumentpriserna påverkas direkt av förändringar i varupriser i utländsk valuta och valutakursen eftersom en stor del av KPI består av importerade varor och varor som konkurrerar med importvarorna. De indirekta effekterna på inflationen uppkommer genom att även efterfråge- och utbudsförhållandena i Sverige påverkas av utvecklingen av de internationella priserna och växelkursen.

### Prisprognosen för råolja justeras upp ytterligare.

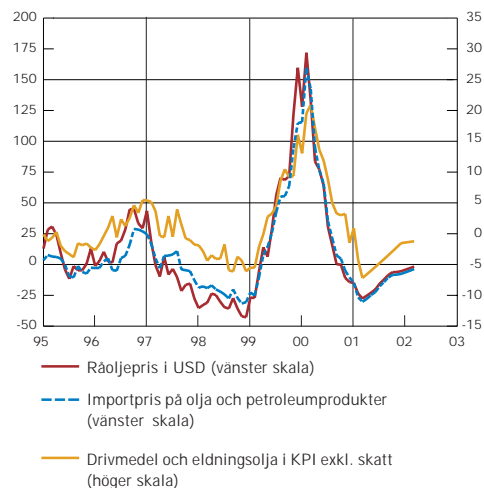
Priserna på råolja och andra råvaror har stigit mer än väntat under de senaste månaderna. Råoljepriset, vilket hittills som högst noterades till drygt 32 USD/fat under mars, antas nå sin kulmen under det första kvartalet i år. På oljemarknaden råder stor osäkerhet om OPEC under sitt möte den 27 mars kommer att besluta om fortsatta produktionskvoter för att begränsa oljeproduktionen. Oljeministrar i några OPEC-länder har uttalat en önskan om att successivt höja oljeproduktionen för att sänka priserna. Mot bakgrund av bl.a. detta antas oljepriserna därför även i denna prognos falla tillbaka under prognosperioden. Priset antas gradvis sjunka till ca 22 USD/fat i slutet av 2000 och till knappt 21 USD/fat i slutet av prognoshorisonten, dvs. första kvartalet 2002 (se diagram 26). Prognosen för det genomsnittliga oljepriset har därmed justerats upp med ca 4 USD/fat under 2000 och ca 1,5 USD/fat under 2001 jämfört med föregående inflationsrapport (se tabell 2, sidan 15). Även övriga råvarupriser bedöms stiga något framöver till följd av att den starkare internationella konjunkturutvecklingen medför ökad efterfrågan på råvaror, framförallt från Asien.

### Lägre prisökningstakt på internationella varor.

De internationella exportpriserna på bearbetade varor i nationell valuta utvecklades starkare i slutet av 1999 än vad som antogs i förra inflationsrapporten. Utrymmet för prishöjningar i producentledet bedöms dock framöver vara begränsat till följd av bl.a. ökad konkurrens. Kostnadsrationaliseringar antas dessutom ha minskat behovet av prisökningar, varför den prognostiserade ökningstakten för i år och nästa år har justerats ned något jämfört med vad som antogs i föregående rapport (se tabell 2). Den starkare internationella konjunkturutvecklingen samt indirekta effekter av oljeprisökningen bedöms dock, liksom i förra inflationsrapporten, leda till gradvis stigande priser de kommande två åren.

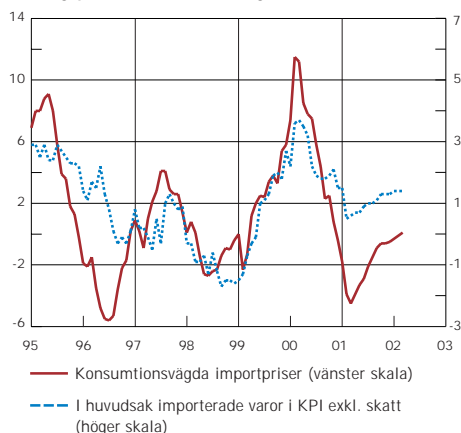
### Större bidrag från importpriser till KPI.

Diagram 26. Priser på olja och andra petroleumprodukter. Prognos 2000-2002. Årlig procentuell förändring



Källor: International Petroleum Exchange, SCB och Riksbanken.

Diagram 27. Importpriser i producent- och konsumentled. Prognos 2000-2002. Årlig procentuell förändring



Anm. Importerade varor i konsumentledet innehåller en betydande del tjänster, exempelvis transport och handel.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

Den svagare växelkursutvecklingen i kombination med att fallet i oljepriset antas bli mindre och mer fördröjt, medför att priserna på importerade varor i producentledet under 2000 faller mindre än vad som antogs i förra inflationsrapporten trots att ökningstakten för internationella exportpriser på bearbetade varor har reviderats ner. Utöver prisutvecklingen på internationella varor och växelkursutvecklingen påverkas de svenska konsumentpriserna på importerade varor också av olika inhemska faktorer. Den starka konsumtionsefterfrågan bedöms, som tidigare, medföra att priserna i det svenska konsumtionsledet stiger snabbare än i importledet (se diagram 27). På lite längre sikt är dock utgångspunkten att importörernas och handelns vinster utvecklas något långsammare bl.a. till följd av ökad inhemsk konkurrens.

*Sammantaget medför högre råvarupriser samt en svagare kronkurs att importpriserna i producentledet utvecklas starkare de kommande två åren jämfört med föregående inflationsrapport. I konsumentledet bedöms dock genomslaget framöver bli begränsat varför enbart prisökningstakten under 2000 har reviderats upp. Priserna på importerade varor bedöms stiga med knappt 1,5 procent per år under de kommande två åren, vilket är en upprevidering med 0,5 procentenheter år 2000 jämfört med föregående rapport. Bidraget till KPI-inflationen bedöms uppgå till ca 0,4 procentenheter såväl 2000 som 2001.*

## Efterfrågan och utbud

### BNP-UTVECKLINGEN 1999-2002: EN SAMMANFATTNING

Bilden av en stabil och stark konjunkturuppgång, präglad av en ökande inhemsk efterfrågan, har i grunden inte ändrats sedan föregående inflationsrapport. I några avseenden har dock tillväxtutsikterna förbättrats jämfört med föregående inflationsrapport. Privat konsumtion väntas växa snabbare än vad som tidigare antagits, bl.a. på grund av stigande tillgångspriser och hushållens ökande förmögenhetsvärden. Investeringarna väntas i sin tur stimuleras av den ökade efterfrågan, ett successivt ökande tryck på produktionskapaciteten och av stigande aktiekurser. De förbättrade internationella konjunkturutsikterna väntas samtidigt öka efterfrågan på svensk export. Tillväxtbidraget från utrikeshandeln bedöms dock dämpas något till följd av att den förstärkta inhemska efterfrågan även väntas öka importen något snabbare.

**Bilden av en bred och stark svensk konjunkturuppgång ligger fast.**

Sammantaget väntas BNP-utvecklingen under prognosperioden, trots höjningen av reporäntan på 0,5 procentenheter, bli något starkare än vad som tidigare antagits. BNP bedöms, vid oförändrad reporänta t.o.m. första kvartalet 2002, växa med 4,0 procent 2000, 3,5 procent 2001 och 2,6 procent 2002 (se tabell 4).

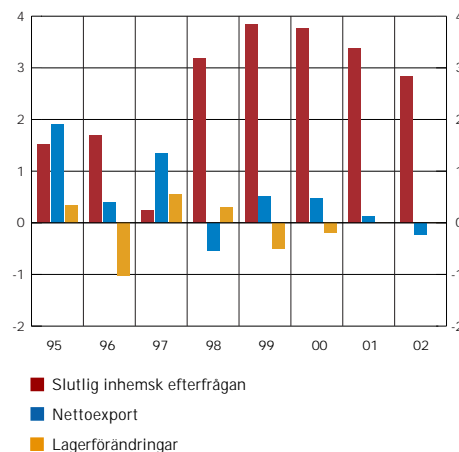
Tabell 4. Försörjningsbalans i huvudscenariot, prognos 2000-2002.  
Procentuell förändring från föregående år

	1999 (utfall)	2000	2001	2002
Hushållens konsumtion	4,1	4,1	3,6	3,1
Offentliga myndigheters konsumtion	1,8	1,4	1,4	1,0
Fasta bruttoinv.	8,1	8,0	6,9	5,6
Lagerförändring*	-0,5	-0,2	0,0	0,0
Export	5,2	7,1	6,2	4,9
Import	5,0	6,9	6,8	6,2
BNP	3,8	4,0	3,5	2,6
BNP-prognos i föreg. IR	(3,4)	(3,7)	(3,3)	

\* Bidrag till BNP-tillväxten

Källa: Riksbanken.

Diagram 28. Bidrag till BNP-tillväxten.  
Procentenheter



Anm. Prognos för 2000-2002.

Källor: SCB och Riksbanken.

## UTRIKESHANDEL

Exporten av varor och tjänster steg enligt nationalräkenskaperna med 5,2 procent under 1999 jämfört med året innan. Under samma period ökade importen med 5 procent.

Utsikterna för den internationella konjunkturutvecklingen har fortsatt att förbättras sedan föregående inflationsrapport. Tillväxten i OECD-området bedöms bli 0,5 procentenheter högre totalt sett under prognosperioden. Exportmarknadstillväxten bedöms därför bli något starkare under 2000 och 2001. Under 2002 beräknas marknadstillväxten sjunka med ca 1 procentenhet och uppgå till omkring 6 procent, till följd av en viss försvagning i den internationella tillväxtbilden (se tabell 2, sid. 15).

Bedömningen av utvecklingen av den svenska konkurrenskraften har inte ändrats på något genomgripande sätt sedan föregående inflationsrapport. Konkurrenskraften i förhållande till omvärlden gynnas visserligen av den svagare prognosen för växelkursen och av något mer optimistiska antaganden om enhetsarbetskostnadsutvecklingen, men den sammanlagda effekten på konkurrensläget för svenska exportföretag motverkas av såväl lägre internationella exportpriser på bearbetade varor som högre priser på motsvarande svenska varor.

Sammantaget innebär detta att exporten bedöms bli något starkare jämfört med bedömningen i den senaste inflationsrapporten. Exportökningen väntas uppgå till ca 7 procent 2000, drygt 6 procent 2001 och knappt 5 procent 2002.

Varuimporten utvecklades förhållandevis svagt under 1999. Ökningstakten föll från drygt 10 procent 1998 till drygt 4 procent 1999 utan att efterfrågeutvecklingen förändrades i någon större utsträckning. Sammantaget bedöms minskad import av datorer, svag industriproduktion och dämpad lagertillväxt kunna förklara drygt 2 procentenheter av försvagningen i importtillväxten.

Under de närmaste åren bedöms importtillväxten successivt återgå till mer normala nivåer. Prognosen i år påverkas visserligen fortfarande i viss utsträckning av den svaga kronutvecklingen under 1998 och 1999, men den starka konsumtions- och investerings-tillväxten bidrar till att hålla uppe importtillväxten. Nästa år bidrar såväl den fortsatt goda tillväxten som den tilltagande apprecieringstrenden till en starkare importutveckling. Sammantaget väntas importen öka med närmare 7 procent både under 2000 och 2001. Under 2002 leder den svagare tillväxten i ekonomin till en viss dämpning av importen, som väntas öka med ca 6 procent.

---

**Nettoexportens bidrag till BNP-tillväxten bedöms bli ungefär oförändrat i år och något lägre 2001 jämfört med föregående inflationsrapport.**

---

Nettoexportens bidrag till BNP-tillväxten bedöms därmed bli oförändrat i år och något lägre 2001 jämfört med föregående inflationsrapport. Bidraget beräknas bli tydligt positivt i år, men väntas därefter successivt minska i takt med att tillväxten försvagas och kronan apprecierar.



## FINANSPOLITIK

De offentliga finanserna har stärkts påtagligt under de senaste åren. Det finansiella sparandet – mätt som skillnaden mellan den offentliga sektorns inkomster och utgifter – har ökat, främst som ett resultat av en nödvändig konsolidering av de offentliga finanserna. Det successivt förbättrade konjunkturläget har också bidragit till den gynnsamma utvecklingen. Under 1998 uppstod för första gången sedan 1990 ett överskott i de offentliga finanserna som ökade ytterligare 1999.

Två mål har varit styrande för finanspolitiken under senare år. Regering och riksdag har fastslagit som centralt budgetpolitiskt mål att överskottet ska motsvara 2 procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel. För åren 2000 och 2001 har målet satts till 2 procent under förutsättning att tillväxten ligger i linje med den bedömning som gjordes i vårpropositionen 1997. I höstens budgetproposition konstaterades att tillväxten visserligen såg ut att bli starkare men att avvikelserna inte bedömdes vara tillräckligt stora för att motivera en förändring av målen. Mycket tyder nu på att tillväxten under dessa år blir betydligt starkare än finansdepartementets tidigare bedömningar. Riksbanken gör bedömningen att det årliga offentliga överskottet kommer att fortsätta att förbättras och närma sig 3 procent av BNP mot slutet av prognosperioden, men att detta överskott i huvudsak är ett resultat av konjunkturella faktorer (se diagram 29).

---

**Det årliga offentliga överskottet kommer att fortsätta att förbättras.**

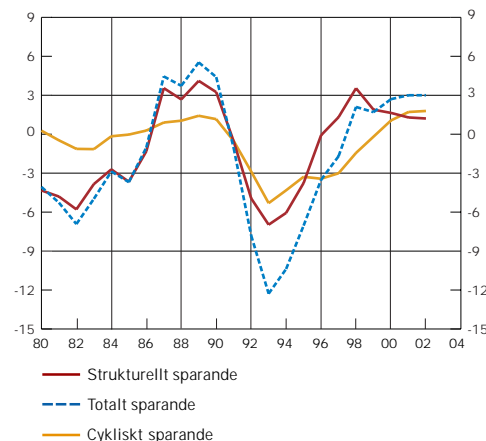
---

Det andra målet för finanspolitiken har varit ett utgiftstak för statens totala utgifter, exklusive skuldräntor. Också detta mål har hållits även om marginalerna generellt varit små. För innevarande år och nästa år anses utgiftstaken vara bindande, vilket i praktiken även torde gälla 2002 då ökade sjukförsäkringskostnader i stort sett beräknas motsvara den budgeteringsmarginal som finns. Därmed finns det sannolikt inte något utrymme för ökade statsutgifter under perioden fram till och med 2002.

Förändringar i politiken som påverkar t.ex. hushållens disponibla inkomster eller den offentliga verksamhetens omfattning får effekter på den allmänna efterfrågan och sannolikt även på Riksbankens inflationsbedömning.

Synen på den offentliga konsumtionen har inte ändrats sedan föregående inflationsrapport även om utfallet för 1999 blev något starkare än vad som tidigare antagits. Utgifterna för offentlig konsumtion väntas stiga i reala termer, men fortsätta att falla som andel av BNP. Offentlig konsumtion väntas växa med ca 1,4 procent både 2000 och 2001. Inte heller när det gäller finanspolitikens samlade effekter på hushållens inkomster har synen ändrats. De antaganden som ligger till grund för Riksbankens analys är i allt väsentligt desamma som görs i budgetpropositionen från hösten 1999.

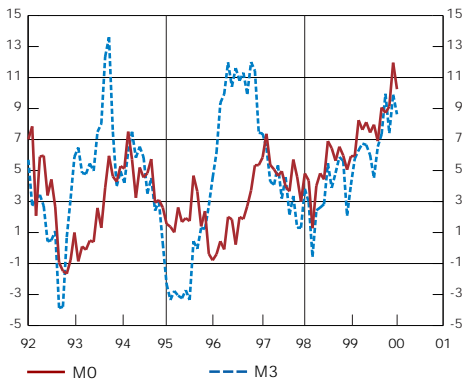
Diagram 29. Den konsoliderade offentliga sektorns finansiella sparande, uppdelat i cyklisk och strukturell komponent. Procent av BNP



Anm. Siffrorna 2000-2002 avser Riksbankens prognos. Det strukturella sparandet är beräknat som skillnaden mellan det faktiska och konjunkturella (cykliska) finansiella sparandet i den konsoliderade offentliga sektorn. Det konjunkturella sparandet är i sin tur beräknat med utgångspunkt från Riksbankens skattningar av produktionsgapet (se diagram 39).

Källa: Riksbanken.

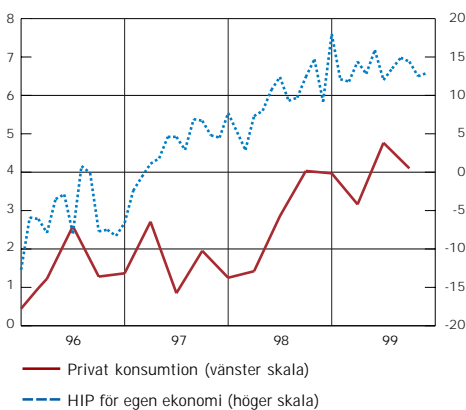
Diagram 30. Penningmängd.  
Årlig procentuell förändring



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

Källa: Riksbanken.

Diagram 31. Hushållens konsumtionsutgifter samt hushållens förväntningar om den egna ekonomin.  
Årlig procentuell förändring respektive netttotal



Källa: SCB.

Hushållens konsumtionsutgifter ökade enligt nationalräkenskaperna med 4,1 procent under 1999 jämfört med föregående år, vilket var starkare än vad som tidigare antagits och den starkaste tillväxttakten under ett enskilt år sedan 1987. Det var främst inköp av varaktiga varor som bidrog till den starka utvecklingen. Enbart bilförsäljningen svarade för ca 1 procentenhet av konsumtionstillväxten under året.

En rad gynnsamma faktorer har under de senaste åren bidragit till den starka konsumtionsutvecklingen. Reallöner och sysselsättning har ökat samtidigt som finanspolitiken har lagts om i en mindre kontraktiv riktning. Hushållens disponibelinkomster har därmed ökat förhållandevis kraftigt under de gångna två åren och förväntas även i år och 2001 utvecklas starkt.

Till detta kommer att aktie- och fastighetspriser också stigit mycket snabbt under senare år, vilket har bidragit till en betydande förmögenhetsuppbyggnad i hushållssektorn (se fördjupningsrutan "Hushållens förmögenhetsutveckling och privat konsumtion"). Denna förmögenhetsuppgång bedöms ytterligare stimulera den privata konsumtionen under de närmaste åren.

I USA har förstärkningen av produktivitetstillväxten under senare år setts som ett tecken på en mer trendmässig uppgång i arbetsproduktiviteten och på att den amerikanska ekonomins potentiella tillväxtförmåga har ökat. Detta har sannolikt bidragit till uthålligheten i tillgångsprisernas uppgång och förmögenhetsuppbyggnaden. Till detta kommer att en högre arbetsproduktivitet har skapat utrymme för en bättre framtida löneutveckling.

Hur stora växlar som för svensk del kan dras från den amerikanska utvecklingen kan diskuteras. Otänkbart är det dock inte att hushållens konsumtion stimuleras mer än tidigare väntat av tillgångsprisernas uppgång, särskilt som hushållen nu har en större andel av sitt sparande placerat på aktiemarknaden.

En bättre inkomst- och förmögenhetsutveckling tillsammans med förbättrade villkor på arbetsmarknaden har bidragit till en mycket stark framtidsoptimism bland hushållen. SCB:s intervjuundersökningar över svenska hushålls syn på den egna ekonomin har under ett drygt års tid legat på en stabil och historiskt sett mycket hög nivå (se diagram 31).

Det mycket gynnsamma stämningläget i hushållssektorn är också en viktig bakomliggande faktor till att sparandets andel av den disponibla inkomsten har fallit. Svenska kreditinstituts utlåning till hushållen ökade i januari med 9,4 procent på årsbasis (se diagram 32). Den starka ökningstakten i kreditefterfrågan kan ses som ytterligare en indikation på hushållens optimistiska framtidsförväntningar. Bruttoskuldens andel av disponibelinkomsten har vuxit sedan 1996 men är fortfarande avsevärt lägre än under slutet av 1980-talet.

Ytterligare en indikator som talar för en fortsatt stark konsumtion är det snäva penningmängdsaggregatet M0 som fortsatte att öka kraftigt i början av året (se diagram 30).

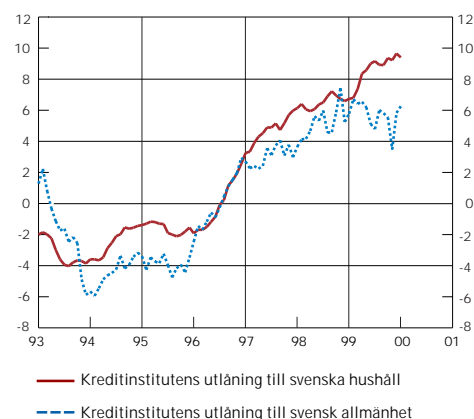
Den privata konsumtionsuppgången har också gynnats av ett relativt lågt ränteläge. Att ränteläget nu är något mindre expansivt än i föregående inflationsrapport bör dock – allt annat lika – få en viss dämpande effekt på konsumtionsutvecklingen.

En stor del av konsumtionstillväxten under de gångna åren har bestått av investeringar i varaktiga varor, i synnerhet bilar (se diagram 33). Detta följde på flera år av låga försäljningsvolymerna för denna typ av varor. En del av konsumtionsuppgången har alltså bestått av en naturlig förnyelse av hushållens stock av kapitalvaror. Ökningen av försäljningen av bilar, liksom av andra varaktiga varor, väntas fortsätta men i avtagande takt särskilt mot slutet av prognosperioden.

**Konsumtionsutvecklingen bedöms bli starkare än tidigare antagits. En viss avmattning i efterfrågan på varaktiga varor väntas dock dämpa konsumtionstillväxten något mot slutet av prognosperioden.**

Sammantaget bedöms konsumtionsutvecklingen under prognosperioden bli starkare än vad som tidigare antagits. Hushållens konsumtionsutgifter väntas öka med 4,1 procent 2000, 3,6 procent 2001 och 3,1 procent 2002.

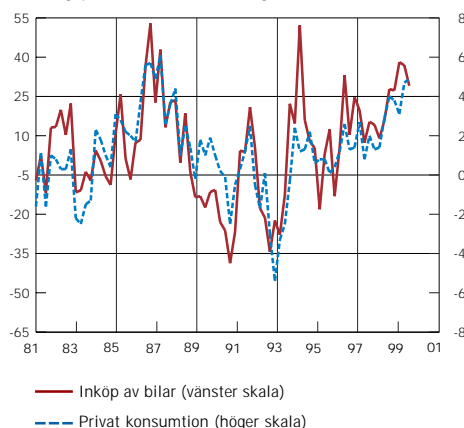
Diagram 32. Kreditutveckling  
Årlig procentuell förändring



Anm. Svensk allmänhet definieras som hushåll, företag och kommuner. Statistiken inkluderar bankens återköpsavtal (repor) med allmänheten från och med januari 1995. Kreditinstitutens definieras som banker, bostadsinstitut och övriga kreditmarknadsföretag. Bostadsinstitutets utlåning har justerats för överföringen av statliga bostadslån till bostadsinstituten i juli 1995.

Källa: Riksbanken.

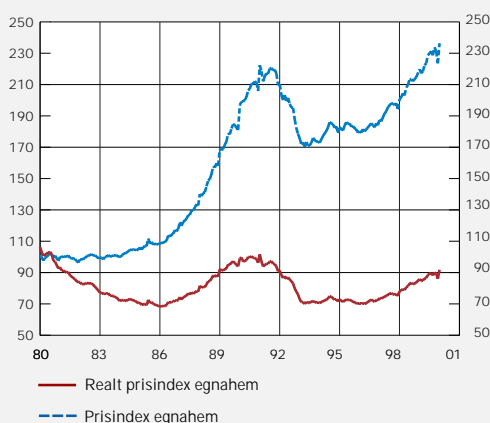
Diagram 33. Hushållens totala konsumtionsutgifter samt inköp av bilar i 1995 års priser. Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

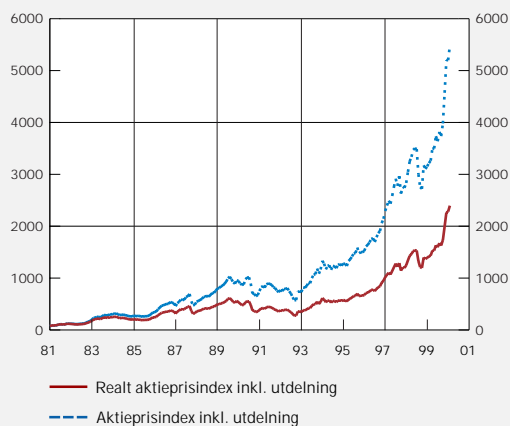
## HUSHÅLLENS FÖRMÖGENHETSUTVECKLING OCH PRIVAT KONSUMTION

Diagram R5. Prisindex egnahem, realt och nominellt.  
Index 1980=100



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram R6. Aktieprisindex inkl. utdelning, realt och nominellt.  
Index 1981=100



Källor: Findata och SCB.

Utvecklingen av privat konsumtion bestäms i hög grad av hushållens samlade resurser under deras livstid, dvs. den faktiska och förväntade inkomstutvecklingen. Den förväntade inkomstutvecklingen avspeglas i sin tur i priserna på olika sorters tillgångar, vilka tillsammans utgör hushållens förmögenhet. Den mätbara delen av denna förmögenhet består huvudsakligen av egnahem och aktier. Priserna på dessa tillgångar har stigit betydligt under de senaste åren i både nominella och reala termer (se diagram R5 och R6).

I nominella termer ligger fastighetspriserna högre idag än de gjorde vid toppen av fastighetsprisbubblan i början av 1990-talet. Räknat i reala termer har de dock ännu inte nått upp till denna nivå. En person som 1981 investerat sina pengar i en väldiversifierad aktieportfölj, och återinvesterat alla utdelningar sedan dess, har under en 20-årsperiod fått se sin förmögenhet växa i reala termer till ett värde som är 20 gånger större än den ursprungliga investeringen. Det mest anmärkningsvärda är emellertid att en inte obetydlig andel av denna tillväxt är att hänföra enbart till sista kvartalet 1999.

Som framgår av tabell R4 uppgick hushållens förmögenhetsvärde av små- och fritidshus vid årsskiftet till 1566 miljarder kronor medan aktiernas värde uppgick till 594 miljarder.<sup>17</sup> Under 1999 har värdet på små- och fritidshus stigit med 7,5 procent medan aktievärdet har stigit med 63 procent. En viktig frågeställning är hur denna förmögenhetsuppbyggnad hos hushållen har påverkat och kommer att påverka den privata konsumtionen framöver.

Hushållen agerar enligt den s.k. livscykelhypotesen framåtblickande. Deras konsumtion påverkas främst av nuvärdet av förväntade framtida inkomster, såväl arbetsinkomster som kapitalinkomster.

Åtskilliga empiriska undersökningar visar att livscykelhypotesen är en god approximation av hur hushållen faktiskt beter sig, även om det förekommer avvikande studier. Ett problem med de empiriska beräkningarna är dock att det inte finns något bra mått

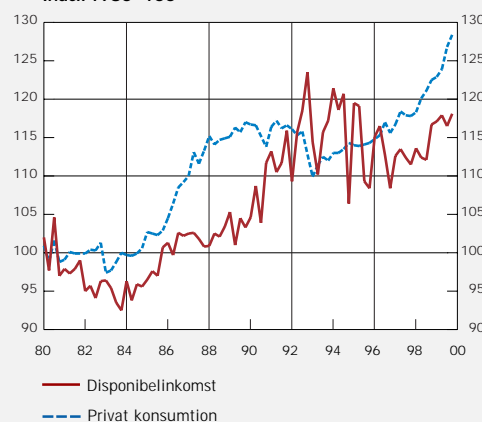
17. Dessutom består största delen av posten fondandelar, och en inte oväsentlig andel av försäkrings- och pensionssparandet, i tabell R4 av placeringar i aktier.

på hushållens förmögenhet. Detta gäller särskilt den del av förmögenheten som består av diskonterade framtida arbetsinkomster, det s.k. humankapitalet, men även det reala kapitalet är svårt att beräkna. Resultaten från skattade konsumtionsfunktioner kan därför vara svåra att tolka vad gäller förmögenhetseffekter. Vi kan ändå utgå från att förmögenhetsförändringar till viss del kommer att slå igenom i hushållens konsumtionsutgifter. Empiriska undersökningar som gjorts på Riksbanken visar att omkring 2 procent av en förändring i hushållens reala nettoförmögenhet kommer att slå igenom i konsumtionen på kort sikt. Blir förmögenhetsförändringen bestående ökar effekten på 2-3 års sikt med ytterligare 1-2 procentenheter.

Under 1999 ökade den privata konsumtionen med 4,1 procent (se diagram R7), vilket är en historiskt sett mycket hög ökningstakt (under de senaste 40 åren har konsumtionen ökat med i genomsnitt 2 procent per år). En del av denna starka ökning kan säkerligen förklaras av den under året ovanligt stora ökningen i tillgångspriserna (se diagram R8). Den resulterade i att hushållens nettoförmögenhet under 1999 ökade med ca 500 miljarder kronor. 2 procent av denna värdeökning motsvarar ca 10 miljarder kronor, vilket i sin tur motsvarar ett bidrag på ca 1 procentenhet till hushållens konsumtionsutgifter. Om konsumtionselasticiteten är större för finansiell förmögenhet än för nettohusstocken, vilket en studie av Johnsson och Kaplan (1999) tyder på<sup>18</sup>, skulle effekten på konsumtionen dessutom bli något större än enligt våra beräkningar ovan, eftersom den ojämförligt största ökningen har skett i den finansiella förmögenheten.

Konsumtionen kan också påverkas den finansiella acceleratorn. Denna innebär att det blir lättare för hushållen att låna när tillgångspriserna stiger, eftersom värdet på de tillgångar de lämnar som säkerhet för lån ökar. Både bankernas och finansbolagens utlåning till hushållen har ökat under senare tid. Detta tyder på att hushållen konsumerar en hel del av sin realiserade förmögenhet via konsumtionskrediter.

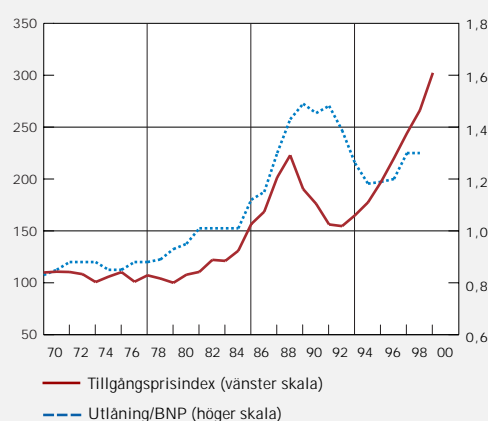
Diagram R7. Privat konsumtion och disponibelinkomst.  
Index 1980=100



Anm. Serierna är säsongrensade.

Källa: SCB.

Diagram R8. Utlåning som andel av BNP och reala tillgångspriser.  
Andel av BNP samt index: 1980=100



Anm. Utlåningen avser utlåning till svensk allmänhet (hushåll, företag och kommuner) i relation till BNP. Tillgångsprisindex är ett vägt genomsnitt av aktiepriser, småhuspriser och priser på kommersiella fastigheter. Data till och med 1997 är framtagna av BIS. För 1998 och 1999 har Riksbanken gjort en framskrivning av dessa tidsserier.

Källor: Bank for International Settlement och Riksbanken.

18. Se Helena Johnsson och Peter Kaplan, "An Econometric Study of Private Consumption Expenditure in Sweden," Konjunkturinstitutets Working Paper No. 70, 1999. De beräknar de långsiktiga marginella konsumtionsbenägenheterna av förändringar i finansiell förmögenhet och nettohusstocken till 0,16 respektive 0,04 samt att två femtedelar av anpassningen mot jämvikt sker under det första året.

Tabell R4. Hushållens förmögenhet, ställning miljarder kronor.

	98-12-31	99-12-31	Förändring, %
Små- och fritidshus	1456	1566	7,5
Bank och sedlar	492	503	2,2
Obligationer	154	138	-10,4
Aktier	364	594	63,1
Fondandelar	362	517	42,8
Lån till finanssektorn	3	4	33,0
Frivilligt försäkringssparande	548	608	10,9
Kollektivt pensionssparande	203	234	15,2
Bruttoförmögenhet	3582	4164	16,2
Skulder	945	1026	8,5
Nettoförmögenhet	2637	3138	19,0

Anm. De finansiella variablerna från 99-12-31 är hämtade från SCB:s sparbarometer. Små och fritidshus-värdena bygger på beräkningar gjorda på Riksbanken.

Källa: SCB.

## FASTA BRUTTOINVESTERINGAR OCH LAGER

Investeringsutvecklingen under 1999 var något starkare än vad som förutsattes i föregående inflationsrapport. Den kraftigaste uppgången noterades för bostadsinvesteringar och investeringar i övrigt näringsliv, men även offentliga investeringar ökade. Däremot var industrins investeringsvolym i det närmaste oförändrad från året innan.

Förutsättningarna för en stark investeringsutveckling under åren 2000 till 2002 är fortsatt goda även om marknadsräntorna under perioden väntas bli något högre än i föregående inflationsrapport.

**Investeringsutvecklingen bedöms bli fortsatt god.**

Den starkare tillväxten, framförallt i inhemsk efterfrågan, bedöms medföra krympande ledig produktionskapacitet i flera branscher och därmed öka behovet av nyinvesteringar i maskiner och byggnader (se diagram 34). Även den starka tillväxttrenden på aktiemarknaden förväntas få vissa gynnsamma effekter på investeringsutvecklingen. Riksbankens reporäntehöjning på 0,5 procentenheter väntas dock – allt annat lika – få en viss dämpande effekt på investeringstillväxten framöver.

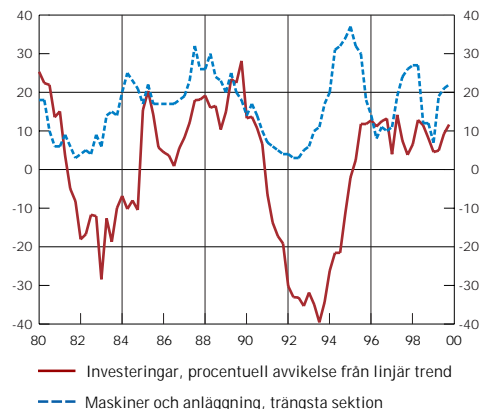
Enligt SCB:s investeringsenkät från februari i år, väntas *industriinvesteringarna* vara oförändrade under 2000 jämfört med 1999. Det finns dock en del tecken som talar för en tämligen stark utveckling av investeringsverksamheten inom industrin. Industrikonjunkturen har återhämtat sig snabbt, efter en kortvarig svacka under fjolåret. De senaste barometerundersökningarna visar att industriföretagens optimism är stor i ett historiskt perspektiv. Andelen företag med tillgången på maskiner och anläggningar som trängsta sektion var också relativt hög enligt Konjunkturinstitutets decemberbarometer (se diagram 34). Sammantaget talar detta för en god utveckling av industriinvesteringarna i år och under resten av prognosperioden.

*Investeringarna i övrigt näringsliv*, som ökade kraftigt under 1999, väntas fortsätta att öka i god takt, även om en viss avmattning förefaller trolig mot slutet av prognosperioden.

*Bostadsinvesteringarna* har börjat återhämta sig. Enligt nationalräkenskaperna ökade bostadsinvesteringarna med ca 19 procent under 1999. Återhämtningen bedöms fortsätta ett flertal år framöver och därmed ge ett betydande bidrag till tillväxten. Tillgången på arbetskraft och mark kan bli begränsande faktorer, men någon generell brist på byggnadsarbetare syns inte i dagsläget, även om det kan finnas skäl för en viss oro för personalförsörjningen både regionalt och i ett längre perspektiv.

Sammantaget väntas bruttoinvesteringarna öka med 8 procent 2000, knappt 7 procent 2001 och drygt 5,5 procent 2002. Detta innebär att prognosen för bruttoinvesteringarna 2000 och 2001 totalt sett är något starkare än i föregående inflationsrapport.

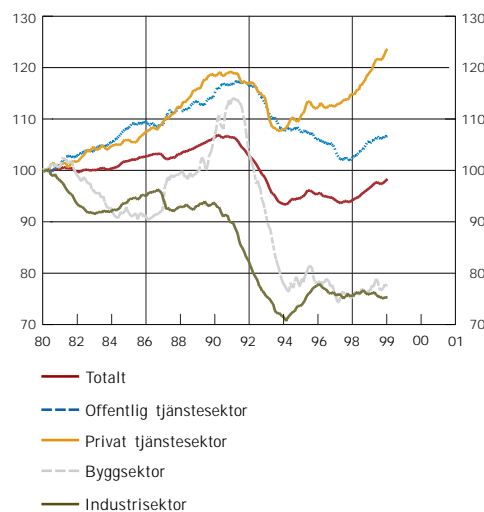
Diagram 34. Industrins fasta bruttoinvesteringar samt andel företag med maskin- och anläggningskapaciteten som trängsta sektion. Procent



Anm. Investeringsserien i 1995 års priser enligt SNA93 har länkats samman med den äldre serien i 1991 års priser. Serien är säsongrensad samt rensad för trend.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 35. Antal sysselsatta personer. Index: tredje kvartalet 1980=100

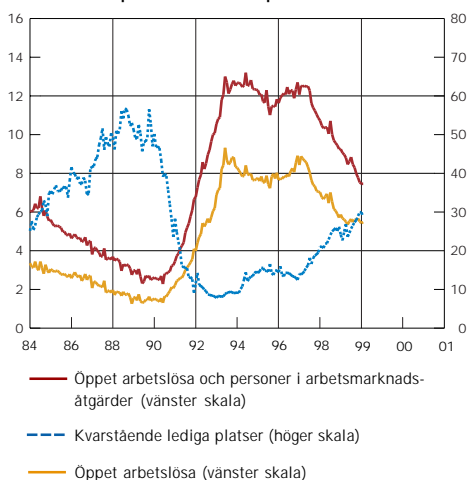


Anm. Serierna är säsongrensade och uttryckta som tre månaders glidande medeltal.

Källa: SCB.



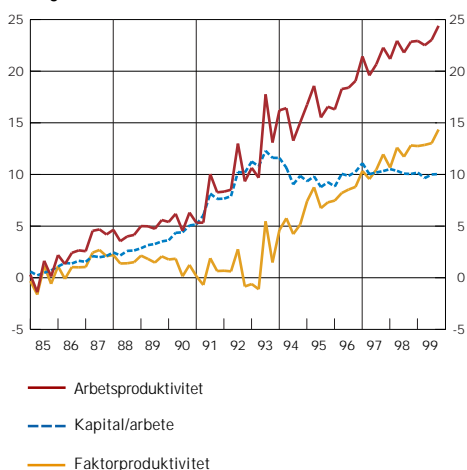
Diagram 36. Arbetslöshet och vakanser.  
Procent respektive 1000-tal platser



Anm. Serierna är säsongrensade.

Källor: AMS och SCB.

Diagram 37. Arbetsproduktivitet i näringslivet  
1985-1999, fördelad på kvoten av kapital  
och arbete och total faktorproduktivitet.  
Logaritmenat index, 1984=0



Anm. Uppdelningen på arbetsproduktiviteten bygger på en produktionsfunktion av s.k. Cobb-Douglas-typ med konstant skalavkastning. Löneandelen av BNP har satts lika med 0,6.

Källor: SCB och Riksbanken.

Såväl högre räntor som svagare tillväxt bidrar till en viss dämpning av ökningstakten i bruttoinvesteringarna under 2002.

Lagerförändringarnas bidrag till BNP-tillväxten uppgick till -0,5 procentenheter under 1999. Barometerdata visar att industriföretagens nulägesomdöme om färdigvarulagren förskjutits i negativ, dvs. för företagen normalt gynnsam, riktning. De barometerfrågor som speglar de absoluta förändringarna i lagerstockarna indikerar dock små förändringar. För parti- och detaljhandeln visar konjunkturbarometern exempelvis obetydliga förändringar.

Liksom i föregående inflationsrapport bedöms lagerförändringarna ge ett visst negativt bidrag till BNP-tillväxten under 2000. Därefter antas lagerförändringarna ge neutrala bidrag.

#### SYSSELSÄTTNING OCH PRODUKTIVITET

Under 1999 ökade antalet sysselsatta med 2,2 procent, eller ca 90 000 personer, vilket är den största sysselsättningsökning under ett enskilt år som uppmäts på 30 år. Sysselsättningsexpansionen skedde huvudsakligen inom den privata och den offentliga tjänstesektorn. Såväl industrisektorn som byggsektorn hade en svag sysselsättningsstillväxt under 1999 (se diagram 35).

Sysselsättningen bedöms öka något snabbare än vad som tidigare antagits.

Sysselsättningen väntas fortsätta stiga under hela prognosperioden. I år väntas effekterna på sysselsättningen av den starka konjunkturspridningen sprida sig till flera sektorer, även om en viss avmattning inom den privata tjänstesektorn är att vänta.

Den stigande industriproduktionen väntas bidra till att antalet sysselsatta inom denna sektor åter börjar öka, även om en god produktivitet utveckling bedöms begränsa uppgången något. Med en starkare industrikonjunktur väntas efterfrågan på arbetskraft öka även inom de industrirelaterade delarna av tjänstesektorn och sysselsättningsexpansionen inom den privata tjänstesektorn bedöms därmed komma att breddas. Även sysselsättningen inom byggsektorn väntas bli något högre under 2000 än under 1999. De fortsatt starka byggnadsinvesteringarna och i synnerhet det ökade byggandet av bostäder bedöms vara faktorer som talar för detta.

Risken för arbetskraftsbrist är som störst inom yrkesområden som kräver högutbildad arbetskraft. Arbetslösheten bland högutbildade har snabbt minskat till omkring 3 procent, medan arbetslösheten för lågutbildade fortfarande överstiger 6 procent. Detta indikerar att det finns vissa "matchningsproblem" på arbetsmarknaden, som kan utgöra en risk för den fortsatta sysselsättningsexpansionen.

Sammantaget väntas sysselsättningen öka med nästan 200 000 personer under de närmaste tre åren. Det starka konjunkturläget bidrar även till att arbetskraften ökar, vilket har en återhållande effekt på minskningen av arbetslösheten. Arbetslösheten bedöms dock



dämpas av att antalet personer i arbetsmarknadspolitiska åtgärder ökar till följd av regeringens ambitioner att nå 4 procents öppen arbetslöshet mot slutet av 2000. Den öppna arbetslösheten beräknas komma att uppgå till 4,5 procent 2000, 3,9 procent 2001 och 3,7 procent 2002.

Även om arbetsproduktiviteten utvecklades förhållandevis starkt under andra halvan av 1999 var utvecklingen totalt sett relativt svag under fjolåret. Arbetsproduktiviteten kan under vissa förutsättningar delas upp i kapitalintensitet och total faktorproduktivitet. Den förra speglar produktivitetseffekter av förändringar i den relativa användningen av kapital och arbetskraft medan den senare brukar beskrivas som en underliggande teknologisk faktor (se diagram 37).

Den totalt sett relativt svaga produktivitetstillväxten under 1999 bedöms i huvudsak bero på tillfälliga faktorer. Produktivitetstillväxten bedöms därför bli högre under prognosperioden.

Den totalt sett relativt svaga utvecklingen under 1999 kan i viss mån förklaras av den kraftiga sysselsättningsökningen i tjänstesektorn där produktivitetstillväxten normalt är lägre än exempelvis i industrin (se diagram 38). Mycket tyder på att nedgången i första hand är ett tillfälligt fenomen. Omfattande nyanställningar kan exempelvis ha en återhållande effekt på produktiviteten på grund av upplärningskostnader.

Under prognosperioden väntas sysselsättningsökningen avta något och samtidigt bli jämnare fördelad mellan sektorerna. Tillväxten i den totala faktorproduktiviteten, dvs. den tekniskt betingade produktivitetstillväxten, har enligt den enkla beräkningen i diagram 37 trendmässigt stigit sedan 1993. Även om det är vanskligt att dra alltför långtgående slutsatser på basis av beräkningar av denna typ, skulle det kunna vara tecken på en viss förstärkning av den svenska ekonomins potentiella tillväxtförmåga. Den starka investeringsutvecklingen väntas under prognosperioden gynna produktivitetstillväxten både genom att kapitalintensiteten stiger och genom en snabbare introduktion av ny teknik. Tillväxten i arbetsproduktivitet väntas därför successivt stiga i år och nästa år. Mot slutet av prognosperioden väntas produktivitetstillväxten åter mattas något av cykliska skäl, bl.a. till följd av ett mer ansträngt kapacitetsläge.

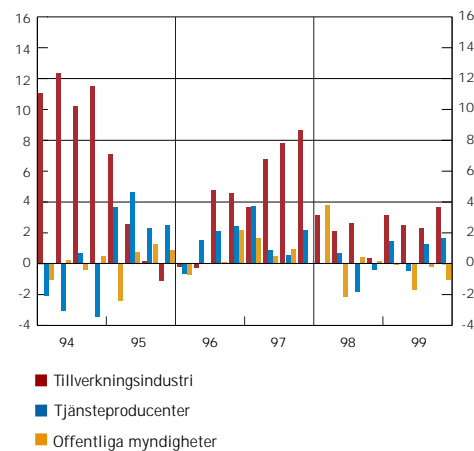
Produktivitetstillväxten beräknas bli 1,7 procent 2000, 2,1 procent 2001 och 1,5 procent 2002. Denna bedömning innebär en något högre produktivitetstillväxt under prognosperioden jämfört med föregående inflationsrapport (se tabell 5).

Tabell 5. Arbetsmarknadsprognos i huvudscenariot.  
Procentuell förändring, procent

	1999	2000	2001	2002
Timlön	3,3	4,0	4,3	4,3
Arbetsproduktivitet	1,0	1,7	2,1	1,5
Enhetsarbetskraftskostnad	2,3	2,3	2,2	2,8
Arbetade timmar	2,7	2,4	1,4	1,1
Öppen arbetslöshet	5,6	4,5	3,9	3,7

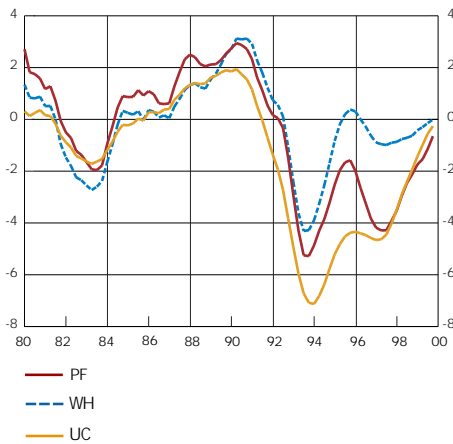
Källa: Riksbanken.

Diagram 38. Produktivitetstillväxt i olika sektorer.  
Årlig procentuell förändring



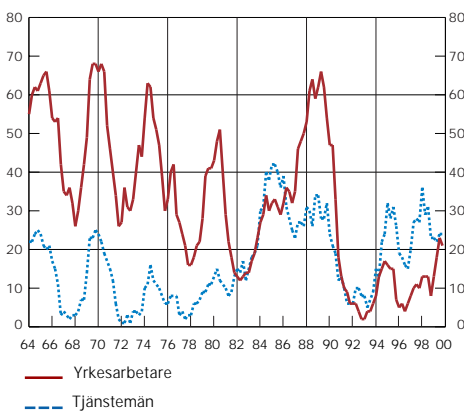
Källa: SCB.

## RESURSENTNYTTJANDET

Diagram 39. Produktionsgap.  
Procent

Anm. Serierna är uttryckta som fyra kvartals glidande medeltal. WH är det s.k. Whittaker-Henderson – eller Hodrick-Prescott-filtret. Filtret baseras på Riksbankens prognos för BNP-tillväxten 2000-2002. UC är den s.k. Unobserved Components-metoden. PF är produktionsfunktionsansatsen.

Källor: Riksbanken och SCB.

Diagram 40. Bristtal för yrkesarbetare och tekniska tjänstemän inom tillverkningsindustrin.  
Procent

Källa: Konjunkturinstitutet.

Resursutnyttjandet i ekonomin är centralt för att bedöma inflationens utveckling. Ett mått bland flera på det totala resursutnyttjandet i ekonomin är det s.k. produktionsgapet, som avser att mäta skillnaden mellan ekonomins faktiska produktion och den potentiella produktionen. Eftersom ekonomins potentiella produktionsnivå inte kan observeras måste produktionsgapet skattas indirekt med hjälp av ekonometriska metoder. De mått som erhålls är osäkra.

De olika skattningar av produktionsgapet som Riksbanken gjort tyder på att det var knappt -1 procentenhet i genomsnitt under 1999 (se figur 39).

En bedömning av tillgänglig kapacitet i ekonomin kan också göras med ledning av information om kapacitetsutnyttjandet, bristtal etc. i olika delar av ekonomin. Inom tillverkningsindustrin föll kapacitetsutnyttjandet tillbaka från 85 procent i september till 83 procent i december enligt konjunkturbarometern. Också bristtalet för yrkesarbetare, som ökade tämligen starkt under de tre första kvartalen 1999, minskade något i december. Samtidigt var bristtalet för tekniska tjänstemän oförändrat från föregående barometer (se diagram 40). Andelen företag med maskin- och anläggningsskapaciteten som trängsta sektion ökade marginellt medan andelen företag med tillgången på arbetskraft som trängsta sektion minskade. Andelen företag med "andra faktorer" som trängsta sektion uppgick till 7 procent, vilket är relativt högt. Det var särskilt teleproduktindustrin som redovisade en hög andel, och förklaringen kan ha varit tillfälliga problem i samband med produktionsomställningar, modellbyten, m m. Sammantaget måste kapacitetsutnyttjandet i industrin betraktas som måttligt och förändringarna under fjärde kvartalet 1999 får anses ha varit obetydliga.<sup>19</sup>

I byggnadsindustrin uppgav sammanlagt 85 procent av företagen att det inte fanns någon kapacitetsbrist. Andelen byggföretag som uppgav att brist på arbetskraft begränsade produktionen uppgick till 8 procent i december. Detta tyder på att det fortfarande finns gott om lediga resurser i byggnadsindustrin i landet som helhet.

**Sammantaget görs bedömningen att viss kapacitetsbrist kan komma att uppstå under prognosperioden.**

I tjänstesektorerna, där det främst är tillgången på arbetskraft som begränsar kapaciteten, är bristen på personal med branschkompetens fortfarande betydande. I branschen datakonsulter och dataservice har kapacitetsutnyttjandet dock minskat märkbart liksom orderstocksomdömet. Trots detta har bristen på personal med branschkompetens ökat från september till december. Omkring 80 procent av företagen i branschen uppgav brist på

19. Kapacitetsutnyttjandets betydelse för inflationsutvecklingen diskuteras bl.a. i fördjupningsrutan "Produktionsgapet, kapacitetsutnyttjandet och inflationsutvecklingen" i Inflationsrapport 1999:3.

sådan personal i december. Att bristen på personal ökar samtidigt som kapacitetsutnyttjandet minskar beror förmodligen på att nedgången i kapacitetsutnyttjandet är tillfällig, bl.a. till följd av millennieskiftet.

Bilden av resursutnyttjandet i ekonomin är alltså inte helt entydig. Beräkningarna av det s.k. produktionsgapet tyder på att ekonomins lediga kapacitet snabbt minskar; gapet sluts med de antaganden som gjorts under innevarande år. Informationen från enkäter etc. antyder samtidigt att det finns en hel del ledig kapacitet kvar i ekonomin. Sammantaget görs bedömningen att den förhållandevis snabba tillväxttakten i den samlade efterfrågan successivt kommer att ta ekonomins lediga resurser i anspråk. Efterhand kan kapacitetsrestriktioner börja göra sig gällande och påverka prisutvecklingen. Den totalt sett något högre tillväxtprognosen innebär att de lediga resurser som nu finns i ekonomin borde minska något snabbare än vad som tidigare antagits. Samtidigt motverkas effekten av detta av att produktivitetstillväxten bedöms bli något högre.

#### LÖNER OCH ENHETSARBETSKOSTNADER

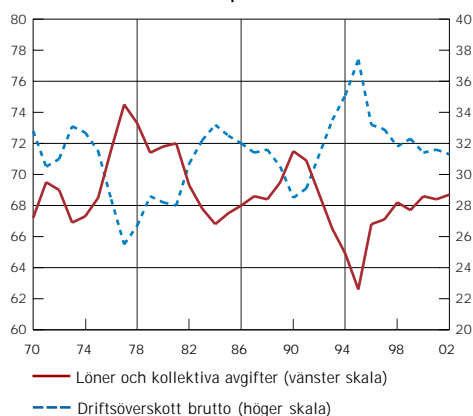
I föregående inflationsrapport antogs att den genomsnittliga timlönen skulle öka med 3,2 procent under 1999. Denna prognos ligger väl i linje med den hittills redovisade lönestatistiken, även om utfallen fortfarande är preliminära.

Prognosen för löneökningstakten de kommande åren har reviderats ned något jämfört med huvudscenariot i föregående rapport. De nominella lönerna väntas nu stiga med i genomsnitt 4,0 procent under 2000 och 4,3 procent under såväl 2001 som 2002.

Under fjolåret ökade lönerna enligt det preliminära utfallet med 3,3 procent. Det stigande resursutnyttjandet talar för en högre löneökningstakt under de kommande åren. Lönerna för stora grupper av löntagare håller dessutom på att omförhandlas i ett läge då konjunkturläget är gynnsamt och efterfrågan på arbetskraft är stark. Höga löneökningar för vissa grupper kan vara motiverade i vissa fall, men samtidigt finns det en risk att detta leder till kompensationskrav från andra grupper på arbetsmarknaden.

Det har dock skett förändringar på arbetsmarknaden som talar för att löneökningarna kan komma att begränsas jämfört med det tidigare svenska mönstret. Nya avtalskonstruktioner, som innebär att lönerna i ökad utsträckning fördelas på lokal nivå, bedöms ge en löneutveckling som bättre motsvarar produktivitetstillväxten. Sådana avtalsformer bedöms även ha minskat risken för kompensationskrav, vilket kan vara en orsak till att de löneavtal som slutits hamnat på en förhållandevis låg nivå. Inflationsförväntningarna hos arbetsmarknadens parter på ett till två års sikt är dessutom fortsatt låga, vilket innebär att den nominella lönen inte behöver öka så mycket för att lönerna ska stiga reall. Därtill har reallöneökningarna under de senaste åren varit höga och överstigit produktivitetstillväxten, vilket också kan tänkas dämpa löneökningarna.

Diagram 41. Driftsöverskott och lönekostnader.  
Andel av BNP till faktorpris



Anm. Serierna baseras på såväl det gamla systemet för nationalräkenskaper (SNA 68) som det nya (ESA 95).

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

Lägre löneökningar och högre produktivitetstillväxt jämfört med föregående prognos innebär att enhetsarbetskraftskostnaderna utvecklas något svagare under 2000 och 2001 än vad som tidigare förutsågs, med 2,2–2,3 procent. Under 2002 antas enhetsarbetskostnaderna öka med 2,8 procent. Enhetsarbetskostnaderna väntas därmed öka snabbare än priserna de kommande åren. Detta medför att vinstandelen i ekonomin som helhet faller, vilket dock är normalt i den konjunkturfas svensk ekonomi befinner sig i (se diagram 41). Nedrevideringen av prognosen för enhetsarbetskostnaderna medför dock att vinstandelen sjunker något långsammare än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport.

Prognosen för den nominella timlönen innebär att reallönerna fortsätter att öka i historiskt sett hög takt och snabbare än produktivitetstillväxten. Detta är inte långsiktigt hållbart. En ytterligare anpassning nedåt av löneökningstakten kommer därför att framtingas under kommande år om inte produktivitetstillväxten blir bättre.<sup>20</sup>

20. En mer utförlig diskussion om löneutvecklingen på lång sikt återfinns i rutan "Lönebildningen och inflationsmålet" i Inflationsrapport 1999:4.

## EFFEKTEN PÅ INFLATIONEN AV EN ARBETSTIDSFÖRKORTNING

Frågan om en förkortning av arbetstiden har länge varit aktuell i den politiska debatten. Ett vanligt förekommande argument för en sådan reform har varit att en förkortad arbetstid innebär en möjlighet att minska arbetslösheten i ekonomin genom att ”dela på jobben”. Ett annat argument som blivit vanligare i debatten under senare tid är att en arbetstidsförkortning kan vara ett sätt att öka den sociala välfärden på bekostnad av den materiella välfärden. En förkortad arbetstid är i detta fall ett alternativt sätt att ta ut produktivitetsvinster i den svenska ekonomin.

Denna ruta kommer emellertid att fokusera på frågeställningen hur en förändring av arbetstiden påverkar inflationen. Utgångspunkten är att en eventuell inflationseffekt endast uppstår under en begränsad tid. Tanken är att en arbetstidsförkortning på lång sikt endast resulterar i en förändring av prisernas *nivå*. I analysen diskuteras effekterna under förutsättning att penningpolitiken är oförändrad.

För att diskutera hur en arbetstidsreform påverkar sysselsättningen kan man utgå från två ytterlighetsfall. I det första kan man tänka sig att timlönen är konstant, dvs. att arbetstagarnas inkomst faller i proportion till den minskade arbetstiden. Om det finns gott om arbetskraft på marknaden kan då arbetsgivaren i princip anställa ny personal utan att de totala personalkostnaderna stiger. Lönekostnaden för arbetskraftsreformen bärs då av de som var anställda innan reformen genomförs, som delar med sig av både arbetstid och inkomster till tidigare arbetslösa. Detta ytterlighetsfall ger den högsta effekten på sysselsättningen.

I det andra ytterlighetsfallet kan man tänka sig att arbetstagarna behåller sin lön trots att de arbetar färre timmar, dvs. arbetsgivarens kostnader stiger i proportion till den minskade arbetstiden. Lönekostnaden för arbetstidsreformen bärs då av arbetsgivarna. Detta fall ger den minsta effekten på sysselsättningen. Effekten kan till och med bli negativ om arbetsgivarna tvingas minska produktionen då lönekostnaderna stiger.

I verkligheten hamnar man sannolikt någonstans mitt emellan de två ytterlighetsfallen, dvs. sysselsättningen kan öka något, men det gör också kostnaderna för arbetskraften.<sup>21,22</sup> Om detta förhållande sedan innebär att inflationen påverkas eller ej beror på flera faktorer.

En faktor av betydelse är *konkurrenssituationen* på produktmarknaden. De företag som själva har möjlighet att påverka sina priser kan vältra över ökade lönekostnader på konsumenterna vilket medför högre inflation.

En annan faktor som spelar roll är utvecklingen av *arbetsproduktiviteten* i samband med en arbetstidsförkortning. Om en arbetstidsförkortning t.ex. resulterar i mer koncentrerad arbetskraft, mindre sjukfrånvaro och minskad olycksfallsfrekvens kan det betyda högre arbetsproduktivitet. Med en högre arbetsproduktivitet blir den direkta sysselsättningsökningen av reformen mindre samtidigt som lönekostnaden per producerad enhet blir lägre. Detta verkar i så fall dämpande på inflationen relativt fallet med oförändrad produktivitet. Motsatsen är emellertid också möjlig, att en arbetstidsförkortning medför en större andel "improduktiv" arbetstid såsom t.ex. förberedelse- och avslutningstider. Ökade nyanställningar kan tillfälligt minska arbetsproduktiviteten eftersom de flesta arbeten kräver en upplärningstid.<sup>23</sup>

En tredje faktor som förtjänar att uppmärksammas är förekomsten av *fasta arbetskraftskostnader* som t.ex. kostnader för utbildning, administration, nyanställning, avgång och löneförmåner. Fasta kostnader kan göra det dyrare för företagen vid en förkortad arbetstid att nyanställa än att ta ut övertid av befintlig personal.

En fjärde faktor av betydelse är hur *utnyttjandet av kapitalstocken* förändras i samband med en arbetstids-

21. Empiriska studier, se t.ex. Holmlund B. (1989), "Wages and Employment in Unionized Economies: Theory and Evidence" i Holmlund B., Löfgren K.-G. och Engström L., *Trade Unions, Employment and Unemployment Duration*, Oxford University Press, ger stöd för att sysselsättningen verkligen ökar vid en arbetsförkortning.
22. Flera makroekonomiska studier, se t.ex. Forslund A. (1994) "Wage Setting at the Firm Level – Insider versus Outsider Forces", *Oxford Economic Papers*, Vol. 46, s 245-261, visar dock på att kortare arbetstid också driver upp timlönen.
23. Empiriska studier visar på olika resultat. Exempelvis har Åberg Y. (1986), *Produktionens och sysselsättningens bestämningsfaktorer i svensk ekonomi. Med särskild betoning på arbetstidens betydelse*, DELFA, Arbetsmarknadsdepartementet, Stockholm, och Skedinger P. (1994), "En ekonometrisk studie av arbetstidsproduktiviteten" i *6 juni Nationaldagen. Betänkande av Nationaldagsutredningen*, SOU 1994:58, funnit en positiv produktivitetseffekt av en arbetstidsförkortning medan Anxo D. och Bigsten A. (1989), "Working Hours and Productivity in Swedish Manufacturing", *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 91, och Holmlund B. (1989) inte funnit någon sådan effekt.

förkortning. I detta sammanhang är det viktigt att skilja mellan begreppen arbetstid och driftstid. Med arbetstid menas den tid då en enskild arbetstagare är i tjänst medan driftstid avser den tid en anläggning är i drift. Om driftstiden ökar i samband med en arbetstidsförkortning kan kapitalstocken användas effektivare vilket i sin tur betyder att kapitalkostnaden per producerad enhet kan minska. Detta innebär i sin tur att en potentiell inflationseffekt kan dämpas. En arbetstidsförkortning kan lika väl innebära att driftstiden minskar, vilket betyder minskad produktion för företagen och ökade kapitalkostnader per producerad enhet. I den mån ökade produktionskostnader kompenseras med högre priser leder detta till högre inflation.

Det finns ett antal studier som försökt beräkna konsekvenserna av en arbetstidsförkortning genom simuleringar i makroekonomiska modeller.<sup>24</sup> Huvudresultatet i majoriteten av dessa studier är att inflationen kortiktigt stiger i samband med en arbetstidsförkortning. På lång sikt innebär dock arbetstidsförkortningen endast ett skift i *prinsnivån*.

Uppenbarligen är frågan om effekterna på inflationen av en arbetstidsförkortning komplicerad. Varje bedömning förutsätter antaganden om bl.a. hur produktiviteten och graden av lönekompensation utvecklas. Det ska dock till optimistiska bedömningar av utvecklingen av båda dessa faktorer för att inte slutsatsen ska bli att inflationen åtminstone på kort sikt stiger i samband med en arbetstidsförkortning.

24. Se t.ex. van Ginnekin W. (1984), "Employment and the reduction of the work week: A comparison of seven European macro-economic models", *International Labour Review*, Vol. 123, No. 1, s. 35-52, och Donders J. och Manders T. (1997), "Does work-sharing work?", *CPB Report 1997/2*, s. 25-28, Konjunkturinstitutet (1998), *Modellsimuleringar av makroekonomiska effekter vid en arbetstidsförkortning, November 1998*, Stockholm, och Konjunkturinstitutet (2000), *Makroekonomiska effekter av en arbetstidsförkortning, Februari 2000*, Stockholm.



## Priseffekter av avregleringar och handelsliberalisering

Avregleringar av tidigare reglerade marknader och handelsliberalisering påverkar inflationen på såväl kort som på lite längre sikt. Storleken på dessa effekter och tidpunkten för när de slår igenom på konsumentpriserna är dock svårbedömda. I de senaste inflationsrapporterna har diskussionen fokuserats på effekter av avregleringar på el- och telemarknaden och Agenda 2000-reformen för jordbrukssektorn, som sammantaget berör ca 10 procent av hushållens konsumtion. Det finns emellertid även andra sektorer i den svenska ekonomin, där pris- och konkurrensförhållandena uppmärksammas och där eventuella åtgärder kan väntas få effekter på prisutvecklingen framöver. Bygg-, livsmedels-, transport- samt hälso- och sjukvårdsektorn är några exempel. Dessutom bidrar förändringar i marknadsförhållandena, som t.ex. utvidgade marknader för internationellt verksamma företag och nya kommunikations- och distributionskanaler (t.ex. med informationsteknologins hjälp) samt striktare krav på offentlig upphandling, till att öka konkurrensen och därigenom pressen på priserna. Ökad företagskoncentration och EU:s förbud mot parallellimport är dock faktorer som riskerar att få motverkande effekter.

Som väntat har elpriserna fortsatt att falla efter att mätarkravet slopades den 1 november 1999. Under 1999 bidrog fallande elpriser till att dämpa KPI- och UND1X-inflationen med ca 0,2 procentenheter (se diagram 42). Fr.o.m. januari 1999 tillämpar SCB en ny metod som påverkar elprisernas uppmätta säsongmönster och sedan i höstas tas också hänsyn till det utökade antalet aktörer på elmarknaden.<sup>25</sup> Bedömningen av prisutvecklingen framgent försvaras av osäkerhet kring den fasta delen av elpriset och om nätföretagen har möjligheter till ytterligare kostnadsrationaliseringar eller om avgifterna kommer att höjas. Nätföretagens ökade kostnader i samband med avskaffandet av kravet på timmätare har hittills kompenseras av rationaliseringar. Fallande elpriser bedöms i likhet med föregående inflationsrapport dämpa KPI-inflationen med 0,1 procentenheter under 2000.

---

### El- och telepriserna bedöms fortsätta att dämpa inflationen.

---

I början av 1990-talet inleddes en serie avregleringar på telemarknaden i samband med den nya telelagen. En rad nya företag trädde därmed in på marknaden. I september 1999 togs ytterligare ett steg i samband med att konsumenterna gavs möjligheten att fritt välja teleoperatörer. Beslutet om denna reform ledde till att priserna pressades redan innan reformen trädde i kraft.

Det finns tecken på att prispressen på teleprodukter kan bli marginellt större under 2000 än vad som tidigare antagits. Nästa steg i avregleringsprocessen innebär att konsumenterna sannolikt redan under första halvåret i år får samma fria val vad gäller

25. Den första metodförändringen innebär att planmässiga säsongbundna elprisförändringar numera påverkar KPI genom s.k. tidstariffer för villor, vilket inte var fallet under tidigare år. Den andra metodförändringen innebär att fler uppgiftslämnare tillfrågas då elpriset mäts.



accessoperatör som vad gäller teleoperatör, vilket väntas dämpa priserna. Preiseffekterna på sikt är dock svårbedömda. Om det rådande pristaket för abonnemang hävs, vilket föreslagits av Post- och telestyrelsen, kan den prispressande effekten komma att begränsas av att abonnemangsavgifterna stiger till följd av att intäkterna idag sannolikt är lägre än kostnaderna för att driva accessnätet.

Under 1999 bidrog priset på teletjänster med -0,1 procentenheter till inflationen mätt med såväl KPI som UND1X, vilket var i linje med den bedömning som gjordes i föregående inflationsrapport. Till följd av den nya informationen om telemarknaden väntas den prisdämpande effekten under 2000 öka marginellt.

Sedan föregående inflationsrapport har diskussionen om utökad handelsliberalisering drabbats av bakslag. WTO-förhandlingarna bröt samman i december och på kort sikt är det osannolikt att förhandlingarna återupptas. Några kvantifieringar av väntade priseffekter gjordes inte i förra inflationsrapporten. Fortsatt handelsliberalisering kan emellertid ge ökad prispress genom bilaterala handelsavtal samt nya medlemmar i WTO, framförallt Kina som antas bli medlem under 2000.<sup>26</sup>

Den ajournerade handelsrundan medför också att trycket på reformer av EU:s jordbrukspolitik minskar även om genomförandet av EU:s Agenda 2000 står fast. Agendan, som innefattar reformer av subventionspriserna till lantbrukare (den prisnivå som EU garanterar jordbrukarna), innebär en sänkning av interventionspriserna på jordbruksgrödor, mjölk och nötkött. Detta kommer att påverka såväl import- som hemmamarknadspriser på jordbruksvaror. Reformerna berör ett tidigt led i produktionskedjan för livsmedel och effekten i senare led är svår att bedöma. Jordbruksreformen uppskattas dämpa konsumentpriserna med ca 0,4 procentenheter fördelat på ca 10 år.

De sammantagna effekterna av olika avregleringar och handelsliberalisering bedöms dämpa prisutvecklingen med mellan 0,1 och 0,3 procentenheter per år under prognosperioden (se tabell 6).

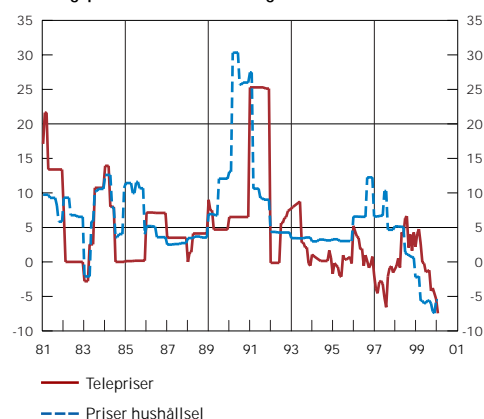
Tabell 6. Effekter av avregleringar.  
Bidrag till KPI, procentenheter

	1999	2000	2001	2002 (mars)
Tandläkartaxor	0,2	0,0	0,0	0,0
Elpriser	-0,2	-0,1	0,0	0,0
Telepriser	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Jordbrukspriser	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Summa bidrag till KPI</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>

Anm. Teleprisernas negativa effekt på KPI-inflationen under 2000 är något större än i föregående inflationsrapport. Till följd av avrundningar framgår detta inte av tabellen.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 42. El- och telepriser.  
Årtlig procentuell förändring



Källa: SCB.

26. Sveriges handel med Kina är visserligen liten, 1,0 procent av importen och 1,8 av exporten, men indirekta effekter kan bidra till prispressen eftersom Kina står för ca 3 procent av världshandeln.

## Effekter av politiska beslut och räntekostnader

Det har inte framkommit några nya förslag om förändringar av indirekta skatter sedan föregående inflationsrapport. Bidraget till inflationen beräknas bli litet under hela prognosperioden. Flera indirekta skatter är indexerade och justeras i januari varje år för prisförändringen under föregående år. Detta bedöms öka KPI-inflationen med knappt 0,1 procentenheter under de kommande två åren. I januari 2000 höjdes dessutom dieselskatten och energiskatten på el samtidigt som en ny skatt på avfall infördes.

Tabell 7. Bidrag till KPI från indirekta skatter, subventioner och räntekostnader.

Procentenheter

	dec 2000	mars 2001	dec 2001	mars 2002
Indirekta skatter och subv.	0,1	0,0	0,0	0,1
Frysning av taxeringsvärden	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Räntekostnader egnahem	0,0	0,0	0,2	0,2
<b>Totalt</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>

Anm. Summa bidrag till KPI utgörs av summan av de olika delkomponenterna. Denna summa är skillnaden mellan KPI och UND1X. Justerat för att UND1X endast utgör drygt 90% av KPI, dvs summa bidrag till KPI=KPI-0,92UND1X.

Källor: SCB och Riksbanken.

Enligt nu gällande förslag ska indexering av fastighetsskatt återinföras 2001. Samtidigt slopas den tillfälliga sänkningen av fastighetsskatten för hyreshus. I föregående inflationsrapport bedömdes att frysningen av taxeringsvärdena skulle fortsätta även 2001. Taxeringsvärdena antas även i denna prognos vara frysta under såväl 2001 som 2002. Emellertid antas att förändringen i fastighetsskatten för flerfamiljshus genomförs enligt planerna.

Räntekostnader för egnahem gav i februari 2000 ett årligt bidrag på -0,2 procentenheter till KPI-inflationen. Bidraget förväntas övergå till att bli positivt inom de kommande två åren. Jämfört med beräkningen i den senaste inflationsrapporten är bidraget högre framförallt under 2000, bl.a. till följd av Riksbankens senaste höjning av reporäntan (se tabell 7).

Förutom effekterna ovan finns ett antal politiska förslag som med stor sannolikhet påverkar priserna och inte exkluderas i UND1X (se tabell 8). I januari 2001 höjs fastighetsskatten för hyreshus vilket, vid full övervältring på hyrorna, ger ett bidrag på motsvarande knappt 0,2 procentenheter till ökningstakten i KPI. För 2001 och 2002 föreslås en maxtaxa för daghemsavgifter, vilket beräknas minska KPI-inflationen med 0,1 procentenheter per år. Bidraget från maxtaxa på daghemsavgifter är dock osäkert i och med att det ännu inte finns något detaljerat förslag om hur taxorna kommer att utformas. Vidare ingår för närvarande inte dagisavgifterna i KPI, utan bedömningen grundar sig på att de kommer att ingå i KPI fr.o.m. 2001.

Tabell 8. Politiska beslut som påverkar UND1X-inflationen.

Procentenheter

	dec 2000	dec 2001	mar 2002
Maxtaxa inom barnomsorg	0,0	-0,1	-0,1
Fastighetsskatt hyreshus	0,0	0,2	0,0
<b>Totalt</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>

Anm. UND1X utgör endast drygt 90% av KPI.

Källa: Riksbanken.

## Inflationsförväntningar

De enkäter som har publicerats sedan föregående inflationsrapport indikerar stigande inflationsförväntningar på kort sikt men i stort sett oförändrade förväntningar på längre sikt. Såväl de kortsiktiga inflationsförväntningarna som de medelfristiga och mer långsiktiga förväntningarna är nu i linje med inflationsmålet. Den stigande profilen som inflationsförväntningarna tidigare har haft har således avtagit (se diagram 43). Skillnaden mellan olika grupperns inflationsförväntningar har också minskat (se tabell 9).

Såväl de kortsiktiga förväntningarna som de medelfristiga och mer långsiktiga inflationsförväntningarna är i linje med inflationsmålet.

Såväl hushållen som industrin och tjänstesektorn har reviderat upp sina förväntningar om inflationen på ett års sikt (se diagram 44).<sup>27</sup> Även i SCB:s undersökning i mars justerade samtliga intervjukategorierna upp sina inflationsförväntningar på ett års sikt från föregående undersökning i november 1999 och de är nu i linje med inflationsmålet. På två och fem års sikt är inflationsförväntningarna förankrade kring 2 procent. Samma slutsats kan dras av Aragons enkät i februari om inflationsförväntningarna bland aktörerna på den svenska räntemarknaderna (se diagram 46).

Tabell 9. Förväntad årsinflation enligt SCB:s undersökning i mars 2000.

### Förändring av KPI, procent

#### Förväntad årsinflation om 1 år

Penningmarknadens aktörer	1,8	(0,3)
Arbetsgivarorganisationer	1,9	(0,3)
Arbetstagarorganisationer	1,9	(0,3)
Inköpschefer handel	1,9	(0,2)
Inköpschefer industri	2,1	(0,1)
Hushåll (HIP, februari)	1,8	(-0,1)
Industriföretag (barometern, december)	1,7	(0,2)
Tjänsteföretag (barometern, december)	1,5	(0,2)

#### Förväntad årsinflation om 2 år

Penningmarknadens aktörer	2,0
Arbetsgivarorganisationer	2,2
Arbetstagarorganisationer	2,2
Inköpschefer handel	2,0
Inköpschefer industri	2,1

#### Förväntad årsinflation om 5 år

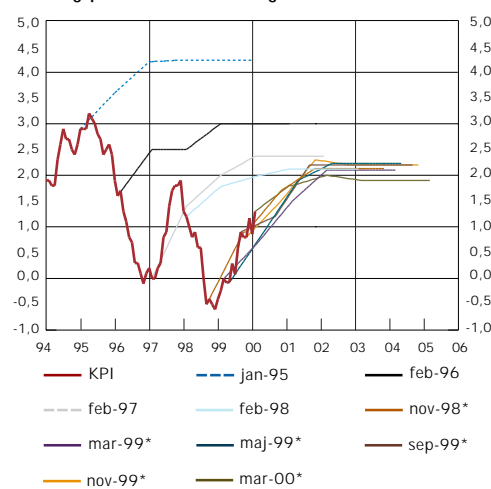
Penningmarknadens aktörer	1,9
Arbetsgivarorganisationer	2,3
Arbetstagarorganisationer	2,3
Inköpschefer handel	2,3
Inköpschefer industri	2,3

Anm. Inom parantes anges förändringen i procentenheter sedan föregående undersökningar. SCB har på uppdrag av Riksbanken förändrat frågeformuleringen inför undersökningen i mars. Detta medför att det inte är meningsfullt att jämföra inflationsförväntningarna på två och fem års sikt i den senaste undersökningen med förväntningarna i novemberundersökningen.

Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

27. Undersökningsmetoden för hushållens inflationsförväntningar skiljer sig ft.o.m januari från den tidigare metoden vilket försvårar en jämförelse med tidigare förväntningar. Den nya metoden användes parallellt med den gamla metoden i november. Enligt den nya metoden låg hushållens förväntningar i november på 1,6 procent vilket var 0,3 procentenheter högre än förväntningarna enligt den gamla metoden. Skillnaden är inte statistiskt säkerställd, men belyser ändå osäkerheten i denna typ av enkäter.

Diagram 43. Inflationsförväntningar hos penningmarknadsaktörer. Årlig procentuell förändring

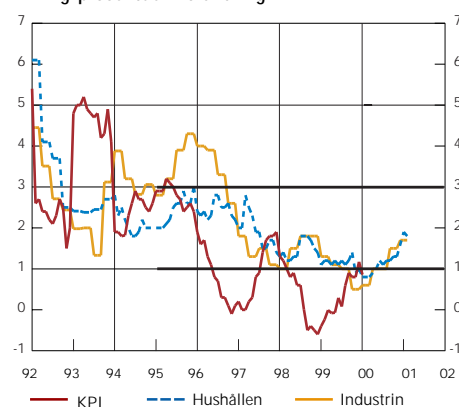


Anm. SCB har på uppdrag av Riksbanken förändrat frågeformuleringen inför undersökningen i mars. Det är därför inte relevant att jämföra nivån på inflationsförväntningarna i mars med nivån på inflationsförväntningarna i tidigare undersökningar, mer än på ett års sikt.

\*Enligt SCB, övriga enligt Prospera Research AB.

Källor: Prospera Research AB och SCB.

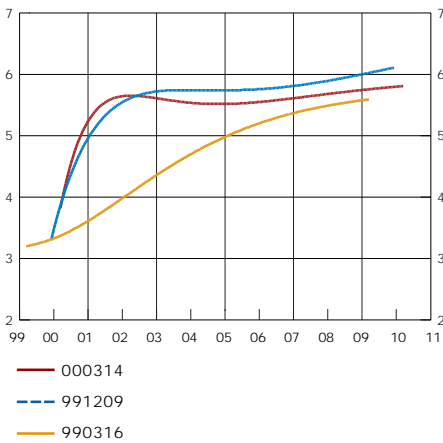
Diagram 44. Faktisk inflation (KPI) samt hushållens och industrins inflationsförväntningar. Årlig procentuell förändring



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

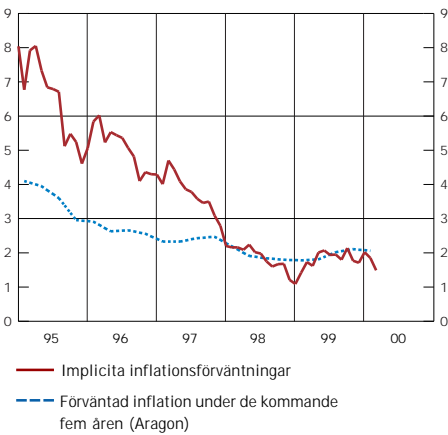
Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 45. Implicita terminsräntor.  
Effektiv årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

Diagram 46. Inflationförväntningar.  
Procent



Anm. Implicita inflationförväntningar är definierade som skillnaden mellan implicita långa (5-15 år) nominella och reala terminsräntor.

Källor: Aragon Fondkommission och Riksbanken.

Inflationförväntningar kan också utläsas ur marknadsräntorna. Tolkningen bör dock göras med stor försiktighet eftersom marknadsräntorna även påverkas av andra faktorer. De medelfristiga terminsräntorna, med likvid om ett till två år, har stigit med upp till 0,5 procentenheter vilket tycks indikera dels något ökade inflationförväntningar, dels förväntningar om en stramare penningpolitik i form av en högre kort realränta på medellång sikt (se diagram 45).

Den förväntade inflationen på lång sikt kan utläsas ur skillnaden mellan långsiktiga nominella och reala terminsräntor. För terminsräntor mellan 5 och 15 år har denna differens sjunkit något sedan föregående inflationsrapport och ligger nu en bit under inflationsmålet på 2 procent (se diagram 46).<sup>28</sup>

*Sammanfattningsvis har en viss uppgång i inflationförväntningarna ägt rum på kort sikt. Samtidigt är de medelfristiga och mer långsiktiga inflationförväntningarna förankrade kring 2 procent.*

28. Enligt vissa bedömare bör förändringar i detta mått på förväntad inflation tolkas med viss försiktighet med motiveringen att likviditeten i marknaden för realränteobligationer är alltför låg för att ge någon säker uppfattning om den framtida förväntade realräntan.

# Inflationsbedömning

*I detta kapitel görs en sammanfattande bedömning av inflationsutsikterna t.o.m. första kvartalet 2002 givet att reporäntan hålls oförändrad på 3,75 procent. Inledningsvis beskrivs grunddragen i det s.k. huvudscenariot, dvs. den utveckling som anses mest sannolik de kommande två åren. Därefter redovisas en bedömning av osäkerheten och riskbilden i inflationsutsikterna.*

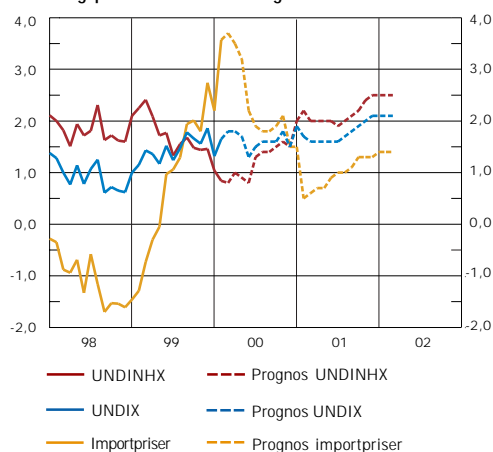
## Inflationsutsikterna i huvudscenariot

Utsikterna för den internationella konjunkturutvecklingen har fortsatt att förbättras sedan föregående inflationsrapport. Det är framförallt den ekonomiska aktiviteten i USA som fortsätter att överraska positivt, men även tillväxten i euroområdet och Storbritannien ser ut att kunna bli högre än vad som tidigare antagits. I USA har konsumentförtroendet nått nya rekordnivåer de senaste månaderna samtidigt som arbetslösheten har fortsatt att sjunka. Den högre tillväxten i OECD-området är också i hög grad ett resultat av en starkare amerikansk utveckling, som drivs av en god produktivitetstillväxt. I euroområdet har konjunkturuppgången befasts, med en bibehållen stark inhemsk efterfrågan och en ökande export till följd av den svaga utvecklingen av euron. Bland de större industriländerna är det endast i Japan som återhämtningen ser osäker ut. Sammantaget bedöms den årliga tillväxten i OECD-området bli något högre under prognosperioden jämfört med föregående inflationsrapport.

De internationella konsumentpriserna väntas utvecklas i stort sett i linje med bedömningen i föregående rapport. Visserligen väntas oljepriserna bli något högre. Samtidigt bedöms dock utvecklingen för de internationella exportpriserna på bearbetade varor bli något svagare än vad som tidigare antagits bl.a. till följd av ett tilltagande internationellt konkurrenstryck, inte minst inom EU.

Kronan bedöms i likhet med i december stärkas under de kommande åren. Förstärkningen antas dock ske i en något långsammare takt än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. Skälet till denna justering är en förändrad syn på utvecklingen för dollarn och pundet i förhållande till bl.a. euron. Dollarutvecklingen bedöms delvis spegla en ökad potentiell tillväxtförmåga i den amerikanska ekonomin. Vidare bedöms penningpolitiken bli stramare i USA och Storbritannien jämfört med föregående rapport, vilket också bidrar till att dollarn och pundet väntas utvecklas starkare.

Diagram 47. UND1X, UNDINHX och priser på importerade varor. Utfall och huvudscenarior. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Utgångspunkten för inflationsbedömningen är att reporäntan hålls oförändrad under de kommande två åren. Højningen av reporäntan med 0,5 procentenheter till 3,75 procent i början av februari medför att bedömningen nu baseras på ett högre kort ränteläge än i föregående inflationsrapport. Prognosen för de längre räntorna är däremot i stort sett oförändrad i jämförelse med föregående rapport.

Priserna på rå- och insatsvaror, främst olja, har stigit mer än väntat de senaste månaderna och bedöms de kommande två åren bli högre än i föregående inflationsrapport. Trots nedrevideringen av prognosen för de internationella exportpriserna bedöms importprisutvecklingen i producentledet bli starkare eftersom förstärkningen av kronan nu bedöms bli något mindre. På lite längre sikt är dock utgångspunkten att importörernas och handelns vinster utvecklas något långsammare bl. a. till följd av ökad inhemsk konkurrens. Det leder till att genomslaget i konsumentledet från de högre priserna i producentledet bedöms bli begränsat (se diagram 47).

BNP bedöms växa med 4,0 procent 2000, 3,5 procent 2001 och 2,6 procent 2002.

Även tillväxten i den svenska ekonomin väntas bli starkare än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. Privat konsumtion väntas växa snabbare än tidigare antagits, bl.a. på grund av ökande förmögenhetsvärden. Investeringarna väntas i sin tur stimuleras av den ökade efterfrågan. De förbättrade internationella konjunktutsikterna väntas samtidigt öka efterfrågan på svensk export. Tillväxtbidraget från utrikeshandeln bedöms dock dämpas något till följd av att den förstärkta inhemska efterfrågan även väntas öka importen något snabbare. Sammantaget bedöms BNP växa med 4,0 procent 2000, 3,5 procent 2001 och 2,6 procent 2002.

Bilden är inte entydig när det gäller resursutnyttjandet i ekonomin. Skattningar av det s.k. produktionsgapet tyder på att resursutnyttjandet redan är ganska högt. Den information som framträder i enkäter på företags- och branschnivå ger en delvis annan bild. Den förhållandevis snabba tillväxttakten i den samlade efterfrågan talar ändå för att ekonomins lediga resurser kommer att tas i anspråk under prognosperioden. Efterhand är det därmed troligt att kapacitetsrestriktioner börjar göra sig gällande och påverkar prisutvecklingen. Den totalt sett något högre tillväxtprognosen innebär att de lediga resurser som nu finns i ekonomin borde minska något snabbare än vad som tidigare antagits. En väntad ökning av arbetskraftsutbudet och antaganden om en något starkare produktivitetstillväxt bedöms emellertid bidra till att risken för mer omfattande kapacitetsrestriktioner under de kommande två åren trots allt är relativt begränsad.

Några av tendenserna i svensk ekonomi påminner, åtminstone ytligt sett, om de senaste årens gynnsamma utveckling i USA. Precis som tidigare i USA har i Sverige under slutet av fjolåret en ökning i investeringarna åtföljts av en högre produktivitetstillväxt. Att döma av prisökningstakten hittills har utbudssidan i

ekonomin kunnat svara upp mot en allt starkare privat konsumtion med ökande konsumentförtroende. I båda fallen stöds konsumentförtroendet av högre sysselsättning och förmögenhetsvinster efter bl.a. stegrade aktiekurser. I USA har dock tillväxtuppgången pågått i flera år samtidigt som både investeringarnas och produktivitetens utveckling varit påtagligt starkare. Även om det finns vissa drag i utvecklingen i Sverige den senaste tiden som påminner om utvecklingen i den amerikanska ekonomin är det ännu för tidigt att dra mer långtgående slutsatser.

---

Trots att den snabba tillväxten talar för att ekonomins lediga resurser successivt kommer att tas i anspråk är risken för mer omfattande kapacitetsrestriktioner under de kommande två åren relativt begränsad.

---

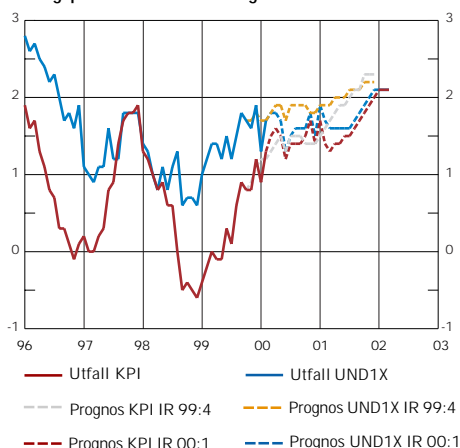
Nominallönerna i ekonomin bedöms stiga med drygt 4 procent per år de kommande åren, vilket är marginellt långsammare än i föregående prognos. Det stigande resursutnyttjandet talar för en högre löneökningstakt under de kommande åren. Samtidigt har betydande förändringar skett på arbetsmarknaden. Exempelvis fördelas en större del av löneökningarna på lokal nivå. Inflationsförväntningar i linje med inflationsmålet och historiskt sett höga reallöneökningar de senaste åren väntas också skapa förutsättningar för en måttlig utveckling av lönekostnaderna. Osäkerheten om löneutvecklingen är dock betydande.

Under de närmaste åren bedöms lönerna kunna stiga med i genomsnitt drygt 4 procent per år utan att inflationsmålet riskerar att överskridas. På lite längre sikt är dock en sådan löneutveckling troligen inte förenlig med inflationsmålet. Lönerna ökar nämligen snabbare än vad den långsiktiga produktivitetsutvecklingen sannolikt kommer att medge. En lägre löneökningstakt skulle skapa utrymme för en starkare tillväxt och en bättre sysselsättningsutveckling.

Allmänhetens kortsiktiga inflationsförväntningar har fortsatt att öka något sedan föregående inflationsrapport och är nu i stort sett i linje med inflationsmålet. De mer långsiktiga förväntningarna ligger samtidigt kvar kring 2 procent. Stabila långsiktiga förväntningar bidrar till att dämpa inflationseffekterna av konjunkturförstärkningen. I detta sammanhang finns det dock skäl att påminna om att de långsiktiga inflationsförväntningarna i sig bygger på förväntningar om att Riksbanken aktivt verkar för att hålla inflationen i linje med inflationsmålet.

Sammanfattningsvis har den internationella konjunkturen fortsatt att förbättras och den svenska efterfrågan växer starkt. Högre priser på råvaror och en långsammare appreciering av kronan medför att priserna på importerade varor i producentledet stiger något snabbare än väntat trots en svagare utveckling för internationella exportpriser på bearbetade varor. Genomslaget på importpriserna i konsumentledet bedöms dock bli begränsat till följd av bl. a. ökad inhemsk konkurrens. En faktor som verkar återhållande på inflationsutvecklingen är att löneutvecklingen nu

Diagram 48. KPI och UND1X. Utfall och huvudscenariot i jämförelse med föregående rapport. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

antas vara något mer dämpad samtidigt som produktiviteten utvecklas något starkare än tidigare antagits.

Den underliggande inflationen, mätt med UND1X, bedöms i huvudscenariot uppgå till 1,6 procent på ett års sikt och 2,1 procent på två års sikt.

Mot denna bakgrund bedöms UND1X-inflationen, vid oförändrad reporänta, i huvudscenariot uppgå till 1,6 procent på ett års sikt och 2,1 procent på två års sikt. Bedömningen av UND1X-inflationen på ett till två års sikt är därmed marginellt lägre än i föregående inflationsrapport, trots att konjunkturbilden för den svenska ekonomin förstärks något (se diagram 48). På kort sikt, då en svagare hyresutveckling och lägre priser på teletjänster bedöms motverka de direkta effekterna av högre oljepriser och svagare krona, är nedrevideringen dock större. Dessa faktorer bidrar också till att årsgenomsnittet för UND1X-inflationen bedöms bli något lägre än i föregående rapport under såväl 2000 som 2001 (se tabell 10).

Tabell 10. Inflationsprognos i huvudscenariot. Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal	
	2000	2001	mars 2001	mars 2002
KPI	1,4	1,6	1,3	2,1
UND1X	1,6	1,8	1,6	2,1
UNDINHx	1,2	2,1	2,0	2,5
HIKP	1,5	1,6	1,4	2,0

Anm. Avvikelser mot de i texten angivna siffrorna beror på avrundningar samt att UND1X bara utgör drygt 90 procent av KPI.

Källa: Riksbanken.

Skillnaden mellan KPI och UND1X utgörs av hushållens räntekostnader för egnahem samt förändringar i indirekta skatter och subventioner. Den sammantagna effekten av dessa tillfälliga faktorer på KPI-inflationen bedöms till -0,1 procentenheter på ett års sikt och 0,2 procentenheter på två års sikt. Dessa faktorer bedöms inte få en varaktig inverkan på inflationen eller inflationsförväntningarna och bör därmed inte påverka penningpolitikens utformning.

Konsumentprisutvecklingen de senaste månaderna har i stor utsträckning påverkats av prisuppgången på olja. En viktig fråga är om prisuppgången på olja bör tas i beaktande vid penningpolitikens utformning. Detta beror bl.a. på huruvida oljeprisuppgången bedöms få temporära eller mer varaktiga effekter på inflationen genom att t.ex. påverka inflationsförväntningarna. Oljeprisförändringar kan i vissa fall ses som en utbudstörning med i huvudsak tillfälliga effekter på inflationen. I ett sådant fall bör de tillmätas en mindre betydelse vid penningpolitikens utformning. Oljeprisuppgången under det senaste året kan främst förklaras av OPEC:s beslut att skära ner produktionen av olja,



men utvecklingen under den senaste tiden har också påverkats av en ökad internationell efterfrågan. Prisuppgången på olja väntas också få spridningseffekter till senare led i förädlingskedjan. Det är i rådande läge inte möjligt att på ett tillfredställande sätt separera de olika aspekterna på oljeprisuppgången. För närvarande baseras därför penningpolitiken på en bedömning av UNDI<sub>X</sub>-inflationen.

## Riskbilden

Inflationsprognosen i huvudscenariot beskriver den utveckling av inflationen som Riksbanken bedömer vara mest sannolik under antagandet om oförändrad reporänta under den närmaste tvåårsperioden. Inflationsprognosen är dock osäker och riskbilden är därför av betydelse för penningpolitikens utformning.

I föregående inflationsrapport bedömdes det finnas en viss uppåtrisk i inflationsbedömningen, främst till följd av att inflationen skulle kunna komma att reagera snabbare och mer markant på den starka tillväxten i efterfrågan samt att det inte gick att utesluta en starkare importprisutveckling än i huvudscenariot. I denna rapport har riskbilden förskjutits till att vara balanserad.

Det främsta hotet mot tillväxten i världsekonomin är det låga sparandet som finns i den amerikanska ekonomin till följd av en långvarig högkonjunktur och kraftigt stigande aktiepriser. Ett ras på den amerikanska börsen skulle via effekter på den internationella pris- och konjunkturutvecklingen kunna resultera i lägre tillväxt och inflation också i Sverige.

Det finns också faktorer i Sverige som kan leda till en lägre inflation än i huvudscenariot. Exempelvis är effekterna från avregleringar av tidigare reglerade marknader och handelsliberaliseringar svårbedömda både vad avser storleken och när i tiden som de slår igenom i konsumentpriserna. Både el- och telepriserna pressades överraskande mycket under föregående år och det kan inte uteslutas att effekterna av avregleringar på dessa marknader även fortsättningsvis kan komma att bli större än väntat med en lägre inflation som följd.

I föregående inflationsrapport bedömdes högre olje- och råvarupriser tillsammans med en svagare kronutveckling än i huvudscenariot utgöra en uppåtrisk på inflationen. Denna utveckling har nu i viss mån inkluderats i huvudscenariot i och med att oljeprisprognosen reviderats upp något. Dessutom baseras inflationsprognosen på en något svagare utveckling av kronan än tidigare. Fortfarande kvarstår dock en viss uppåtrisk på inflationen till följd av att framförallt oljepriset inte behöver falla i den utsträckning som huvudscenariot förutsätter. Även de internationella exportpriserna, som nu förutsätts öka i långsammare takt än tidigare, kan tänkas utvecklas starkare än i huvudscenariot om oljepriset blir högre eller om uppgången i den internationella konjunkturen blir snabbare.

Huvudscenariot bygger på att den svenska och internationella tillväxten är hög de närmaste åren men att en dämpning sker i slutet av prognosperioden. Detta antagande är inte givet. Utvecklingen i USA och flera andra länder visar t.ex. att konsumtionen kan fortsätta att öka snabbt under en följd av år driven av höga tillgångspriser och annan optimism om framtiden. En sådan utveckling skulle kunna medföra en påtagligt högre efterfrågan och ett högre pristryck.

Sammantaget bedöms riskbilden i inflationsbedömningen vara balanserad. Det främsta skälet till den förändrade riskbilden är att den tidigare risken för en starkare olje- och råvaruprisutveckling kombinerat med en svagare krona nu i större utsträckning beaktats i huvudscenariot. I samma riktning verkar den något mer optimistiska bedömningen som nu görs av den svenska lönebildningen. Det förefaller alltså ungefär lika sannolikt att inflationen blir högre jämfört med huvudscenariot som att den blir lägre. Detta framgår också av diagram 49 som visar bedömningen av osäkerheten runt prognosen för den underliggande inflationen, mätt som den årliga förändringen i UND1X.<sup>29</sup> Eftersom uppåtriskerna bedöms vara lika stora som nedåtriskerna är osäkerhetsintervallen lika breda ovanför som nedanför inflationsbanan i huvudscenariot.

---

**Riskbilden i inflationsbedömningen är balanserad runt bedömningen i huvudscenariot.**

---

Även prognosen för KPI-inflationen i huvudscenariot uppvisar en balanserad riskbild (se diagram 50). Osäkerheten i bedömningen av både den framtida underliggande inflationen och KPI-inflationen är i stort sett oförändrad, vilket återspeglas i att osäkerhetsintervallens bredd är ungefär lika stora som i föregående inflationsrapport.

Eftersom de penningpolitiska besluten främst baseras på en bedömning av prisutvecklingen på ett till två års sikt är inflationsutsikterna på denna tidshorisont av särskilt intresse. Den balanserade riskbilden innebär att inflationsprognosen i huvudscenariot och inflationsprognosen med beaktande av riskbilden sammanfaller. Medelvärde för den fullständiga bedömningen av UND1X-inflationen är 1,6 procent på ett års sikt och 2,1 procent på två års sikt (se tabell 11).

29. En beskrivning av hur osäkerhetsintervall härleds finns i Blix, M. och Sellin, P. (1999), "Inflationsprognos med osäkerhetsintervall", *Penning och Valutapolitik 2, 1999*, Sveriges riksbank. En utförligare mer modellorienterad analys görs av Blix, M. och Sellin, P. (1999), "Uncertainty bands for inflation forecasts", Working Paper No. 65, *Sveriges Riksbank*.

**Tabell 11. Inflationsprognos med beaktande av riskbilden. Procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt		Tolv månaderstal	
	2000	2001	mars 2001	mars 2002
KPI	1,4	1,6	1,3	2,1
UND1X	1,6	1,8	1,6	2,1

Anm. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 49 och 50.

Källa: Riksbanken.

Tabell 12 visar med vilken sannolikhet den underliggande inflationen, mätt med UND1X, bedöms hamna inom olika intervall på ett respektive två års sikt. UND1X-inflationen kommer sannolikt att befinna sig inom toleransintervallet för konsumentprisutvecklingen under de närmaste två åren. Sannolikheten att UND1X-inflationen kommer att överstiga 2 procent i slutet av prognosperioden har minskat något jämfört med föregående rapport. Sammantaget är det dock mer sannolikt att inflationen mätt med både UND1X och KPI kommer att vara något högre än 2 procent på två års sikt än att inflationen hamnar under 2 procent.

**Tabell 12. UND1X-inflation (tolvmånaderstal). Sannolikhet i procent för olika utfall**

	UND1X<1	1<UND1X<2	2<UND1X<3	UND1X>3	Summa
2001 (mars-mars)	19	55	24	2	100
2002 (mars-mars)	16	29	32	23	100

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

Källa: Riksbanken.

**Tabell 13. KPI-inflation (tolvmånaderstal). Sannolikhet i procent för olika utfall**

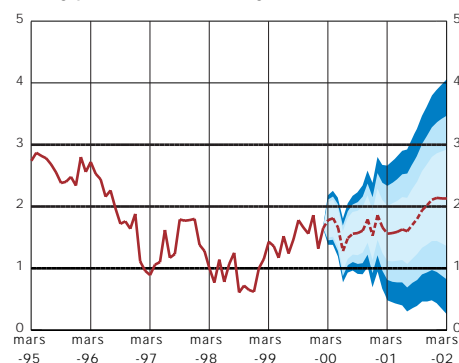
	KPI<1	1<KPI<2	2<KPI<3	KPI>3	Summa
2001 (mars-mars)	33	49	17	1	100
2002 (mars-mars)	18	27	30	25	100

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

Källa: Riksbanken.

*Slutsatsen av de bedömningar som redovisats är att inflationen korrigerad för tillfälliga effekter av indirekta skatter, subventioner och ränteförändringar kommer att ligga något under 2 procent på ett års sikt och marginellt överstiga inflationsmålet på två års sikt. Sammantaget bedöms riskbilden i inflationsbedömningen vara balanserad. Det förefaller alltså ungefär lika sannolikt att inflationen blir högre än i huvudscenariot som att den blir lägre.*

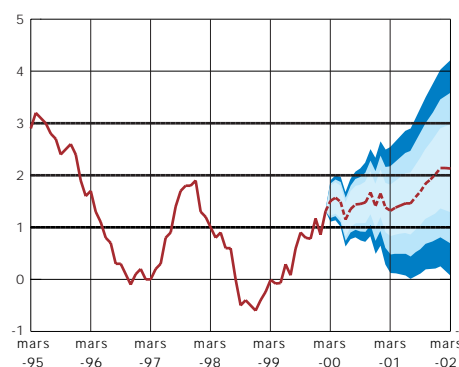
**Diagram 49. UNDIX med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring**



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

Källor: SCB och Riksbanken.

**Diagram 50. KPI med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring**



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

Källor: SCB och Riksbanken.

## INFLATIONSPROGNOS MED STIGANDE REPORÄNTA - ETT RÄKNEEXEMPEL

Marknadssprissättningen och analytikernas uppfattning i form av enkätsvar tyder på att det i dagsläget finns förväntningar om att reporäntan kommer att höjas successivt de kommande två åren. De flesta externa bedömarens inflationsprognoser baseras också på höjningar av reporäntan. Inflationsprognosen i huvudscenariot görs dock under antagande om konstant reporänta för att tydliggöra konsekvenserna för penningpolitikens utformning.

Mot denna bakgrund redovisas nedan ett räkneexempel baserat på höjningar av reporäntan i linje med marknadsaktörernas förväntningar, enligt en enkät utförd av SCB i mars 2000.

Enligt denna enkät förväntas reporäntan höjas till 4,25 procent på tre månaders sikt, 4,75 procent på ett års sikt och 5,0 procent på två års sikt.<sup>30</sup> De korta marknadsräntorna antas i stort sett följa utvecklingen av reporäntan, medan genomslaget på de längre räntorna antas bli mindre. De korta räntorna bedöms bli 0,5 - 1 procentenhet högre än i huvudscenariot, medan effekten på långräntan begränsas till ungefär 0,1 procentenheter. Uppjusteringen av räntenivån bedöms förstärka kronan. Den effektiva kronkursen (TCW) bedöms i genomsnitt bli ca 1 procent starkare under prognosperioden i jämförelse med huvudscenariot.

En utveckling av reporäntan enligt förväntningarna i SCB:s enkät innebär således ett högre ränteläge och starkare växelkurs under prognosperioden i förhållande till utvecklingen i huvudscenariot. Detta innebär i sin tur att den sammantagna effekten av räntor och växelkurs på efterfrågan i ekonomin bedöms bli mindre expansiv än vad som blir fallet i huvudscenariot.

Det högre ränteläget i förhållande till huvudscenariot bedöms leda till att såväl hushållens konsumtionstillväxt som investeringstillväxten dämpas något. Den starkare växelkursen håller dessutom tillbaka nettoexporten. Sammantaget bedöms detta innebära att BNP-tillväxten blir ca 0,1 procentenhet lägre under 2000 och ungefär 0,3 procentenhet lägre 2001. Den dämpade aktivitet i ekonomin förutsätts också leda till en något svagare löneutveckling.

30. Förväntan avser medianvärdet i enkäten.

Tabell R5. Inflationsprognos med en ränteutveckling enligt SCB:s enkätundersökning i mars 2000.

Procent respektive procentenheter

	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal	
	2000	2001	mars 2001	mars 2002
KPI	1,6 (0,2)	1,8 (0,2)	1,7 (0,4)	2,0 (-0,1)
UND1X	1,6 (0,0)	1,6 (-0,2)	1,4 (-0,1)	1,9 (-0,2)

Anm. Inom parentes anges skillnaden mellan denna prognos och inflationsutvecklingen i huvudscenariot med oförändrad reporänta.

Källa: Riksbanken.

Det högre ränteläget leder till ökade räntekostnader för hushållen, vilket får effekt på prisutvecklingen redan under 2000. KPI-inflationen bedöms därför i genomsnitt bli ca 0,2 procentenheter högre än i huvudscenariot under såväl 2000 som 2001. Det är först mot slutet av prognosperioden som den svagare efterfrågan och de lägre importpriserna till följd av förstärkningen av växelkursen börjar få ett mer betydelsefullt genomslag på inflationen. Detta hänger samman med att höjningarna av reporäntan antas ske successivt under de kommande två åren och att penningpolitiken påverkar prisutvecklingen med viss fördröjning. Den svagare efterfrågan och de lägre importpriserna dämpar därför UND1X-inflationen först mot slutet av 2000 och då endast med 0,1 procentenheter. Under 2001 är effekten på UND1X-inflationen något större, men det fulla genomslaget av höjningarna av reporäntan kommer först under det efterföljande året.



# Underlag för utvärdering av penningpolitiken 1997-1999

## Inledning

Riksdagens finansutskott uttalade i fjol att en årlig utvärdering bör göras av politiken och att granskningen bör avse de tre gångna åren. För att underlätta en sådan granskning redogörs i detta appendix för inflationsutvecklingen och penningpolitikens uppläggning 1997-1999.

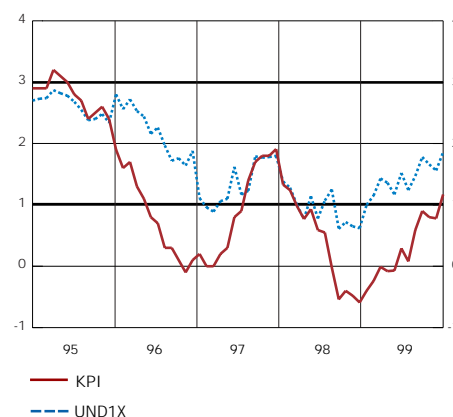
Målet för penningpolitiken är att begränsa inflationen mätt med konsumentprisindex (KPI) till 2 procent med en tolerans på +/-1 procentenhet. Tanken med toleransintervallet är att fanga upp normala avvikelser från målet. För att påverka inflationen justerar Riksbanken styrräntan, den s.k. reporäntan. Ändringar av reporäntan påverkar i huvudsak prisutvecklingen med ett till två års fördröjning. Innebörden av detta är att penningpolitiken måste baseras på en bedömning av inflationsutsikterna framåt i tiden och att utvecklingen ett till två år framöver är av särskild betydelse. Den grundläggande handlingsregeln för penningpolitiken är enkel: om inflationsprognosen på ett till två års sikt överskrider (underskrider) 2 procent skall reporäntan normalt höjas (sänkas) för att inflationsmålet skall uppfyllas. Regeln tillämpas dock inte på något mekaniskt sätt och mindre avvikelser från målet får vägas mot andra faktorer. Eftersom prognoser är behäftade med betydande osäkerhet beaktar Riksbanken utöver ett huvudscenario (den mest sannolika utvecklingen) alternativa scenarier vid utformningen av penningpolitiken. Dessa beskrivs sedan våren 1998 som en sannolikhetsfördelning med möjliga utfall för inflationen.

## Prisutvecklingen under 1997-1999

Konsumentpriserna (KPI) steg med i genomsnitt 0,5 procent per år under perioden 1997-1999, 0,9 procent 1997, 0,4 procent 1998 och 0,3 procent 1999. I diagram A1 framgår att KPI-inflationen inte någon enstaka månad har överskridit inflationsmålet och i de flesta fall legat under toleransintervallets nedre gräns. Under vissa korta perioder har inflationen dessutom varit negativ.

Inflationen mätt med KPI är emellertid förenad med problem ur ett penningpolitiskt perspektiv. KPI påverkas av tillfälliga effekter som inte har någon varaktig inverkan på inflationen. Riksbanken har av detta skäl haft anledning att överväga om

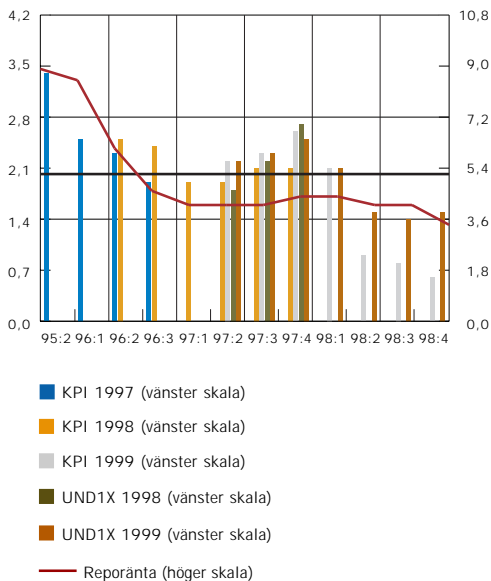
Diagram A1. Inflationen mätt med KPI och UND1X. Procent



Anm. De horisontella linjerna från 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.

Källa: SCB.

Diagram A2. KPI- och UND1X-prognoser  
på ett till två års sikt.  
Årsgenomsnitt, procent



Anm. Tidsaxeln anges i termer av prognostillfällen.  
Reporäntan avser slutnotering för resp. kvartal. Den horisontella linjen på 2% anger Riksbankens inflationsmål.

Källor: SCB och Riksbanken.

KPI är lämplig som målvariabel. Det finns för- och nackdelar med alla alternativa index som måste ställas mot varandra vid valet av målvariabel. Riksbanken har valt att hålla fast vid KPI som målvariabel men har förtydligat hur inflationsmålet skall tolkas. I den mån inflationen kan hänföras till kraftiga och lätt identifierade störningar skall Riksbanken vid penningpolitiska beslut ange vilka effekterna på inflationen beräknas bli. Hur snabbt penningpolitiken sedan bör föra inflationen tillbaka efter en störning beror på störningens natur. Detta innebär att när konsumentpriserna tillfälligt styrs av faktorer som inte varaktigt påverkar inflationen eller prisbildningen, t.ex. ändrade indirekta skatter och subventioner samt hushållens räntekostnader för egna hem, kan det finnas skäl att avvika från inflationsmålet.

Dessa principer för penningpolitiken innebar i huvudsak en kodifiering av den politik som följts under de senaste åren. En betydande del av den svaga KPI-utvecklingen under 1997-1999 förklaras också av tillfälliga faktorer. Det framgår av diagram A1 där förutom KPI också redovisas ett mått på den underliggande inflationen som bortser från ändrade indirekta skatter och subventioner samt hushållens räntekostnader för egna hem (UND1X). Under 1997-1999 har inflationen, mätt på detta sätt, i genomsnitt varit 1,2 procent under perioden 1997-1999, 1,4 procent 1997, 0,9 procent 1998 och 1,4 procent 1999. Även mätt på detta sätt har således inflationen legat under 2 procent men inom toleransintervallet.

## Inflationsbedömningar och penningpolitiska överväganden

En genomgång av vilka penningpolitiska bedömningar och beslut som ligger bakom denna inflationsutveckling måste ta som utgångspunkt att politiken verkar med viss eftersläpning. Eftersom penningpolitiken påverkar inflationsutvecklingen med en fördröjning på ett till två år bör en analys av prisutvecklingen under perioden 1997-1999 utgå från de bedömningar och beslut som Riksbanken fattade under 1995-1998. I diagram A2 redovisas en sammanfattande bild av Riksbankens inflationsprognoser på ett till två års sikt och reporäntan.

### INFLATIONEN 1997

Under sommaren och hösten 1995 ökade förtroendet för den samlade ekonomiska politiken i Sverige. Inflationsförväntningarna hade dämpats, men låg fortfarande över 3 procent på två års sikt i november 1995, och kronan stärkts sannolikt bl.a. till följd av den omfattande budgetsanering och den penningpolitiska åtstramning som genomförts tidigare. Riksbanken bedömde att förutsättningarna för prisstabilitet förbättrats och att förtroendet för den svenska ekonomin ökat bland finansiella aktörer. Inflationen under 1997 bedömdes, i den prognos som gjordes på hösten 1995, överskrida inflationsmålet men fortfarande ligga inom toleransintervallet. Riskbilden dominerades av det stigande lönekostnadstrycket i ekonomin och en starkare tillväxt bedömdes kunna



medföra att inflationen hamnade ovanför toleransintervallet. Samtidigt påpekades att tillväxten och därmed kostnadstrycket också kunde komma att utvecklas svagare. Riksbanken valde mot denna bakgrund att lämna styrräntan oförändrad under andra halvan av 1995.

I början av 1996 pekade inflationsbedömningen på en nedgång i inflationstakten till nivåer i linje med målet.<sup>31</sup> Utsikterna för både den internationella och svenska ekonomin hade försvagats och samtidigt hade inflationsförväntningarna dämpats. Därtill kom att inflationsbenägenheten i den svenska ekonomin bedömdes ha minskat. Samtidigt låg inflationsförväntningarna enligt olika enkäter på två års sikt fortfarande över två procent. Riskbilden präglades av en mindre oro för inflationsimpulser från ekonomins efterfrågesida. Mot denna bakgrund inledde Riksbanken en serie sänkningar av styrräntan. Sammantaget sänktes reporäntan med nästan fem procentenheter under året.

Inflationen mätt med UND1X blev i genomsnitt 2,2 procent 1996 och 1,4 procent 1997. Inflationsmålet underskreds således 1997 men inflationen mätt med UND1X låg väl inom toleransintervallet.

#### INFLATIONEN 1998

Under senare delen av 1996 återhämtade sig den svenska ekonomin successivt efter tecken i början av året på en fortsatt försvagning. Tillväxtutsikterna för 1997 och 1998 reviderades ändå under början av året successivt ned, bland annat till följd av att kronan stärkts. Därutöver förändrades synen på kapacitetsutnyttjandet och ekonomin förväntades inte nå fullt kapacitetsutnyttjande under loppet av 1997. Inflationsförväntningarna fortsatte också att falla. Löneökningstakten och enhetsarbetskostnaderna steg relativt snabbt under 1996. De svagare tillväxtutsikterna bedömdes dock medföra att företagen endast i begränsad omfattning skulle kunna höja priserna. Mot slutet av 1996 blev återhämtningen i ekonomin allt tydligare och tillväxten förväntades nu gradvis stiga under 1997 och 1998. Trots detta bedömdes det kvarstå lediga resurser under hela prognosperioden. Det underliggande inflationstrycket bedömdes bli i stort sett oförändrat under prognosperioden.

Riskbilden dominerades av två alternativa utvecklingsvägar. Å ena sidan kunde inflationsbenägenheten ha ändrats på ett mer påtagligt sätt, vilket skulle kunna föranleda en lägre inflation. Å andra sidan kunde det inte uteslutas att konsumtionsefterfrågan skulle utvecklas starkare än väntat och inflationen bli påtagligt högre. Sammantaget bedömdes inflationsutsikterna ha förbättrats. Inflationen bedömdes i genomsnitt uppgå till knappt 1,5 procent 1997 och ca 2 procent 1998. Mot denna bakgrund bedömdes penningpolitiken som relativt väl avvägd. Reporäntan hade i slutet av 1996 tagits ned från 8,91 procent till 4,10 procent, dvs. reporäntan hade mer än halverats.

31. Riksbankens inflationsprognoser för 1997 låg under hela 1996 lägre än både Consensus Forecast och penningmarknadens inflationsförväntningar.

Den faktiska inflationsutvecklingen under 1998 kom emellertid att präglas av den världsomspännande kris som under andra halvåret 1997 inleddes i Sydostasien och sedermera spreds till andra tillväxtregioner. Riksbanken liksom många andra bedömare kunde inte förutse krisen och överskattade främst av detta skäl inflationsutvecklingen. Den genomsnittliga inflationen 1998, mätt med KPI och UND1X, uppgick till 0,4 resp. 0,9 procent dvs. toleransintervallet underskreds.

#### INFLATIONEN 1999

I inflationsrapporterna under våren och hösten 1997 bedömdes den genomsnittliga prisutvecklingen 1999, mätt både med KPI och UND1X, ligga i stort sett i linje med inflationsmålet i huvudscenarierna. Riskbilden präglades av osäkerhet kring växelkursen, den privata konsumtionen och mängden lediga resurser i ekonomin. En svag växelkursutveckling skulle kunna leda till högre inflation än i huvudscenarierna. Samtidigt fanns det en oro att den privata konsumtionen skulle komma att utvecklas långsammare. Sammantaget bedömdes penningpolitiken vara väl avvägd och mot den bakgrunden lämnades reporäntan oförändrad. Under senare delen av hösten 1997 bedömdes emellertid att en något starkare aktivitet och stigande arbetskraftskostnader skulle kunna komma att medföra en något kraftigare uppgång i främst den inhemska genererade inflationen. Utsikterna bekräftades också av att den förväntade inflationen för 1999 stigit till knappt 2,5 procent enligt olika undersökningar. Riskbilden präglades i slutet av 1997 av att utvecklingen å ena sidan kunde bli svagare till följd av utvecklingen i Asien. Å andra sidan pågick en omfattande avtalsrörelse och det bedömdes finnas en risk för högre arbetskraftskostnader än i huvudscenariot. Totalt sett ansågs riskbilden vara balanserad. Mot denna bakgrund valde Riksbanken i december 1997 att höja reporäntan med 0,25 procentenheter.

Under våren 1998 framstod inflationsutsikterna åter som något mer dämpade. Situationen var dock ovanligt svårbedömd, begynnande prisdämpande effekter av Asienkrisen kunde skönjas samtidigt som resursutnyttjandet i svenska ekonomin sakta steg och kronan var svag. Osäkerheten i bedömningen medförde att Riksbanken valde att avvakta ytterligare information och i ljuset av denna pröva penningpolitikens uppläggning. Styrräntan lämnades oförändrad under vintern och våren. På senvåren och försommaren ändrades dock bedömningen gradvis; inflationen på ett till två års sikt bedömdes nu underskrida målet och uppgå till ca 1,6 procent. Osäkerhetsbedömningen förstärkte denna slutsats eftersom sannolikheten för en svagare inflationsutveckling än den i huvudscenariot dominerade. Riksbanken valde därför att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter i juni 1998.

Under början av hösten 1998 bedömdes inflationen på ett till två års sikt ligga i linje med målet. Riskbilden präglades å ena sidan av att den internationella utvecklingen kunde utvecklas svagare. Å andra sidan hade kronan försvagats påtagligt och risken för en mer varaktigt svag krona skulle kunna medföra högre inflation.

Till bilden hörde också en omfattande finansiell oro i världsekonomin med snabba scenförändringar som gjorde situationen ovanligt svarbedömd. Riksbanken valde därför att under september och oktober lämna reporäntan oförändrad. Under senhösten sänktes emellertid reporäntan vid tre olika tillfällen, med sammantaget 0,7 procentenheter. Skälen var att inflationsutsikterna ytterligare dämpats till följd av att den globala finansiella krisen nu bedömdes få större reala konsekvenser. Till detta bidrog bl.a. betalningsinställelsen i Ryssland under augusti och kollapsen för den amerikanska "Hedge-fonden" Long Term Capital Management i slutet av september.

Den genomsnittliga inflationen 1999 mätt med KPI och UND1X uppgick till 0,3 resp. 1,4 procent. Den underliggande inflationen underskred inflationsmålet men låg väl inom toleransintervallet.

## Sammanfattning och slutsatser

Under den undersökta perioden har den svenska ekonomins återhämtning efter krisen i början på 1990-talet fortsatt. Tillväxten har efter en svacka 1996 varit i genomsnitt knappt 3 procent per år under 1997-1999 och sysselsättningen har ökat. I början av den analyserade perioden präglades penningpolitiken fortfarande av de trovärdighetsproblem som den svenska ekonomin brottades med främst till följd av svaga statsfinanser. Räntorna sänktes kraftigt under 1996 men såväl den takt med vilken de togs ned som den nivå som etablerades under 1996 påverkades av en önskan att bibehålla den nyligen vunna trovärdigheten för politiken. Från och med hösten 1997 kom världsekonomin att påverkas av Asienkrisen och dess återverkningar på de finansiella marknaderna. Detta ledde till ett påtagligt lägre globalt pristryck som fick återverkningar på den svenska inflationen. Under perioden 1997-1999 uppgick den underliggande inflationen, som politiken i huvudsak fokuserade på (UND1X), till ca 1,2 procent, vilket är under målet men inom toleransintervallet. Inflationen mätt med KPI uppgick i genomsnitt till 0,5 procent under samma period. Att inflationen mätt med KPI avsevärt understeg UND1X berodde främst på Riksbankens räntesänkningar.

## Bilaga: Riksbankens prognoser för 1999

I Riksbankens inflationsrapporter publiceras prognoser för konsumentprisutvecklingen, mätt med både KPI och UND1X. En grundläggande förutsättning i Riksbankens prognoser är att reporäntan antas vara oförändrad under prognosperioden. Antagandet är av teknisk karaktär och görs i första hand av pedagogiska skäl för att tydliggöra om reporäntan behöver justeras och i så fall i vilken riktning. Om räntan ändras kommer också prisprognosen att påverkas, vilket betyder att jämförelser mellan prognos och utfall försvåras. För att kunna göra en mer rättvisande jämförelse behöver prognoserna korrigeras för eventuella förändringar i reporäntan. Effekterna på tillväxt och inflation av en given förändring av styrräntan går inte att förutsäga exakt, men grovt räknat medför en höjning av reporäntan med 1 procentenhet en dämpning av både BNP-tillväxten och inflationen mätt med UND1X på ett till två års sikt med ca 0,4 procentenheter.

### PROGNOSER GJORDA UNDER 1997<sup>32</sup>

Riksbanken och även andra prognosmakare gjorde under 1997 bedömningen att den svenska ekonomin skulle fortsätta att utvecklas gynnsamt under 1998 och 1999 och att de lediga resurserna successivt skulle komma att tas i anspråk. Någon generell kapacitetsbrist beräknades emellertid inte uppstå under prognosperioden. Inflationsförväntningarna på två års sikt steg något men låg fortfarande i linje med inflationsmålet. Sammantaget resulterade detta i att den inhemska inflationen bedömdes stiga och uppgå till uppemot 2,5 – 3 procent under 1999. Samtidigt väntades dock de internationella priserna öka mer måttligt, kring drygt 1,5 procent.

Den genomsnittliga prisutvecklingen för 1999, mätt med UND1X, blev ca 1 procentenhet lägre än de prognoser i huvudscenarierna som målades upp under 1997. Prognoserna låg i genomsnitt på ca 2,4 procent och utfallet blev 1,4 procent. En närmare granskning visar att både den inhemska inflationen och den importerade prisutvecklingen överskattades.

Orsakerna till att den inhemska inflationen blev lägre än väntat var främst två. För det första blev BNP-tillväxten under 1998 (som främst påverkar prisutvecklingen 1999) ca 0,5 procentenheter lägre än väntat. Detta var en följd av Asienkrisens verkningar på svensk ekonomi. Bedömningen av aktivitetsläget medförde att den inhemska prisutvecklingen överskattades med uppskattningsvis ca 0,3 – 0,4 procentenheter i huvudscenarierna. Hade växelkursutvecklingen förutsetts skulle BNP-prognosen sannolikt varit ännu högre och därmed förstärks intrycket av en överskattning av aktivitetsläget. För det andra förutsågs inte de avregleringar inom tandvårds-, el- och telesektorn som skedde under 1999. Dessa avregleringar dämpade inflationen och förklarar ca 0,3 procent-

32. Avsnittet behandlar prognoser gjorda fr.o.m. Inflationsrapport 1997:2 (i Inflationsrapport 1997:1 sträckte sig prognoshorisonten bara t.o.m. 1998).

enheter av avvikelser mellan prognos och utfall för den inhemska prisutvecklingen. Slutsatsen är att Asienkrisens dämpande effekt på tillväxt och inflation samt de olika avregleringar som genomfördes tillsammans förklarar merparten av det uppmätta prognosfelet på den inhemska inflationen.

Prisutvecklingen 1999 på varor som i huvudsak importeras överskattades också i samtliga prognoser 1997. Prognosen baserades bl.a. på att växelkursen skulle stärkas väsentligt. Justeras prognosen för det faktum att växelkursen utvecklades svagare än väntat och att läkemedelssubventionerna sänktes under 1999 (vilket höjde importprisutvecklingen) ökar avvikelserna mellan prognos och utfall.<sup>33</sup> Den främsta orsaken till skillnaden mellan prognos och utfall var Asienkrisens prisdämpande effekt på såväl råvaror som mer bearbetade varor.

#### PROGNOSER GJORDA UNDER 1998

Under 1998 präglades såväl Riksbankens huvudscenarier som andra prognosmakares bedömningar av Asienkrisen och dess tilltagande följdverkningar.

I mars 1998 bedömdes den underliggande inflationen 1999, mätt med UND1, i genomsnitt uppgå till ca 2 procent i huvudscenariot. Motsvarande prognoser i övriga inflationsrapporter under 1998 var dock lägre, 1,4-1,5 procent. Den faktiska utvecklingen blev ca 1,5 procent. I diagram A3 och A4 syns också att Riksbankens prognoser för inflationen 1999 har varit träffsäkra sedan den andra inflationsrapporten 1998.

Orsaken till att inflationen mätt med UND1X blev något lägre än den bedömning som gjordes i huvudscenariot i den inflationsrapport som publicerades i mars 1998 är i huvudsak en viss överskattning av det inhemska pristrycket. Avvikelserna förklaras i allt väsentligt av de avregleringar och minskade subventioner som genomfördes under 1999 och som inte var kända vid prognostillfället.

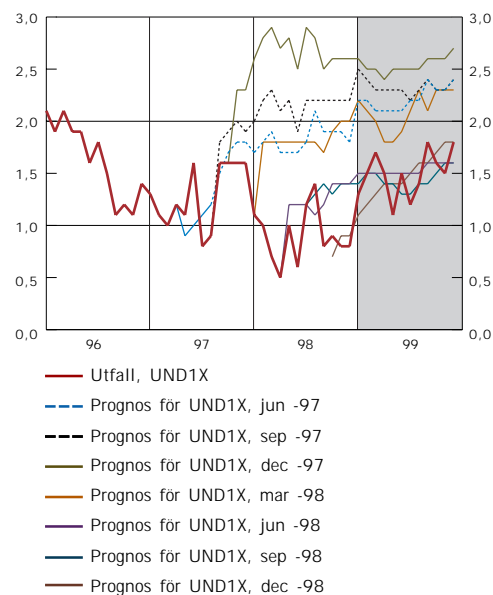
Avvikelserna mellan prognos och utfall för UND1X i de följande inflationsrapporterna under 1998 är små. Begränsade överskattningar av det inhemska pristrycket motverkas av att det importerade pristrycket underskattades något.

#### TEMPORÄRA EFFEKTER

Skillnaden mellan inflationsutvecklingen mätt med KPI och UND1X utgörs av ändrade indirekta skatter och subventioner samt egnahemsägarnas räntekostnader.

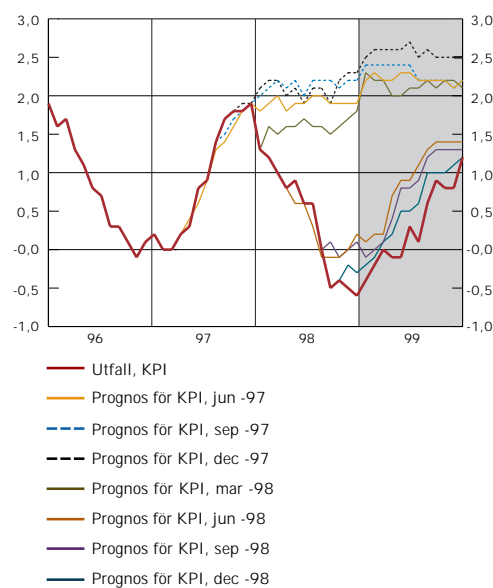
I tabell A1 framgår att bidraget från ändrade indirekta skatter och subventioner samt egnahemsägarnas räntekostnader dämpade KPI-inflationen 1999 med 1 procentenhet. Dessutom visar tabellen vilken information om planerade förändringar av indirekta skatter och subventioner 1999 som var tillgänglig vid olika prognostillfällen. Skillnaden mellan den genomsnittliga prisutvecklingen 1999 mätt med KPI och UND1X förklaras i allt väsentligt av ränte-

Diagram A3. Utfall och UND1X-prognoser för 1999. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram A4. Utfall och KPI-prognoser för 1999. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

33. Läkemedel klassificeras som en importerad vara.

kostnaderna. Den prisdämpande effekten av dessa underskattades i samtliga prognoser 1997 och 1998. Bedömningsfelen gjorda under 1997 beror på flera faktorer. Reporäntan sänktes under 1998 och 1999 och räntor på längre löptider sjönk mer än väntat. Dessutom underskattades dynamiken i räntekostnaderna så som de mäts av SCB. Prognosfelen gjorda under 1998 förklaras utslutande av att ränteläget sänktes.

Tabell A1. Effekter på KPI 1999 av ändrade indirekta skatter och subventioner samt hushållens räntekostnader för egnahem. Bidrag till KPI-inflationen, årsgenomsnitt. Procentenheter

	IR 97:4	IR 98:1	IR 98:2	IR 98:3	IR 98:4	IR 99:1	IR 99:2	IR 99:3	IR 99:4	utfall
Indirekta skatter och subventioner	0,3	0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Taxeringsvärden	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Räntekostnader för egnahem	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7
<b>Summa effekt på KPI</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>

Anm. I tabellen redovisas den direkta effekten av ändrade indirekta skatter och subventioner. Källor: SCB och Riksbanken.

## Riksbankens prognoser i förhållande till rena modellprognoser och andras prognoser

Ett annat sätt att utvärdera Riksbankens prognoser är att jämföra dessa med modellbaserade prognoser. En modell som är väl lämpad för denna typ av analys har estimerats inom Riksbanken.<sup>34</sup>

En jämförelse av inflationsutvecklingen i huvudscenarierna i inflationsrapporterna under 1997 och 1998 med modellgenererade inflationsprognoser visar att det inte är lätt för modellen att göra bättre prognoser än de som publicerats i inflationsrapporterna. Tvärtom tycks den extra information som icke modellbaserade bedömningar tillför prognosarbetet ha medfört en förbättrad prognosförmåga jämfört med renodlade modellprognoser.

Ytterligare ett sätt att studera Riksbankens prognosförmåga är att jämföra inflationsrapporternas prognoser med inflationsförväntningar och andra externa prognosmakares prognoser. Sådana jämförelser är emellertid svåra att göra på ett rättvist sätt. För det första kan de grundläggande antagandena skilja sig åt mellan olika prognosmakare. Svårigheten att göra meningsfulla jämförelser beror framförallt på att Riksbanken utgår från att reporäntan är oförändrad under prognosperioden. För det andra skiljer sig redovisningen av prognoserna åt mellan olika prognosmakare, vilket försvarar jämförelser. Till en viss del kan dessa problem kringgås genom att samtidigt jämföra Riksbankens och olika bedömares prognostiserade BNP-utveckling. Vad gäller inflationsförväntningar enligt olika enkäter redovisas inga övriga förutsättningar överhuvudtaget.

34. Se Jacobson, T., Jansson, P., Vredin, A., and Varne, A. (1999). A VAR Model for Monetary Policy Analysis in a Small Open Economy, Working Paper Series No. 77, Sveriges Riksbank.



I takt med att prisutvecklingen under 1996 blev svagare än väntat reviderades prisutvecklingen på ett till två års sikt ned något. Sammantaget överskattades dock prisutvecklingen under 1997. Riksbankens prognoser för prisutvecklingen 1997 låg dock i linje med flera externa bedömare medan inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer på ett och två års sikt generellt sett var något mer träffsäkra.

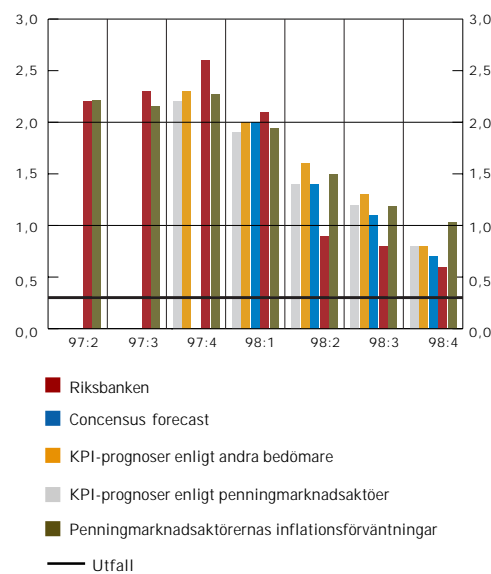
Samtliga bedömare överskattade prisutvecklingen 1998. Riksbankens prognoser under 1996 och 1997 för den genomsnittliga KPI-inflationen 1998 uppgick till kring 2 procent, vilket var i linje med andra prognosmakares bedömningar. Inflationsförväntningarna hos penningmarknadens aktörer var emellertid lite lägre och därmed något mer träffsäkra. De små skillnader som finns i de olika aktörernas prognoser är svåra att förklara och kan exempelvis inte motiveras utifrån systematiska skillnader i BNP-prognoserna.

Under 1997 och första kvartalet 1998 låg Riksbankens prisprognoser för 1999 i linje med eller något över andra aktörers förväntningar. Under resten av 1998 var förhållandet det omvända (se diagram A5). Samtidigt finns det inga systematiska skillnader i tillväxtprognoserna för 1998 (se diagram A6). Alla prognosmakare inkl. Riksbanken överskattade nämligen både KPI-inflationen och oftast också BNP-tillväxten. Detta innebär att Riksbanken och andra bedömare gjort i stort sett samma bedömning av utväxlingen mellan tillväxt och inflation. Sammantaget har Riksbankens inflationsprognoser för 1999 legat något närmare utfallet än genomsnittet av externa prognosmakares bedömningar och än inflationsförväntningarna i olika enkätundersökningar.

Sammanfattningsvis visar genomgången att Riksbanken, i likhet med många andra bedömare, under 1997 och början av 1998 överskattade den underliggande prisutvecklingen 1999. Orsaken till detta var i första hand att Riksbanken i huvudscenarierna varken förutsåg vidden av Asienkrisens verkningar eller att vissa skyddade sektorer i den svenska ekonomin skulle komma att avregleras. Asienkrisen bedömdes visserligen redan under andra halvåret 1997 kunna få betydande inverkan på den ekonomiska utvecklingen. Emellertid ansågs inte detta till en början vara den mest sannolika utvecklingen utan behandlades som ett möjligt riskscenario. Från och med andra kvartalet 1998 bedömdes den underliggande inflationen stiga med ca 1,5 procent i genomsnitt 1999, vilket också blev fallet.

Skillnaden mellan inflationen mätt med KPI och UNDI<sub>X</sub> utgörs av ändrade indirekta skatter, subventioner och egnahemsägarnas räntekostnader. Ändrade räntekostnader dämpade prisutvecklingen mätt med KPI mer än väntat vilket främst sammanhänger med att Riksbankens prognoser utgår från att reporäntan är oförändrad under prognosperioden.

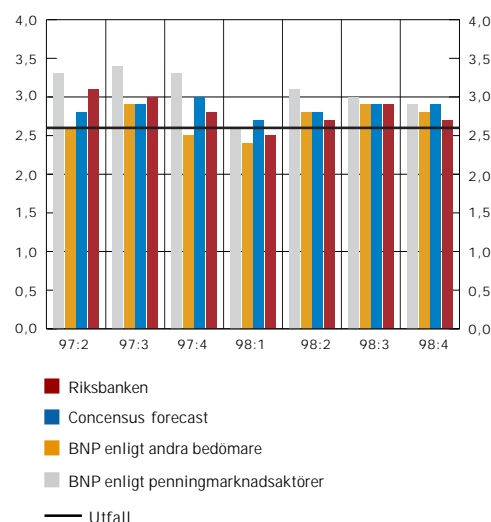
Diagram A5. Utfall och KPI-prognoser för 1999. Årsgenomsnitt



Anm. Penningmarknadens inflationsförväntningar har uppmätts med enkätundersökningar som utförts under den månad som motsvarande IR-prognos gjorts. Då förväntningarna inte avser ett specifikt kalenderår, utan utgår från det aktuella måttillfället har en sammanvägning gjorts av förväntningar på 1, 1-2 och 3-5 års sikt för att resultatet ska avse 1999. Penningmarknadsaktörernas KPI-prognoser avser ett ovägt genomsnitt av Merita-Nordbanken (tidigare Nordbanken), Svenska Handelsbanken, SEB och FöreningsSparbanken (tidigare Sparbanken). Övriga bedömare är Industriförbundet, LO, TCO, HUI, KI, Finansdepartementet, OECD samt Hagströmer & Qviberg.

Källor: Respektive aktör och Riksbanken.

Diagram A6. Utfall och BNP-prognoser för 1998. Årsgenomsnitt



Anm. Externa prognoser avser samma månad/kvartal som motsvarande IR-prognos gjordes. Penningmarknadsaktörernas BNP-prognoser avser ett ovägt genomsnitt av Merita-Nordbanken (tidigare Nordbanken), Svenska Handelsbanken, SEB och FöreningsSparbanken (tidigare Sparbanken). Övriga bedömare är Industriförbundet, LO, TCO, HUI, KI, Finansdepartementet, OECD samt Hagströmer & Qviberg.

Källor: Respektive aktör och Riksbanken.