

Innehåll

■ Förord	3
■ Sammanfattning	5
■ Kapitel 1 Konsumentprisutvecklingen	9
■ Kapitel 2 Inflationens bestämningsfaktorer	13
Internationell konjunktur och inflation	13
Ränte- och växelkursbedömning	21
Importpriser	26
Efterfrågan och utbud	27
Priseffekter av avregleringar och handelsliberalisering	36
Effekter av politiska beslut och räntekostnader	37
Inflationsförväntningar	39
■ Kapitel 3 Inflationsbedömning	41
Inflationsutsikterna i huvudscenariot	41
Riskbilden	46
Utblick ett år bortom tvåårshorizonten	49
■ Underlag för utvärdering av penningpolitiken 1998-2000	51
Inledning	51
Inflationsbedömningar och penningpolitiska överväganden	52
Sammanfattning och slutsatser	57
■ <i>Fördjupningsrutor</i>	
Alternativa scenarier för den amerikanska utvecklingen	17
Kronans och eurons volatilitet	22
Implicita sannolikhetsfördelningar och förväntad börsutveckling	24
Inflationsprognoserna och penningpolitiken	58



Förord

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

Inflationsrapporten återger grunddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 8 och 15 mars 2001. Den inflationsbedömning som redovisas i rapporten reflekterar Riksbankens övergripande syn på inflationsutsikterna i rådande läge och utgör bakgrund till Riksbankens penningpolitiska beslut den 26 mars 2001. 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 26 mars som kommer att publiceras den 9 april 2001.

Riksbanken skall enligt 6 kapitlet 4 § i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse till riksdagens finansutskott om penningpolitiken. Riksbanken har valt att använda två av årets fyra inflationsrapporter för detta ändamål. Denna rapport är en sådan redogörelse till riksdagen.

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

I kapitel 1 görs en tillbakablick på prisutvecklingen både i ett lite längre perspektiv och i förhållande till bedömningen i föregående rapport. I kapitel 2 redovisas den mest sannolika utvecklingen för inflationens viktigaste bestämningsfaktorer. Kapitlet är strukturerat så att det tydligt ska illustrera vilka faktorer som är av störst betydelse för den framtida inflationen. I kapitel 3 summeras Riksbankens bedömning av inflationsutsikterna. I denna rapport ingår inte den fördjupningsruta som illustrerar hur inflationen skulle komma att utvecklas ifall reporäntan följer förväntningarna på penningmarknaden. Skälet till detta är att förväntningarna för närvarande i stort sett sammanfaller med det antagande om oförändrad reporänta som ligger till grund för huvudscenariot i rapporten och att bedömningarna därmed blir i stort sett desamma.

I ett appendix redovisas ett underlag för en utvärdering av penningpolitiken under de tre senaste åren.

Stockholm i mars 2001
Urban Bäckström
Riksbankschef



Sammanfattning

■ Sedan föregående inflationsrapport har inflationen mätt med KPI och UND1X utvecklats i linje med prognosen. Delkomponenterna har dock utvecklats något annorlunda än vad som förutsetts. Den importerade inflationen har utvecklats något svagare än väntat, delvis till följd av en kraftig nedgång i oljepriset. Detta uppvägs av att de inhemska priserna har ökat något snabbare, främst priserna på tjänster men till viss del även boendekostnaderna.

I föregående inflationsrapport förutsågs en viss avmattning i den internationella konjunkturen. Denna avmattning tycks bli mer markerad än vad som då prognostiserades. Den främsta anledningen är den senaste tidens förhållandevis snabba försvagning av den amerikanska konjunkturen. I Japan förefaller återhämtningen ha bromsats upp och även inom euroområdet förutses en något svagare utveckling. Sammantaget bedöms tillväxten i OECD-området bli drygt 2 procent 2001, omkring 2,5 procent 2002 och knappt 3 procent 2003. En återhämtning förutses således i huvudscenariot men någon snabb och kraftig konjunkturuppgång väntas inte ske.

Den svagare internationella efterfrågeutvecklingen påverkar den svenska prisutvecklingen via olika kanaler. Den snabbaste kanalen går via prisutvecklingen på importerade produkter, som väntas bli något mer dämpad. Det kanske viktigaste av dessa är råoljepriset, som fallit påtagligt sedan föregående inflationsrapport. Genomslaget av den internationella prisutvecklingen på den svenska inflationen beror också på växelkursutvecklingen. Hittills under 2001 har kronan utvecklats svagare än väntat. Mot bakgrund av den gynnsamma utvecklingen i svensk ekonomi, med bl.a. betydande bytesbalansöverskott, finns det dock skäl att på längre sikt anta en starkare växelkurs. Apprecieringen förmodas dock gå något långsammare än vad som tidigare antagits, vilket innebär att kronan i genomsnitt blir svagare än i föregående inflationsrapport. Detta begränsar effekterna på inflationen av den svagare internationella prisutvecklingen.

Den internationella konjunkturförsvagningen påverkar också den svenska inflationsutvecklingen via effekter på den aggregerade efterfrågan. Konjunkturförsvagningen förväntas dock bli relativt sett mindre kännbar i Europa, där svenska exportföretag har sin huvudsakliga avsättning. Samtidigt har orderingången för viktiga svenska exportprodukter fallit relativt kraftigt, vilket kan vara ett tecken på att produktsammansättningen av svensk export gör att Sverige påverkas förhållandevis mycket av den internationella konjunkturavmattningen. En svagare växelkurs och en mer dämpad importutveckling bedöms dock bidra till att nettoexporten utvecklas ungefär i linje med prognosen i föregående inflationsrapport. Den minskade orderingången väntas tillsammans med mindre kännbara



kapacitetsbegränsningar påverka investeringarna i negativ riktning. Sannolikt kan den internationella konjunkturförsvagningen till en del även förklara det mindre optimistiska stämningläget hos hushållen, bl.a. via effekter från utvecklingen på aktiebörserna. Enkätundersökningar indikerar att hushållens framtidstro har dämpats avsevärt de senaste månaderna. Denna omvärdering av framtidsutsikterna hos hushållen antas bidra till en svagare utveckling av den privata konsumtionen än vad som tidigare prognostiserats. Därutöver hålls tillväxten tillbaka av en korrigerande lagren under 2001, efter en oväntat stor lageruppbyggnad under fjolåret. Sammantaget bedöms denna utveckling resultera i en lägre BNP-tillväxt än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. BNP väntas öka med 2,4 procent både 2001 och 2002 samt 2,7 procent 2003.

Den BNP-utveckling som förutses bedöms leda till att det samlade resursutnyttjandet i ekonomin är i stora drag oförändrat under prognosperioden. Det i förhållande till föregående prognos lägre resursutnyttjandet avspeglas på både produkt- och arbetsmarknaderna i ett lägre inhemskt inflationstryck.

■ Sammantaget bedöms KPI-inflationen i huvudscenariot, vid oförändrad reporänta, uppgå till 1,9 procent på ett års sikt och 2,0 procent på två års sikt. Motsvarande bedömning för UND1X-inflationen är 1,9 procent på såväl ett som två års sikt. Uttryckt som årsgenomsnitt förväntas inflationen i termer av KPI bli 1,6 procent 2001 och 1,9 procent 2002 medan motsvarande bedömning för UND1X är 1,5 respektive 1,9 procent.

En förändring jämfört med prognosen i december är att daghemsavgifter nu, till följd av ökad osäkerhet kring den fortsatta beredningen av Utredningen om översyn av konsumentprisindex, inte bedöms komma att inkluderas i KPI under prognosperioden. Införandet av ett avgiftstak för kommunal barnomsorg, den s.k. maxtaxan, beräknades i föregående inflationsrapport dämpa KPI- och UND1X-inflationen med 0,3 procentenheter 2002. Denna effekt uppkommer nu alltså inte. Bortsett från det ändrade antagandet om maxtaxan innebär prognosen i ett tvåårsperspektiv att inflationen justerats ned jämfört med huvudscenariot i inflationsrapporten i december, till följd av ett lägre resursutnyttjande och en något lägre importerad inflation än vad som då antogs.

■ Även riskbilden är av betydelse för penningpolitikens utformning. Det som i första hand skulle kunna komma att dra ner inflationen är ett svagare konjunkturläge. Detta skulle i sin tur troligen vara en följd av en bredare och mer utdragen internationell nedgång med åtföljande finans- och börsoro. I motsatt riktning skulle i första hand ett fortsatt stigande inhemskt inflationstryck kunna verka. Det skulle kunna orsakas av högre utfall i återstående delar av avtalsrörelsen och en svagare produktivitet utveckling samt en något mindre gynnsam relation mellan tillväxt och inflation. Den svaga kronan utgör också en risk för inflationen, även om det är rimligt



att anta att risken för en fortsatt svag krona i hög grad samvarierar med risken för en svag konjunktur.

Osäkerheten i konjunkturbilden är framförallt relaterad till utvecklingen i USA. De stora obalanser som där har byggts upp skulle både kunna leda till en kraftigare nedgång i den ekonomiska aktiviteten och fördröja en uppgång jämfört med vad som förutspås i huvudscenariot. En mer markerad avmattning i USA skulle antagligen få påtagliga spridningseffekter till andra delar av världen, både via direkta reala kanaler och via de finansiella marknaderna, främst börserna. Även de internationella rå- och färdigvarupriserna kan då också komma att utvecklas svagare. Sammantaget skulle detta dämpa den svenska inflationen utöver vad som antagits i huvudscenariot.

Nedåtrisken från den internationella utvecklingen motverkas delvis av bl.a. en risk från en svagare växelkursutveckling, som inte nödvändigtvis behöver vara relaterad till en svagare och mer instabil internationell konjunktur. Även om den realekonomiska utvecklingen med bl.a. betydande bytesbalansöverskott talar för att en appreciering av kronan är att vänta, har kronan fortsatt vara svag. Förklaringar som angivits för detta, vid sidan av konjunkturförsvagningen och börsnedgången, t.ex. fortsatt stora aktieköp utomlands, kan komma att tynga kronan ännu en tid.

Löneökningarna har hittills varit i linje med bedömningen i huvudscenariot. Avtalsrörelsen är emellertid inte avslutad och även om det förefaller finnas acceptans för vissa relativlöneförskjutningar kan det inte uteslutas att höga avtal inom resterande områden påverkar löneglidningen de närmaste åren inom områden där avtal redan slutits. Det finns också en risk för att det cykliska inslaget i de senaste årens goda produktivitet utveckling har underskattats och att utvecklingen blir svagare än prognostiserat när konjunkturen mattas, med högre enhetsarbetskostnader än beräknat som följd. Dessutom kan det inte uteslutas att den oväntat höga inhemska inflationen är tecken på en mindre gynnsam relation mellan tillväxt och inflation.

■ Sammantaget bedöms nedåtriskerna för inflationsutvecklingen överväga något. Med beaktande av riskbilden förväntas därför inflationen mätt med KPI uppgå till 1,8 procent på ett års sikt och 1,9 procent på två års sikt. Motsvarande bedömning för UND1X är 1,8 procent på såväl ett som två års sikt.

Konsumentpris- utvecklingen

I detta kapitel görs en tillbakablick på konsumentprisutvecklingen. Inledningsvis redovisas den samlade prisutvecklingen. Därefter analyseras prisrörelser på de varor och tjänster som ingår i den underliggande inflationen, UND1X. Slutligen diskuteras vilken inverkan indirekta skatter, subventioner och hushållens räntekostnader för egnahem har haft på utvecklingen av konsumentpriserna.

Inflationen, mätt med såväl KPI som UND1X, har i stort sett utvecklats i linje med bedömningen i den senaste inflationsrapporten och uppgick i februari till 1,6 procent (se diagram 1). Den underliggande inhemska inflationen (UNDINHX) har dock stigit mer än väntat samtidigt som den importerade inflationen exklusive skatt utvecklats svagare.¹

Inflationen har i stort sett utvecklats i linje med prognosen.

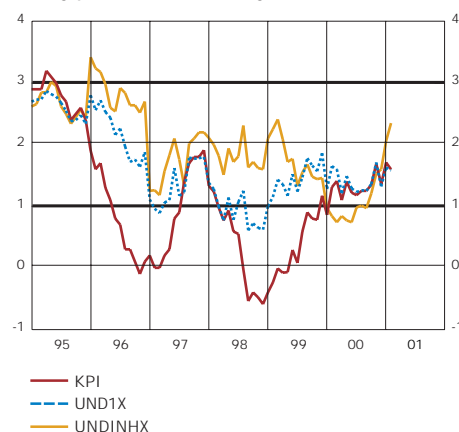
En tillbakablick visar att de prognoser för KPI- och UND1X-inflationen som gjordes under 1999 och i början av 2000 varit förhållandevis träffsäkra. UND1X-inflationen har det senaste året blivit något lägre än vad som förväntades under 1999 och i början på 2000, vilket till stor del beror på låg inhemska genererad inflation. KPI-inflationen har däremot blivit högre än väntat, vilket hör samman med att hushållens räntekostnader för egnahem ökat mer än vad som tidigare antagits. Detta beror delvis på att Riksbanken höjde reporäntan i slutet av 1999 och i början av 2000 och det faktum att Riksbankens prognoser baseras på ett antagande om oförändrad reporänta. En mer detaljerad diskussion om Riksbankens prognoser och utformningen av penningpolitiken redovisas i ett appendix i denna inflationsrapport.

STORA RELATIVPRISFÖRÄNDRINGAR DE SENASTE ÅREN

Inflationen, mätt med UND1X, har varit relativt stabil de senaste åren, men samtidigt har det skett betydande relativprisförändringar. Under större delen av 1990-talet har boendekostnaderna och priserna på tjänster ökat i snabbare takt än priserna på varor. Detta är också det mönster som *a priori* framstår som naturligt mot bakgrund av att produktivitetens utvecklingen i tjänstesektorn normalt är långsammare än i varusektorn. Från hösten 1999 till slutet av 2000 har emellertid varupriserna ökat mer än priserna på tjänster (se diagram 2). Denna utveckling kan delvis förklaras av ökad konkurrens inom tjänstesektorn. Låga hyreshöjningar bl.a. till

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

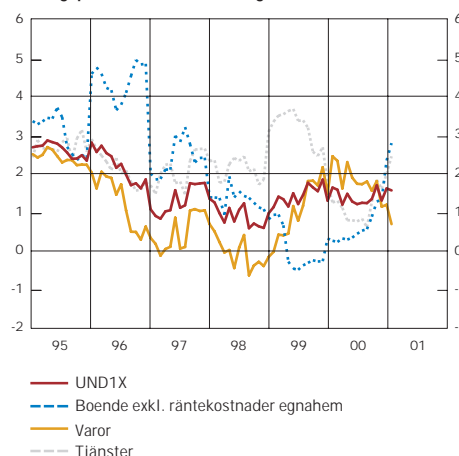
Diagram 1. KPI och underliggande inflation. Årlig procentuell förändring



Anm. De tjocka horisontella linjerna anger Riksbankens toleransintervall för förändring i KPI.

Källa: SCB.

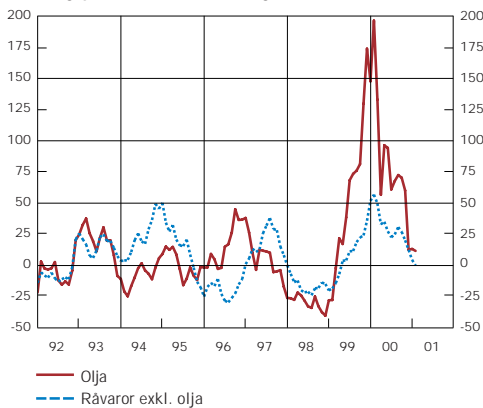
Diagram 2. UND1X uppdelat på varor, tjänster och boende. Årlig procentuell förändring



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.

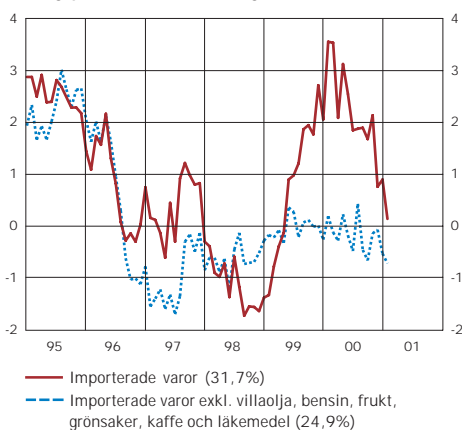
Diagram 3. Oljepris samt importviktade råvarupriser exkl. olja i SEK. Årlig procentuell förändring



Anm. Följande varor ingår i råvarupriset exkl. olja: aluminium, koppar, nickel, zink, guld, silver, bly och tenn. Varje varas vikt beräknas på basis av dess andel av Sveriges import respektive år. Totalt uppgår importen av metaller till ca 2 procent av Sveriges import. Olja svarar för ca 8 procent av Sveriges import (2000).

Källor: SCB och Riksbanken.

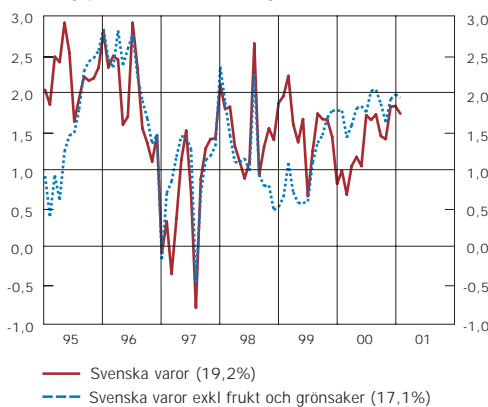
Diagram 4. KPI, importerade varor exkl. indirekta skatter. Årlig procentuell förändring



Anm. Siffrorna inom parentes anger vikter i KPI.

Källa: SCB.

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



Anm. Siffrorna inom parentes anger vikter i KPI.

Källa: SCB.

följd av ett lägre ränteläge har också bidragit. Priserna på varor ökade samtidigt i allt snabbare takt från början av 1999 till mitten av 2000, vilket till stor del kan förklaras av den kraftiga oljeprisökningen. Utvecklingen den allra senaste tiden har dock varit mer i linje med det historiska mönstret, med ett lägre pristryck i synnerhet på importerade varor.

DEN IMPORTERADE INFLATIONEN BLEV LÄGRE ÄN VÄNTAT
Oljepriset föll snabbt under slutet av 2000 (se diagram 3). Detta kan troligtvis förklaras av det försämrade konjunkturläget i kombination med att de tidigare produktionsökningarna från OPEC under hösten nu tycktes ha fått effekter på prisbildningen.

I januari steg oljepriset till följd av förväntningar om att OPEC skulle minska sina produktionskvoter. Därefter har oljepriset sjunkit eftersom eventuella ytterligare produktionsminskningar inte förväntas kunna motverka de prisdämpande effekterna av lägre efterfrågan. Oljepriset har sedan föregående inflationsrapport utvecklats betydligt svagare än förväntat.

Lägre oljepriser och hård konkurrens har dämpat den importerade inflationen.

Priserna på övriga importerade varor har fortsatt att utvecklas svagt och har fallit i stort sett kontinuerligt sedan 1996 (se diagram 4). Hård internationell konkurrens och lågt resursutnyttjande i Sverige har sannolikt bidragit till den svaga prisutvecklingen, vilket inneburit att företagen inte kunnat övervältra stigande kostnader för t.ex. råvaror på konsumenterna.

FORTSATT MÅTTLIGT PRISTRYCK PÅ SVENSKA VAROR

Pristrycket på svenska varor har varit måttligt de senaste åren (se diagram 5). Detta förklaras sannolikt av lågt resursutnyttjande, ett skärpt konkurrenstryck och stabila inflationsförväntningar. En försiktig trendmässig uppgång i priserna har dock skett under de senaste ett till två åren i takt med ett stigande resursutnyttjande i ekonomin.

STIGANDE PRISÖKNINGSTAKT PÅ TJÄNSTER

Prisökningstakten på tjänster har sjunkit gradvis under 1990-talet bl.a. till följd av ett lågt resursutnyttjande och att en allt större del av denna sektor blivit konkurrensutsatt (se diagram 6). Fallande telepriser till följd av avregleringen av telemarknaden är ett exempel (se diagram 7). Priserna på administrativt prissatta tjänster, t.ex. kommunala taxor för vatten, avlopp, renhållning etc., har dock ökat i allt snabbare takt sedan början av 1999, vilket delvis motverkat priseffekterna från ökad konkurrens (se diagram 6).

Sedan föregående inflationsrapport har prisökningstakten på tjänster stigit. Det kan till stor del förklaras av stigande priser på inrikes resor, i synnerhet båt- och lokaltrafik. Även höjda priser på teletjänster, försäkringar av olika slag samt banktjänster har bidragit till den stigande prisökningstakten. Telepriserna bedöms även framöver ge ett ökat bidrag till inflationen. Vid årsskiftet

slopades pristaket för abonnemangsavgiften på fast telefoni och i samband med detta aviserade Telia en prishöjning på fasta abonnemang med ca 20 procent i mars, vilket höjer såväl KPI-som UND1X-inflationen med drygt 0,1 procentenheter. Sammantaget har priserna på tjänster ökat mer än väntat sedan föregående rapport.

Stigande tjänstepriser till följd av bl.a. högre priser på inrikes resor.

STIGANDE BOENDEKOSTNADER

Boendekostnaderna har ökat i allt långsammare takt under 1990-talet och under 1999 och 2000 steg de knappt alls (se diagram 8). Den svaga kostnadsutvecklingen är bl.a. en följd av fallande räntor, sänkt fastighetsskatt och beräkningstekniska förändringar.² En annan förklaring är sänkta elpriser till följd av ökad konkurrens efter avregleringen 1996.

Höjda hyror och elpriser har lett till stigande boendekostnader.

Sedan föregående inflationsrapport har dock ökningstakten i boendekostnaderna stigit. Hyror har hittills i år stigit med ca 1 procent samtidigt som fastighetsskatten sänkts och taxeringsvärdena höjts. Vidare har elpriserna stigit de senaste månaderna, bl.a. till följd av höjd skatt (se diagram 9). Sammantaget har boendekostnaderna ökat något mer än väntat sedan föregående inflationsrapport.

FORTSATT LÅGT UNDERLIGGANDE INFLATIONSTRYCK

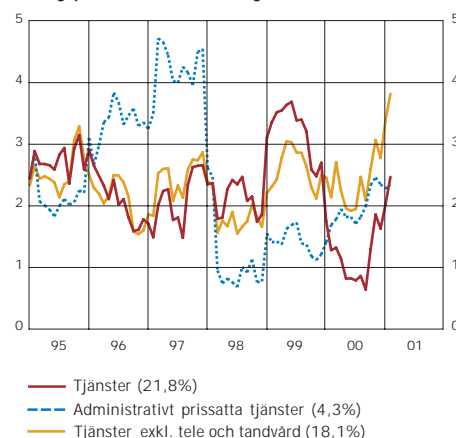
Underliggande inflation kan mätas på flera olika sätt. Ett sätt är att rensa KPI-inflationen för olika delkomponenter, t.ex. sådana som endast bedöms ha tillfällig effekt på prisutvecklingen. UND1X är ett exempel på ett sådant mått. Ett annat sätt är att minska betydelsen av de priser som varierar mycket. Ytterligare ett sätt är att tillämpa ekonometriska metoder.³ I diagram 10 visas några olika mått på underliggande inflation.

Samtliga mått visar på ett minskat underliggande inflationstryck under 1990-talet och att pristrycket varit relativt stabilt under senare år. Även utvecklingen de senaste månaderna visar på ett lågt underliggande inflationstryck.

2 SCB har ändrat sättet att mäta avskrivningar i egnahemsposten, vilket medförde ett betydande fall i den uppmätta prisförändringen.

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

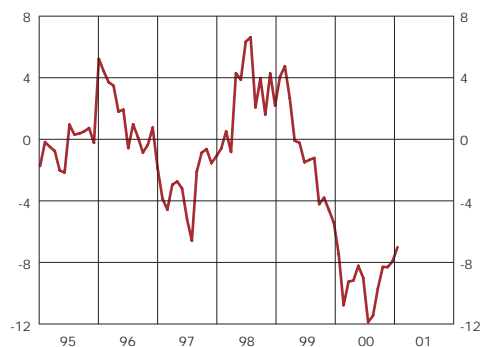
Diagram 6. KPI, tjänster exkl. indirekta skatter. Årlig procentuell förändring



Anm. Siffrorna inom parentes anger vikter i KPI.

Källa: SCB.

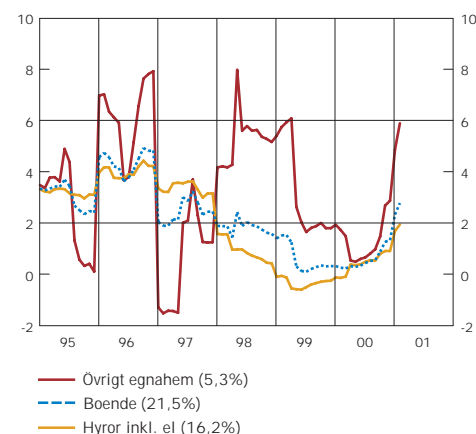
Diagram 7. Telepriser. Årlig procentuell förändring



Anm. Teleprisens andel av KPI är 2,7 procent.

Källa: SCB.

Diagram 8. KPI, boende exkl. indirekta skatter och räntekostnader. Årlig procentuell förändring

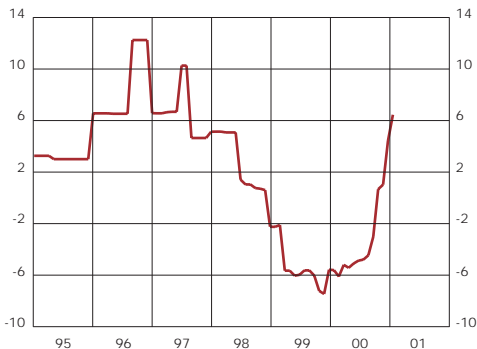


Anm. Siffrorna inom parentes anger vikter i KPI.

Källa: SCB.

SMÅ EFFEKTER FRÅN INDIREKTA SKATTER,
SUBVENTIONER OCH RÄNTEKOSTNADER FÖR EGNAHEM

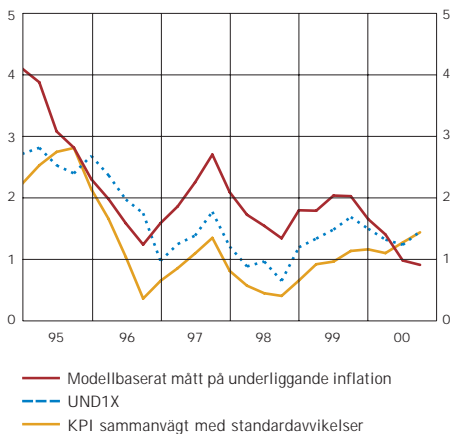
Diagram 9. Elpriser.
Årlig procentuell förändring



Anm. Elström till egna hem utgör 2,2 procent av KPI.

Källa: SCB.

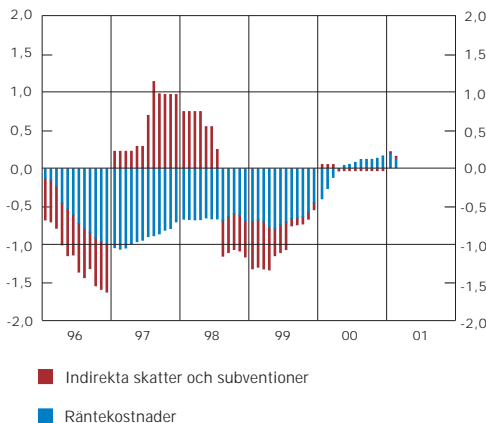
Diagram 10. Olika mått på underliggande
inflation.
Årlig procentuell förändring



Anm. KPI sammanvägt med standardavvikelser är beräknat utifrån KPI uppdelat på 70 grupper och standardavvikelser skattade på 24 månader. Serierna är baserade på kvartalsdata.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 11. Effekter på KPI av ändrade
indirekta skatter, subventioner och
räntekostnader för egna hem.
Procentenheter



Källor: SCB och Riksbanken.

Bidraget till KPI-inflationen från indirekta skatter och subventioner har varierat kraftigt över tiden, men har sedan mitten av 2000 varit litet (se diagram 11).

Sammanfattningsvis har såväl KPI- som UND1X-inflationen utvecklats i linje med bedömningen i föregående rapport. Även en jämförelse med de prognoser som gjordes under 1999 och i början av 2000 visar att inflationen i stort sett utvecklats som väntat. Prognoserna för olika delkomponenter av UND1X har emellertid inte varit lika träffsäkra. Sedan föregående inflationsrapport har, delvis beroende på en kraftig nedgång i oljepriset, den importerade inflationen utvecklats svagt. Det inhemska prisstrycket har däremot blivit starkare än väntat främst till följd av en snabbare prisuppgång på tjänster än prognostiserat, i synnerhet på inrikes resor och, i mindre utsträckning, boende.

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. Därefter följer en genomgång av utvecklingen i svensk ekonomi.

Internationell konjunktur och inflation

Sedan föregående inflationsrapport har den internationella konjunkturen mattats snabbare än väntat och är nu mer i linje med det riskscenari som då tecknades än med huvudscenariot. Orsaken är främst en djupare nedgång i den amerikanska ekonomin och fortsatt oro på de finansiella marknaderna. I huvudscenariot antas tillväxten i OECD-området försvagas påtagligt under innevarande år. Därefter väntas tillväxten i USA och i OECD-området som helhet gradvis öka under prognosperioden (se tabell 1).

Tabell 1. Internationella förutsättningar.
Årlig procentuell förändring

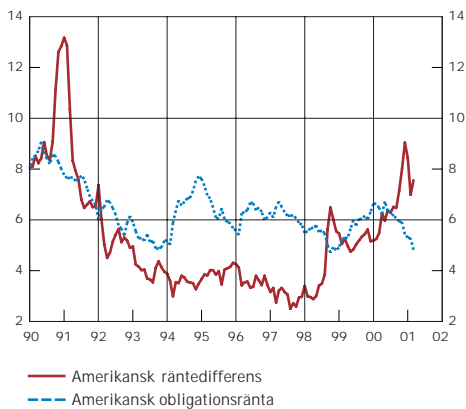
	BNP								KPI							
	1999	2000	rev	2001	rev	2002	rev	2003	1999	2000	rev	2001	rev	2002	rev	2003
USA	4,2	5,0	-0,2	2,0	-1,2	2,7	-0,2	3,2	2,2	3,4	0,1	2,4	-0,2	2,3	-0,1	2,4
Japan	0,3	1,7	0,0	1,2	-0,8	2,0	-1,0	2,0	-0,3	-0,6	0,0	-0,5	-0,5	0,0	-0,5	0,5
Tyskland	1,5	3,0	0,0	2,4	-0,6	2,5	0,2	2,5	0,6	2,0	0,0	1,7	0,0	1,5	-0,2	1,5
Frankrike	3,2	3,4	0,0	2,8	-0,4	2,8	0,2	2,8	0,5	1,9	0,0	1,7	0,0	1,7	0,0	1,6
Storbritannien	2,1	3,0	-0,1	2,6	-0,2	2,5	0,0	2,6	2,3	2,1	0,0	2,2	-0,3	2,4	-0,1	2,4
Italien	1,4	2,9	0,0	2,5	-0,5	2,5	0,0	2,7	1,7	2,5	0,0	2,0	0,0	1,9	0,0	2,0
Danmark	1,6	2,8	0,0	2,0	-0,4	2,2	-0,2	2,2	2,1	2,7	0,0	2,3	0,0	2,0	0,0	2,1
Finland	3,5	5,7	0,6	4,3	-0,1	3,5	0,0	2,7	1,3	3,0	0,0	2,5	0,0	2,1	0,0	2,3
Norge	0,9	1,8	-0,4	1,2	-0,2	1,6	0,2	1,8	2,3	3,1	0,0	2,7	0,0	2,4	0,0	2,1
Euro12	2,3	3,4	0,0	2,6	-0,6	2,7	0,2	2,8	1,1	2,3	0,0	2,0	0,0	1,8	-0,1	1,9
TCW-vägt	2,3	3,3	-0,1	2,4	-0,6	2,6	0,1	2,7	1,4	2,3	0,0	2,0	-0,1	1,9	-0,1	1,9
OECD 19	2,8	3,8	0,0	2,2	-0,8	2,6	-0,2	2,8	1,4	2,3	0,1	1,8	-0,2	1,8	-0,1	1,9
				2000	rev	2001	rev	2002	rev	2003						
Exportmarknadstillväxt				10,8	0,0	7,3	-1,5	8,0	-0,1	8,5						
Genomsnittliga exportpriser i nationell valuta (OECD)				1,2	0,2	1,3	0,0	1,0	-0,3	1,2						
Råoljepris, årligt genomsnitt (USD/fat, Brent Blend)				28,4	-0,7	25,9	-1,6	23,9	-1,6	22,2						

Anm. KPI avser RPIX för Storbritannien och HIKP för Tyskland, Frankrike, Italien, Danmark samt Finland. BNP för Norge avser fastlandsekonomin. Revideringar i jämförelse med föregående inflationsrapport är kursiverade.

Källa: Riksbanken.

Osäkerheten i den internationella konjunkturbilden är emellertid stor. Detta illustreras väl av de scenarier som förekommer i debatten om den amerikanska utvecklingen (se fördjupningsruta "Alternativa scenarier för den amerikanska utvecklingen"). I det optimistiska s.k. V-scenariot antas konjunkturedgången i USA främst bero på tillfälliga faktorer. Produktivitetsökningen bedöms

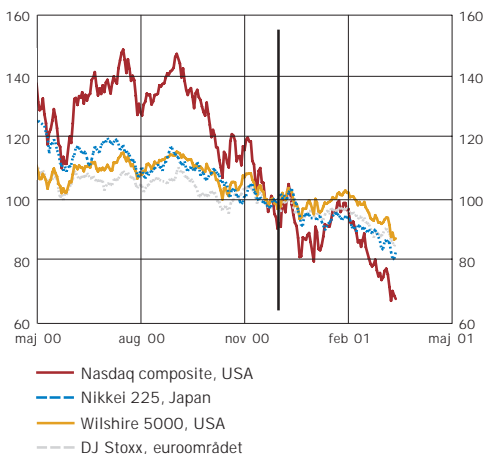
Diagram 12. Ränta på amerikanska statsobligationer samt ränteskillnad mellan amerikanska "high yields" och amerikanska statsobligationer. Procent och procentenheter



Anm. "High Yields" är företagsobligationer utgivna av företag med låg kreditvärdighet.

Källa: Lehman Brothers/Datastream.

Diagram 13. Internationella börsindex. Index: 27 november 2000=100



Anm. Det vertikala strecket anger stoppdatum för föregående inflationsrapport.

Källor: Hanson & Partners AB, Morgan Stanley Capital International och Wilshire Associates.

till stor del vara strukturellt betingad och utrymmet för att agera med penningpolitiken är därför stort. Någon märkbar korrigerings av sparandeobalanserna sker inte de närmaste åren med fortsatt god tillväxt i inhemsk efterfrågan som följd. I det pessimistiska s.k. L-scenariot bedöms den nuvarande nedgången vara inledningen på en längre period av svag tillväxt. Produktivitetsoökningen antas ha varit av cyklisk karaktär och en kraftig korrigerings av sparandeobalanserna förväntas när bl.a. hushållen drar ner sin konsumtion. Följden blir en mer markerad nedgång i inhemsk efterfrågan. I en sådan situation får den ekonomiska politiken mindre effekt än i det mer optimistiska scenariot. I huvudscenariot i denna rapport antas en utveckling som kan sägas ligga mittemellan dessa båda scenarier. Konjunkturavmattningen antas inte bli alltför långvarig men tillväxten bedöms understiga den potentiella under hela prognosperioden.

GLOBAL AVMATTNING DRIVS AV NEDGÅNG I USA

Ett viktigt skäl till avmattningen i USA är förra årets kraftiga penningpolitiska åtstramning, som föranleddes av allt tydligare utbudsrestriktioner på arbetsmarknaden och ett ansträngt resursutnyttjande. Sedan i höstas har många företag reviderat ned sina vinstförväntningar, särskilt inom IT-sektorn, och risken för att företagen inte ska kunna infria sina låneåtaganden har ökat. Skillnaderna i låneräntor, de s.k. kreditspreadarna, befinner sig alltfjämt på en hög nivå, men efter Federal Reserves räntesänkningar i januari har finansieringskostnaden för företagen minskat (se diagram 12). Vidare har bankerna blivit allt mer försiktiga i sin kreditgivning till företagen, men samtidigt har även efterfrågan på krediter minskat. De lägre vinstförväntningarna har lett till turbulens på aktiemarknaderna och priserna har fortsatt att falla, framförallt på teknologiaktier (se diagram 13).

Börskorrigeringen har medfört negativa förmögenhetseffekter för såväl företag som hushåll.

Börskorrigeringen har medfört negativa förmögenhetseffekter för såväl företag som hushåll. Hushållens optimism har därmed dämpats påtagligt, om än från rekordhöga nivåer (se diagram 14). Det har, tillsammans med höga energipriser och en mättnadsfas i inköpen av varaktiga varor, lett till en nedgång i hushållens konsumtion vilket bl.a. har resulterat i en kraftig lageruppbyggnad. En snabb lagerkorrigerings inleddes under slutet av förra året. Vidare har den mycket kalla vintern i USA haft en direkt negativ påverkan på konsumtionsbenägenheten och byggnadsinvesteringarna. Den vikande efterfrågan har bidragit till att tillverkningsindustrin sannolikt befinner sig i recession, vilket bl.a. avspeglas i att inköpschefernas index (NAPM) i januari sjönk till den lägsta nivån sedan 1991 (se diagram 15). En marginell uppgång noterades dock i februari. Avmattningen återspeglas i hög grad i de privata investeringarna, särskilt inom IT-sektorn. Den tidigare höga investeringstakten har lett till att en stor kapitalstock byggts upp, vilket talar för en lägre tillväxttakt i investeringar under prognosperioden.

Till följd av den svagare konjunkturutvecklingen och förväntningar om ett lägre pristryck framöver bedömer marknadsaktörer att Federal Reserve kommer att sänka styrräntan med ytterligare ca 1 procentenhet under innevarande år. Tillväxten i USA bedöms successivt öka under andra halvåret i år bl.a. till följd av omläggningen av penningpolitiken. Förbättrade vinstutsikter och en gradvis ökande efterfrågan bedöms medföra en återhämtning av de privata investeringarna. Låga bolåneräntor antas ge fortsatt stöd åt bostads- och byggmarknaden som hittills stått emot avmattningen relativt väl. Den låga arbetslösheten tillsammans med en fortsatt förhållandevis gynnsam produktivitets- och reallöneutveckling väntas också bidra positivt. De faktorer som temporärt har dämpat tillväxten, t.ex. höga energipriser och lagerkorrigerings, antas dessutom falla bort successivt. Finanspolitiken och dess effekter är för närvarande svårbedömda men skattesänkningar är att vänta, vilka bedöms få en svagt positiv effekt på tillväxten främst under 2002 och 2003.

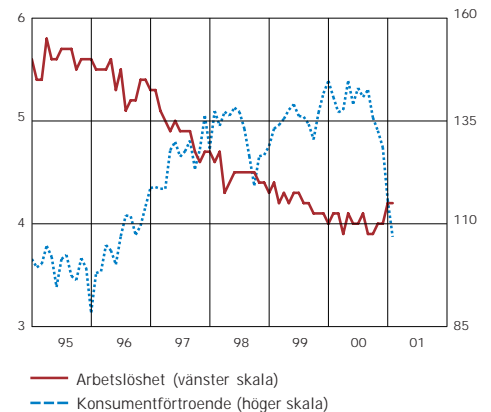
Avmattningen i USA väntas få negativa effekter på tillväxten i såväl Europa som Japan.

Sammantaget bedöms tillväxten i huvudscenariot understiga den potentiella under hela prognosperioden och det positiva produktionsgapet förväntas därför minska gradvis. Bakom detta förlopp antas en hög flexibilitet i ekonomin, en väl avvägd penningpolitik och en relativt hög potentiell tillväxt. Samtidigt bedöms avkastningen på investeringar bli fortsatt god och bidra till att åtminstone delvis upprätthålla inflödet av kapital till den amerikanska ekonomin. Därmed förväntas endast en begränsad korrigerings av sparandeobalanserna i den privata sektorn komma till stånd under prognosperioden.

Avmattningen i USA väntas få negativa effekter på tillväxten i såväl Europa som Japan. I euroområdet bedöms de försämrade konjunktutsikterna leda till att bidraget från nettoexporten blir negativt såväl i år som nästa år. Framåtblickande indikatorer och företagsenkäter har sedan andra kvartalet 2000 indikerat en viss avmattning av industrikonjunkturen. Nedgången tycks dock drabba de europeiska länderna olika hårt, vilket illustreras av utvecklingen i bl.a. konsumentförtroende, produktionsförväntningar och ordergång (se diagram 16). Detta kan förklaras främst med skillnader i ekonomiernas öppenhet och aktiemarknadernas betydelse för hushållens ekonomi, men också med skillnader i industristruktur och produktsammansättning samt med olika geografiska marknader.

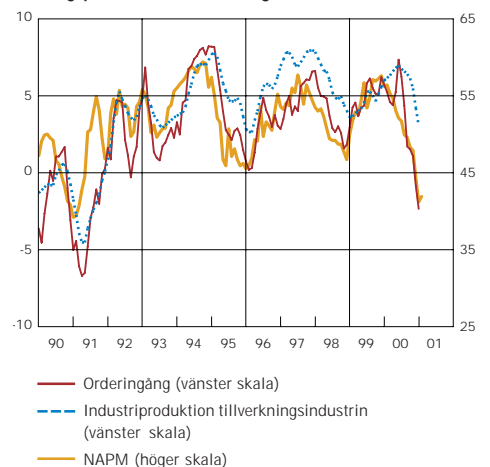
Trots de försämrade globala tillväxtutsikterna och tecken på en något svagare aktivitet inom industrin finns det skäl att anta att den europeiska konjunkturavmattningen inte blir lika kraftig som den amerikanska. Beroendet av aktiemarknaden är mindre i Europa och till skillnad från i USA är förtroendeindikatorerna, i synnerhet konsumentförtroendet, alltså på höga nivåer (se diagram 17). De betydligt lägre IT-investeringarna innebär att risken är mindre för en investeringsnedgång av samma omfattning

Diagram 14. Arbetslöshet och konsumentförtroende i USA. Andel av arbetskraften respektive index



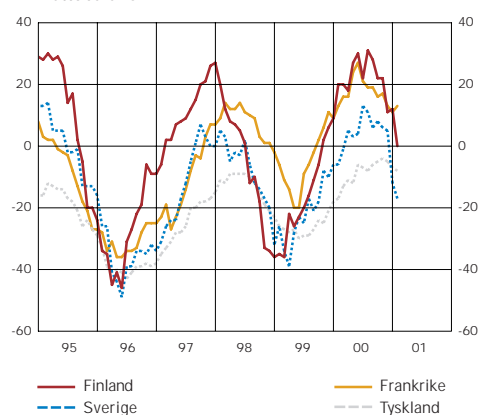
Källor: Bureau of Labor Statistics och Conference Board.

Diagram 15. Ordergång, industriproduktion tillverkningsindustrin (3-månaders glidande medelvärde) samt NAPM. Årlig procentuell förändring och nivå



Källor: Federal Reserve, US Department of Commerce och NAPM.

Diagram 16. Ordergång i Sverige, Tyskland, Frankrike och Finland. Nettobalans



Källa: Europeiska kommissionen.

Diagram 17. Konsumentförtroende och företagens förtroende i euroområdet. Nettobalans

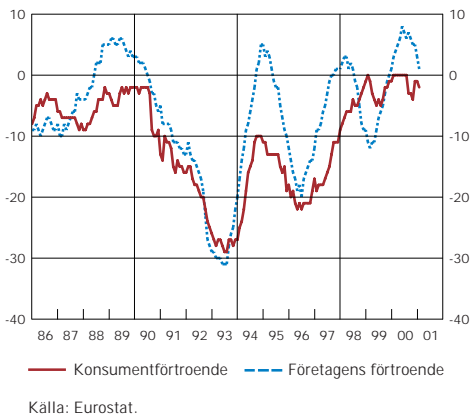


Diagram 18. Faktisk och underliggande inflation i USA och euroområdet samt oljepris. Årlig procentuell förändring och USD/fat

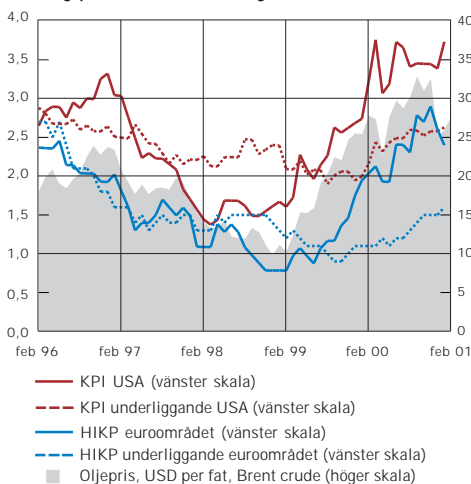
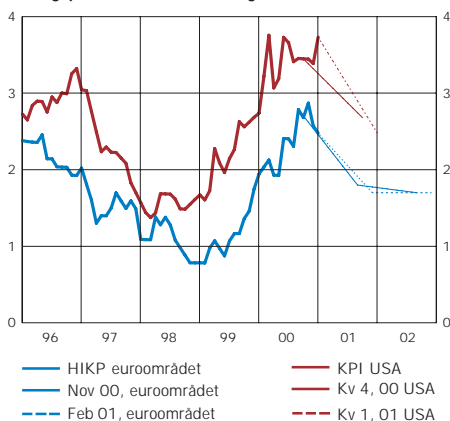


Diagram 19. Inflationförväntningar i euroområdet och USA på två respektive ett års sikt. Årlig procentuell förändring



som den amerikanska. Vidare har de sparandeobalanser som byggts upp i USA ingen motsvarighet i euroländerna och skuldsättningen hos såväl företag som hushåll är lägre. En mer långvarig konjunkturavmattning i USA och en fortsatt börsnedgång skulle dock kunna medföra en sämre utveckling i euroområdet än i huvudscenariot via handelsflöden, finansiella länkar och förtroendekanaler.

De relativt mer gynnsamma tillväxtutsikterna tillsammans med den minskade räntedifferensen gentemot USA antas ligga bakom förstärkningen av euron mot dollarn, som förväntas fortsätta under prognosperioden. Valutakursapprecieringen och lägre oljepriser medför att inflationstrycket successivt minskar. Bland marknadsaktörer finns förväntningar om att ECB sänker räntan med uppåt 0,5 procentenheter i år, vilket bidrar till att stimulera inhemsk efterfrågan främst under 2002.

Den japanska ekonomin bedöms drabbas hårdare än euroområdet av den amerikanska konjturnedgången. Japan är betydligt mer beroende av exporten till USA och effekterna av nedgången inom IT-branschen antas bli större än i Europa. Den globala avmattningen har dessutom kommit vid en olämplig tidpunkt för Japan, där exporten och industriproduktionen för bara några månader sedan såg ut att kunna medföra högre tillväxt. Nedgången har särskilt drabbat verkstadsindustrin, som ledde den tidigare återhämtningen av investeringar och löner. Den privata konsumtionen är svag och priserna har fortsatt att falla. Ytterligare en negativ faktor är den senaste tidens kraftiga börsfall. Under prognosperioden väntas en viss återhämtning av den japanska ekonomin. Faktorer som bedöms bidra till denna utveckling är omstruktureringar i storföretag, ett ökat politiskt tryck för ekonomiska reformer och en fortsatt svag yen som väntas gynna exporten.

De försämrade konjunkturutsikterna i år bedöms leda till att världsmarknadstillväxten ökar långsammare än vad som tidigare antagits.

De försämrade konjunkturutsikterna i år bedöms leda till att världsmarknadstillväxten ökar långsammare än vad som tidigare antagits. Oljepriset har sjunkit sedan föregående inflationsrapport och förväntas fortsätta falla under prognosperioden. Utvecklingen i de internationella exportpriserna förblir således dämpad. Sammantaget väntas dessa faktorer leda till ett lägre inflationstryck framöver, som bryter de två senaste årens uppåtgående trend (se diagram 18). Det avspeglas i fortsatt låga inflationförväntningar i såväl USA som euroområdet (se diagram 19).

Sammanfattningsvis bedöms såväl tillväxt som inflation i OECD-området bli lägre än vad som antogs i föregående inflationsrapports huvudscenariot. Den snabba och breda konjunkturavmattningen i USA, med återverkningar på andra delar av världsekonomin, väntas framförallt påverka tillväxtutsikterna under innevarande år. Vidare bedöms det internationella inflationstrycket dämpas något framöver.

ALTERNATIVA SCENARIER FÖR DEN AMERIKANSKA UTVECKLINGEN

BAKGRUND

De senaste årens konsumtions- och investeringstillväxt i amerikansk ekonomi har sannolikt varit högre än vad som är långsiktigt hållbart. Detta har bl.a. kommit till uttryck i ett positivt produktionsgap och ett kraftigt sparandeunderskott i den privata sektorn, vilket bidragit till ett stort bytesbalansunderskott. En återkommande fråga är hur och när dessa obalanser kommer att korrigeras.⁴ Sedan årsskiftet har situationen varit särskilt svårbedömd. I denna fördjupningsruta diskuteras två alternativa scenarier som förekommer i debatten.

SCENARIO MED SNABB ÅTERHÄMTNING (V-SCENARIOT)

Många bedömare anser att den nuvarande konjunkturedgången endast är av tillfällig natur och väntar sig en s.k. V-formad återhämtning där BNP inom ett par kvartal, dvs. förhållandevis snabbt, åter väntas öka i en takt kring den förmodade potentiella tillväxten. Det centrala antagandet i detta scenario är att organisatoriska förändringar, ny teknologi, ökad globalisering och en mer välavvägd ekonomisk politik har inneburit att den potentiella tillväxten ökat märkbart under senare år. Större delen av ökningen i arbetskraftsproduktiviteten under den senare hälften av 1990-talet bedöms vara av långsiktig karaktär.⁵ Till följd av ekonomins ökade potentiella produktionsförmåga antas det positiva produktionsgapet vara förhållandevis litet. En tillfällig konjunktursvacka är således tillräcklig för att nå ett mer långsiktigt hållbart resursutnyttjande.

- 4 Till följd av landets demografiska struktur relativt andra i-länder kan det under en period vara motiverat med ett visst negativt nationellt sparande, dvs. ett underskott i bytesbalansen. I det fall avkastningen på investeringar är högre i USA än i andra länder är det också motiverat med en period av kapitalinflöden från omvärlden för att finansiera dessa investeringar.
- 5 Jämfört med den närmast föregående 20-årsperioden steg ökningstakten i produktiviteten med drygt 1 procentenhet under senare delen av 1990-talet. Enligt nya studier berodde ca 0,25 procentenheter på ökad total faktorproduktivitet i produktionen av datorer och ca 0,5 procentenheter på ökad användning av datorer. Ökad total faktorproduktivitet i övriga sektorer bidrog med drygt 0,4 procentenheter, vilket innebär att ca 2/3 av förändringen i produktivitetstillväxt var resultatet av ökad total faktorproduktivitet. Se bl.a. Oliner, S. och D. Sichel, "The Resurgence of Growth in the Late 1990s: Is Information Technology the Story?", Finance and Economics Discussion Series Paper 2000-20, Federal Reserve Board.

I detta scenario förutsätts att penningpolitiska lättnader gynnar aktiepriser och hushållens konsumtion. Så länge produktiviteten, och därmed lönsamheten, är högre i USA än i andra länder är det rimligt att anta att investeringarna i USA överskrider det inhemska sparatet, dvs. att bytesbalansen förblir negativ. I takt med att vinster och aktiepriser åter börjar stiga sker således enligt V-scenariot en snabb återgång till en stark och långsiktigt hållbar tillväxt i efterfrågan.

STAGNATIONSSCENARIOT (L-SCENARIOT)

Andra bedömare, som har en mer pessimistisk syn på konjunkturutvecklingen framöver, menar att hushåll och företag samt utländska placerare har haft en i grunden orealistisk bild av den amerikanska ekonomins potentiella tillväxt och därmed också av företagets framtida vinstutveckling och aktiepriser. Den starka produktivitetstillväxten under senare år är enligt denna syn till största delen cykliskt betingad och kommer således att bli väsentligt lägre när konjunkturen mattas av. Tillväxten bedöms under senare år ha överskridit ekonomins potential med bred marginal, varför ett ansevärt positivt produktionsgap har uppstått. Därmed krävs en period av väsentligt lägre tillväxt för att reducera överutnyttjandet av ekonomins resurser.

I detta scenario bidrar sjunkande framtidsförväntningar och fallande aktiepriser till att öka risken för att allt fler hushåll börjar anse sig ha en för hög skuld i förhållande till sin inkomst och förmögenhet. En ökad sparkvot och stigande arbetslöshet tillsammans med dämpade hushållsinkomster kan komma att medföra en kraftig avmattning av hushållens konsumtion. Det finns även en risk att företagen lider av överkapacitet och bl.a. därför upplever en ökad osäkerhet beträffande den förväntade avkastningen på investerat kapital. Därmed finns det risk för en utdragen period av svag investeringstillväxt.

Även om det finns skillnader kan en del paralleller dras med utvecklingen i Sverige och Storbritannien i slutet av 1980- och början av 1990-talen. Överoptimism och en stark kredittillväxt medförde där en kraftig ökning i tillgångspriserna samt en hög investerings- och konsumtionstillväxt. Samtidigt misslyckades den ekonomiska politiken med att dämpa överhettningstendenserna. Stora skulder byggdes upp i den privata sektorn och en korrigerande blev till sist oundviklig. Konjunkturedgången blev i båda länderna oväntat kraftig och återhämtningen tog lång tid.

Vissa andra bedömare menar att de stora sparandeunderskotten helt kommer att neutralisera den ekonomiska politiken i USA och drar t.o.m. paralleller med Japan under 1980- och 90-talen. Liksom i Japan anser de att börsen i USA är övervärderad. Skuldsättningen i den privata sektorn har också ökat förhållandevis mycket. Dessutom belastas sannolikt vissa branscher av tidigare överinvesteringar. En räntesänkning skulle enligt detta resonemang inte ge någon påtagligt stimulerande effekt på efterfrågan, eftersom ett lägre ränteläge kommer att användas till att förstärka balansräkningar hos såväl hushåll som företag. En sådan utveckling skulle kunna medföra en utdragen period av mycket svag tillväxt.

Samtidigt finns det viktiga skillnader länderna emellan. I Japan skedde överinvesteringar i traditionella industrier enligt ett system med allianser mellan banker, företag och politiker. Detta är en viktig orsak till de problem i såväl företags- som finanssektorn som existerar än i dag. De demografiska förhållandena är också betydligt gynnsammare i USA.

Sammanfattningsvis råder det en betydande osäkerhet kring den amerikanska utvecklingen framöver. Avgörande är främst den amerikanska ekonomins underliggande tillväxtförmåga. I det fall produktivitetstillväxten utvecklas snabbare än i omvärlden kan den amerikanska konjunkturedgången bli förhållandevis kortvarig, bl.a. till följd av att det penningpolitiska manöverutrymmet bör vara större, vinstutsikterna gynnsammare och bytesbalansunderskotten mindre bekymmersamma. Om den potentiella tillväxten däremot ligger mer i linje med den i Europa kan obalanserna i USA komma att medföra en betydligt mer utdragen period av svag tillväxt.

HUR PÅVERKAS SVENSK INFLATION AV EN TILLFÄLLIG KONJUNKTURAVMATTNING I USA?

Simuleringar i en modell för världsekonomin tyder på att om den amerikanska BNP-tillväxten blir 1 procentenhet lägre än vad som antas i inflationsrapportens huvudsce- nario leder detta, vid oförändrade nominella räntor i Sverige, till att den svenska inflationen mätt som årsgenomsnitt blir drygt 0,1 procentenheter lägre under första året och drygt 0,2 procentenheter lägre under andra året.⁶ Den lägre inflationen beror främst på svagare export- efterfrågan och lägre internationellt pristryck.

6 NIESR:s modell NiGEM har använts för simuleringarna. NIESR står för National Institute of Economic and Social Research (London) och NiGEM står för National Institute Global Econometric Model.

Genomslaget på inflationen av en sådan störning kan dock bli större än modellsimuleringarna tyder på. Effekterna via de internationella efterfråge- och priskanalerna kan vara större än vad som indikeras av historiska samband. Dessutom kan effekterna förstärkas via kredit- och förtroendekanaler om tilltagande oro på de globala finansiella marknaderna leder till att finansiella institutioner, företag och hushåll ändrar sitt beteende.

Ränte- och växelkursbedömning

Sedan föregående inflationsrapport har den svenska 10-åriga obligationsräntan följt den internationella långränteutvecklingen och fallit med ca 0,4 procentenheter (se diagram 20). Nedgången kan till stor del förklaras av den globala konjunkturavmattningen samt placerares kapitalflykt till obligationsmarknaden i samband med börsturbulensen. Den svenska långräntedifferensen gentemot Tyskland är i stort sett oförändrad kring 0,1 procentenheter.

Reporäntan väntas hållas oförändrad under prognosperioden.

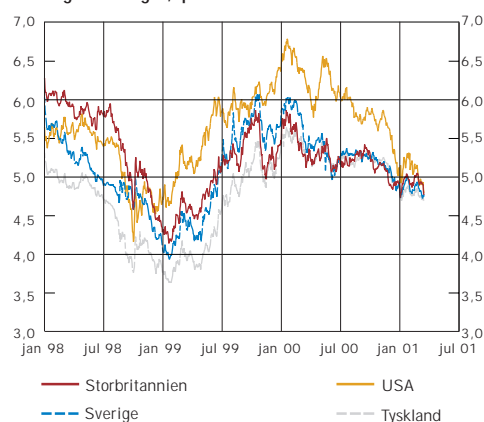
I samband med publiceringen av föregående inflationsrapport höjdes reporäntan med 0,25 procentenheter till 4,0 procent, vilket var helt i linje med marknadsaktörernas förväntningar. Den penningpolitiska förväntningsbilden har dock förändrats påtagligt sedan höjningen i december. Såväl enkäter som prissättningen på penningmarknaden indikerar i stort sett oförändrad reporänta (se diagram 21). Styrräntan i både USA och Storbritannien har sänkts sedan föregående inflationsrapport och förväntas, enligt marknadsprissättningen, sänkas ytterligare framöver. Eftersom även ECB väntas sänka innebär detta sammantaget att den svenska korträntedifferensen gentemot omvärlden väntas fortsätta att minska.

Kronan har utvecklats svagare än väntat.

Under fjärde kvartalet 2000 utvecklades kronan, mätt i TCW-termen, i linje med prognosen i föregående inflationsrapport. Därefter har kronan försvagats i oväntad utsträckning, framförallt mot euron. Försvagningen kan sannolikt tillskrivas en kombination av faktorer. Fortsatt oro på de internationella finansmarknaderna har sannolikt bidragit till kronförsvagningen. Vissa tecken finns också på att den svenska konjunkturen försvagats mer än konjunkturen i euroområdet. Dessutom har den svenska börsen, i synnerhet teknologiaktier, fortsatt att utvecklas negativt. Ett högt utlandsägande av svenska aktier kan ha bidragit till att kronan försvagats då börsen fallit (se diagram 22). Till detta kommer att kapitalutflöden har skett i samband med olika aktörers portföljplaceringar. Kronan har däremot förstärkts marginellt mot dollarn till följd av tecken på en relativt kraftigare konjunkturavmattning i USA samt en minskad korträntedifferens.

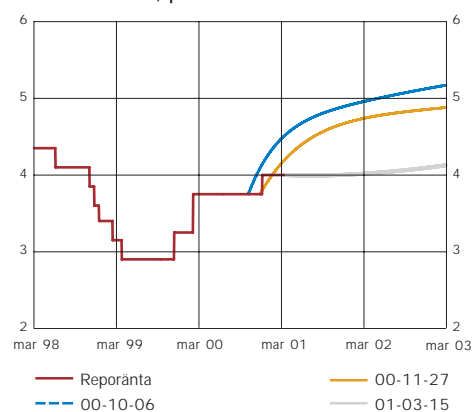
Osäkerheten kring kronans utveckling är alltför stor, vilket avspeglas bl.a. i fortsatt hög volatilitet mot euron. Dessutom förväntas volatiliteten enligt prissättningen på optionsmarknaden förbli hög under en tid (se diagram 24 och fördjupningsrutan "Kronans och eurons volatilitet").

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



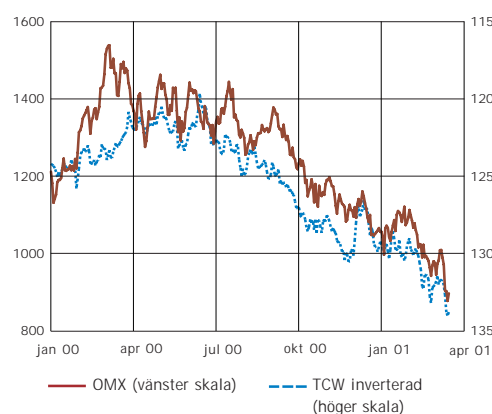
Källa: Riksbanken.

Diagram 21. Reporänta och implicita terminräntor. Enkel årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

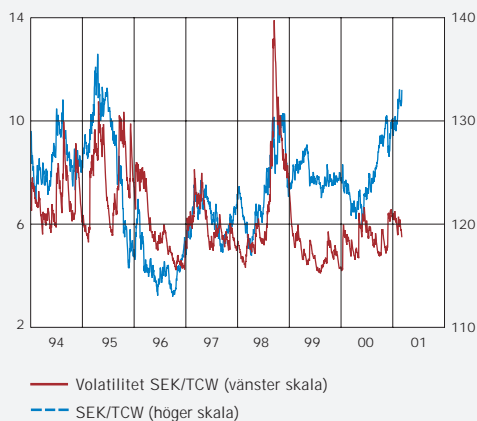
Diagram 22. OMX-index och nominell effektiv TCW-vägd växelkurs. Dagsnoteringar, TCW-index: 18 november 1992=100



Källa: Riksbanken.

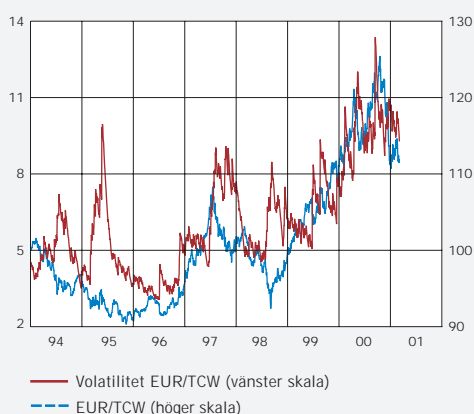
KRONANS OCH EURONS VOLATILITET

Diagram R1. Kronans utveckling i handelsvägda termer och dess volatilitet. Procent och index



Källa: Riksbanken.

Diagram R2. Eurons utveckling i handelsvägda termer och dess volatilitet. Procent och index



Källor: ECB och Riksbanken.

Volatilitet är ett begrepp som beskriver hur mycket priset på en finansiell tillgång svänger eller varierar. Volatiliteten på valutamarknaden kan i viss mån förmodas avspegla en allmän osäkerhet kring en valuta, vilket bl.a. stöds av det faktum att volatiliteten har en tendens att öka under perioder av finansiell oro, t.ex. under hösten 1998. En vanlig uppfattning, inte minst i den allmänna debatten, är att kronan är en valuta som fluktuerar förhållandevis kraftigt. Eftersom växelkursen kan mätas på olika sätt kommer volatiliteten att bero på vilket specifikt mått som används. I denna fördjupningsruta studeras volatiliteten för kronan mätt i handelsvägda termer (TCW).⁷ En jämförelse görs med motsvarande mått för euron. Det visar sig att kronan i handelsvägda termer inte fluktuerat anmärkningsvärt mycket under senare år.

Som framgår av diagram R1 har volatiliteten i kronan varit jämförelsevis stabil sedan början av 1999. Det framgår också att kronan har fluktuerat mindre under denna tid än tidigare under 1990-talet. Fram till mitten av mars i år uppgick volatiliteten till i genomsnitt ca 5,4 procent per år. Inte heller i ett internationellt perspektiv kan de svenska växelkursfluktuationerna sägas varit höga då volatiliteten för valutor i andra länder med inflationsmål har varit av ungefär samma storleksordning.⁸

För euron har volatiliteten ökat parallellt med att kursen försvagats sedan introduktionen i januari 1999 (se diagram R2). Den genomsnittliga volatiliteten fram till mitten av mars i år uppgick till 8,2 procent per år. Det finns ännu inga tydliga tecken på en minskande volatilitet.

Sammantaget har kronans volatilitet, mätt i handelsvägda termer, de två senaste åren varit förhållandevis låg i ett historiskt perspektiv och åtminstone inte anmärkningsvärt hög i jämförelse med andra valutor i länder med en flexibel växelkursregim. I förhållande till volatiliteten i euron har kronans volatilitet varit betydligt lägre.⁹

7 Volatiliteten har skattats med en s.k. GARCH (1,1)-modell (Generalised AutoRegressive Conditional Heteroscedasticity), se fördjupningsruta "Kronans historiska volatilitet och framtida utveckling" i Inflationsrapport 1998:4.

8 Jämförelser har gjorts med bl.a. NZD, CAD och GBP i handelsvägda termer. Kronan framstår inte heller som uppseendeväckande volatil vid en jämförelse med europeiska valutor före ERM-anknytningen.

9 Det bör i detta sammanhang betonas att betydelsen av valutafluktuationerna för en ekonomi är en fråga som bör sättas i relation till landets öppenhet. Sveriges exportandel uppgår till ca 47 procent av BNP medan euroområdets exportandel är ca 16 procent.

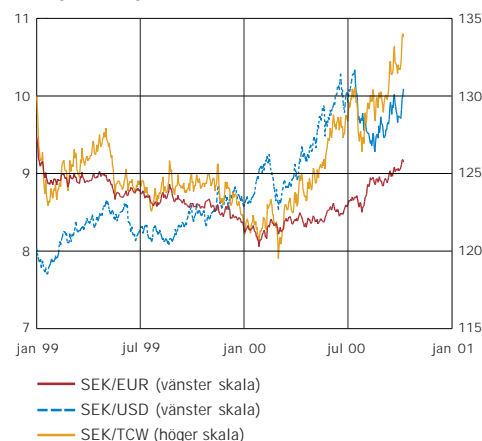
Den sammantagna effekten av räntor och växelkurs på efterfrågan i ekonomin bedöms ha blivit mer expansiv sedan föregående inflationsrapport till följd av växelkursförsvagningen (se diagram 25). Den reala TCW-vägda växelkursen har försvagats med 3,5 procent. Den korta realräntan har stigit med 0,3 procentenheter medan den långa realräntan har sjunkit med 0,2 procentenheter.

Reporäntehöjningen i december innebär att prognosen för de korta räntorna baseras på ett något högre kort nominellt ränteläge än i föregående inflationsrapport. Prognosen för den 10-åriga obligationsräntan har däremot reviderats ned med i genomsnitt ca 0,3 procentenheter över hela prognoshorisonten till följd av ett lägre utgångsläge och sämre konjunkturutsikter. På två års sikt väntas den 10-åriga obligationsräntan stiga till 5,2 procent.

Kronan bedöms stärkas under prognosperioden men till en svagare nivå än i föregående rapport.

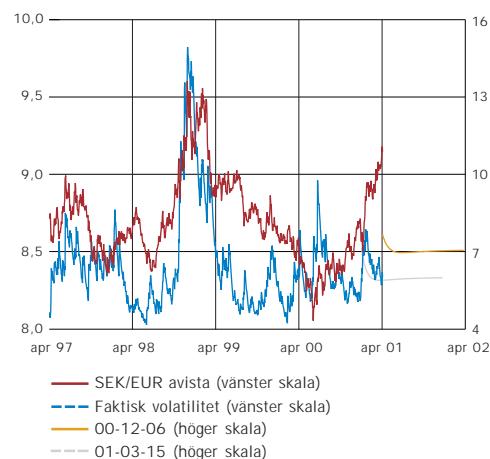
Den senaste tidens kronförsvagning antas, i likhet med bedömningen i föregående prognos, vara av tillfällig karaktär. Mot bakgrund av den goda och stabila utvecklingen av svensk ekonomi med betydande bytesbalansöverskott väntas kronan stärkas under prognosperioden. Kronan förväntas dock appreciera till en svagare nivå än i föregående bedömning, främst till följd av det svagare utgångsläget. I likhet med föregående prognos antas en minskad korräntedifferens – i samband med att tillväxten i framförallt USA mattas av ytterligare – bidra till en appreciering av kronan mot dollarn och pundet. Även mot euron förväntas en viss förstärkning av kronan, främst till följd av goda ekonomiska fundamenta, men även av att oron på de finansiella marknaderna och i synnerhet börsen bedöms avta (se fördjupningsruta "Implicita sannolikhetsfördelningar och förväntad börsutveckling"). För detta talar också den förväntade minskade korräntedifferensen. I huvudscenariot bedöms TCW-index uppgå till 128,2 i genomsnitt under 2001 och till 123,7 under 2002.

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



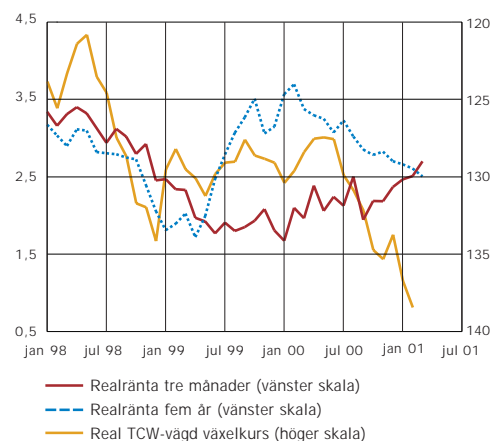
Källa: Riksbanken.

Diagram 24. Historisk volatilitet och marknadens volatilitetsprognoser för SEK/EUR. SEK/EUR och procent



Källa: Riksbanken.

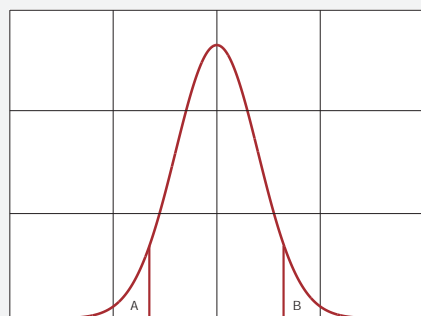
Diagram 25. Realräntor och real växelkurs. Procent och index: 18 november 1992=100



Källa: Riksbanken.

IMPLICITA SANNOLIKHETS- FÖRDELNINGAR OCH FÖRVÄNTAD BÖRSUTVECKLING

Diagram R3. Beskrivning av skevhet och kurtosis.



Källa: Riksbanken.

Under de senaste åren har börsutvecklingen varit turbulent. Eftersom kraftiga rörelser i aktiepriser påverkar hushållens förmögenhet är det ur ett penningpolitiskt perspektiv angeläget att försöka ta fram en indikator för den framtida börsutvecklingen. I denna fördjupningsruta illustreras hur marknadens förväntningar om den framtida börsutvecklingen kan utläsas med hjälp av prissättningen på optionsmarknaden. Genom att utnyttja optionspriserna kan den implicita sannolikhetsfördelningen för den framtida börsutvecklingen härledas.

Ett sätt att underlätta tolkning av sannolikhetsfördelningar är att beräkna ett antal statistiska mått som beskriver fördelningarnas egenskaper. De statistiska mått som lämpar sig bäst för analys av den implicita sannolikhetsfördelningen är skevhet och kurtosis. Dessa båda begrepp kan illustreras med hjälp av diagram R3. Sannolikhetsfördelningens skevhet kan beskrivas som storleken av ytan A i förhållande till ytan B. Ytan A motsvarar sannolikheten för en börsnedgång av en viss storlek (t.ex. 10 procent eller mer) och ytan B motsvarar sannolikheten för en börsuppgång av samma storlek. Om A är större än B är sannolikhetsfördelningen skev nedåt och omvänt. För t.ex. aktieindexoptioner betyder en uppåtriktad skevhet, dvs. B är större än A, att marknadsaktörerna bedömer att en börsuppgång är mer sannolik än en börsnedgång. Begreppet kurtosis kan illustreras som summan av A och B. I likhet med variansen är kurtosis ett mått på osäkerhet, men medan variansen mäter den totala osäkerheten är kurtosis ett mått på hur sannolika extrema utfall är.

I analysen nedan har följande mått valts:

Osäkerhetsindikator. Sannolikheten för en börsuppgång på 10 procent eller mer *plus* sannolikheten för en börsnedgång på 10 procent eller mer. Detta motsvarar B plus A i diagram R3.

Skevhetsindikator. Sannolikheten för en börsuppgång på 10 procent eller mer *minus* sannolikheten för en börsnedgång på 10 procent eller mer. Detta motsvarar B minus A i diagram R3.

I diagram R4 framgår att osäkerhetsindikatorn är en förhållandevis god indikator för den framtida osäkerheten.¹⁰

Nästa fråga är om det går att förutsäga åt vilket håll börsen kan komma att utvecklas. För detta ändamål kan skevhetsindikatorn användas. Diagram R5 visar att skevhetsindikatorn, åtminstone periodvis, är en någorlunda god indikator för den framtida börsutvecklingen. När staplarna är positiva förutspås en börsuppgång (på 45 dagars sikt) och vice versa. Indikatorn tycks ha fångat börsnedgången under 2000 bra medan den kraftiga nedgången under hösten 1998 inte kunde förutses.

Sammantaget kan sägas att de implicita sannolikhetsfördelningarna för OMX aktieindexoptioner framförallt är en god indikator för den framtida osäkerheten. Som indikator för den framtida börsutvecklingen är de mer tveksamma. Utdragna börsuppgångar eller nedgångar har i viss mån kunnat förutsägas från de implicita sannolikhetsfördelningarna medan snabba och kraftiga korrigeringar inte indikerats i förtid på ett tillfredställande sätt.

Diagram R4. Kurtosis i den implicita sannolikhetsfördelningen och faktisk osäkerhet. Faktisk osäkerhet i standardavvikelse och osäkerhetsindikator i sannolikhetsstermer

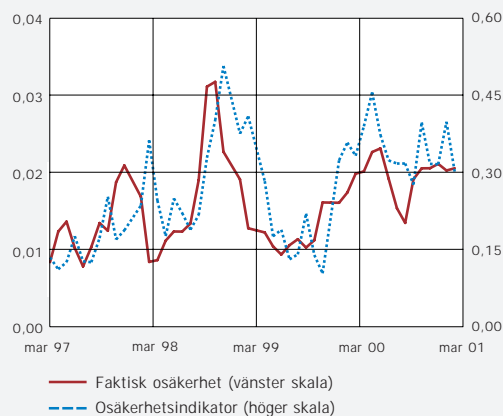
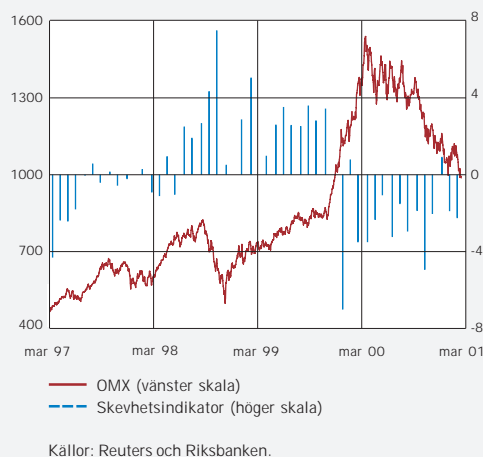


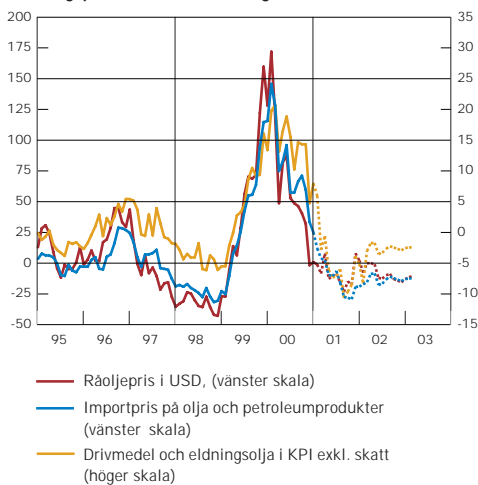
Diagram R5. Skevhet i den implicita sannolikhetsfördelningen och OMX-utvecklingen. OMX-index och skevhetsindikator i sannolikhetsstermer



10 Den framtida osäkerheten är beräknad som standardavvikelsen i börsutvecklingen under de nästkommande 45 dagarna.

Importpriser

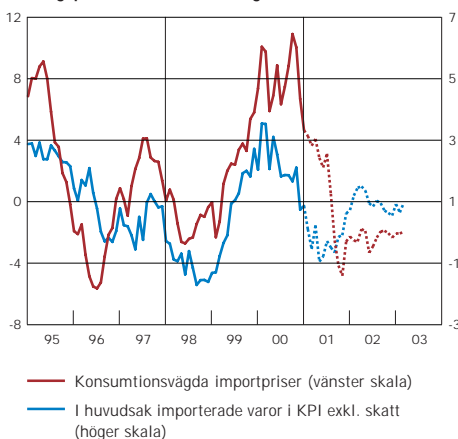
Diagram 26. Priser på olja och andra petroleumprodukter.
Årlig procentuell förändring



Anm. Prognos 2001-2003.

Källor: International Petroleum Exchange, SCB och Riksbanken.

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



Anm. Importerade varor i konsumentledet innehåller en betydande del tjänster, exempelvis transport och handel. Prognos 2001-2003.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

Prisutvecklingen på importerade varor beror bl.a. på förändringar i kronkursen, som diskuterades i föregående avsnitt, och utvecklingen av de internationella varupriserna.

Prognosen för råolja priset justeras ner.

I föregående inflationsrapport förväntades oljepriset fortsätta att vara högt ytterligare en tid för att därefter falla tillbaka under andra kvartalet 2001, främst på grund av lägre säsongsmässig efterfrågan på olja (se tabell 1). Nedgången i oljepriset kom dock tidigare än väntat.

De försämrade internationella tillväxtutsikterna sedan föregående inflationsrapport innebär minskad efterfrågan på olja och därmed en press nedåt på oljepriset. Bedömningen är att ytterligare produktionsminskningar från OPEC:s sida inte blir tillräckliga för att förhindra en oljeprisnedgång i takt med att efterfrågan faller. Dessutom väntas ett ökat utbud från övriga oljeproducerande länder utanför OPEC.

Oljeprisprognosen revideras mot denna bakgrund ned till i genomsnitt 26 USD/fat i år och 24 USD/fat 2002. Till första kvartalet 2003 förväntas oljepriset ha sjunkit till 22 USD/fat (se diagram 26).

Priserna på övriga råvaror har utvecklats svagare än väntat. Den försämrade industrikonjunkturen bedöms medföra en mer dämpad prisutveckling framöver än vad som prognostiserades i föregående inflationsrapport, vilket även terminspriserna indikerar.

Den lägre oljeprisprognosen leder till att priserna på petroleumrelaterade importvaror i producent- och konsumentledet faller mer än vad som tidigare antagits. Under 2002 har dessutom det lägre internationella exportpriset på bearbetade varor en dämpande effekt på utvecklingen av importpriserna i konsumentledet. Den svagare apprecieringen av kronan verkar emellertid i motsatt riktning under hela prognosperioden. Sammantaget görs bedömningen att priserna på importerade varor i konsumentledet exklusive skatt kommer att falla något i år för att året därpå stiga med i genomsnitt 1 procent (se diagram 27).

Sammanfattningsvis bedöms priserna på importerade varor i konsumentledet falla med i genomsnitt 0,2 procent 2001 och stiga med i genomsnitt 1 procent 2002. Jämfört med föregående inflationsrapport motsvarar detta en nedrevidering med 1,5 procentenheter 2001 och med 0,1 procentenheter 2002.

Efterfrågan och utbud

BNP-UTVECKLINGEN 2000-2003: EN SAMMANFATTNING

Konjunkturutsikterna för den svenska ekonomin har dämpats sedan föregående inflationsrapport. Tillväxten 2000 blev hög men lägre än förväntat vilket sammanhängde med en svagare utveckling främst av hushållens konsumtion mot slutet av året. För innevarande år är revideringen av BNP-tillväxten påtaglig. Den exportledda försvagningen av industrikonjunkturen förväntas ha en negativ påverkan på näringslivets investeringar för innevarande och nästa år. Fjölårets delvis ofrivilliga lageruppbyggnad förväntas därtill leda till ett negativt lagerbidrag i år. Hushållens förväntningar om den egna ekonomin har gradvis försämrats under loppet av 2000 vilket tillsammans med en något svagare utveckling av de reala disponibla inkomsterna och mer dämpad förmögensutveckling talar för en lägre konsumtion än prognostiserat. Den svagare kronan och en minskad import väntas medföra att nettoexporten utvecklas i linje med föregående prognos (se tabell 2 och diagram 28).

Enligt den senaste konjunkturbarometern minskade kapacitetsutnyttjandet inom industrin i slutet av fjölåret samtidigt som vissa branscher uppgav att det inte var så svårt att få tag på arbetskraft. Revideringarna av tillväxten medför att resursutnyttjandet i ekonomin som helhet bedöms bli i stort sett oförändrat under perioden. Sysselsättningsökningen väntas dämpas under loppet av 2001. Som en följd av att den lägre efterfrågan antas påverka produktionen snabbare än sysselsättningen revideras den genomsnittliga arbetsproduktiviteten ned 2001. De nyligen ingångna löneavtalen föranleder en marginell uppjustering av löneökningstakten under 2001 och en nedrevidering under 2002. Löneglidningen bedöms dock till följd av den mer dämpade efterfrågan hamna på en något lägre nivå än vad som antogs i föregående inflationsrapport.

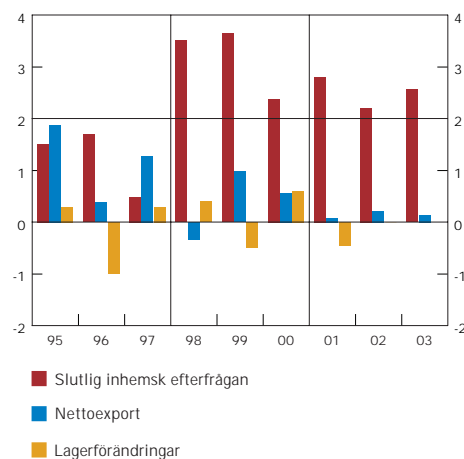
Tabell 2. Försörjningsbalans i huvudscenariot.
Årlig procentuell förändring

	2000	2001	2002	2003
Hushållens konsumtion	4,1	3,0 (3,5)	2,3 (3,0)	2,1
Off. myndigh. kons.	-1,7	1,1 (1,2)	1,0 (1,0)	1,0
Fasta bruttoinv.	4,5	5,7 (7,5)	4,5 (6,2)	6,9
Lagerförändring	0,6	-0,5 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,0
Export	9,8	6,5 (7,8)	6,2 (6,6)	5,5
Import	9,7	7,1 (8,6)	6,4 (7,4)	5,8
BNP	3,6	2,4 (3,4)	2,4 (2,9)	2,7

Anm. Prognos 2001-2003. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes. Lagerförändringen är uttryckt som bidrag i procentenheter till BNP.

Källor: SCB och Riksbanken.

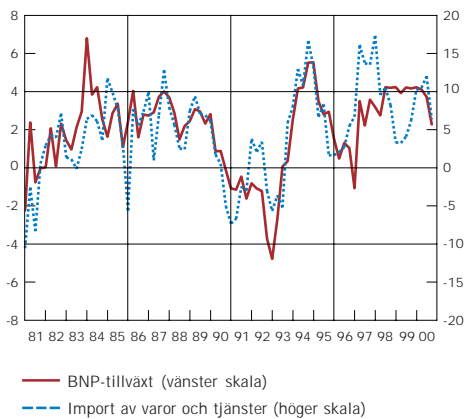
Diagram 28. Bidrag till BNP-tillväxten.
Procentenheter



Anm. Prognos 2001-2003.

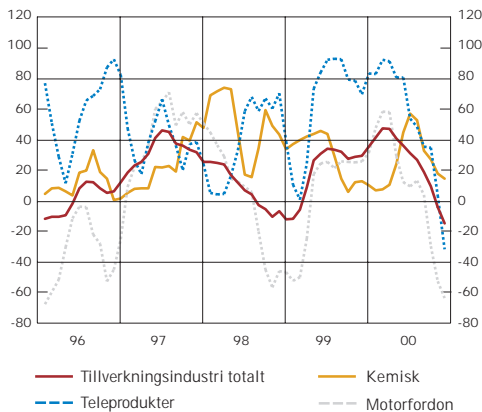
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 29. Svensk import och inhemsk konjunktur.
Årlig procentuell förändring



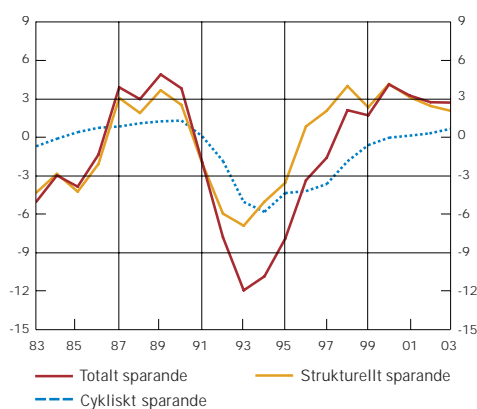
Källa: SCB.

Diagram 30. Exportordergång enligt KI:s barometer.
Nettotal



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 31. Den konsoliderade offentliga sektorns finansiella sparande.
Procent av BNP



Anm. Siffrorna 2001-2003 avser Riksbankens prognos. Det konjunkturella sparandet är beräknat med utgångspunkt från produktionsgapet skattat enligt den s.k. Unobserved Components-metoden.

Källor: SCB och Riksbanken.

UTRIKESHANDELN

Sedan föregående inflationsrapport har den internationella konjunkturutvecklingen dämpats, vilket talar för en svagare exportutveckling under prognosperioden.

Små öppna ekonomier med en relativt stor utrikeshandel som andel av BNP kan vara relativt sett känsligare för variationer i den internationella efterfrågan än stora ekonomier. Känsligheten kan dessutom antas vara större ju mer specialiserat landet är på att producera och exportera vissa varor eller tjänster. Det kraftiga fallet i exportordergången för produkter som är viktiga för den svenska exporten tyder på att exporten kan komma att drabbas relativt hårt av den internationella konjunkturedgången under innevarande år (se diagram 16 och 30). En svagare utveckling av kronan mildrar dock effekterna något. Nedrevideringen av exporten och den inhemska efterfrågan bidrar tillsammans med den svagare kronan till en lägre importefterfrågan. Sammantaget hålls nettoexporten väl uppe och förväntas utvecklas i linje med prognosen i föregående rapport.

Den totala exporten väntas öka med mellan 6 och 7 procent både 2001 och 2002 (se tabell 2). Importtillväxten väntas också öka med omkring 7 procent innevarande och nästa år. Utrikeshandelns nettobidrag till BNP-tillväxten väntas därmed bli 0,1-0,2 procentenheter per år under prognosperioden.

FINANSPOLITIK

De senaste årens goda finansiella ställning har möjliggjort för regering och riksdag att successivt höja målet för den offentliga sektorns sparande samtidigt som inkomstskatterna har sänkts. Riksbanken har tidigare antagit att skattereduktioner kommer att genomföras även 2002. I föreliggande prognos görs bedömningen att det sista steget i kompensationen för de tidigare höjda egenavgifterna genomförs 2003. Detta antagande bedöms vara i linje med regeringens intentioner. Däremot antas, liksom tidigare, att det utrymme som uppstår utöver det av regeringen uppsatta saldomålet inte kommer hushållen till godo i form av ytterligare skattesänkningar.

Kompensationen för de tidigare höjda egenavgifterna antas fortsätta 2003.

Revideringen av tillväxten under prognosperioden medför att den offentliga sektorns sparandeöverskott bedöms bli lägre än vad som prognostiserades vid föregående inflationsrapport. Enligt Riksbankens beräkningar kommer dock den offentliga sektorns saldo att under hela prognosperioden överstiga 2 procent, vilket är regeringens genomsnittliga mål över konjunkturcykeln (se diagram 31).

Synen på offentlig konsumtion har inte förändrats på något avgörande sätt sedan föregående inflationsrapport. Ekonomin i kommunsektorn är som helhet relativt god med växande skatteintäkter och ökande statsbidrag. Nästa år införs den s.k. maxtaxan, ett avgiftstak för kommunal barnomsorg, vilket i viss

mån kan förväntas öka efterfrågan på barnomsorg och därmed även öka konsumtionsutgifterna. Den kommunala konsumtionsökningen begränsas samtidigt av det balanskrav som infördes fr.o.m. 2000. Den sammantagna bedömningen är att den kommunala konsumtionen ökar svagt under prognosperioden. Tillväxten i statens konsumtionsutgifter antas bli lägre än i föregående inflationsrapport, huvudsakligen till följd av minskande anslag till försvaret i år och nästa år.

HUSHÅLLENS KONSUMTION

Hushållens totala konsumtionsutgifter har ökat i snabb takt de senaste två åren. Under senare tid har emellertid utsikterna för hushållens konsumtion försämrats i flera avseenden: förväntningarna har dämpats, förmögenhetsvärdena har sjunkit och de disponibla inkomsterna bedöms utvecklas något svagare än tidigare.

Utsikterna för hushållens konsumtion har försämrats under senare tid.

Under loppet av 2000 har hushållen blivit mindre optimistiska om den *egna ekonomin*, vilket tyder på att den nedgång i konsumtionstillväxten som tidigare förutsågs kan bli kraftigare än vad som väntades i december (se diagram 33).¹¹ Även förväntningarna om *Sveriges ekonomi* och om *arbetslösheten* 12 månader framåt har blivit allt mindre optimistiska.

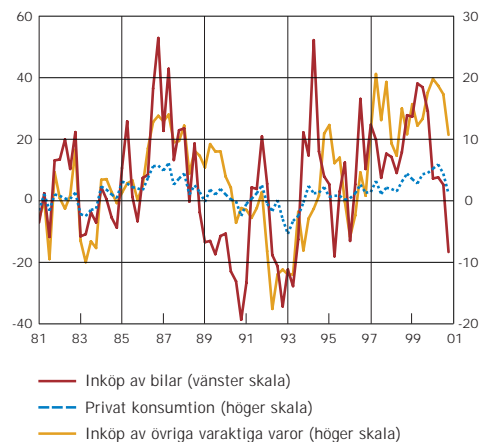
Hushållens köp av varaktiga varor följer cykler, som bl.a. beror på produkternas livslängd. Även om det är svårt att exakt förutse vändpunkterna i dessa cykler finns det normalt anledning att förvänta sig att en lång period med tilltagande försäljningsökningar följs av en period med avtagande försäljningsökningar. En sådan period med avtagande tillväxt förefaller nu ha inletts.

Aktieförmögenheten har fallit sedan föregående inflationsrapport samtidigt som kursfluktuationerna och därmed även osäkerheten har ökat. Den svaga börsutvecklingen har dock ännu inte fått någon påtaglig effekt på utvecklingen av övriga tillgångspriser. De reala småhuspriserna har de senaste åren stigit med i genomsnitt 7 procent per år vilket historiskt sett är en hög ökningstakt. Det är rimligt att räkna med att tillgångspriserna utvecklas mer i linje med den allmänna ekonomiska utvecklingen framöver.

Aktieförmögenheten har fallit.

Ökningstakten i utlåningen till hushållen har dämpats något men är fortfarande relativt hög samtidigt som skulderna har fortsatt att öka i förhållande till den disponibla inkomsten (se diagram

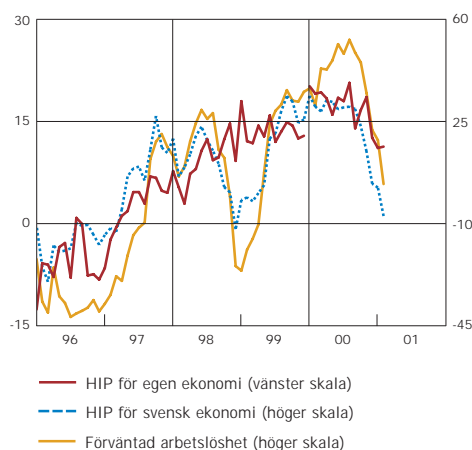
Diagram 32. Hushållens totala konsumtionsutgifter, inköp av bilar samt övriga varaktiga varor i 1995 års priser. Årlig procentuell förändring



Anm. Fr.o.m. januari 2000 har insamlingsförfarandet av Hushållens inköpsplaner (HIP) förändrats.

Källa: SCB.

Diagram 33. Hushållens förväntningar på dels den egna ekonomin, dels Sveriges ekonomi samt förväntad arbetslöshet. Netttotal

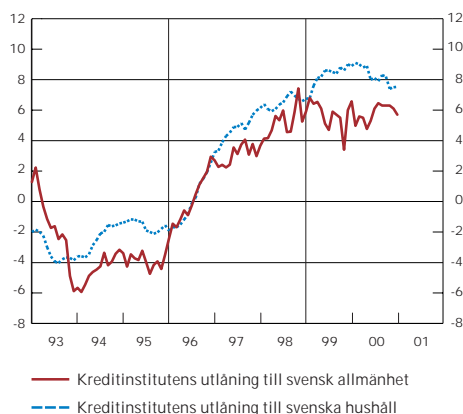


Anm. Fr.o.m. januari 2000 har insamlingsförfarandet av Hushållens inköpsplaner (HIP) förändrats.

Källa: SCB.

11 Hushållens framtidsförväntningar, speciellt avseende den reala disponibla inkomsten är en viktig faktor för de privata konsumtionsutgifterna. Malmberg, K. och H. Lindblad (1988), *Konjunkturläget*, Konjunkturinstitutet, maj 1988 och studier på Riksbanken visar att hushållens förväntningar på *den egna ekonomin* 12 månader framåt, som de redovisas i Hushållens inköpsplaner, förefaller vara en god indikator på den framtida inkomst- och konsumtionsutvecklingen.

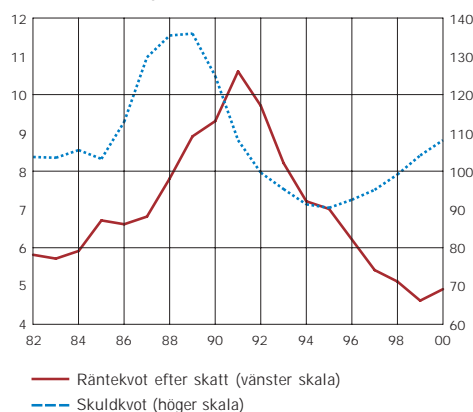
Diagram 34. Kreditutveckling.
Årlig procentuell förändring



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

Källa: Riksbanken.

Diagram 35. Räntekvot efter skatt och hushållens skuldkvot. Procent av disponibel inkomst



Anm. Skuldkvoten är hushållens totala skulder i förhållande till de disponibla inkomsterna. Räntekvoten avser hushållens ränteutgifter i förhållande till den disponibla inkomsten.

Källa: SCB.

34 och 35). Hushållens räntekostnader i förhållande till den disponibla inkomsten, vilket kan ses som ett indirekt mått på hushållens förmåga att hantera sina skulder, har dock minskat påtagligt sedan början av 1990-talet (se diagram 35).

De reala disponibla inkomsterna väntas öka med drygt 4 procent 2001 och med ca 3 procent per år 2002-2003, vilket är något mindre än vad som tidigare antagits. Detta beror framförallt på att reallöner och sysselsättning bedöms stiga mindre än väntat. De planerade skattelättnaderna under 2002 och 2003 bedöms få relativt måttliga effekter på konsumtionen. Det beror på skattelättnadernas storlek men också på att hushållen sannolikt redan tidigare - i varje fall delvis - anpassat sin konsumtion till de väntade skattelättnaderna. Det kan emellertid inte uteslutas att effekterna blir större och konsumtionen av detta skäl högre.

Hushållens konsumtion väntas öka i långsammare takt.

Hushållens samlade konsumtionsutgifter väntas öka 3,0 procent i år, 2,3 procent 2002 och 2,1 procent år 2003. Det innebär att prognosen för konsumtionstillväxten reviderats ned med ca 0,5 procentenheter per år under perioden 2001-2002.

FASTA BRUTTOINVESTERINGAR OCH LAGERFÖRÄNDRINGAR

Sedan föregående inflationsrapport har tecknen på att industrikonjunkturen försämrats blivit tydligare. Försvagningen gäller flertalet *industribranscher*, men är särskilt markant för teleprodukt- och motorfordonsindustrin. Konjunkturinstitutets barometerundersökningar visar en kraftig dämpning av industrins orderingång, främst från utlandet. Till detta kommer att den inhemska efterfrågan bedöms försvagas vilket också dämpar resursutnyttjandet. Den senaste tidens fluktuationer i aktiepriserna är ett uttryck för en osäkerhet om företagets framtida vinstutveckling och bidrar till det sämre investeringsklimatet. Förutsättningarna för investeringsutvecklingen har alltså försämrats. Detta gäller även med hänsyn tagen till lägre långräntor än vid föregående inflationsrapport. I motsatt riktning verkar det faktum att produktionsökningen inom näringslivet varit relativt kraftig under det senaste året, vilket har en tendens att föra med sig ökade investeringar följande år. Ändå finns skäl att revidera ned investeringarna i första hand för industrin men också för övriga delar av näringslivet.

Försvagningen av industrikonjunkturen är särskilt markant för teleprodukt- och motorfordonsindustrin.

Den försvagade industrikonjunkturen kan även antas påverka övrigt näringsliv eftersom stora delar av tjänstesektorn, som exempelvis godstransporter, partihandel och ett flertal konsultbranscher, har en stark anknytning till industrin. I motsatt riktning verkar utbyggnaden av tredje generationens mobiltelefonnät, men

både storleksordningen och tidsprofilen på dessa investeringar är osäkra och svårbedömda.¹²

Bostadsinvesteringarna väntas fortsätta att öka under prognosperioden. Ökningen av byggandet är ungefär jämnt fördelad mellan småhus och flerbostadshus och det är inte enbart i storstadsområdena som ökning noteras. Uppgången i byggandet bedöms fortsätta och beröra allt fler regioner.

Sammantaget bedöms de fasta bruttoinvesteringarna öka med 5,7 procent 2001 och med 4,5 respektive 6,9 procent 2002 och 2003. Avgörande för investeringarnas tidsprofil är industrikonjunktens förlopp. Det finns i allmänhet en tidsfördröjning mellan beslut om investeringar och genomförande varför investeringarna i år delvis kan vara grundade på tidigare produktionsökningar.

Enligt nationalräkenskaperna uppgick *lagrens* bidrag till BNP-tillväxten under 2000 till 0,6 procentenheter. Därmed överträffade lagerbidraget bedömningen i föregående inflationsrapport. Lagerstockstatistiken för industrin visar att särskilt lagren av insatsvaror ökat under de senaste åren till följd av kraftigt ökade produktionsvolymerna. Under andra halvåret i följande ökade även industrins färdigvarulager. Uppgången kan hänföras till ett flertal branscher. Färdigvarulagrens utveckling kan indikera en ofrivillig lageruppbyggnad, vilket bl.a. stöds av barometerdata för fjärde kvartalet som tyder på missnöje med för stora varulager inom industrin och delar av handelssektorn (se diagram 38).

Indikatorer tyder på en viss ofrivillig lageruppbyggnad inom industrin och delar av handeln.

Sammantaget talar en större lageruppbyggnad än väntat under följande år och bedömningen att tillväxten i ekonomin avtar för att tillväxtbidraget från lagerförändringarna kan väntas bli påtagligt negativt i år. Under 2001 väntas bidraget till BNP uppgå till omkring -0,5 procentenheter. För de därpå följande prognosåren bedöms lagerförändringarnas bidrag till BNP-tillväxten bli i stort sett neutralt.

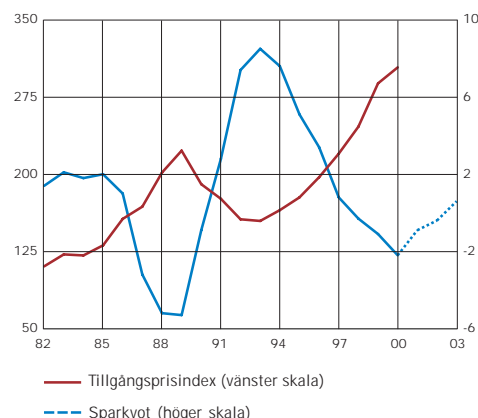
SYSSELSÄTTNING OCH PRODUKTIVITET

Sysselsättningsutvecklingen under 2000 blev starkare än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Den största ökningen skedde inom den privata tjänstesektorn samtidigt som antalet offentligt sysselsatta fortsatte att öka. Enligt den senaste tillgängliga statistiken fortsatte sysselsättningsökningen under januari och februari 2001.

Följande starka sysselsättningsutfall tillsammans med en fortsatt ökning under inledningen av detta år föranleder en marginell upprevidering av den genomsnittliga sysselsättningsökningen för 2001. Antalet nyanmälda lediga platser har planat ut

12 De fyra operatörer som erhållit licenser har gjort utfästelser som kan summeras till närmare 100 miljarder kronor t.o.m. 2011. Så stora investeringar är emellertid realistiskt att räkna med eftersom företagen väntas samarbeta om utbyggnaden. Om nätuppbyggnaden, som ett räkneexempel, antas medföra investeringar på 10 miljarder kronor per år under 2002 och 2003 motsvarar detta ca 4,5 procent av investeringarna i övrigt näringsliv under dessa år.

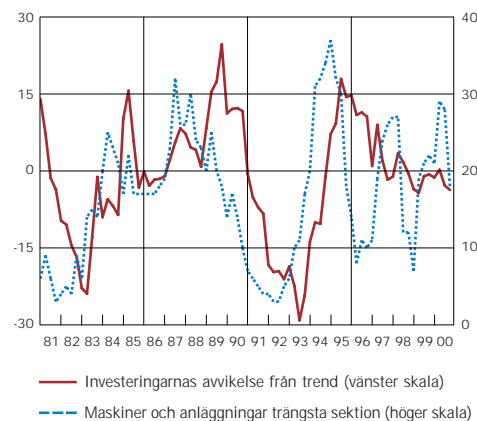
Diagram 36. Hushållens sparkvot och reala tillgångspriser. Procent av disponibel inkomst samt index: 1980=100



Anm. Sparkvoten är definierad som skillnaden mellan hushållens disponibla inkomster och konsumtionsutgifter som andel av de disponibla inkomsterna. Tillgångsprisindex är ett vägt genomsnitt av aktiepriser, småhuspriser och priser på kommersiella fastigheter. Data t.o.m. 1997 är framtagna av BIS. Från 1998 till 2000 har Riksbanken gjort framskrivningar av dessa tidsserier.

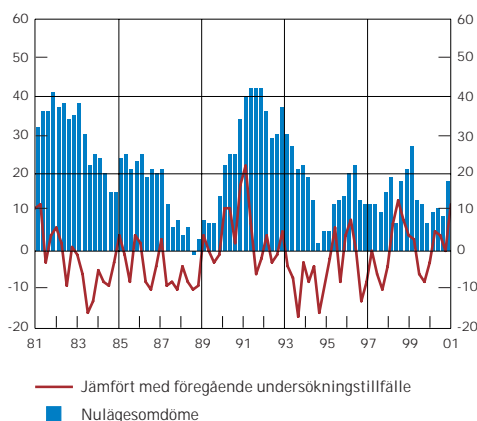
Källor: Bank for International Settlements, SCB och Riksbanken.

Diagram 37. Investeringar i tillverkningsindustrin, avvikelser från HP-trend, samt andel företag med maskin- och anläggningskapacitet som trängsta sektion. Procent



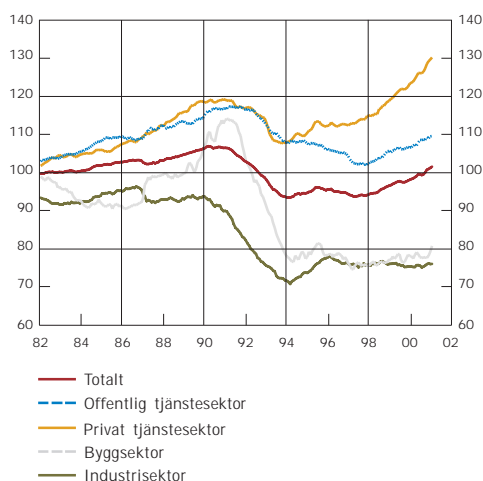
Källor: Konjunkturinstitutet och SCB.

Diagram 38. Färdigvarulager i tillverkningsindustrin enligt konjunkturbarometern. Nettotal



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 39. Antal sysselsatta personer. Index: 1980:3=100



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

Källa: SCB.

sedan föregående inflationsrapport vilket tyder på att öknings-takten i sysselsättningen kommer att avta under loppet av året. Samtidigt har ökningstakten av antalet kvarstående lediga platser dämpats sedan föregående inflationsrapport, vilket indikerar att det kan ha blivit lättare att tillsätta uppkomna vakanser (se diagram 40).

I takt med att ekonomins tillväxttakt dämpas är det rimligt att förvänta sig en avmattning av sysselsättningstillväxten under loppet av året.

För nästa år bedöms den reviderade BNP-tillväxten avspeglas i en svagare sysselsättningsökning än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Sammantaget antas sysselsättningen öka med omkring 130 000 personer under de närmaste tre åren.

Under 2000 tillförde regeringen AMS utökade medel och antalet deltagare i konjunkturberoende program började öka under slutet av året. Totalt omfattades något fler personer av arbetsmarknads-politiska program under föregående år än vad som förutsågs i inflationsrapporten i december. AMS har tilldelats utökade resurser även i år vilket väntas innebära en något långsammare minskning av antalet deltagare i arbetsmarknads-politiska program. Den svagare sysselsättningsutvecklingen nästa år leder till att den öppna arbetslösheten revideras upp.

Den genomsnittliga arbetsproduktiviteten följer i allmänhet ett procykliskt mönster. En förklaring är förekomsten av s.k. "labour hoarding", dvs. företagen avstår från att ändra sysselsättningen i samma omfattning som produktionen under perioder med tillfälligt låg efterfrågan. Detta kan i sin tur ha att göra med t.ex. kostnader som är förknippade med anställningar och avskedanden, såsom avgångsvederlag, upplärnings- och administrationskostnader, etc. Sysselsättningsförändringar tenderar att släpa efter förändringar i produktionen också därför att det tar tid att anställa och avskeda arbetskraft. Följden blir att den genomsnittliga arbetsproduktiviteten tenderar att sjunka i perioder med fallande efterfrågan. Det finns dock tecken på att detta samband inte längre är lika entydigt; företagen tycks under de senaste åren ha blivit snabbare på att genomföra sysselsättnings-förändringar som ett svar på förändringar i produktionen (se tabell 3).

Tabell 3. Maximala korrelationer mellan förändringar i BNP och i sysselsättning mätt på två olika sätt. Fördröjning i kvartal inom hakparentes.

Tidsperiod	Sysselsättning i personer	Arbetade timmar
81:1-89:4	0,44 [4]	0,55 [0]
90:1-00:4	0,90 [2]	0,88 [0]
93:1-00:4	0,84 [1]	0,90 [0]
95:1-00:4	0,82 [1]	0,82 [0]
81:1-00:4	0,81 [2]	0,80 [0]

Källor: SCB och Riksbanken.

Under senare år har möjligheterna att variera arbetstiderna ökat, i synnerhet inom industrin. De ingångna löneavtalen har bl.a. inneburit att arbetsgivarna fått ett större inflytande över arbetstidens förläggning genom t.ex. konjunkturpassad arbetstid. Även antalet timanställda på arbetsmarknaden har ökat. Med en ökad arbetstidsflexibilitet kan företagen i större utsträckning än tidigare välja att reducera den genomsnittliga arbetstiden istället för genomsnittligt antal sysselsatta. Ökade möjligheter för företagen att variera arbetstiden med efterfrågeläget kan förväntas leda till att arbetsproduktiviteten kan komma att variera mindre med fluktuationerna i produktionen än tidigare. Sammantaget finns det ändå skäl att anta arbetsproduktiviteten även i fortsättningen kommer att uppvisa ett visst procykliskt mönster, bl.a. därför att arbetstidsflexibiliteten varierar mycket mellan olika sektorer av ekonomin och att företagen har svårt bedöma efterfrågevariationernas varaktighet och djup.

Arbetsproduktivitets tillväxt revideras mot denna bakgrund ned med drygt en halv procentenhet 2001 men förväntas 2002 växa i takt med tidigare bedömning.

Tabell 4. Arbetsmarknadsprognos i huvudscenariot.

	2000	2001	2002	2003
Nominallön, proc. förändring	3,6 (3,5)	4,1 (4,0)	3,9 (4,3)	3,9
Arbetsproduktivet, proc. förändring	2,1 (2,0)	1,4 (2,1)	1,7 (1,8)	1,7
Enhetsarbetskostnader, proc. förändring	1,9 (1,9)	2,7 (1,8)	2,3 (2,5)	2,2
Arbetade timmar, proc. förändring	1,5 (1,9)	1,0 (1,4)	0,7 (1,1)	1,0
Öppen arbetslöshet, procent	4,7 (4,7)	4,2 (4,2)	4,2 (3,7)	4,0

Anm. Bedömningen i föregående inflationsrapport anges inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken.

RESURSNYTTJANDET

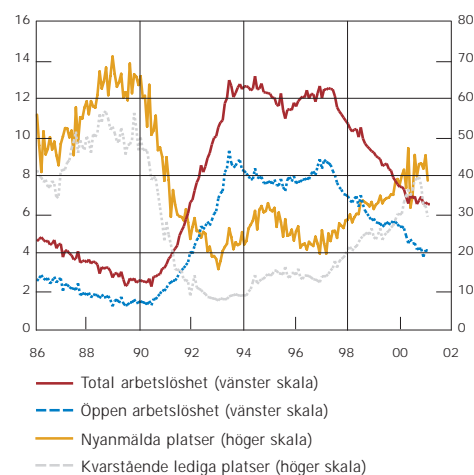
Resursutnyttjandet i ekonomin är av avgörande betydelse för bedömningen av inflationsutvecklingen. För att bedöma kapacitetsutnyttjandet använder Riksbanken flera indikatorer. Ett mått på det totala resursutnyttjandet i ekonomin är ekonometriska skattningar av det s.k. produktionsgapet.¹³ Sedan förra året skattar Riksbanken produktionsgapet med utgångspunkt från ett utvidgat arbetslöshetsbegrepp som förutom öppet arbetslösa även inkluderar latent arbetssökande.¹⁴ En sammantagen bedömning av beräkningarna är att produktionsgapet har slutits eller är mycket nära att slutas (se diagram 42).

Vid bedömningar av resursutnyttjandet i ekonomin tas hänsyn också till mer direkt information om kapacitetsutnyttjande, bristtal, m.m. i olika delar av ekonomin. Inom industrin som i ett relativt tidigt skede påverkas av den svagare internationella konjunkturen har kapacitetsutnyttjandet minskat enligt den senaste konjunkturbarometern. Även andelen företag med utbudsfaktorer som trängsta sektion, liksom bristtalen för yrkesarbetare och tekniska tjänstemän, har minskat något (se diagram 44).

13 Förutom den statistiska osäkerheten som alltid finns i ekonometriska modeller råder även en osäkerhet om gapets nivå som beror på att nivån ej kan observeras ens i efterhand. Härav följer att de mått på produktionsgapet som olika ekonometriska metoder ger är osäkra.

14 Se fördjupningsruta "Arbetsmarknaden och resursutnyttjandet" i Inflationsrapport 2000:3.

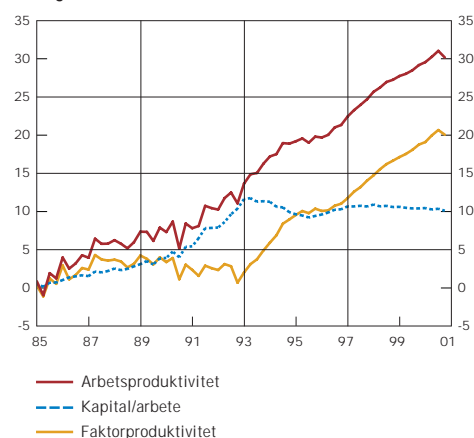
Diagram 40. Arbetslöshet och vakanser. Procent respektive 1000-tal platser



Anm. Serierna är säsongrensade.

Källor: AMS och SCB.

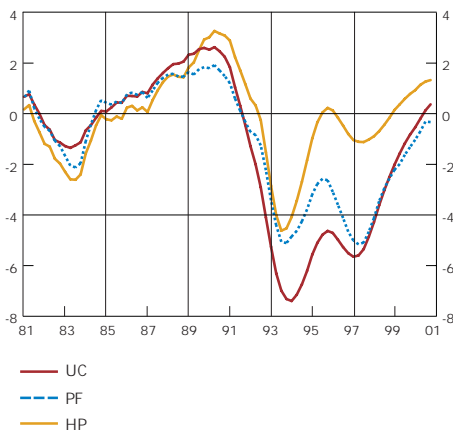
Diagram 41. Arbetsproduktivet i näringslivet fördelat på kapitalintensitet och total faktorproduktivet. Logaritmerat index, 1984=0



Anm. Uppdelningen av arbetsproduktivet bygger på en produktionsfunktion av Cobb-Douglas-typ med konstant skalavkastning. Löneandelen av BNP har satts lika med det historiska medelvärdet 0,6.

Källor: SCB och Riksbanken.

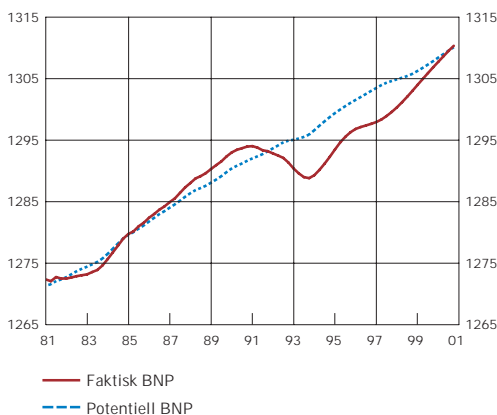
Diagram 42. Produktionsgap enligt tre olika metoder. Procent



Anm. Serierna är uttryckta som fyra kvartals glidande medeltal. HP är det s.k. Whittaker-Henderson eller Hodrick-Prescott-filtret. Filtret baseras på Riksbankens prognos för BNP-tillväxten 2001-2003. UC är den s.k. Unobserved Components-metoden. PF är produktionsfunktionsansatsen.

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 43. Faktisk och potentiell BNP enligt UC-metoden. Logaritermad nivå



Anm. UC-metoden är en av flera metoder Riksbanken använder för att kvantifiera resursutnyttjandet i ekonomin. Se fördjupningsruta "Ny version av unobserved component (UC)-metoden" i Inflationsrapport 1997:2.

Källor: SCB och Riksbanken.

Inom såväl byggnadsindustrin som tjänstenäringarna är det huvudsakligen brist på arbetskraft som kan ge upphov till flaskhalsproblem. Andelen byggföretag med brist på arbetskraft uppvisar endast en liten säsongmässig nedgång från tredje till fjärde kvartalet 2000. I tjänstenäringarna är konjunkturbilden mer splittrad med en tydlig tendens till försvagning i bilhandeln men fortsatt god tillväxt för partihandel, uppdragsverksamhet och datakonsulter. Bristen på arbetskraft var i stort sett oförändrad mellan det tredje och fjärde kvartalet. Vissa tjänstebranscher, bl.a. datakonsulter rapporterade dock minskad brist.

Den potentiella tillväxttakten är av central betydelse för hur resursutnyttjandet och inflationstrycket kan komma att utvecklas. Ett flertal olika förändringar kan ha påverkat ekonomins trendmässiga arbetsutbuds- och produktivitetens utveckling.¹⁵ Det har bl.a. genomförts reformer i skatte-, socialförsäkrings- och pensionsystemen och förändringar som påverkat graden av konkurrens i ekonomin. Stabiliseringspolitikens inriktning mot låg inflation och makroekonomisk stabilitet kan tillsammans med förändringar i det institutionella ramverket för lönebildningen ha bidragit till en bättre fungerande ekonomi under senare år och därmed till en något högre potentiell tillväxt. Demografiska förändringar kommer också att påverka den potentiella tillväxten direkt via effekter på arbetskraftsutbudet men också indirekt via effekter på sparande.¹⁶

Med beaktande av den reviderade tillväxten under prognosperioden bedöms resursutnyttjandet vara i stora drag oförändrat.

Den potentiella tillväxten bedöms ligga inom intervallet 2-2,5 procent per år, vilket överensstämmer med den genomsnittliga tillväxten i ett längre tidsperspektiv. Den revidering av tillväxten som görs för de närmaste åren innebär att ekonomins lediga resurser bedöms i stora drag vara oförändrade under prognosperioden.

LÖNER OCH ENHETSARBETSKOSTNADER

I slutet av förra året slöts ett flerårigt avtal för lärarna. Avtalet ger löneökningar på runt 4 procent per år under en femårsperiod. Under 2001 har avtalsrörelsen fortsatt och flera avtal har slutits på arbetsmarknaden, bl.a. inom industrin. Avtalen i industrin är "framtungade", dvs. en stor del av de avtalade löneökningarna faller ut i början av avtalsperioden. Beräkningar tyder också på att nivån i de avtal som hittills slutits är något högre än nivån i de avtal som slöts under förra avtalsrörelsen.

Den senaste tidens tendenser till avmattning i ekonomin i kombination med de låga inflationsförväntningarna har sannolikt

15 Se fördjupningsruta "Ekonomisk tillväxt och dess bestämningsfaktorer" i Inflationsrapport 1999:4. Tänkbara inflationseffekter av förändringar i trendmässigt arbetsutbud och produktivitetens utveckling diskuterades i fördjupningsrutan "Potentiell tillväxt och inflation, ett räknexempel" i Inflationsrapport 2000:2.

16 Se fördjupningsruta "Demografi, kapitalintensitet och arbetsproduktivitet" i Inflationsrapport 2000:3.

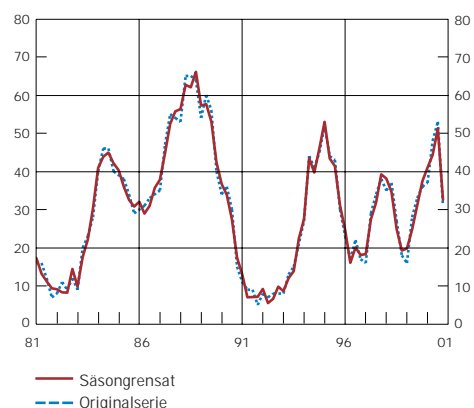
inverkat på förhandlingsresultatet. Det verkar också troligt att förändringar i förhandlingssystemet, som förhandlingsordningsavtal och samordning av avtalsförhandlingar, har bidragit till de förhållandevis låga nivåerna.

Flera kommande avtal väntas både nivå- och profilmässigt hamna i linje med de hittills slutna avtalen.

Avtalsrörelsen är dock ännu inte avslutad. Avtal förväntas slutas under den närmaste tiden för avtalsområden inom bl.a. stat, kommuner, bygg, handel och hotell- och restaurang. De kommande avtalen förväntas både nivå- och profilmässigt i huvudsak hamna i linje med de hittills slutna avtalen.¹⁷ Löneglidningen förväntas bli lägre än i föregående inflationsrapport främst till följd av lägre tillväxt och något svagare arbetsmarknadsläge.¹⁸ Det finns emellertid risk för att löneglidningen kan öka de närmaste åren om något eller några förbund får igenom relativt höga löneökningar. Sammantaget medför profilen på de nya avtalade löneökningarna och lägre förväntad löneglidning att löneprognosen revideras; lönerna väntas stiga med 4,1 procent i år och 3,9 procent under både 2002 och 2003 (se tabell 4).

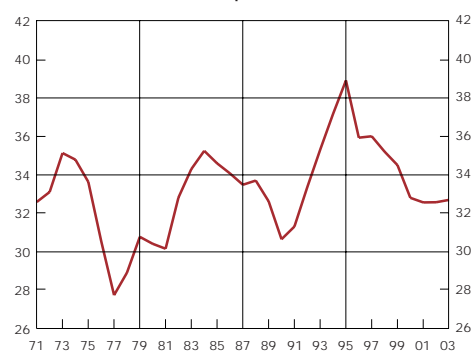
Förändringarna i löneutvecklingen och produktivitetstillväxten får till följd att prognosen för enhetsarbetskostnaderna revideras upp i år. Under 2002 justeras däremot prognosen ned något, vilket i huvudsak beror på en lägre förväntad löneökningstakt. Sammantaget bedöms lönekostnaderna per producerad enhet utvecklas ungefär i linje med den inhemska inflationen, vilket bl.a. medför att vinstandelen stabiliseras (se tabell 4 och diagram 45).

Diagram 44. Andel företag i tillverkningsindustrin med utbudsfaktorer som primär begränsning. Procent



Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 45. Vinstandel. Andel av BNP till faktorpris



Anm. Serierna baseras på såväl det gamla systemet för nationalräkenskaper (SNA 68) som det nya (ESA 95). Prognos 2001-2002.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

17 Empiriska skattningar indikerar att industrin varit löneledande i förhållande till de andra sektorerna i ekonomin under perioden 1972-1998. Se Tägtström, S., "Lönespridning mellan olika sektorer i Sverige", *Penning- och Valutapolitik* 4, 2000, Sveriges riksbank.

18 Löneglidningen för t.ex. industriarbetare är högt korrelerad med arbetsmarknadsläget, mätt med arbetslöshet, antalet kvarstående platser och bristtal. Se Friberg, K. och E. Uddén-Sonnegård, "Förändrad lönebildning i en förändrad omvärld?", *Penning- och Valutapolitik* 1, 2001, Sveriges riksbank.

Priseffekter av avregleringar och handelsliberalisering

Sverige har under 1990-talet konkurrensutsatt flera marknader vilket har bidragit till en lägre prisökningstakt i konsumentledet. Men även om det har skett en priskonvergens mot EU-genomsnittet under senare år är den svenska prisnivån fortfarande drygt 20 procent högre än genomsnittet i EU, varav uppemot hälften kan förklaras av bristande konkurrens i Sverige.¹⁹

Den prisdämpande effekten efter avregleringen av el- och telepriserna har avtagit de senaste månaderna. I föregående inflationsrapport bedömdes det negativa bidraget till KPI-inflationen av el- och telepriser upphöra fr.o.m. 2001, medan EU:s jordbruksreform, Agenda 2000, även fortsättningsvis bedömdes dämpa KPI-inflationen med 0,1 procentenheter. Mul- och klövsjukan och BSE (galna ko-sjukan) kan temporärt ge ett positivt bidrag till KPI-inflationen till följd av prisökningar på fisk och kött.²⁰

Sammantaget bedöms den dämpande effekten av olika avregleringar och handelsliberalisering på KPI-inflationen under 2001 t.o.m. 2003 uppgå till 0,1 procentenheter per år. De prisdämpande effekterna av avregleringar och handelsliberalisering har emellertid tidigare blivit större än väntat. Det kan inte uteslutas att ytterligare avregleringar sker som ökar konkurrensen och därmed bidrar till en mer dämpad prisutveckling. Många områden karaktäriseras i dagsläget av hög företagskoncentration och svag importkonkurrens. Detta gäller t.ex. inom bilindustrin och på livsmedels- och transportområdet. Ett steg i att öka konkurrensen inom dessa områden är att gruppundantaget för frivilliga kedjor inom detaljhandeln upphör fr.o.m. 1 juli i år. Ett annat steg är den Europeiska kommissionens översyn av bilindustrins överenskommelser mellan tillverkare och återförsäljare angående ensamförsäljning och selektiv distribution.

19 Konkurrensverket, "Varför är de svenska priserna så höga?", Konkurrensverkets rapportserie 2000:12.

20 Vikten i KPI för kött och fisk är 2,5 respektive 0,7 procent. Det innebär att en prisökning med 10 procent på dessa produkter skulle ge ett positivt bidrag till KPI-inflationen med ca 0,3 procentenheter.

Effekter av politiska beslut och räntekostnader

Det har inte inkommit några nya förslag om ändrade indirekta skatter och subventioner sedan föregående inflationsrapport. Bidraget från dessa väntas således förbli litet under hela prognosperioden. Förändringar i prognosen för räntekostnader för egnahem är också små.

I januari 2001 höjdes taxeringsvärdena för småhus samtidigt som skattesatsen sänktes från 1,5 till 1,2 procent. Bidraget till KPI-inflationen från dessa förändringar blev drygt 0,1 procentenheter. Vidare genomfördes en s.k. grön skatteväxling som bl.a. innebar högre skatt på energi och sänkt moms på kollektiva resor. Om momssänkningen på kollektiva resor får fullt genomslag på priserna skulle bidraget till KPI-inflationen bli -0,1 procentenheter. Utfallet av KPI tyder dock på att så inte blev fallet. Sammantaget bedöms bidraget till KPI-inflationen från indirekta skatter bli litet under 2001 (se tabell 5). Indexering av vissa punktskatter till följd av prisökningarna under året innan bedöms leda till att KPI-inflationen i januari 2002 och 2003 höjs marginellt. Bidraget till KPI-inflationen beräknas bli knappt 0,1 procentenheter under både 2002 och 2003.

Tabell 5. Bidrag till KPI-inflationen från indirekta skatter, subventioner och räntekostnader.

Procentenheter

	dec 2001	mar 2002	mar 2003
Indirekta skatter och subventioner	0,0 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1
Räntekostnader egna hem	0,1 (0,0)	0,1 (0,1)	0,2
Totalt	0,1 (0,1)	0,1 (0,2)	0,2

Anm. Siffrorna inom parentes visar motsvarande prognos i föregående inflationsrapport. I denna tabell beaktas enbart direkta effekter av indirekta skatter. Indirekt effekter redovisas i tabell 6. Det innebär att den totala KPI-effekten ges av summan av effekterna i både tabell 5 och 6.

Källor: SCB och Riksbanken.

Räntekostnader för egnahem gav i februari ett årligt bidrag på 0,1 procentenheter till KPI-inflationen. Bidraget väntas förbli svagt positivt under 2002 och 2003.

Det finns även ett antal politiska förslag som påverkar inflationen mätt både med KPI och UND1X. I budgetpropositionen för 2001 diskuteras en begränsningsregel för uttaget av fastighetsskatt. Regeln innebär att uttaget av fastighetsskatt avseende permanentbostaden under vissa förutsättningar begränsas så att det inte överstiger en viss andel av hushållsinkomsten. Denna begränsningsregel bedöms ge ett negativt bidrag till KPI-inflationen med knappt 0,1 procentenheter under 2001. UND1X kommer sannolikt inte att påverkas. Sänkningen av fastighetsbeskattningen på hyreshus gav i januari netto ett något större negativt bidrag till både KPI- och UND1X-inflationen än vad som prognostiserades i föregående inflationsrapport (se tabell 6).

Till följd av ökad osäkerhet kring den fortsatta beredningen av Utredningen om översyn av konsumentprisindex (SOU 1999:124) antas, till skillnad från föregående prognos, att daghemsavgifter inte kommer att inkluderas i KPI tills 2002. Därmed uppkommer inte den dämpning av KPI- och UND1X-inflationen med 0,3 procentenheter 2002 som ett införandet av maxtaxa för daghemsavgifter beräknades medföra.

Tabell 6. Politiska beslut som påverkar KPI- och UND1X inflationen.

Procentenheter

	dec 2001	mar 2002	mar 2003
Fastighetsskatt hyreshus	-0,2 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,0

Anm. Siffrorna inom parentes visar motsvarande prognos i föregående inflationsrapport. Se också anmärkning till tabell 5.

Källa: Riksbanken.

Inflationsförväntningar

De enkäter som har publicerats sedan föregående inflationsrapport indikerar generellt sett något lägre inflationsförväntningar på både lång och kort sikt. Att de långsiktiga inflationsförväntningarna överlag fallit något sammanhänger sannolikt med tecken på en global konjunkturavmattning. Förändringarna sedan föregående inflationsrapport är överlag små. Noterbart är hushållens förhållandevis låga kortsiktiga förväntningar och att arbetsgivarna reviderat ned förväntningarna på alla tidshorisonter (se tabell 7). Överlag är inflationsförväntningarna väl i linje med inflationsmålet.

Tabell 7. Förväntad inflationstakt.

Årlig procentuell förändring av KPI

Förväntad inflationstakt om 1 år

Penningmarknadens aktörer	1,8	(0,1)
Arbetsgivarorganisationer	1,8	(-0,1)
Arbetsstagarorganisationer	1,8	(-0,1)
Inköpschefer handel	2,1	(0,0)
Inköpschefer industri	2,2	(-0,1)
Hushåll (HIP)	1,4	(-0,1)
Industriföretag (Barometern)	1,8	(0,1)
Tjänsteföretag (Barometern)	1,8	(0,2)

Förväntad inflationstakt om 2 år

Penningmarknadens aktörer	1,9	(0,0)
Arbetsgivarorganisationer	1,9	(-0,2)
Arbetsstagarorganisationer	1,9	(-0,1)
Inköpschefer handel	2,2	(0,0)
Inköpschefer industri	2,2	(-0,1)

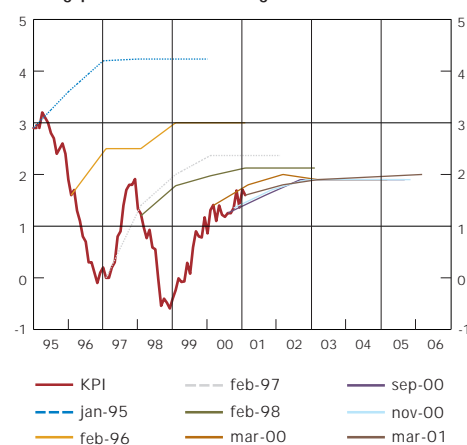
Förväntad inflationstakt om 5 år

Penningmarknadens aktörer	2,0	(0,1)
Arbetsgivarorganisationer	1,9	(-0,2)
Arbetsstagarorganisationer	2,2	(0,2)
Inköpschefer handel	2,3	(0,0)
Inköpschefer industri	2,3	(0,0)

Anm. Inom parentes anges förändringen i procentenheter sedan föregående undersökning.

Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Diagram 46. Inflationsförväntningar hos penningmarknadsaktörer. Årlig procentuell förändring



Källor: Prospera Research AB och SCB.

Inflationsbedömning

I detta kapitel görs en sammanfattande bedömning av inflationsutsikterna t.o.m. första kvartalet 2003 givet att reporäntan hålls oförändrad på 4,0 procent. Inledningsvis beskrivs grunddragen i det s.k. huvudscenariot, dvs. den prisutveckling som anses mest sannolik de kommande två åren. Därefter redovisas en bedömning av osäkerheten och riskbilden i inflationsutsikterna. Kapitlet avslutas med en utblick ett år bortom inflationsprognosens tvåårshorisont.

Inflationsutsikterna i huvudscenariot

I föregående inflationsrapport förutsågs en viss avmattning i den internationella konjunkturen samtidigt som det bedömdes finnas en risk för en ännu svagare utveckling. De senaste månadernas statistik tyder på en utveckling mer i linje med riskbildens scenario med en mer markerad internationell avmattning. Den främsta anledningen är den senaste tidens förhållandevis snabba försvagning av den amerikanska konjunkturen. De penningpolitiska lättnader som Federal Reserve vidtagit minskar visserligen risken för en kraftig konjunktursvacka, men förefaller inte kunna hindra att utvecklingen i framförallt det korta perspektivet blir mer dämpad än vad som prognostiserades i föregående inflationsrapport.

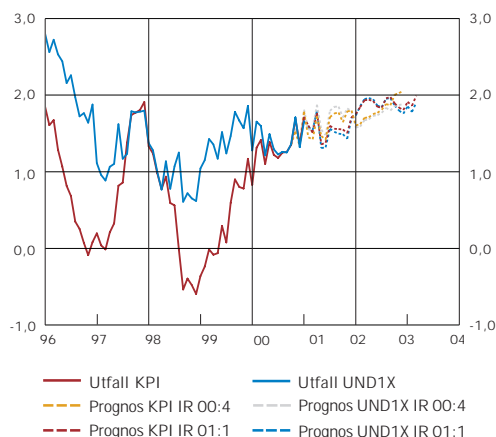
Den japanska ekonomin förväntas påverkas relativt mycket av avmattningen i USA. Detta beror främst på att en stor del av japansk export går till den amerikanska marknaden eller till asiatiska marknader, som i sin tur i hög grad är beroende av utvecklingen i USA. Till detta kommer underliggande problem i den japanska ekonomin, t. ex. i den finansiella sektorn, som ännu inte fått sin lösning. IT-sektorn, där Japan är relativt framträdande, har också träffats förhållandevis hårt av konjunkturförsvagningen.

Även inom euroområdet har konjunkturen dämpats. Här är dock utvecklingen mer i linje med tidigare bedömningar och effekterna av den amerikanska konjunkturförsvagningen förväntas bli förhållandevis begränsade. En nedjustering har dock gjorts av tillväxtutsikterna för innevarande år.

Sammantaget bedöms tillväxten i OECD-området bli 2,2 procent 2001 och 2,6 procent 2002, vilket innebär en nedrevidering med 0,8 respektive 0,2 procentenheter jämfört med föregående prognos. För 2003 väntas tillväxten bli 2,8 procent. En gradvis återhämtning förutses således i huvudscenariot under prognosperioden bl.a. som en följd av att penningpolitiska lättnader, främst i USA, successivt får effekt. Någon snabb och kraftig konjunkturuppgång väntas dock inte ske.

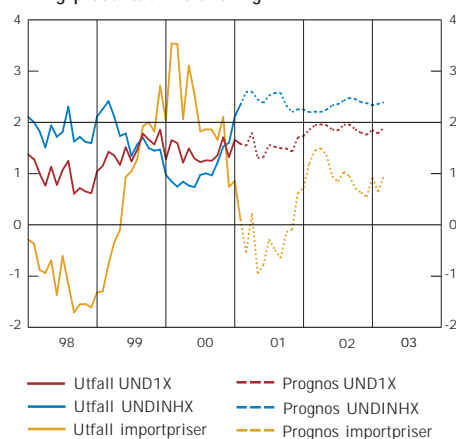
Den svagare internationella efterfrågeutvecklingen påverkar den svenska prisutvecklingen via olika kanaler. Den snabbaste kanalen går via prisutvecklingen på importerade produkter. Den internationella konjunkturförsvagningen kan förväntas resultera i en något mer dämpad utveckling av de internationella priserna.

Diagram 47. KPI och UND1X. Utfall och huvudscenari i jämförelse med föregående rapport. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 48. UND1X, UNDINHx och priser på importerade varor. Utfall och huvudscenari. Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken.

Det kanske viktigaste av dessa är råoljepriset, som har sjunkit snabbare än väntat och antas även fortsättningsvis utvecklas svagare än i föregående prognos.

Växelkursutvecklingen är betydelsefull för hur stort genomslaget av den internationella prisutvecklingen blir på den svenska inflationen. Under 2001 har kronan utvecklats svagare än väntat. Detta förmodas bl.a. bero på kapitalutflöden relaterade till den svaga utvecklingen av den till stor del utlandsägda börsen och till portföljplaceringar i spåren av premiepensionsvalet. Även den allmänna internationella ekonomiska och finansiella oron där kronan missgynnas i egenskap av liten valuta torde ha bidragit liksom en oro för en svagare exportutveckling. I huvudscenariot väntas alltjämt en förstärkning av kronan under prognosperioden. Apprecieringen förmodas dock gå något långsammare än vad som tidigare antagits, vilket innebär att kronan i genomsnitt blir svagare än i föregående inflationsrapport. Detta uppväger delvis den mer dämpade internationella prisutvecklingen.

En annan, mer långsam, kanal genom vilken den internationella konjunkturförsvagningen påverkar den svenska inflationsutvecklingen är via effekter på den aggregerade efterfrågan. Som tidigare konstaterats förväntas konjunkturförsvagningen bli relativt sett mindre kännbar i Europa, där svenska exportföretag har sin huvudsakliga avsättning. Samtidigt har orderingen för viktiga svenska exportprodukter fallit relativt kraftigt, vilket kan vara ett tecken på att produktsammansättningen av svensk export gör att Sverige påverkas snabbare och kraftigare av nedgången i den internationella konjunkturen. Den svagare växelkursen och en mer dämpad importutveckling bedöms dock bidra till att nettoexporten utvecklas ungefär i linje med prognosen i föregående inflationsrapport.

Den svagare internationella konjunkturen kan också förmodas påverka investeringarna. Barometerundersökningar visar att orderingen i industrin, som är den sektor som först kan antas märka av en konjunkturförsvagning i utlandet, har mattats. Andelen företag som i första hand anger att produktionen begränsas av tillgången på maskiner och anläggningar har också fallit den senaste tiden, vilket kan förmodas avspeglas i ett minskat behov att bygga ut produktionsapparaten. En nedjustering av de fasta bruttoinvesteringarna bedöms mot denna bakgrund vara motiverad.

Sannolikt kan den internationella konjunkturförsvagningen till en del även förklara det mindre optimistiska stämningläget hos hushållen, bl.a. via effekter på de finansiella marknaderna i form av framförallt en svag och turbulent börsutveckling. Enkätundersökningar indikerar att hushållens framtidstro har dämpats avsevärt de senaste månaderna. Denna omvärdering av framtidsutsikterna hos hushållen väntas tillsammans med en cyklisk dämpning av ökningstakten i inköpen av varaktiga varor bromsa konsumtionstillväxten under kommande år.

Tillsammans med en förväntad korrigering av lagren under 2001, efter en lageruppbbyggnad under fjolåret, väntas den svagare utvecklingen för exporten, bruttoinvesteringarna och den privata konsumtionen resultera i en lägre BNP-tillväxt än vad som förutsågs

i föregående inflationsrapport. Effekterna mildras till en del av att även importen förväntas utvecklas svagare. Sammantaget väntas BNP öka med 2,4 procent både 2001 och 2002. Detta innebär en nedjustering med 1,0 respektive 0,5 procentenheter jämfört med föregående inflationsrapport. För 2003 förutses en tillväxt på 2,7 procent. Det bör betonas att det även efter revideringarna handlar om en i ett historiskt perspektiv förhållandevis hög tillväxt.

Sammantaget väntas BNP öka med 2,4 procent både 2001 och 2002 samt med 2,7 procent 2003.

Den BNP-utveckling som förutses bedöms leda till att det samlade resursutnyttjandet i ekonomin blir i stora drag oförändrat under prognosperioden. Inom industrin, som är den sektor som påverkas mest av förhållandena i utlandet, finns redan tydliga tecken på ett sjunkande kapacitetsutnyttjande. Det i förhållande till föregående prognos lägre resursutnyttjandet gör att det inhemska genererade inflationstrycket inte förväntas bli lika högt som i inflationsrapporten i december.

Lönerörelsen har hittills fortskridit ungefär på det sätt som förutsågs i föregående inflationsrapport. Utfallet motiverar dock en marginell revidering av tidsprofilen då huvuddelen av de avtalade löneökningarna inträffar i ett tidigare skede än vad som antogs i prognosen i december. Den svagare prognostiserade BNP-utvecklingen kan förväntas avspeglas i ett relativt sett lägre efterfrågetryck även på arbetsmarknaden. Detta torde innebära att risken för en hög marknadsbestämd löneglidning har minskat i motsvarande mån. Det bör dock hållas i åtanke att avtalsrörelsen ännu inte är avslutad och att det kan vara alltför tidigt att utesluta en i inflationshänseende mindre gynnsam lönekostnadsutveckling.

Mot denna bakgrund kan inflationsbilden i huvudscenariot i förhållande till föregående inflationsrapport kortfattat beskrivas på följande sätt. En svagare internationell konjunktur resulterar i en mer dämpad utveckling av internationella priser. Genomslaget på den svenska inflationen uppvägs dock delvis av en svagare växelkursutveckling. Via olika kanaler, inte minst aktiebörserna, påverkar den internationella avmattningen även den svenska tillväxten. Detta resulterar i ett relativt sett lägre resursutnyttjande under de kommande två åren, vilket avspeglas i en lägre inhemska inflation.

Sammantaget bedöms KPI-inflationen i huvudscenariot, vid oförändrad reporänta, uppgå till 1,9 procent på ett års sikt och 2,0 procent på två års sikt. Motsvarande bedömning för UND1X-inflationen är 1,9 procent på såväl ett som två års sikt. Uttryckt som årsgenomsnitt förväntas inflationen i termer av KPI bli 1,6 procent 2001 och 1,9 procent 2002 medan motsvarande bedömning för UND1X är 1,5 respektive 1,9 procent (se diagram 47 och tabell 8).

Det bör betonas att till skillnad från prognosen i inflationsrapporten i december antas daghemsavgifter inte komma att inkluderas i KPI under prognosperioden. Hanteringen av införandet av ett avgiftstak för kommunal barnomsorg, den s.k. maxtaxan,

har varit en fråga för diskussion i samband med tidigare inflationsrapporter. Riksbanken gjorde tidigare bedömningen att daghemsavgifter skulle komma att inkluderas i såväl KPI som UND1X och UNDINHx. Detta skulle i sin tur få konsekvensen att inflationen mätt med dessa mått skulle komma att falla när maxtaxan införs. I föregående inflationsrapport beräknades inflationen mätt med KPI och UND1X dämpas med 0,3 procentenheter och UNDINHx-inflationen med 0,5 procentenheter 2002. Till följd av osäkerhet om den fortsatta beredningen av Utredningen om översyn av konsumentprisindex har det nu, jämfört med tidigare, bedömts vara mindre troligt att daghemsavgifter faktiskt kommer att inkluderas i de olika prismåtten på ett sådant sätt att dessa påverkas när maxtaxan införs. Därav den förändring som gjorts. Bortsett från det ändrade antagandet beträffande maxtaxan innebär prognosen en nedjustering av exempelvis UND1X-inflationen med 0,2 procentenheter 2002 räknat som årsgenomsnitt och med 0,4 procentenheter räknat som december-december-förändring.

En annan, principiellt svårare, fråga är hur Riksbanken borde betrakta effekterna av maxtaxan på inflationen om daghemsavgifter tagits med i KPI och UND1X. Även om inte denna fråga nu längre förefaller vara aktuell kan det finnas anledning att påminna om formuleringen från Inflationsrapport 2000:2, s. 49, att "det underliggande mer konjunkturberoende inflationstrycket inte påverkas av att maxtaxan förändras, åtminstone inte direkt. Det är denna konjunkturberoende inflation som penningpolitiken i första hand kan påverka". Det gäller självfallet även i nuvarande situation som ju dessutom handlar om hur maxtaxan kommer att registreras i prisstatistiken snarare än om att någon ny bedömning gjorts av reformen som sådan.²¹

Den förhållandevis snabba uppgången i UNDINHx under de senaste månaderna beror på flera faktorer. En förklaring är oväntat stora hyresökningar. Samtidigt stiger priserna på andra tjänster just nu förhållandevis snabbt. Tidigare har dessa prisökningar delvis motverkats av prisdämpande effekter av avregleringar på el- och telemarknaderna. Mot bakgrund av att det samlade resursutnyttjandet framöver väntas bli i stora drag oförändrat, väntas UNDINHx-inflationen stabiliseras.

KPI-inflationen bedöms i huvudscenariot uppgå till 1,9 procent på ett års sikt och 2,0 procent på två års sikt. Motsvarande bedömning för UND1X-inflationen är 1,9 procent på såväl ett som två års sikt.

21 Daghemsavgifter ingår i HIKP och BNP-deflatoren som således kommer att dämpas till följd av maxtaxan.

Tabell 8. Inflationsprognos i huvudscenariot.
Årlig procentuell förändring

	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal	
	2001	2002	mars 2002	mars 2003
KPI	1,6 (1,6)	1,9 (1,8)	1,9	2,0
UND1X	1,5 (1,7)	1,9 (1,8)	1,9	1,9
UNDINHX	2,4 (1,9)	2,3 (2,0)	2,2	2,4
HIKP	1,4 (1,7)	1,4 (1,6)	1,4	1,7

Anm. Siffrorna inom parentes visar motsvarande prognos i föregående inflationsrapport.

Källa: Riksbanken.

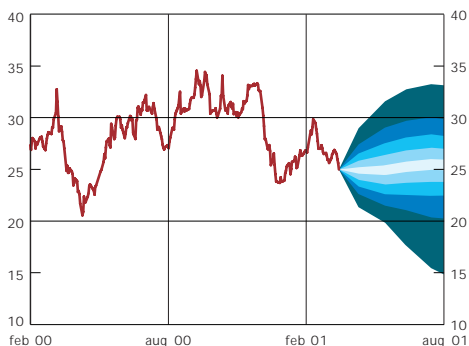
Riksbanken har i ett förtydligande framhållit att penningpolitiken bör inriktas på att uppnå inflationsmålet definierat i termer av KPI på ett till två års sikt, men att det under vissa omständigheter kan finnas skäl att avvika från detta mål.²² Ett skäl kan vara att inflationen i det aktuella tidsperspektivet påverkas av faktorer som Riksbanken vid utformningen av penningpolitiken kan vilja bortse ifrån. En sådan faktor kan vara förändringar i hushållens räntekostnader för boende eftersom dessa påverkas direkt av Riksbankens reporänteförändringar. Räntekostnaderna för egna hem får speciellt stort genomslag då det sker stora förändringar i ränteläget. Så var fallet under framförallt senare halvan av 1990-talet, då reporäntan sänktes kraftigt samtidigt som de långa räntorna sjönk i takt med ett gradvis ökande förtroende för penningpolitiken. Effekterna på KPI av sjunkande eller stigande räntor kan vara förhållandevis långvariga eftersom de styrs av bindningstiderna för boendelån. Efter en period med sjunkande räntor kommer en låntagare som låst sina lån tidigare att få lägre räntekostnader först då lånen omsätts. En sådan effekt räknas således med i KPI men inte i UND1X, vilket är huvudförklaringen till att KPI-inflationen under en lång period väsentligt understeg UND1X-inflationen (se diagram 47). I UND1X exkluderas därutöver också direkta effekter av förändringar i indirekta skatter och subventioner.

I och med att ränteläget varit förhållandevis stabilt under en ganska lång tid samtidigt som bidraget från indirekta skatter och subventioner varit litet har diskrepansen mellan KPI och UND1X successivt minskat. Detta gäller också i det tidsperspektiv 2001-2003 som nu överblickas. I nuvarande läge skulle det därför i praktiken inte göra någon skillnad för penningpolitiken om den baseras på UND1X eller KPI.

Eftersom Riksbanken har samma syn som tidigare på effekterna av hushållens räntekostnader för egna hem och ändrade indirekta skatter och subventioner finns det inte skäl att frångå den uppläggning som valts under senare år när penningpolitiken baserats på UND1X. Genom att hålla fast vid detta mått så länge inte påtagliga skäl finns att beakta andra tillfälliga effekter på inflationen underlättas också utvärderingen av penningpolitiken.

22 Protokoll från direktionens sammanträde 1999-02-04. Förtydligandet presenteras i Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och Valutapolitik* 1, 1999, Sveriges riksbank.

Diagram 49. Råoljepriset (crude Brent) samt osäkerhetsintervall beräknat från optionsprissättningen 2001-03-15. USD/fat



Anm. Det ljusaste bandet visar det område inom vilket oljepriset förväntas befinnas sig med 10 procents sannolikhet vid varje tillfälle i framtiden. Nästa skuggade band på ömse sidor om 10-procentsintervallet motsvarar 30 procents sannolikhet. Vid varje ytterligare skuggat område ökar sannolikheten med 20 procentenheter, så att det bredaste bandet motsvarar 90 procents sannolikhet.

Källor: IPE och Riksbanken.

Riskbilden

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

I föregående inflationsrapport bedömdes uppåtriskerna för inflationen överväga under prognosperioden. Det bedömdes dels föreligga en risk att oljepriset skulle bli högre än i huvudscenariot samtidigt som växelkursen skulle kunna komma att bli svagare. Det antogs också finnas risk för en starkare löneutveckling och större expansiva effekter av finanspolitiken. Nedåtriskerna antogs bestå i dels en svagare internationell utveckling, dels i en gynnsammare utväxling mellan tillväxt och inflation än i huvudscenariot. Sammantaget bedömdes det föreligga en viss uppåtrisk för såväl UNDIK- som KPI-inflationen på ett års sikt och en betydande uppåtrisk på två års sikt.

I denna inflationsrapport görs bedömningen att osäkerheten förknippad med *den internationella utvecklingen* är fortsatt stor och att nedåtriskerna på två års sikt har blivit något större. Även om den internationella tillväxten har reviderats ned i huvudscenariot bedöms det fortfarande finnas en risk för en ännu svagare tillväxt. Denna risk är framförallt relaterad till farhågor om att den svagare utvecklingen i USA ska komma att få större spridningseffekter än vad som nu förutses. Bland annat kan den av strukturella skäl redan bekymmersamma situationen i Japan förvärras ytterligare. Återverkningarna på Sydostasien och Europa skulle kunna bli betydande, inte minst genom effekter via de finansiella marknaderna, exempelvis fallande börser, högre riskpremier och stigande länekostnader. Sammanlagt skulle detta leda till en mer synkroniserad global avmattning.

Den internationella nedgången förefaller ha drabbat IT- och telekomsektorn relativt kraftigt. Detta påverkar särskilt länder som Sverige, med stor produktion inom dessa branscher. Det kan inte uteslutas att spridningseffekterna både via reala och finansiella kanaler kommer att bli kraftigare än vad som beaktats i huvudscenariot, med ett mer dämpat inflationstryck som följd. Bland annat skulle oljepriset utvecklas svagare än i huvudscenariot. Prissättningen på oljeoptioner indikerar nu en nedåtrisk för oljepriset (se diagram 49). Nedåtriskerna för den svenska inflationen i detta scenario begränsas dock av att kronan antagligen skulle komma att bli svagare än i huvudscenariot parallellt med att den internationella avmattningen fördjupas alltmer. Om kronan förblir svag under en längre tid skulle detta bidra till att mildra effekterna för den svenska exporten av efterfrågedämpningen från omvärlden. Dessutom skulle det prisdämpande genomslaget på inhemska konsumentpriser bli mindre.

Den *inhemska inflationen* bedöms utgöra en uppåtrisk för inflationsutvecklingen. Denna uppåtrisk härrör i sin tur främst från enhetsarbetskostnaderna som kan tänkas stiga till följd av högre löneökningar än prognostiserat. Flertalet av de avtal som

har slutits har visserligen medfört löneökningar som är i linje med bedömningen i huvudscenariot, men avtal för några av de stora fackliga organisationerna, såsom Kommunal och Handels är ännu inte slutna. Skulle de komma ut väsentligt högre än de nivåer som hittills avtalats ökar risken för kompenserande löneglidning under kommande år. Det kan inte heller uteslutas att produktivitetens utvecklingen kan komma att bli lägre än vad som antagits i huvudscenariot med högre enhetsarbetskostnader och inflation som följd. Dessutom är det möjligt att den överraskande höga inhemska inflationen är ett uttryck för en något mindre gynnsam relation mellan tillväxt och inflation. För detta talar att prisutvecklingen under de senaste åren dämpats av avregleringar inom flera sektorer, vilket inte väntas bli fallet framöver.

Till riskbilden hör också att *kronan* kan komma att bli svagare än i huvudscenariot även om inte konjunkturen viker mer än prognostiserat. I denna situation utgör kronan en uppåtrisk för inflationen.

Sammantaget bedöms det föreligga en nedåtrisk i prognosen för UND1X- och KPI-inflationen på såväl ett som två års sikt. De nedåtrisker som är förknippade med den internationella konjunkturutvecklingen bedöms inte fullt ut uppvägas av uppåtrisker från den inhemska inflationsutvecklingen och växelkursutvecklingen. Det förefaller således vara mer sannolikt att inflationen blir lägre än i huvudscenariot än att den blir högre. Detta framgår av diagram 50 som visar att osäkerheten runt prognosen för den underliggande inflationen, mätt som den årliga procentuella förändringen i UND1X, är skev nedåt.²³ Även prognosen för KPI-inflationen uppvisar en riskbild som är något skev nedåt (se diagram 51).

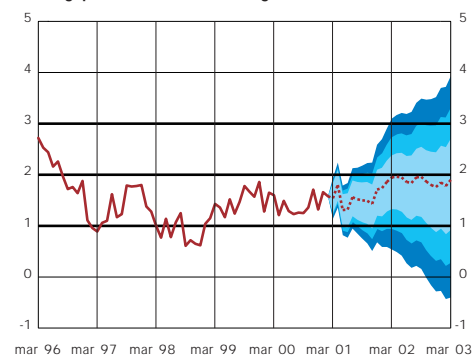
Sammantaget bedöms det föreligga en nedåtrisk i prognosen för UND1X- och KPI-inflationen på såväl ett som två års sikt.

Osäkerheten i bedömningen av såväl UND1X- som KPI-inflationen är ungefär lika stor som den bedömdes vara i föregående inflationsrapport.

Eftersom de penningpolitiska besluten fattas mot bakgrund av framförallt en bedömning av prisutvecklingen ett till två år framåt i tiden är inflationsutsikterna inom denna tidshorisont av särskilt intresse. I huvudscenariot väntas inflationen, mätt som tolv månaderstal i UND1X, uppgå till 1,9 procent i såväl mars 2002 som mars 2003. Den nedåtrisk som finns i inflationsbedömningen innebär att medelvärdet för den fullständiga bedömningen av UND1X-inflationen, med beaktande av riskbilden, är ungefär 0,1 procentenheter lägre på både ett och två års sikt. Medelvärdet för bedömningen av UND1X-inflationen är därmed 1,8 procent på både ett och två års sikt. Motsvarande bedömning för KPI-inflationen är 1,8 procent på ett års sikt och 1,9 procent på två års sikt (se tabell 9).

23 En beskrivning av hur osäkerhetsintervall härleds finns i Blix, M. och P. Sellin, "Inflationsprognos med osäkerhetsintervall", *Penning- och Valutapolitik* 2, 1999, Sveriges riksbank. En utförligare och mer modellorienterad analys görs av Blix, M. och P. Sellin, "Uncertainty Bands for Inflation Forecasts", Working Paper No. 65, Sveriges Riksbank.

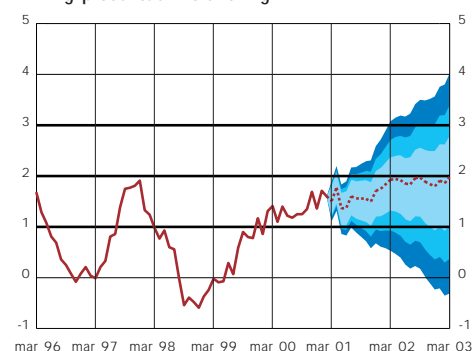
Diagram 50. UND1X med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 51. 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.

**Tabell 9. Inflationsprognos med beaktande av riskbilden.
Procentuell förändring**

	Årsgenomsnitt		Tolvmånaderstal	
	2001	2002	Mars 2002	Mars 2003
KPI	1,6	1,8	1,8	1,9
UND1X	1,5	1,8	1,8	1,8

Anm. Medelvärden av de sannolikhetsfördelningar för inflationsbedömningen som redovisas i diagram 50-51.

Källa: Riksbanken.

Tabell 10. UND1X-inflation (tolvmånaderstal).

Sannolikhet i procent för olika utfall

	UND1X<1	1<UND1X<2	2<UND1X<3	UND1X>3	Summa
2001 (mar.)	14	43	37	7	100
2002 (mar.)	27	28	26	18	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 11. KPI-inflation (tolvmånaderstal).

Sannolikhet i procent för olika utfall

	KPI<1	1<KPI<2	2<KPI<3	KPI>3	Summa
2001 (mar.)	14	43	36	6	100
2002 (mar.)	25	28	27	20	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 i huvudscenariot, korrigerad för tillfälliga effekter av indirekta skatter, subventioner och ränteförändringar, kommer att vara ungefär i linje med inflationsmålet på 2 procent på såväl ett som två års sikt vid oförändrad reporänta på 4,0 procent. Med beaktande av riskbilden bedöms inflationen något understiga inflationsmålet på såväl ett som två års sikt. Osäkerheten i prognosen av såväl den framtida UND1X- som KPI-inflationen bedöms vara ungefär lika stor som vid föregående inflationsrapport.

Utblick ett år bortom tvåårshorisonten

Det är oundvikligt att osäkerheten i prognoserna ökar ju längre in i framtiden de blickar. Ändå finns det skäl att försöka dra vissa slutsatser om det ekonomiska läget även något bortom inflationsprognosens ordinarie tvååriga horisont, bl.a. för att se om dramatiska skeenden kan vara att vänta under tiden närmast efter den period som överblickas. Till bilden hör också att penningpolitiken har effekter även efter det normala tvåårsperspektivet och att det därför är rimligt att i någon mån beakta vad som då kan tänkas hända. Det bör betonas att en bedömning med denna långa horisont med nödvändighet blir relativt skissartad och därför inte bör tillmätas samma betydelse som den ordinarie mer detaljerade prognosen vid utformningen av penningpolitiken. Osäkerheten förefaller speciellt stor i en situation som den nuvarande då det är svårt att till fullo överblicka konsekvenserna av den konjunkturavmattning som präglar utvecklingen, såväl internationellt som i Sverige.

Om utgångspunkt tas i huvudscenariot finns några utvecklingstendenser att ta fasta på vid en utblick som sträcker sig ytterligare ett år framåt från den ordinarie prognoshorisonten för inflationen, dvs. till och med första kvartalet 2004. Den internationella konjunkturen förväntas de närmaste åren karakteriseras av en gradvis återhämtning efter den avmattning som i dagsläget blir allt tydligare. Någon dramatik i återhämtningsförloppet förutses dock inte och utvecklingen är sannolikt förenlig med ett relativt lågt internationellt pristryck såväl inom som strax bortom tvåårshorisonten. Efterfråge- och utbudsförhållandena väntas bl.a. bidra till en dämpad utveckling av oljepriset.

Även den svenska konjunkturutvecklingen kännetecknas framöver av en successiv återhämtning. Med en prognostiserad BNP-ökning på 2,7 procent 2003 är det mer sannolikt än under de föregående två åren att resursutnyttjandet i ekonomin åter ökar något. Detta kan ge upphov till ett något stigande inhemskt inflationstryck under slutet av 2003 och början av 2004. Då såväl nivån på BNP som dess ökningstakt sannolikt inte är alltför långt från vad som kan antas vara hållbart även i ett mer långsiktigt perspektiv är det troligt att effekterna på den inhemska inflationen blir förhållandevis begränsade. Detta stöds också av att de långsiktiga inflationsförväntningarna är väl i linje med inflationsmålet samtidigt som reporäntan förväntas vara i stort sett oförändrad.

Givet att den nuvarande finansiella och ekonomiska oron dämpas i takt med återhämtningen av den internationella konjunkturen finns det goda utsikter att den svenska växelkursutvecklingen i högre grad kommer att styras av fundamentala faktorer. Förutsättningen finns därför för att kronan även efter prognosperioden utvecklas på ett i inflationshänseende gynnsamt sätt.

Sammantaget väntas inga stora förändringar av prisökningstakten under året bortom den ordinarie tvåårshorizonten. Ett visst stigande inhemskt inflationstryck gör sannolikt att den inhemska inflationen ökar något, men genomslaget på KPI- och UND1X-inflationen mildras, liksom tidigare, av en mer dämpad importerad inflation. Om utvecklingen skulle följa prognostiserade banor borde det inte vara förenat med några stora problem att genom ränteförändringar i god tid hinna motverka eventuella hot mot prisstabilitetsmålet.

Underlag för utvärdering av penningpolitiken 1998-2000

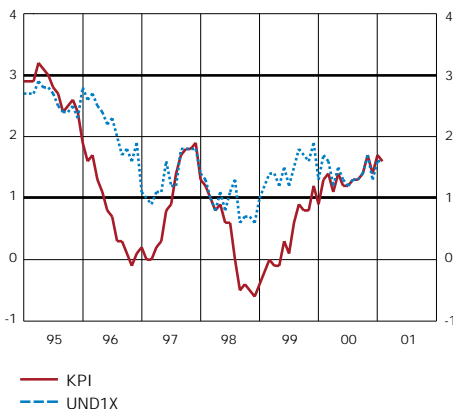
Inledning

Sedan lågkonjunkturen i början på 1990-talet har utvecklingen i den svenska ekonomin varit positiv. BNP-tillväxten har i genomsnitt varit drygt 3 procent per år fr.o.m. 1994 och sysselsättningen har ökat markant. Omläggningen av den ekonomiska politiken i början av 1990-talet har bidragit till den gynnsamma utvecklingen. Penningpolitiken har inriktats på prisstabilitet samtidigt som statsbudgeten konsoliderats och tydliga regler satts upp för budgetpolitiken. Det har lett till en tydlig nedväxling i såväl inflationen som inflationsförväntningarna, vilket i sin tur bidragit till att det allmänna ränteläget har sänkts markant. Reporäntan sänktes från 11 procent i början på 1993 till under 3 procent under en stor del av 1999. Sedan dess har reporäntan justerats upp till 4 procent.

Riksdagens finansutskott gör sedan 1999 en årlig utvärdering av penningpolitiken för de tre gångna åren. För att underlätta detta arbete gjordes i inflationsrapporten i mars förra året en redovisning av penningpolitikens uppläggning och av inflationsutvecklingen under 1997-1999. I detta appendix görs en motsvarande redovisning för perioden 1998-2000.

Målet för penningpolitiken är att begränsa den årliga inflationen mätt med konsumentprisindex (KPI) till 2 procent med en tolerans på +/- 1 procentenhet. KPI steg med i genomsnitt 0,7 procent per år under perioden 1998-2000; 0,4 procent 1998, 0,3 procent 1999 och 1,3 procent 2000. Av diagram A1 framgår att KPI-inflationen inte någon gång under den studerade perioden överskridit inflationsmålet men under flera månader legat under toleransintervallets nedre gräns. Den främsta orsaken till den låga KPI-inflationen var sjunkande räntekostnader för egnahem till följd av Riksbankens räntesänkningar och ett allt mer etablerat förtroende för den ekonomiska politiken. Räntesänkningarna resulterade i att KPI-inflationen blev lägre än i Riksbankens prognoser, som baseras på en oförändrad reporänta. Även om Riksbankens mål har formulerats i termer av KPI finns det problem med detta mått. Riksbanken har därför klargjort att det kan finnas skäl att basera politiken på andra mått på inflationen. Under senare år har penningpolitiken baserats på en bedömning av UNDI_X-inflationen. UNDI_X-inflationen, som inte påverkas av bl.a. hushållens räntekostnader, har under 1998-2000 i genomsnitt varit 1,3 procent; 1,0 procent 1998, 1,5 procent 1999

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.

och 1,4 procent 2000.²⁴ Det fanns alltså betydande skillnader mellan KPI- och UND1X-inflationen under 1998 och 1999 men de båda inflationsmåten har i stort sett sammanfallit under större delen av 2000 (se diagram A1).

Inflationsbedömningar och penningpolitiska överväganden

För att kunna ta ställning till om penningpolitiken har varit rimligt upplagd är det viktigt att beakta dels om Riksbanken agerat på ett konsekvent sätt i förhållande till de prognoser som gjorts, dels om den information som Riksbanken haft till sitt förfogande kunnat utnyttjas på ett bättre sätt, dvs. om prognoserna på ett uppenbart sätt hade kunnat göras bättre.

Syftet med toleransintervallet kring inflationsmålet är främst att tydliggöra att avvikelser från målet är troliga. Intervallet är samtidigt ett uttryck för ambitionen att försöka begränsa dessa avvikelser. För att påverka inflationen justerar Riksbanken den s.k. reporäntan. Ändringar av reporäntan förväntas påverka prisutvecklingen med fördröjning. Därför måste penningpolitiken baseras på en bedömning av inflationsutsikterna i ett framåtblickande perspektiv. Utvecklingen ett till två år framöver har ansetts vara av särskild betydelse. Eftersom prognoser är behäftade med betydande osäkerhet beaktar Riksbanken utöver ett huvudscenario (som anger den mest sannolika utvecklingen) även en riskbild vid utformningen av penningpolitiken. Denna beskrivs sedan våren 1998 i inflationsrapporterna i termer av en sannolikhetsfördelning med möjliga utfall för inflationen.

Den grundläggande handlingsregel som vägleder penningpolitiken är enkel: om inflationsprognosen på ett till två års sikt överskrider (underskrider) 2 procent ska reporäntan normalt höjas (sänkas) för att inflationsmålet ska uppfyllas. Regeln tillämpas dock inte på något mekaniskt sätt. Det kan t.ex. vara så att en penningpolitisk åtgärd baseras på analys som ännu inte helt hunnit förmedlas till finansmarknadens aktörer och därmed riskerar att skapa onödigt turbulens. Detta kan spela en roll för exakt när en reporänteförändring vidtas. Det finns också skäl att tillmäta utvecklingen såväl före som efter målhorisonten på 1-2 år viss vikt. Till detta kommer ett par mer grundläggande skäl till avvikelser från regeln. Dessa framgår av ett förtydligande om hur inflationsmålet ska tolkas som Riksbanken gjorde i början på 1999.²⁵ Det kan finnas skäl att avvika från målet om 2 procents inflation när KPI påverkas av tillfälliga störningar som inte har någon varaktig verkan på inflationen eller prisbildningen. Ett exempel på en sådan faktor är ändrade indirekta skatter och subventioner. Förändringar i hushållens räntekostnader för egnahem till följd av penningpolitiken

24 Under perioden 1996-1998 utnyttjades ett mått på den underliggande inflationen, UND1, som beräknades av Riksbanken och som till sin konstruktion i huvudsak överensstämmer med UND1X som beräknas av SCB. Måtten skiljer sig något åt vad gäller vilka skatter som räknas bort från KPI. Även om inflationen mätt med de båda måtten kan skilja sig åt under vissa månader är skillnaderna oftast marginella för den genomsnittliga inflationen under året. Mot denna bakgrund refereras endast till UND1X i texten.

25 Protokoll från direktionens sammanträde 1999-02-04. Förtydligandet presenteras i Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och Valutapolitik* 1, 1999, Sveriges riksbank.

hör också dit. Det kan också finnas anledning att avstå från en alltför snabb återgång till inflationsmålet efter en omfattande störning om detta bedöms vara skadligt för ekonomin. Riksbanken ska i sådana fall i förväg (dvs. så snart störningens effekter identifierats) förklara varför en avvikelse från handlingsregeln kan vara motiverad.

De principer för penningpolitiken, som preciserades i början av 1999, innebar en kodifiering av den politik som följts under de närmast föregående åren. Sedan förtydligandet har penningpolitiken, som tidigare omnämnts, i hög grad vägletts av bedömningar av UND1X, eftersom förändringar i indirekta skatter och subventioner och räntekostnader för egna bedöms ha stora men tillfälliga effekter på inflationen.

Eftersom penningpolitikens effekter på inflationsutvecklingen sträcker sig åtminstone över ett par år bör en analys av prisutvecklingen under perioden 1998-2000 utgå från de bedömningar och penningpolitiska beslut som Riksbanken fattade under 1996-1999. Eftersom prisutvecklingen under 1998 och 1999 samt de penningpolitiska övervägandena under 1996 och 1997 beskrevs relativt utförligt i inflationsrapporten i mars förra året diskuteras i detta appendix prisutvecklingen under 2000 och de penningpolitiska övervägandena under 1998 och 1999.

INFLATIONEN 2000

I slutet på 1997 bedömdes såväl KPI- som UND1X-inflationen överstiga inflationsmålet på ett till två års sikt. Olika undersökningar visade att även inflationsförväntningarna översteg 2 procent. Mot denna bakgrund valde Riksbanken i december 1997 att höja reporäntan med 0,25 procentenheter. I början på 1998 justerades prognoserna för KPI- och UND1X-inflationen ned till drygt 2 procent. En orsak till detta var att löneutfallen från den avtalsrörelse som pågått under senare delen av hösten blivit något lägre än det funnits skäl att befara. Situationen var dock svårbedömd. Samtidigt som det fanns begynnande prisdämpande effekter av Asienkrisen fortsatte resursutnyttjandet i ekonomin att stiga. Därtill var kronan svag. Osäkerheten i bedömningen samt en viss förmodad nedåtrisk för inflationen medförde att Riksbanken valde att avvakta ytterligare information. Reporäntan lämnades oförändrad under årets fem första månader.

Inflationsprognoserna på ett till två års sikt justerades ned ytterligare under 1998. Det främsta skälet var att tillväxtutsikterna bedömdes ha försämrats till följd av den globala finansiella krisen. Detta fick i sin tur effekter på de internationella priserna. Inflationstrycket reviderades också ned successivt till följd av lägre löneutfall än väntat, en starkare produktivitetstillväxt och ett som det verkade lägre genomslag av resursutnyttjandet på den inhemska inflationen. Riksbanken valde därför att sänka styrrentan vid fyra tillfällen under 1998 med början i juni, från 4,35 procent till 3,40 procent.

Efter en dramatisk höst på de finansiella marknaderna fortsatte de internationella konjunkturutsikterna att försämrats i början på 1999, vilket ledde till en gradvis nedrevidering av de internatio-

nella inflationsutsikterna. Därtill bidrog sjunkande oljepriser till fallande priser på importerade varor. Men samtidigt som den internationella konjunkturen försvagades stimulerades den inhemska efterfrågan av Riksbankens räntesänkningar och av en svag krona. Inflationsprognoserna justerades ändå ned ytterligare jämfört med bedömningarna under 1998.

Inflationsförväntningarna indikerade mycket låg inflation på kort sikt och inflation i linje med Riksbankens inflationsmål på längre sikt. I inflationsrapporten i mars 1999 bedömdes såväl KPI- som UND1X-inflationen ligga under inflationsmålet på ett till två års sikt. Samtidigt bedömdes det föreligga en nedåtrisk för inflationen. Den främsta anledningen till detta var farhågor om att den internationella konjunkturen kunde utvecklas svagare än väntat. Mot denna bakgrund sänkte Riksbanken reporäntan vid två tillfällen under första halvåret 1999 med sammantaget 0,50 procentenheter till 2,90 procent.

Redan under andra men särskilt under tredje kvartalet 1999 försköts såväl de internationella som de inhemska konjunkturutsikterna i positiv riktning. En starkare utveckling i USA, och senare även i Asien, bidrog till den förbättrade internationella konjunkturbilden. Detta tillsammans med ett lågt ränteläge stimulerade den inhemska efterfrågan. De mer gynnsamma tillväxtutsikterna ledde till att inflationsprognoserna gradvis justerades upp under året, om än i begränsad omfattning. En anledning till att uppjusteringen blev begränsad var att effekterna av avregleringar väntades fortsätta att dämpa inflationen. Därtill tydde mycket på att sambandet mellan tillväxt och inflation hade ändrats, bl.a. till följd av lägre inflationsförväntningar, ökad konkurrens och möjligen också en varaktigt högre produktivitetsutveckling. Inflationsförväntningarna steg visserligen under loppet av 1999, men var fortfarande under inflationsmålet på två års sikt. Mot denna bakgrund lämnades reporäntan oförändrad från april till mitten på november 1999.

Riskbilden för inflationen på ett till två års sikt försköts från en nedåtrisk i början på 1999 till en uppåtrisk under hösten samma år. Detta var främst en följd av att risken för en svagare internationell konjunktur successivt minskat samtidigt som risken för en starkare inhemsk efterfrågan och en mer markerad brist-situation på arbetsmarknaden ökat. Den förändrade riskbilden och det ökade kapacitetsutnyttjandet i ekonomin medförde att inflationen på ett till två års sikt bedömdes överstiga inflationsmålet. Detta föranledde Riksbanken att i november 1999 höja reporäntan med 0,35 procentenheter.

Den genomsnittliga inflationen 2000 mätt med KPI och UND1X uppgick till 1,3 respektive 1,4 procent. Inflationen understred således inflationsmålet men låg inom toleransintervallet. Att inflationen blev lägre än väntat kan bl.a. förklaras med att prisseffekterna till följd av att olika marknader avreglerades understöddes. En annan viktig förklaring var ett lågt internationellt pristryck i Asienkrisens kölvatten.

Riksbankens prognoser och penningpolitiska beslut de senaste åren sammanfattas i tabell A1. Det framgår att i de fall inflationen

har bedömts överstiga 2 procent på ett till två års sikt har reporäntan höjts, och vice versa. Även en mer formell analys av penningpolitikens uppläggning indikerar att den bedrivits på ett konsekvent sätt (se fördjupningsruta "Inflationsprognoserna och penningpolitiken"). Riskbedömningen och osäkerheten i prognoserna har också påverkat penningpolitikens uppläggning. Detta var tydligast i början på 1998 då såväl KPI- som UND1X-inflationen i huvudscenariot bedömdes överstiga 2 procent på ett till två års sikt. Riskbilden var dock samtidigt sådan att det ansågs mer sannolikt att inflationen framöver skulle bli lägre än i huvudscenariot än att den skulle bli högre. Reporäntan lämnades därför oförändrad. Det var också tydligt senare under 1998 då reporäntan sänktes i flera steg mellan höstens båda inflationsrapporter till följd av oro för en djupare finansiell nedgång.

Tabell A1. Riksbankens prognoser och penningpolitiska beslut.

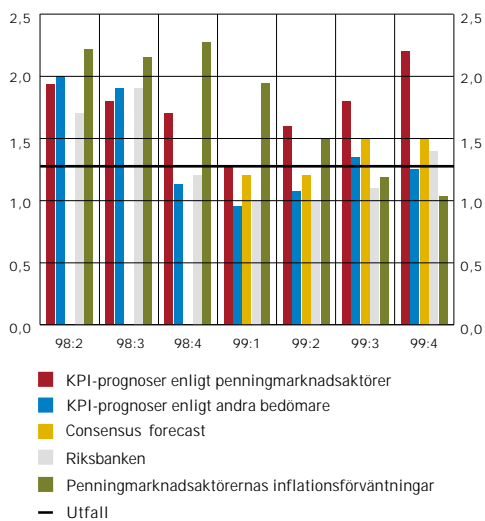
Inflationsrapport	Prognos KPI-inflationen Huvudscenariot (1 resp. 2 års sikt)	Prognos UND1X-inflationen Huvudscenariot (1 resp. 2 års sikt)	Osäkerhet i inflationsbedömningen	Riskbedömning för inflationen	Penningpolitisk respons
Mar-98	2,2-2,1	2,0-2,6	Större än normal	Nedåtrisk	Oförändrad
Jun-98	0,9-1,6	1,5-1,8	Normal	Nedåtrisk	Sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter.
Sep-98	1,3-1,9	1,3-1,9	Större än normal	Symmetrisk	Sänkning av reporäntan vid två tillfällen i november med sammantaget 0,50 procentenheter.
Dec-98	1,2-1,4	1,8-1,7	Något större än normal	Nedåtrisk	Sänkning av reporäntan med 0,20 p.e. Ytterligare en sänkning i februari 1999 med 0,25 procentenheter.
Mar-99	1,1-1,4	1,7-1,8	Något större än normal	Nedåtrisk	Sänkning av reporäntan med 0,25 procentenheter.
Jun-99	1,0-1,6	1,9-2,0	Något större än normal	Symmetrisk	Oförändrad
Okt-99	1,1-2,0	1,8-2,1	Normal	Uppåtrisk	Höjning av reporäntan med 0,35 procentenheter i november.
Dec-99	1,4-2,3	1,8-2,2	Normal	Uppåtrisk	Höjning av reporäntan med 0,50 procentenheter i februari 2000.

Anm. Prognoserna i mars, juni och september 1998 avser UND1.

Källa: Riksbanken.

Hade den information som Riksbanken haft till sitt förfogande kunnat utnyttjas på ett bättre sätt? En jämförelse mellan Riksbankens och andra prognosmakares inflationsprognoser visar att Riksbanken

Diagram A2. Utfall och KPI-prognoser för 2000.
Årsgenomsnitt



Anm. Penningmarknadens inflationsförväntningar har uppmätts med enkätundersökningar som utförts under den månad som motsvarande inflationsrapportsprognos 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 2000. 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.

varit ungefär lika träffsäker som andra konjunkturbedömare (se diagram A2). Det är emellertid svårt att jämföra prognoser på ett rättvisande sätt eftersom bl. a. de grundläggande antagandena kan skilja sig åt mellan olika prognosmakare. Exempelvis baseras Riksbankens prognoser, till skillnad från andra prognosmakares, på ett antagande om oförändrad reporänta. Riksbankens prognoser för KPI-inflationen för 2000 tenderade att ligga något lägre än övriga bedömares under andra och fjärde kvartalet 1998 samt större delen av 1999. Detta berodde delvis på att Riksbanken under 1998 och början av 1999 sänkte räntan med sammanlagt 1,45 procentenheter. Eftersom Riksbankens prognoser baseras på oförändrad reporänta är det naturligt att inflationsprognoserna, via en relativt sett svagare prognostiserad efterfrågeutveckling, är lägre än övriga bedömares under en period av räntesänkningar, förutsatt att övriga bedömares förväntningar om reporäntans utveckling är någorlunda korrekta.

Såväl Riksbanken som andra bedömare har de senaste åren överskattat inflationen. Detta kan till stor del förklaras av att ekonomin utsatts för störningar som varit svåra att förutse och kvantifiera, exempelvis Asienkrisen och effekter av avregleringar på el- och telemarknaderna. Avvikelserna mellan prognos och utfall för KPI-inflationen kan dessutom förklaras av att räntekostnaderna för egna hem sjunkit påtagligt, vilket inte beaktas i Riksbankens prognoser som betingas på ett antagande om oförändrad reporänta. Dessa prognosavvikelser har dock i praktiken inte haft någon effekt på politiken eftersom denna inriktats på UNDIX.

Samtidigt som såväl Riksbanken som andra bedömare överskattat inflationen de senaste åren har BNP-tillväxten blivit högre än väntat. Detta antyder att sambandet mellan tillväxt och inflation kan ha ändrats. Riksbankens inflationsprognoser de senaste åren har baserats på att det har skett en viss förändring i detta samband, bl.a. till följd av att inflationsförväntningarna stabiliserats. Det kan dock inte uteslutas att förändringen är större än hittills beräknat. Att bedöma resursutnyttjandet i ekonomin är förenat med stora svårigheter eftersom mängden lediga resurser inte kan observeras utan måste beräknas utifrån antaganden som är förknippade med osäkerhet. Ett sådant antagande gäller nivån på den potentiella tillväxten. Även om Riksbanken har reviderat upp sin bedömning av den potentiella tillväxten finns det flera faktorer som talar för möjligheten att den potentiella tillväxten kan ha ökat ytterligare under senare år.

Sammanfattning och slutsatser

Under perioden 1998-2000 uppgick den underliggande inflationen (UND1X), som penningpolitiken i huvudsak fokuserade på, till 1,3 procent, vilket är under målet men inom toleransintervallet. KPI-inflationen uppgick i genomsnitt till 0,7 procent under samma period. Att inflationen mätt med KPI avsevärt understeg UND1X berodde främst på det låga ränteläget.

En jämförelse av de prognoser Riksbanken gjort med den förda penningpolitiken visar att Riksbanken följt sin handlingsregel. I de fall inflationen har bedömts överstiga 2 procent på ett till två års sikt har reporäntan höjts, och vice versa. Såväl riskbedömningen som osäkerheten i prognoserna har påverkat penningpolitikens uppläggning.

Har då tillgänglig information kunnat utnyttjats på ett uppenbart bättre sätt? Inflationen har blivit lägre än väntat de senaste åren. Detta kan till stor del förklaras av att ekonomin utsatts för störningar som varit svåra att förutse. Exempel på sådana faktorer är Asienkrisen och pris effekter till följd av avreglerade marknader. Det finns också tecken på att sambandet mellan tillväxt och inflation har förändrats och Riksbanken har under senare år reviderat upp sin bedömning av den potentiella tillväxten. Det är svårt att se att tillgänglig ekonomisk teori eller kunskaper om empiriska samband hade gjort det möjligt att göra väsentligt bättre inflationsbedömningar än de Riksbanken gjort. De prognosfel som gjorts delas av i stort sett samtliga prognosmakare. Jämförelser försvåras dock av det faktum att Riksbankens prognoser görs med ett antagande om oförändrad reporänta.

INFLATIONSPROGNOSERNA OCH PENNINGPOLITIKEN

Penningpolitiken brukar ibland beskrivas i termer av en enkel regel: om den prognostiserade inflationen – på ett till två års sikt – överstiger 2 procent bör reporäntan höjas, och vice versa. Att en förenklad handlingsregel ska kunna ge en exakt beskrivning av penningpolitiken är dock inget man bör förvänta sig. Förändringar av reporäntan måste tvärtom baseras på grundlig analys av alla de faktorer som bestämmer den aktuella och framtida inflationen. Det är många överväganden som måste göras när Riksbankens direktion ska ta ställning till vad som är en lämplig nivå på reporäntan. Det har också gjorts klart att direktionen inte enbart beaktar inflationsprognosen på ett till två års sikt, utan att utvecklingen både på kortare och längre sikt kan påverka penningpolitiken. Även riskbilden påverkar penningpolitikens uppläggning.

Icke desto mindre kan det för flera olika syften vara intressant att jämföra hur förändringarna av reporäntan förhåller sig till någon enkel regel. Riksbankens uppdragsgivare, Sveriges riksdag, kan i sina utvärderingar av den politik som förts vilja jämföra faktiska ränteförändringar med någon enkel tumregel, som en grund för diskussioner av om politiken kunde ha varit bättre och i så fall hur och varför. Riksbanken har också ett eget intresse av att göra en sådan analys. En löpande utvärdering av den egna politiken är en viktig del av beslutsunderlaget för penningpolitiken. Aktörer på de finansiella marknaderna kan vilja få mer förståelse för hur penningpolitiken bedrivs, i syfte att bättre kunna förutsäga ränteförändringar. Även forskare brukar vara intresserade av att identifiera centralbankers s.k. reaktionsfunktioner, oftast i syfte att sedan kunna gå vidare och studera penningpolitikens effekter på ekonomin. I detta sammanhang brukar man vilja skilja mellan ränteförändringar som följer ett tidigare, systematiskt samband med makroekonomins utveckling och sådana som inte gör det. De senare skulle nämligen kunna uppfattas som tecken på en förändring av penningpolitiken, och det finns skäl att tro att de i så fall har andra effekter än ränteförändringar som enbart är ett resultat av andra förändringar i ekonomin.

En enkel regel som penningpolitiken i olika länder ofta har jämförts med är den s.k. Taylor-regeln. Denna beskriver en nominell kortfristig ränta – i Sveriges fall skulle detta vara Riksbankens reporänta – som en

funktion av de aktuella nivåerna på inflationen och produktionsgapet. Det har visat sig att en sådan mycket enkel regel kan förklara en stor del av ränteutvecklingen i flera olika länder. Mot bakgrund av uppläggningsen av penningpolitiken på senare år, speciellt i länder med explicita inflationsmål, vore det mer naturligt att förvänta sig ett starkare samband mellan ränteförändringar och förändringar i den prognostiserade inflationen, snarare än den faktiska. Det finns också studier som tyder på att sådana prognosbaserade regler ger ett bättre utfall i form av större stabilitet i inflation och produktion än den enklaste Taylor-regeln.²⁶ Resultaten är visserligen – av naturliga skäl – känsliga för vilka antaganden som görs om ekonomins funktions sätt, men det är ändå intressant att konstatera att det går att formulera enkla handlingsregler för penningpolitiken som verkar karakterisera både en förnuftig politik och hur centralbanker faktiskt beter sig.

I en studie från Riksbanken har ränteförändringarna sedan inflationsmålet infördes jämförts med följande enkla regel:²⁷

$$r_t - r_{t-1} = \alpha(\pi_{t,t+8}^f - \pi_{t-1,t+8-1}^f) + \beta \Delta y_t^f + \gamma(r_{t-1} - r_{t-2}), \quad (1)$$

där r_t är Riksbankens reporänta vid en viss tidpunkt (period t), $\pi_{t,t+8}^f$ är den inflation Riksbanken vid den tidpunkten prognostiserar ska gälla om två år (åtta kvartal) och Δy_t^f är bankens bedömning av BNP-tillväxten innevarande år. Observera att $\pi_{t,t+8}^f$ och Δy_t^f är Riksbankens prognoser för den framtida inflationen och tillväxten betingad på antagandet om oförändrad reporänta. Dessa är inte de bästa prognoserna över den framtida inflationen och tillväxten, som givetvis bör ta hänsyn till att det finns viss sannolikhet att reporäntan kommer att ändras, men som just därför inte kan användas för att förklara *hur* räntan ändras vid ett visst beslutstillfälle.²⁸

26 Se Rudebusch, G. och L.E.O. Svensson, "Policy Rules for Inflation Targeting", i Taylor, J.B. (red.), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, 1999, 203 – 246.

27 Se Jansson, P. och A. Vredin, "Forecast-Based Monetary Policy in Sweden, 1992 – 1998: A View from Within", Working Paper No. 120, Sveriges Riksbank.

28 Det enklaste sättet att inse detta är att tänka sig vad som skulle hända om penningpolitiken var sådan att den bästa inflationsprognosen var att inflationen alltid låg exakt på målet om åtta kvartal. Att avvikelsen mellan prognos och mål var lika med noll skulle då självfallet inte kunna användas som ett argument för att räntan inte skulle behöva ändras. Problemet är att den bästa prognosen för inflationen beror på penningpolitiken, medan (1) är en modell för hur penningpolitiken beror på en (annan) prognos.

Regler på ungefär samma form som (1) har visat sig vara en god utgångspunkt för att analysera penningpolitiken i flera olika länder. Att estimeras en sådan regel på svenska data visar sig emellertid vara förknippat med en rad problem. De prognoser från Riksbanken som ska sättas in i regeln (1) finns visserligen publicerade, men enbart för perioder som sammanfaller med bankens produktion av inflationsrapporter. Ränteförändringar har emellertid även genomförts i perioder mellan prognosomgångarna. Ett annat problem är att Riksbankens publicerade BNP-prognoser avser tillväxten i BNP snarare än BNP:s avvikelse från trend, som brukar användas som förklaringsvariabel i de teoretiska modellerna. Detta är anledningen till att regeln ovan specificerats i differensform. Ett tredje problem är att det inte är självklart vad som skall menas med inflationsprognosen "om två år" och prognosen för BNP-tillväxten "innevarande år" när det sker tre till fyra prognosomgångar per år medan prognoserna enbart avser hela kalenderår.²⁹

Att en given ränteförändring ses som en funktion av ränteförändringen i föregående period (γ antas vara större än noll) beror på att räntor *de facto* uppvisar en hög grad av persistens, vilket bl.a. brukar ses som ett uttryck för att centralbanker önskar dämpa fluktuationerna i ränteläget över tiden. Detta kan i sin tur bero på att man vill ta hänsyn till penningpolitikens reala effekter. Riksbanken har explicit uttryckt att man gör sådana överväganden.³⁰ Detta innebär också att räntans känslighet för BNP-fluktuationer (β) inte direkt ger någon information om hur stor vikt penningpolitiken fäster vid BNP relativt inflation. Preferenserna bakom politiken avspeglas också i koefficienterna α och γ . Slutligen kan det vara värt att kommentera någon variabel som *inte* ingår i regeln ovan, t.ex. valutakursen. En anledning till att valutakursen utelämnats i denna analys är att Riksbanken har betonat att något mål för kronkursen inte finns, varför det inte är uppenbart att det skulle finnas något systematiskt samband mellan besluten om reporäntan och valutakursutvecklingen.

När den enkla regeln (1) skattas på data från den första inflationsrapporten i december 1992 t.o.m. den

29 Uppsatsen av Jansson och Vredin innehåller detaljerad information om hur dessa och andra problem har hanterats i analysen.

30 Se Heikensten, L., "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och Valutapolitik* 1, 1999, Sveriges riksbank och protokoll från direktionens sammanträde 1999-02-04.

tredje inflationsrapporten år 2000, erhålls följande resultat:

$$r_t - r_{t-1} = 0,66(\pi_{t,t+8}^f - \pi_{t-1,t+8-1}^f) + 0,03\Delta y_t^f + 0,61(r_{t-1} - r_{t-2}) + \varepsilon_t \quad (2)$$

(0,23) (0,11) (0,19)

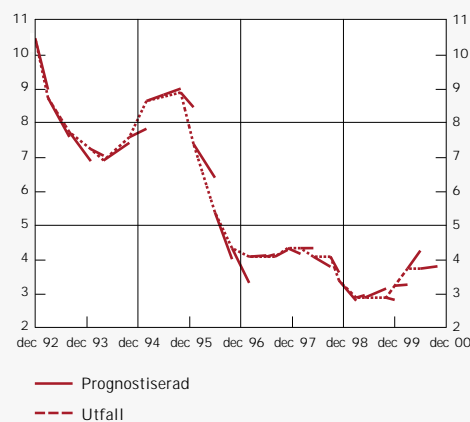
Siffrorna inom parentes anger respektive koefficients standardfel. Resultaten tyder på att Riksbankens reporänteförändringar har ett systematiskt samband med förändringarna i inflationsprognosen och med tidigare ränteförändringar, men inte med bankens bedömning av BNP-tillväxten. Avvikelserna från ränteregeln (ε) framgår av diagram R6. Den streckade kurvan visar den faktiska förändringen av reporäntan mellan de olika prognosomgångarna.³¹ De "små spjuten" som sticker av från kurvan visar vilken ränteändring som hade gjorts om Riksbanken till punkt och pricka följt den estimerade regeln (2).³² Det framgår att den faktiska penningpolitiken ibland medfört en högre ränta än regeln, ibland en lägre. Detta följer automatiskt av att koefficienterna i (2) beräknats för att minimera avvikelserna från regeln. Mer intressant att konstatera är att räntan vid de flesta tillfällen faktiskt ändrats i den riktning regeln anger. Med tanke på hur oerhört enkel regeln är, måste avvikelserna betraktas som små.

Detta tyder på att det finns fog för att beskriva penningpolitiken i termer av en enkel regel. Den som lyckas förutsäga Riksbankens inflationsprognoser kommer också att kunna göra ganska tillförlitliga prognoser över kommande reporänteförändringar. Eftersom regeln emellertid inte beskriver penningpolitiken perfekt, och eftersom det med all sannolikhet inte heller vore optimalt för Riksbanken att följa den exakt, finns det behov av att kunna förklara varför räntan ibland förändrats snabbare eller långsammare än vad den enkla regeln anger. Ett syfte med Riksbankens inflationsrapporter är att skapa största möjliga öppenhet och tydlighet kring penningpolitiken, så att frågor som dessa blir lättare att besvara.

31 Observera att regressionen (2) beskriver hur reporäntan förändrats som en funktion av ändrade inflationsprognoser. Regressionen (2) och diagram R6 baseras på data från 25 prognosomgångar under perioden december 1992 – oktober 2000. Hur ränteförändringen fördelats över tiden (dagar, veckor, månader) mellan två prognosomgångar har inte studerats och beskrivs därför inte heller i diagram R6.

32 Diagram R6 jämför den faktiska räntebanan med en estimerad regel där $\beta = 0$, eftersom (2) tyder på att ränteförändringarna inte har något samband med BNP-prognoserna. Detta ger emellertid mycket liten effekt på skattningarna av α och γ .

Diagram R6. Reporänta (utfall) och prognostiserad regelbaserad reporänta. Procent



Källa: Riksbanken.