Penningpolitisk rapport

Februari 2012

SVERIGES RIKSBANK

Penningpolitisk rapport

Riksbankens penningpolitiska rapport publiceras tre gånger om året. Rapporten beskriver de överväganden Riksbanken gjort när man kommit fram till vad som är en lämplig penningpolitik.[1] Rapporten innehåller en beskrivning av de framtida inflations- och konjunkturutsikterna baserad på den räntebana som Riksbanken för närvarande anser ger en väl avvägd penningpolitik. Varje rapport består också av en beskrivning av den nya information som inkommit sedan föregående rapport samt en bedömning av hur Riksbanken ser på det ekonomiska nuläget.

Syftet med den penningpolitiska rapporten är att ta fram underlag för de penningpolitiska besluten och att sprida kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör. Genom att publicera rapporterna vill Riksbanken underlätta för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken.

Riksbanken ska minst två gånger per år lämna en skriftlig redogörelse om penningpolitiken till riksdagens finansutskott (se 6 kapitlet 4 § i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank). Under våren sker detta i form av ett särskilt underlag för utvärdering av penningpolitiken. Under hösten utgörs redogörelsen av den penningpolitiska rapporten.

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 15 februari 2012. Rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats www.riksbank.se. Där går det att utan kostnad beställa en tryckt version av rapporten eller ladda ned den i pdf-format.

För att prenumerera på den penningpolitiska rapporten kontakta Riksbanken.
E-post: kontorsservicecenter@riksbank.se
Adress: Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm
Telefon: 08-787 00 00

Mer information om Riksbanken finns på: www.riksbank.se.

[1] Se "Penningpolitiken i Sverige" på nästa sida för en genomgång av den penningpolitiska strategin och av vad som kan betraktas som en lämplig penningpolitik.

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI[2]

- Målet för penningpolitiken är enligt riksbankslagen att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken har preciserat detta som ett mål för inflationen som innebär att den årliga förändringen av konsumentprisindex (KPI) ska vara 2 procent.
- Samtidigt som penningpolitiken inriktas mot att uppfylla inflationsmålet ska den stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Detta görs genom att Riksbanken, förutom att stabilisera inflationen runt inflationsmålet, strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Riksbanken bedriver därmed vad som kallas flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär inte att Riksbanken gör avkall på att inflationsmålet är överordnat.
- Det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och realekonomin. Därför vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken publicerar bland annat en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Denna så kallade räntebana är en prognos, inte ett löfte.
- Vid varje penningpolitiskt beslutstillfälle gör direktionen en bedömning av vilken bana för reporäntan som behövs för att penningpolitiken ska vara väl avvägd. Avvägningen handlar normalt om att hitta en lämplig balans mellan stabiliseringen av inflationen runt inflationsmålet och stabiliseringen av realekonomin.
- Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken siktar på att föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. En snabb återgång kan i vissa lägen få effekter på produktion och sysselsättning som inte är önskvärda, medan en långsam återgång kan försvaga trovärdigheten för inflationsmålet. I allmänhet har strävan varit att räntan och räntebanan anpassas så att inflationen förväntas vara någorlunda nära målet om två år.
- I Riksbankens uppdrag ingår enligt riksbankslagen även att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Risker förknippade med utvecklingen på de finansiella marknaderna vägs in i räntebesluten. När det gäller att förebygga en obalanserad utveckling av tillgångspriser och skuldsättning spelar dock framför allt ett väl fungerande regelverk och en effektiv tillsyn en central roll. Penningpolitiken är enbart ett komplement.
- I vissa lägen, som under den finansiella krisen 2008–2009, kan reporäntan och räntebanan behöva kompletteras med andra åtgärder för att främja den finansiella stabiliteten och säkerställa att penningpolitiken får genomslag på ett effektivt sätt.
- Riksbanken strävar efter att dess kommunikation ska vara öppen, saklig, begriplig och aktuell. Det gör det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut. Penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.

BESLUTSPROCESSEN

Direktionen håller normalt sex penningpolitiska möten under ett år då man fattar beslut om reporäntan. I samband med tre av dessa möten publiceras en penningpolitisk rapport och i samband med de tre andra mötena publiceras en penningpolitisk uppföljning. Ungefär två veckor efter varje penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det går att följa den diskussion som ledde fram till det aktuella räntebeslutet och se hur de olika direktionsledamöterna argumenterade.

PRESENTATION AV RÄNTEBESLUT

Räntebeslutet presenteras i ett pressmeddelande kl. 9.30 dagen efter det penningpolitiska mötet. Pressmeddelandet anger också hur de enskilda direktionsledamöterna röstade och en huvudsaklig motivering till eventuella reservationer. En presskonferens hålls dagen efter det penningpolitiska mötet.

---

[2] En utförlig beskrivning av den penningpolitiska strategin finns i skriften *Penningpolitiken i Sverige*. Skriften finns i pdf-format på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Innehåll

- KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **7**
  - Svagare tillväxt i omvärlden och i Sverige **7**
  - Finanspolitiska åtstramningar tynger i omvärlden **9**
  - Lägre tillväxt i omvärlden bromsar utvecklingen i Sverige **13**
  - Penningpolitiska överväganden **18**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **21**
  - Effekter av alternativ växelkursutveckling **22**
  - Effekter av alternativ växelkursutveckling kombinerad med alternativa omvärldsscenarier **24**
  - Alternativa scenarier för reporäntan **26**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **29**
  - Viss inbromsning i omvärlden **29**
  - Högre tillgångspriser efter centralbanksåtgärder **33**
  - Även svensk ekonomi har försvagats **37**
- FÖRDJUPNINGAR
  - Eurosamarbetet och skuldkrisen **43**
  - Tillväxtekonomierna och Sveriges export **49**
  - Förhållandet mellan reporäntan och räntor till hushåll och företag **52**
- Appendix **57**
  - Tabeller **58**
  - Översikt över fördjupningar 2009-2011 **62**
  - Tidigare räntebeslut **63**
  - Ordlista **64**

Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning

Reporäntan sänks med 0,25 procentenheter till 1,50 procent

Inflationstrycket i svensk ekonomi är lågt. De ekonomiska utsikterna i Sverige har försämrats till följd av utvecklingen i omvärlden. För att stabilisera inflationen kring 2 procent och resursutnyttjandet i ekonomin kring en normal nivå har därför Riksbankens direktion beslutat att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,50 procent. Reporäntan väntas ligga kvar på den nivån en bit in på 2013.

Världsekonomin som helhet växer i en relativt god takt och den amerikanska ekonomin har utvecklats något bättre än väntat. Samtidigt har de finansiella marknaderna stabiliserats något och aktiepriserna stigit. I stora delar av euroområdet har dock tillväxtutsikterna försämrats, bland annat till följd av nya finanspolitiska åtstramningar och tecken på en stramare kreditgivning.

Låg tillväxt i Sverige

Den svaga utvecklingen i euroområdet har dämpat efterfrågan på svensk export, som bromsade in kraftigt mot slutet av 2011. De svagare konjunkturutsikterna har gjort att hushållen börjat spara mer och väntar med att konsumera, medan företagen skjuter på sina investeringar. BNP-tillväxten i Sverige blir därför låg under den närmaste tiden. När ekonomin växer långsammare blir efterfrågan på arbetskraft lägre och arbetslösheten stiger något under året. När väl oron för statsskuldproblemen i euroområdet avtar återvänder förtroendet gradvis hos svenska hushåll och företag. Under nästa år bedöms svensk ekonomi åter växa i en mer normal takt.

Lågt inflationstryck

Inflationen mätt som KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, är låg. Det beror framförallt på att kostnadstrycket varit lågt och att kronan har stärkts under de senaste åren. Den svaga efterfrågan i Sverige och i omvärlden, bidrar till att inflationstrycket blir lågt under de kommande åren.

Låg ränta

Inflationstrycket i den svenska ekonomin är nu lågt och tillväxten långsam. Att en inbromsning skulle ske har varit tydligt en tid, men den har blivit kraftigare än väntat. För att stabilisera inflationen kring 2 procent och resursutnyttjandet i ekonomin kring en normal nivå har Riksbankens direktion beslutat att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,50 procent. Reporäntan väntas ligga kvar på den nivån en bit in på 2013. Framöver, när inflationstrycket stiger, behöver reporäntan gradvis höjas.

Den ekonomiska utvecklingen är osäker

Osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden är stor. De statsfinansiella problemen i framförallt euroområdet kan fördjupas och de negativa effekterna på Sveriges ekonomi bli större. I ett sådant läge kan räntebanan behöva bli lägre. Å andra sidan är det möjligt att förtroendet för euroländernas statsfinanser återvänder snabbare än väntat. Detta skulle i så fall motivera en högre räntebana.

KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Konjunkturutsikterna för omvärlden som helhet är relativt goda. Men utvecklingen skiljer sig åt i olika delar av världen. I euroområdet är tillväxtutsikterna svaga, och utvecklingen framöver väntas bli något sämre än i prognosen i december. Samtidigt ser utvecklingen i USA något bättre ut. Den senaste tiden har vissa framsteg gjorts i hanteringen av den europeiska skuldkrisen. Denna utveckling väntas fortsätta och leda till att den mest akuta fasen av krisen i euroområdet bedarrar under loppet av 2012. Detta bidrar till att tillväxten gradvis återhämtas.

Den internationella utvecklingen påverkar även svensk ekonomi. Svensk export har bromsat in ovantat kraftigt och samtidigt dämpas konsumtion och investeringar. BNP-tillväxten väntas därför bli svag under 2012. De svagare konjunkturutsikterna påverkar även arbetsmarknaden negativt och resursutnyttjandet väntas bli lägre. Den underliggande inflationen är för närvarande låg men väntas stiga under prognosperioden i takt med att omvärldsutvecklingen förbättras och den svenska ekonomin åter växer snabbare.

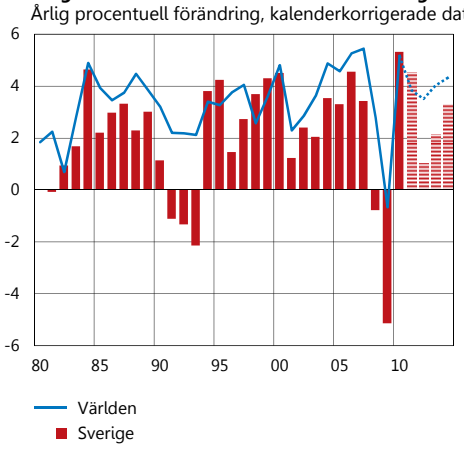
Inflationstrycket i den svenska ekonomin är nu lågt och tillväxten långsam. Att en inbromsning skulle ske har varit tydligt en tid men den har blivit skarpare än väntat. Därför har Riksbankens direktion beslutat att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,50 procent. Reporäntan bedöms vara kvar på denna nivå drygt ett år. En mer expansiv penningpolitik bidrar till att KPIF-inflationen stabiliseras runt 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå mot slutet av prognosperioden.

Svagare tillväxt i omvärlden och i Sverige

Tillväxten i världen dämpas 2012

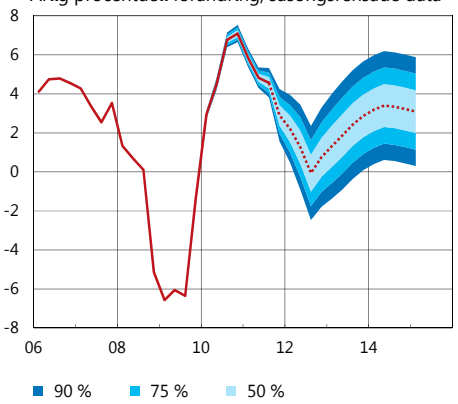
Under prognosperioden växer världsekonomin med i genomsnitt nästan 4 procent per år, vilket är ungefär i historiskt normal takt (se diagram 1:1). Däremot dämpas BNP-tillväxten i världen från ungefär 3,8 procent 2011 till 3,5 procent i år. Försvagningen beror främst på den svaga utvecklingen i euroområdet. Konjunkturutsikterna i euroområdet bedömdes redan tidigare hämmas av underliggande strukturella problem, oron kring omfinansiering av vissa länders statsskulder och finanspolitiska åtstramningar. Detta i en tid då det penningpolitiska manöverutrymmet är begränsat. Sedan det penningpolitiska mötet i december har nya finanspolitiska åtgärder annonserats i Spanien och Frankrike och det har framkommit tecken på att kreditgivningen har börjat stramas åt i delar av euroområdet. Utvecklingen i euroområdet bedöms nu således bli något svagare än i den penningpolitiska uppföljningen i december. Nu, liksom tidigare, förutsätter Riksbanken att den europeiska skuldkrisen hanteras så att den akuta fasen bedarrar. Förtroendet bland företag och hushåll kan då återvända och tillväxten börja återhämta sig under loppet av 2012. I USA har positiva tecken synts på senare tid och tillväxten bedöms bli något starkare än i prognosen i december. I tillväxtekonomierna väntas en lägre tillväxt 2012, bland annat till följd av något svagare inhemsk efterfrågan.

Diagram 1:1. Tillväxten i världen och i Sverige
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Källor: IMF, SCB och Riksbanken

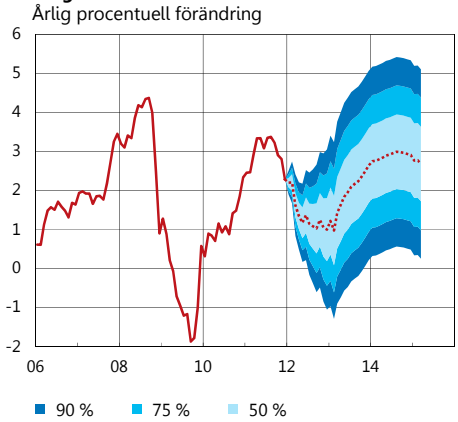
Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. För BNP råder det osäkerhet även om utfallen eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering.

Källor: SCB och Riksbanken

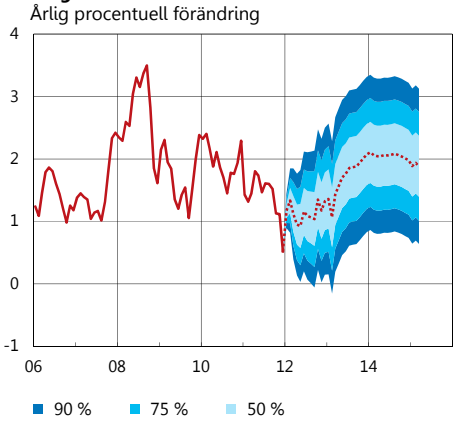
Diagram 1:3. KPI med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:4. KPIF med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

■ Svensk ekonomi bromsar in

Ny information sedan det penningpolitiska mötet i december talar för att inbromsningen i Sverige blir kraftigare än vad som tidigare antogs. Detta hänger främst samman med en lägre efterfrågan på svensk export från euroområdet. En svagare utveckling på bostadsmarknaden och osäkerhet om den framtida ekonomiska utvecklingen medför vidare att sparandet hos hushållen ökar och väntas ligga på en hög nivå framöver. När hushållen sparar mer innebär det att de konsumerar mindre än de annars skulle ha gjort. Konsumtionen väntas därför växa långsammare än i tidigare bedömning, vilket också bidrar till att dämpa den svenska tillväxten i år (se diagram 1:2). Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i december bedöms BNP stiga långsammare under första hälften av prognosperioden men något snabbare mot slutet.

Återhämtningen på arbetsmarknaden stannade av mot slutet av 2011 men ännu syns inga tydliga tecken på en försämring i termer av fallande sysselsättning och arbetade timmar. De försämrade konjunkturutsikterna förväntas dock ge ett mer negativt avtryck på arbetsmarknaden framöver. Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet under 2012 och 2013 kommer att vara lägre än normalt. En expansiv penningpolitik bidrar dock till att BNP och arbetade timmar från slutet av 2012 stiger snabbare och att resursutnyttjandet normaliseras i slutet av prognosperioden.

Det underliggande inflationstrycket i den svenska ekonomin är lågt. De senaste årens förstärkning av växelkursen och låga ökningstakt i arbetskostnaderna per producerad enhet har bidragit till att hålla nere KPIF-inflationen. KPI-inflationen är däremot högre (se diagram 1:3 och 1:4). Den svaga efterfrågan bidrar till att hålla inflationen mätt med både KPI och KPIF låg under innevarande år. Därefter bidrar en mer expansiv penningpolitik och högre resursutnyttjande till att inflationen stiger.

■ Lägre ränta stimulerar ekonomin

Att en inbromsning skulle ske har varit tydligt en tid men den har blivit skarpare än väntat. Därför har Riksbankens direktion beslutat att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,50 procent. Reporäntan bedöms vara kvar på denna nivå drygt ett år (se diagram 1:5). En förutsättning för att resursutnyttjandet och kostnadstrycket framöver ska normaliseras är att penningpolitiken förblir expansiv de närmaste åren.

Det råder fortfarande stor osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen i euroområdet framöver. Såväl konjunkturutsikterna i omvärlden som kronkursen kan utvecklas annorlunda än i huvudscenariot och därmed leda till en annan utveckling av tillväxt och inflation i Sverige. Detta skulle i så fall få effekter på penningpolitikens utformning, något som diskuteras mer utförligt i kapitel 2.

Finanspolitiska åtstramningar tynger i omvärlden

■ Viss stabilisering på de finansiella marknaderna

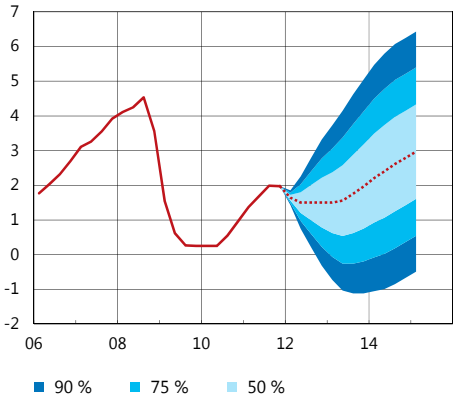
De finansiella marknaderna präglades under hösten 2011 av en stor osäkerhet om både staters och bankers möjligheter att finansiera sig. Flera euroländer med stora statsskulder har fått betala höga räntor när de omsatt sina lån och finansierat sina budgetunderskott. Emellertid har ECB:s beslut i december om att ge bankerna inom euroområdet treåriga lån mot säkerhet bidragit till att stabilisera läget och i viss mån till att pressa ner räntorna på statsobligationer. Åtgärden har även underlättat för stater att refinansiera sig. ECB har också utökat mängden godtagbara säkerheter som bankerna kan använda när de lånar av ECB i syfte att stimulera kreditgivningen. Ökad riskaptit har bidragit till högre priser på aktier och andra riskfyllda finansiella tillgångar. Såväl europeiska, amerikanska som svenska aktiemarknader har utvecklats positivt sedan december.

Trots denna stabilisering kvarstår oron på de internationella finansiella marknaderna. Det finns till exempel tecken på att kreditgivningen nu stramas åt i euroområdet. De internationella finansiella marknaderna är starkt integrerade, vilket gör att också svenska finansiella förhållanden påverkas av den internationella oron. Det har till exempel lett till ökade finansieringskostnader för svenska banker och därmed ökade räntor till hushåll och företag. Men trots detta är Riksbankens bedömning att svenska banker är välkapitaliserade i ett internationellt perspektiv och har god tillgång till finansiering. Kreditgivningen till hushåll och företag i Sverige bedöms även framöver fungera ungefär som vid en normal konjunkturavmattning.

Den senaste tiden har vissa framsteg gjorts i hanteringen av den europeiska skuldkrisen. Bland annat har grekiska parlamentet röstat igenom de sparkrav som är en förutsättning för att ytterligare nödlån ska beviljas av EU och IMF. Riksbankens huvudscenario bygger på att de mest akuta problemen i euroområdet kommer att lösas under 2012. Det innebär att problemen inte eskalerar i stora skuldtyngda euroländer som Italien och Spanien.

Vid sidan av de akuta lösningar som krävs för att hantera likviditetsproblem och upprätta förtroendet hos de finansiella marknaderna och allmänheten kommer det också att krävas långsiktiga åtgärder. För att komma tillrätta med flera grundläggande problem behöver många länder inom eurosamarbetet stärka konkurrenskraften samt åstadkomma uthållig tillväxt och inte minst budgetförstärkningar. Beslutade och planerade reformer av EU:s ekonomiska styrning med bland annat striktare budgetregler kan bidra till bättre hantering av obalanser och systemrisker (se fördjupningen "Eurosamarbetet och skuldkrisen").

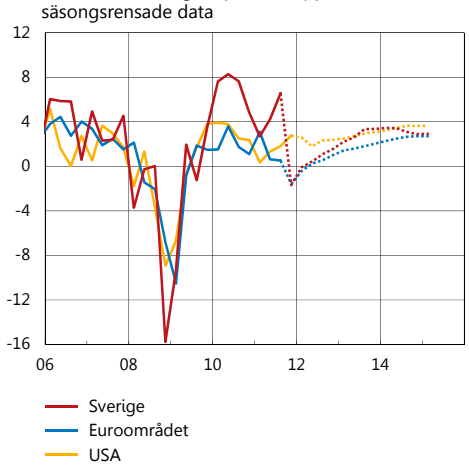
Diagram 1:5. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på riskjusterade marknadsräntors prognosfel för perioden 1999 till dess att Riksbanken började publicera prognoser för reporäntan under 2007. Osäkerhetsintervallen tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns för reporäntan.

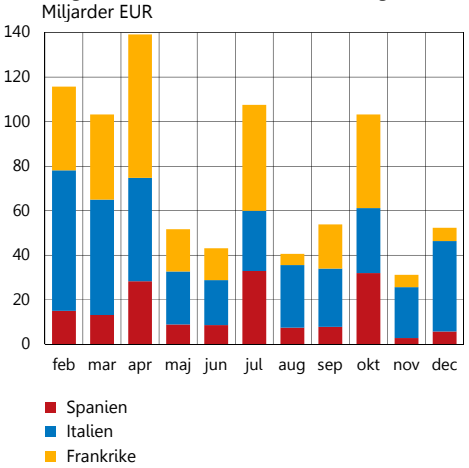
Källa: Riksbanken

Diagram 1:6. BNP i olika regioner och länder
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, SCB och Riksbanken

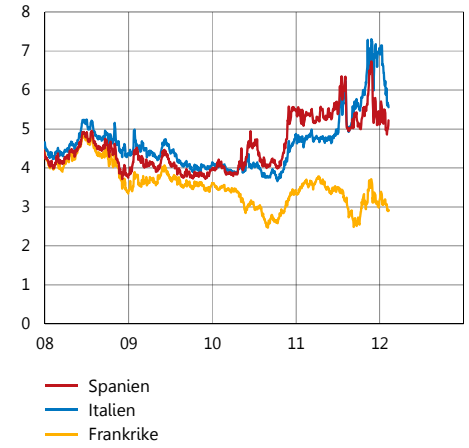
Diagram 1:7. Bruttoförfall av statsobligationer 2012
Miljarder EUR



Anm. Anger förfall inklusive ränta. Summan av förfallen 2012 utgör för Spanien 20,9 procent av den totala offentliga bruttoskulden, för Italien 19,3 procent och för Frankrike 16,3 procent.

Källor: Bloomberg och IMF

Diagram 1:8. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent



Källa: Reuters EcoWin

■ Låg BNP-tillväxt i euroområdet

Sedan en tid har Riksbanken bedömt att tillväxten i euroområdet 2012 kommer att bli svag. Konjunkturutsikterna hämmas av underliggande strukturella problem, statsfinansiella svårigheter och finanspolitiska åtstramningar. Det är svårt att bedöma effekter av finanspolitiska åtstramningar, men det är rimligt att förvänta sig att effekterna på tillväxten blir större när det är flera länder som samtidigt stramar åt sin finanspolitik och det sker i ett läge när det penningpolitiska utrymmet är begränsat. Utvecklingen i euroområdet bedöms nu bli något svagare jämfört med prognosen i december. BNP minskar med 0,1 procent 2012 jämfört med 2011 (se tabell 4 och diagram 1:6).

Sedan den penningpolitiska uppföljningen i december har Spanien och Frankrike annonserat planer på att strama åt sina offentliga finanser ytterligare. Enligt ECB:s senaste enkät bland banker i euroområdet finns det dessutom tecken på att kreditgivningen stramas åt och att efterfrågan på lån från hushåll och företag är fortsatt låg.[3] De främsta anledningarna till att kreditgivningen blir stramare uppges vara sämre ekonomiska utsikter, sämre möjligheter att få marknadsfinansiering och kostnader relaterade till högre kapitaltäckningskrav. Detta mönster liknar tidigare perioder av ökad kreditåtstramning. Sammantaget medför nya finanspolitiska åtstramningar och stramare kreditgivning att Riksbanken i likhet med andra bedömare nu räknar med att tillväxten i euroområdet försvagas ytterligare.

Oron för den statsfinansiella situationen i euroområdet antas bestå den närmaste tiden, samtidigt som kreditgivningen blir stramare än normalt. Under första halvåret 2012 måste flera euroländer (till exempel Italien, Frankrike och Spanien) finansiera stora obligationsförfall (se diagram 1:7). Stora förfall är inte ovanliga men i krissituationer, när länders återbetalningsförmåga börjar ifrågasättas, kan statsräntorna drivas upp till ohållbart höga nivåer. Under hösten steg vissa räntor upp mot oroväckande höga nivåer men har under senaste tiden fallit tillbaka (se diagram 1:8).

Utvecklingen i de länder i Europa som har ekonomiskt stöd från IMF och EU varierar. I Irlands fall uppfylls det ekonomiska stödprogrammet i huvudsak enligt plan. Portugals måluppfyllese är något sämre men huvudsakligen på rätt väg. Det grekiska programmet däremot brottas med stora problem och de grekiska myndigheterna har haft svårt att nå de uppsatta målen inom ramen för stödpaketet från IMF och EU. Den ekonomiska aktiviteten fortsätter att falla och landet behöver ytterligare stöd för att klara sin finansiering kommande år. Grekiska parlamentet har röstat igenom de sparkrav som var en förutsättning för ytterligare nödlån. När den här rapporten gick i tryck hade långivarna emellertid inte gett sitt godkännande ännu.

Riksbankens bedömning är som redan nämnts att tillräckliga åtgärder vidtas och att den mest akuta krisen i euroområdet bedarrar under 2012. Den allra senaste tiden har det kommit vissa positiva

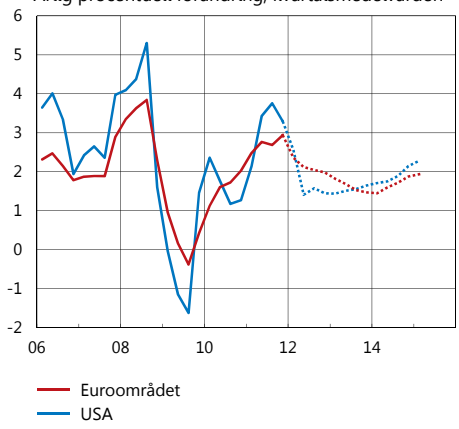
[3] Tyska banker utgör dock ett undantag; de rapporterar om något mindre stram, om än fortfarande stram, kreditgivning och en svag ökning av efterfrågan på lån.

konjunktursignaler. Tidiga indikatorer, såsom enkäter över förtroendet hos företag och hushåll, har förbättrats något, om än från låga nivåer. Det sammanvägda inköpschefsindexet för euroområdet indikerar stigande aktivitet i ekonomin som helhet. Även EU-kommissionens barometer har förbättrats något. Men de finanspolitiska åtstramningarna och den stramare kreditgivningen bedöms ändå fortsätta hämma tillväxten framöver. Arbetslösheten i euroområdet som helhet bedöms vara fortsatt hög och hushållens konsumtion dämpad. Å andra sidan gynnas exportsektorn av den senaste tidens försvagning av euron som förbättrar euroländernas konkurrenskraft. På så sätt motverkar euroförsvagningen i viss mån åtstramningarnas negativa effekter på BNP. BNP-tillväxten bedöms bli måttlig 2013 och öka under 2014.

Den svagare euron håller samtidigt inflationstakten uppe genom att importpriserna blir högre (se diagram 1:9). Ytterligare en orsak till att inflationen blir hög i förhållande till det svaga konjunkturläget, särskilt under 2012, är att flera euroländer väntas höja momsen och vissa administrativa priser för att förbättra sina offentliga finanser, vilket delvis slår över i högre konsumentpriser.

De lediga resurserna i ekonomin bedöms vara fortsatt stora under de närmaste åren. Penningpolitiken bedöms därmed förbli mycket expansiv hela prognosperioden. De treåriga lån som den europeiska centralbanken gav ut i december 2011 och planerar att ge ut i februari 2012 väntas samtidigt bidra till att hålla nere räntor under i stort sett hela prognosperioden.

Diagram 1:9. Inflation i euroområdet och USA
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. För euroområdet avses HIKP och för USA KPI.
Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och Riksbanken

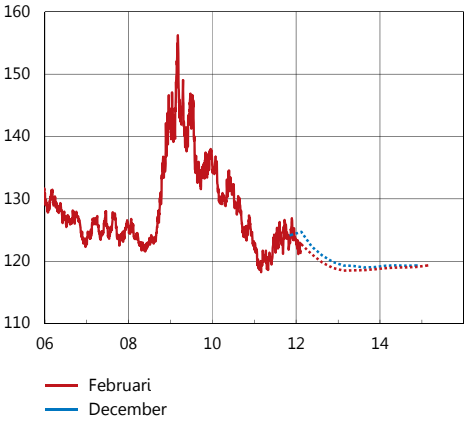
■ Ljuspunkter i den amerikanska ekonomin

Den senaste tiden har den amerikanska ekonomin utvecklats bättre än väntat. Till exempel har arbetsmarknaden utvecklats oväntat starkt. Konjunkturutsikterna i USA bedöms ha blivit något ljusare de närmaste åren och BNP-prognosen är därmed uppreviderad jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i december. BNP-tillväxten hålls dock tillbaka av en stramare finanspolitik och av en svagare efterfrågetillväxt i omvärlden. I prognosen antas att det inte blir någon ytterligare förlängning av vissa finanspolitiska stimulansåtgärder, vilket får negativa konsekvenser för den inhemska efterfrågan i år. Osäkerheten om de finanspolitiska förutsättningarna är dock stor. Det kan inte uteslutas att parterna i kongressen inför presidentvalet hösten 2012 kommer överens om att förlänga vissa delar av den expansiva finanspolitiken för att få arbetslösheten att sjunka.

Dollarn har förstärkts vilket har medfört försämrade utsikter för exporten. I prognosen väntas dock detta motverkas av att förtroendet fortsätter att stärkas och situationen på bostadsmarknaden och arbetsmarknaden förbättras ytterligare. Företagens vinster är starka vilket medför att de finansiella förutsättningarna är goda för ökade investeringar och en ökad sysselsättning framöver.

Inflationen i USA har sjunkit och förväntas fortsätta att göra så fram till andra halvåret 2013 (se diagram 1:9). Arbetskostnaderna per

Diagram 1:10. Konkurrensvägd nominell växelkurs, TCW
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Utfallen är dagskurser och prognoserna avser kvartalsmedelvärden. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källa: Riksbanken

producerad enhet har minskat och företagens inköpschefer anger att kostnadstrycket är lågt. Dessutom är de lediga resurserna i ekonomin relativt stora de närmaste åren. Penningpolitiken i USA bedöms vara mycket expansiv under hela prognosperioden. Den första styrräntehöjningen förväntas ske i slutet av 2014, vilket är en senareläggning med ungefär ett halvår jämfört med prognosen i december. Prognosen är i linje med Federal Reserves kommunikation i samband med deras penningpolitiska möte i slutet av januari 2012.

■ Svag tillväxt och låg inflation i Storbritannien

I Storbritannien väntas tillväxten de kommande åren vara fortsatt svag. Den främsta anledningen är de fortsatta finanspolitiska åtstramningar som regeringen aviserat för de kommande åren. Utvecklingen på arbets- och bostadsmarknaderna bedöms även framöver dämpa den inhemska efterfrågan, om än i gradvis mindre omfattning. Däremot väntas exporten gynnas av en fortsatt svag växelkurs och av det faktum att Storbritanniens handel med de länder som har störst problem i euroområdet är relativt begränsad.

Inflationen bedöms falla tillbaka tydligt det kommande året då tillfälliga effekter av stigande råvarupriser och höjd moms försvinner. Under slutet av nästa år bedöms inflationen åter börja stiga och väntas ligga i linje med inflationsmålet i slutet av prognosperioden, då Bank of England antas höja styrräntan gradvis.

■ Den globala tillväxten blir svagare

Konjunkturutsikterna för världen som helhet är relativt goda, även om en viss dämpning väntas under 2012. Detta är delvis en följd av finanspolitiska åtstramningar som genomförs i euroområdet och i USA, men i någon mån även beroende på en något svagare inhemsk efterfrågan i tillväxtekonomierna. I Kina har aktiviteten på fastighetsmarknaden dämpats delvis till följd av en stram penningpolitik som syftar till att bromsa prisutvecklingen på fastigheter. Den kinesiska BNP-tillväxten bedöms bli svagare framöver.

■ Kronan starkare än vid tidigare tillfällen av finansiell oro

Under 2011 försvagades kronan i handelsvägda termer. Jämfört med tidigare perioder av internationell finansiell oro har kronan ändå varit relativt motståndskraftig och sedan det penningpolitiska mötet i december har den förstärkts (se diagram 1:10). Framför allt har kronan blivit starkare mot euron, vilket till en del kan bero på att Sveriges relativt sett gynnsamma ekonomiska utveckling gör att placeringar i svenska kronor betraktas som förhållandevis säkra. Framöver, i takt med att den finansiella oron minskar, väntas kronan fortsätta att stärkas något, vilket bidrar till ett lågt inflationstryck. Scenarier som illustrerar en utveckling både med starkare och med svagare krona diskuteras i kapitel 2.

Lägre tillväxt i omvärlden bromsar utvecklingen i Sverige

■ Den svenska tillväxten har tappat fart

Den svenska ekonomin växte snabbt under merparten av förra året men mycket tyder på att tillväxten bromsade in kraftigt mot slutet av året. En försämring av omvärldsutvecklingen, framförallt i euroområdet, innebär att omvärldens efterfrågan på svensk export dämpas påtagligt.

Sjunkande förmögenhet och ett lågt förtroende bland hushåll och företag har inneburit att hushållens sparande har ökat och förväntas vara fortsatt högt, samtidigt som företagen väntas senarelägga sina investeringar. Således bedöms den svenska BNP-tillväxten ha växlat ned betydligt det fjärde kvartalet 2011 och därefter öka något långsammare än i bedömningen från december (se diagram 1:11).

Även om tillväxten i omvärlden är svag det närmaste året antas åtgärderna för att sanera skuldtyngda ekonomier, både i euroområdet och på andra håll, successivt få resultat. Osäkerheten bland företag och hushåll, i både Sverige och omvärlden, avtar därmed. Under andra halvåret 2012 byggs grunden för en gradvis återhämtning.

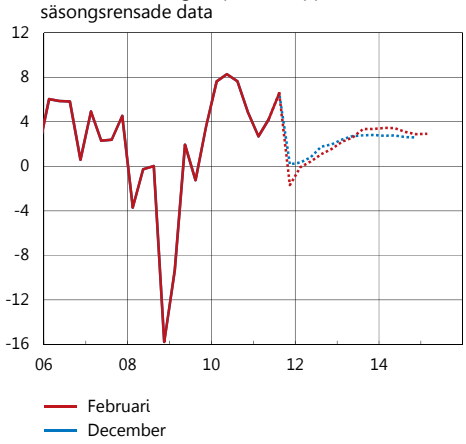
I Sverige har finanspolitiken betydligt större manöverutrymme än i många andra delar av världen. Finanspolitiken i Sverige bedöms därför tillsammans med en expansiv penningpolitik mildra försvagningen av den svenska konjunkturen de närmaste åren. Under senare delen av prognosperioden är BNP-tillväxten uppreviderad jämfört bedömningen från december. Detta hänger samman med en återhämtning i exporten och att hushållen minskar på sitt försiktighetssparande samtidigt som investeringarna tar fart igen.

BNP i Sverige bedöms ha ökat med 4,5 procent förra året men väntas i år växa med endast 0,7 procent. Under slutet av prognosperioden växer BNP relativt snabbt.

Dämpad konsumtion

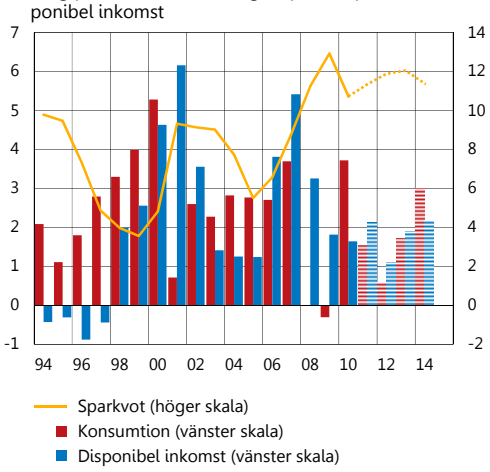
Hushållens konsumtion har utvecklats svagt en tid och väntas göra det även i år. Detta hänger samman med osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen och att arbetsmarknaden försämras. Högre bostadsräntor och ett svagare arbetsmarknadsläge bidrar till att hålla nere hushållens disponibla inkomster i år jämfört med ifjol (se diagram 1:12). Börsfallet under förra året har inneburit att hushållens finansiella förmögenhet har minskat trots den börsuppgång som skett hittills i år. Utvecklingen på bostadsmarknaden har också försvagats. Därmed minskar även hushållens reala förmögenhet. Perioder med svag utveckling av hushållens förmögenhet hänger i regel samman med att hushållen ökar sitt sparande för att kompensera för minskad förmögenhet (se diagram 1:13). Detta dämpar konsumtionen. Hushållen väntas inte heller öka sina skulder i

Diagram 1:11. BNP
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



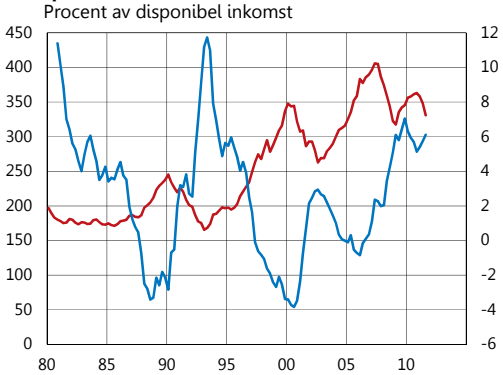
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:12. Hushållens disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot
Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



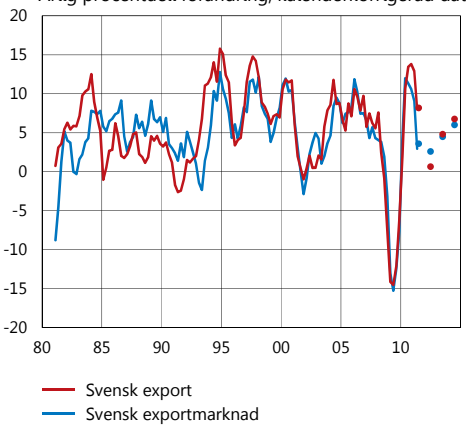
Anm. Sparkvoten är inklusive kollektivt försäkringssparande.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:13. Hushållens nettotillgångar och sparande
Procent av disponibel inkomst



Anm. Tillgångar och sparande är exklusive kollektivt försäkringssparande. Sparande och disponibel inkomst är summerade över fyra kvartal.
Källor: SCB och Riksbanken

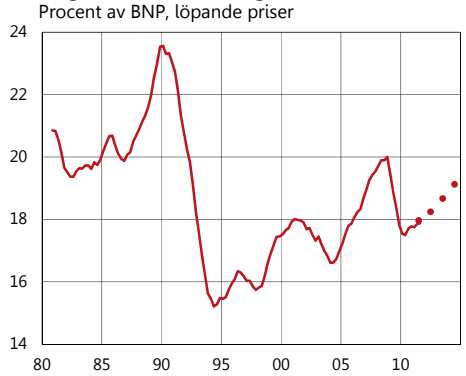
Diagram 1:14. Export och svensk exportmarknad
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerad data



Anm. Exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av importen i de 15 länder som mottar mest svensk export.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:15. Investeringskvot
Procent av BNP, löpande priser



Anm. Fyra kvartals glidande medelvärde.

Källor: SCB och Riksbanken

samma utsträckning som tidigare. Lånebegränsningar, såsom striktare amorteringskrav och lånetak, och stigande bostadsräntor bidrar till att ökningen av skuldsättningen dämpas framöver.

Framöver, när det ekonomiska läget förbättras och hushållens förmögenhet återhämtat en del av fallet, minskar hushållen sitt sparande och konsumtionen ökar i en snabbare takt (se diagram 1:12). Sammantaget bedöms konsumtionen öka med endast 0,6 procent under 2012, men tillväxten ökar sedan och uppgår mot slutet av prognosperioden till ungefär 3 procent.

■ Svensk export försvagas

Den svenska exporten bromsade in kraftigt under slutet av 2011. Den svaga utvecklingen bedöms fortsätta de närmaste kvartalen. I år väntas den svenska exporten vara i princip oförändrad jämfört med en ökning på 1,9 procent som var bedömningen i december. Den huvudsakliga orsaken är att omvärldens efterfrågan på svensk export har dämpats, inte minst från euroområdet. Den skarpa inbromsningen är även ett resultat av den svenska exportsammansättningen. Efterfrågan på verkstadsvaror såsom maskiner och lastbilar, som lyfte den svenska varuexporten förra året, bedöms bli svagare när den internationella konjunkturen viker. Under det andra halvåret i år börjar omvärldens efterfrågan åter stiga och exporttillväxten ökar successivt (se diagram 1:14). Den svenska exporten ökar med 4,8 procent 2013 och 6,5 procent 2014.

Till skillnad från exporten dämpades importen betydligt redan tidigare under 2011. Detta innebar att nettoexporten gav ett stort positivt bidrag till BNP-tillväxten förra året. Den svaga exporten och inhemska efterfrågan under 2012 innebär att importen blir lägre jämfört med 2011.

■ Dämpade investeringar

Investeringstillväxten mattas i spåren av den svagare efterfrågan på svensk export i kombination med osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen. Investeringarna har visserligen återhämtat en del av fallet som skedde i samband med finanskrisen 2008-2009. Men industrins investeringsnivå är fortfarande låg i förhållande till industrins förädlingsvärde. Tjänstebranschernas investeringsandel har inte heller ökat mer än marginellt efter krisen 2008-2009. Sammantaget bedöms detta medföra dels att nedgången i de totala investeringarna blir begränsad, dels att det finns förutsättningar för en god investeringsutveckling när väl efterfrågan på både hemma- och exportmarknaden tar fart (se diagram 1:15). Framför allt de svenska exportföretagen behöver bygga ut kapaciteten i takt med att omvärldens efterfrågan tar fart under 2013.

Bostadsinvesteringarna utvecklas svagt den närmaste tiden efter en period med stark tillväxt. Efterfrågan på bostäder väntas bli lägre bland annat till följd av ökad osäkerheten bland hushållen. Detta leder till att planerade bostadsbyggen skjuts fram i tiden. Därmed

väntas en viss rekyl uppåt i bostadsbyggandet mot slutet av prognosperioden.

■ Något svagare offentligt sparande

Riksbankens prognoser för finanspolitiken baseras på vad som historiskt sett kan betraktas som en normal utveckling av finanspolitiken i förhållande till konjunkturläget.

Det offentliga finansiella sparandet visade ett överskott 2011 men bedöms försvagas under hela prognosperioden, jämfört med bedömningen i december. Det offentliga finansiella sparandet väntas visa ett underskott på -0,2 procent av BNP 2012 och 2013. Den sämre makroekonomiska utvecklingen påverkar de offentliga finanserna genom att de viktigaste skattebaserna, hushållens konsumtion och löner, försvagas. Samtidigt ökar arbetslösheten vilket i sin tur ökar de offentliga utgifterna bland annat genom ökade utbetalningar av arbetslöshetsstöd. I takt med att konjunkturläget förbättras kommer skatteinkomsterna att stiga och utgifterna att minska.

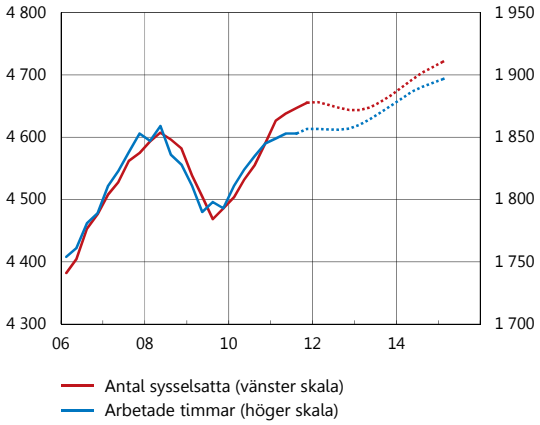
Regeringen väntas föreslå utgifts- och inkomstförändringar, i form av sänkta skatter för hushåll och företag samt ökade offentliga investeringar, motsvarande 50 miljarder kronor sammanlagt för åren 2013 och 2014. Detta antagande är detsamma som i den penningpolitiska uppföljningen i december.

■ Arbetsmarknaden försämras 2012

Återhämtningen på den svenska arbetsmarknaden bromsades upp under 2011. Dock ökade både antalet arbetade timmar och antalet sysselsatta fortfarande under det fjärde kvartalet (se diagram 1:16). Men antalet personer i arbetskraften ökade mer än antalet sysselsatta, vilket innebär att arbetslösheten steg något. På kort sikt ser indikatorerna för utvecklingen på arbetsmarknaden fortfarande förhållandevis ljusa ut. Även om det har skett en inbromsning i efterfrågan på arbetskraft är fortfarande till exempel antalet nyanmälda lediga platser på en hög nivå. Men också svenska företag drabbas av den osäkerhet som utvecklingen i omvärlden innebär. I Konjunkturinstitutets företagsbarometer anger företagen mer återhållsamhet i sina rekryteringsplaner än tidigare, särskilt inom industrin och detaljhandeln, där man till och med väntar sig personalneddragningar. Liknande tendenser återfinns i Riksbankens företagsintervjuer i januari.[4] För näringslivet som helhet väntas dock sysselsättningen vara oförändrad den närmaste tiden.

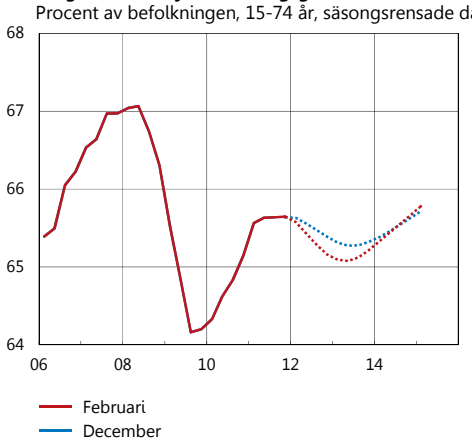
De försämrade konjunkturutsikterna under prognosperioden får successivt allt mer negativ påverkan på arbetsmarknaden. Under våren bedöms sysselsättningen börja falla något och sysselsättningsgraden sjunka tillbaka till 65 procent (se diagram 1:17). Historiska samband mellan förändringar i BNP och arbetslöshet i förhållande till deras långsiktiga trender pekar på att arbetslösheten kommer att öka

Diagram 1:16. Antal sysselsatta och arbetade timmar
Tusental respektive miljontal, 15-74 år, säsongsrensade data



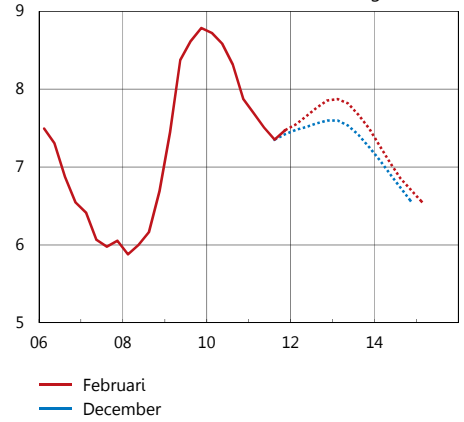
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:17. Sysselsättningsgrad
Procent av befolkningen, 15-74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

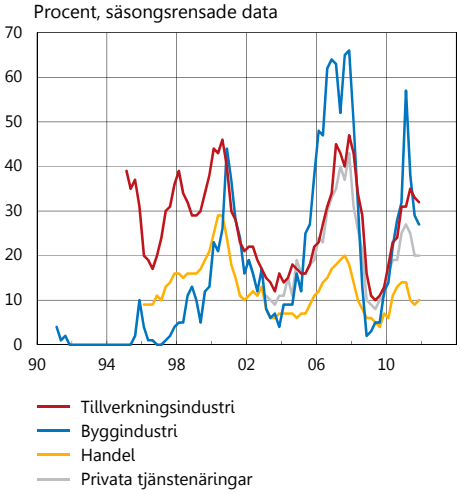
Diagram 1:18. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

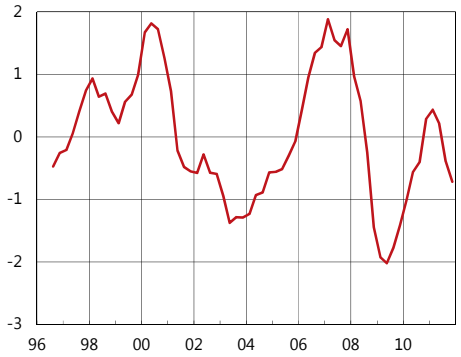
[4] Se publikationen "Riksbankens företagsintervjuer januari 2012" på Riksbankens webplats www.riksbank.se under rubriken Press & Publicerat, Rapporter.

Diagram 1:19. Andel företag med brist på arbetskraft
Procent, säsongsrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

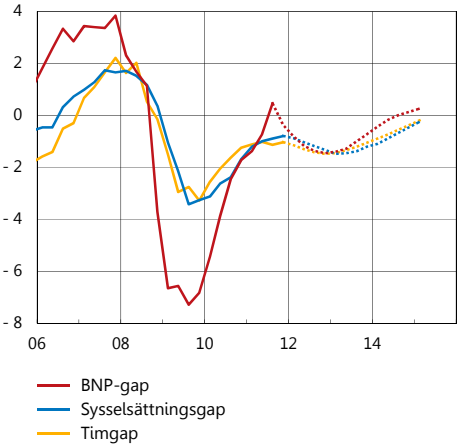
Diagram 1:20. RU-indikatorn
Standardavvikelse



Anm. RU-indikatorn är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:21. BNP- och arbetsmarknadsgap
Procent



Anm. BNP-gap avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknad med en produktionsfunktion. Timgap och sysselsättningsgap avser arbetade timmars respektive sysselsättningens avvikelse från Riksbankens bedömda trender för dessa variabler.

Källor: SCB och Riksbanken

något under 2012 till följd av den svagare tillväxten. Arbetslösheten väntas uppgå till som mest 7,9 procent i början av 2013 (se diagram 1:18). Därefter återhämtar sig arbetsmarknaden i takt med att konjunkturen förbättras.

■ Expansiv penningpolitik bidrar till normalt resursutnyttjande

Eftersom det inte finns något entydigt sätt att mäta resursutnyttjandet använder Riksbanken ett antal olika indikatorer och statistiska metoder för att göra sin bedömning.

Indikatorer som bygger på enkäter tyder på att resursutnyttjandet inom företagen har minskat något den senaste tiden. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin har fallit och är något lägre än den historiskt genomsnittliga nivån. Bristen på arbetskraft sjönk tillbaka under 2011 men fjärde kvartalet var den snarast oförändrad i de flesta branscher (se diagram 1:19). Riksbankens indikator för resursutnyttjandet, som med en statistisk metod sammanfattar information från enkäter och arbetsmarknadsdata, tyder på att resursutnyttjandet har dämpats ytterligare och låg under en normal nivå fjärde kvartalet 2011 (se diagram 1:20). Också andra indikatorer, som arbetslöshet, sysselsättningsgrad och timgap, tyder på att det finns mer lediga resurser i ekonomin än normalt.

Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet under 2012 och 2013 kommer att vara lägre än normalt. En expansiv penningpolitik bidrar dock till att BNP och arbetade timmar från slutet av 2012 stiger snabbare. Därmed normaliseras resursutnyttjandet och de flesta gap, som visar skillnaden mellan faktiska och långsiktigt hållbara nivåer, sluts mot slutet av prognosperioden (se diagram 1:21).

■ Löneavtalen följer industrins norm

Efter att löneavtalen inom stora delar av industrins avtalsområden blev klara i december har även löneavtal slutits för byggtjänstemän och pappersindustrins avtalsområden.[5] Löneavtalen inom pappersindustrin följer den övriga industrins norm på 2,6 procent i årlig procentuell förändring. Efter att industrins parter träffat avtal återstår drygt 500 avtal att förhandla i år. Dessa omfattar minst 2,2 miljoner arbetstagare.

I Riksbankens bedömning väntas de nya löneavtalen för övriga sektorer att i genomsnitt följa industrins norm. Sammantaget väntas lönerna enligt konjunkturlönestatistiken, som också inkluderar löneglidning, öka med 3,3 procent i år. Denna bedömning stöds av resultaten från Riksbankens företagsintervjuer i januari, enligt vilka företagen i genomsnitt tror på en löneökningstakt på 3,1 procent under 2012. Konjunkturlönerna bedöms öka något långsammare under 2013 för att under 2014 öka snabbare igen. Under prognosperioden bedöms konjunkturlönerna öka i genomsnitt med knappt 3,3 procent

[5] Fackförbundet Pappers valde att inte underteckna det nya industriavtalet som gäller från halvårsskiftet 2011. Därför förhandlas löner på detta avtalsområde utanför industriavtalets överenskommelser och regelverk. De slutna avtalen inom industrin är huvudsakligen på 3 procent och avser en 14-månadersperiod.

per år, vilket är något mindre än det historiska genomsnittet på 3,5 procent.[6]

Timlönerna enligt nationalräkenskaperna ökade långsammare under 2010 än vad som avspeglats i konjunkturlönestatistiken.[7] Under 2011 var bilden den omvända. Lönerna enligt nationalräkenskaperna väntas fortsätta att öka snabbare även under det första halvåret i år (se diagram 1:22). Därefter väntas skillnaden mellan måtten i stort sett följa historiska mönster. Timlönerna enligt nationalräkenskaperna bedöms öka med i genomsnitt 3,6 procent per år under prognosperioden.

■ Högre kostnadstryck i år men lägre därefter

Det inhemska kostnadstrycket, det vill säga arbetskostnaderna per producerad enhet, bestäms av ökningstakterna i arbetskostnaderna per timme och i arbetsproduktiviteten. Arbetskostnaderna ökar ungefär som timlönerna enligt nationalräkenskaperna under prognosperioden eftersom arbetsgivaravgifterna bedöms vara i princip oförändrade. Arbetsproduktiviteten väntas växa betydligt långsammare i år jämfört med fjolåret (se diagram 1:23). Detta är normalt med tanke på att konjunkturen nu försvagas.

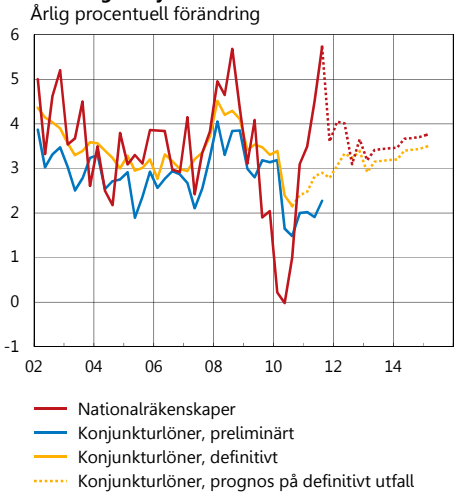
Den lägre tillväxten i arbetsproduktiviteten medför att arbetskostnaderna per producerad enhet ökar snabbare i år jämfört med fjolåret. Under resterande del av prognosperioden förväntas tillväxttakten i arbetskostnaderna per producerad enhet ligga runt en historiskt genomsnittlig nivå.

■ Låg efterfrågan dämpar inflationen

Den underliggande inflationen är för närvarande låg, medan KPI-inflationen är högre. Den årliga ökningstakten i KPI uppgick till 2,3 procent i december. Motsvarande ökningstakt i KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, var endast 0,5 procent. De senaste årens växelkursförstärkning och låga ökningstakt i arbetskostnaderna per producerad enhet har bidragit till att hålla nere KPIF-inflationen. Detta tyder på att det underliggande inflationstrycket i den svenska ekonomin är lågt.

Under prognosperioden stiger KPIF-inflationen gradvis och uppgår till runt 2 procent från och med senare delen av 2013. Detta sker i takt med att resursutnyttjandet stärks och löneökningstakten tilltar något. KPI-inflationen sjunker däremot snabbt under det närmaste året, främst som ett resultat av att reporäntan sänkts. Som lägst uppgår KPI-inflationen till knappt 1,0 procent under 2012. Därefter stiger KPI-inflationen gradvis till drygt 3 procent under 2014 (se diagram 1:24). Jämfört med prognosen i december väntas KPIF-inflationen bli ungefär densamma under 2012. Under 2013 och

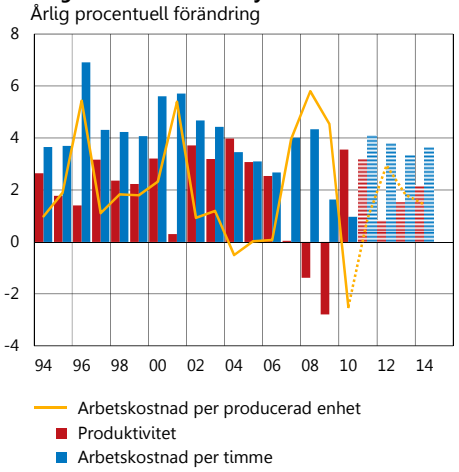
Diagram 1:22. Löner enligt nationalräkenskaperna och enligt konjunkturlönestatistiken
Årlig procentuell förändring



Anm. Konjunkturlönestatistiken de senaste tolv månaderna är preliminär och revideras vanligen upp. Gul streckad linje visar Riksbankens bedömning av det slutliga utfallet.

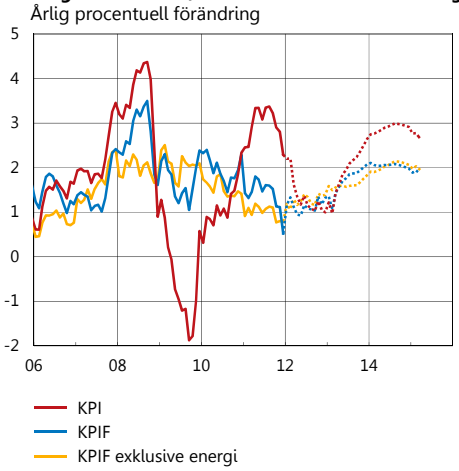
Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 1:23. Kostnadstryck i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:24. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



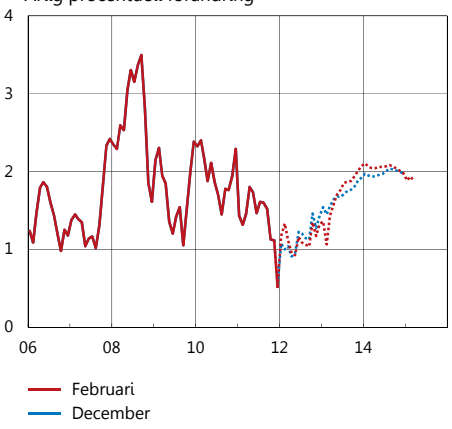
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

[6] Ett genomsnitt sedan januari 1998, det vill säga sedan industriavtalet och därmed samordnade löneförhandlingar på branschnivå inleddes.

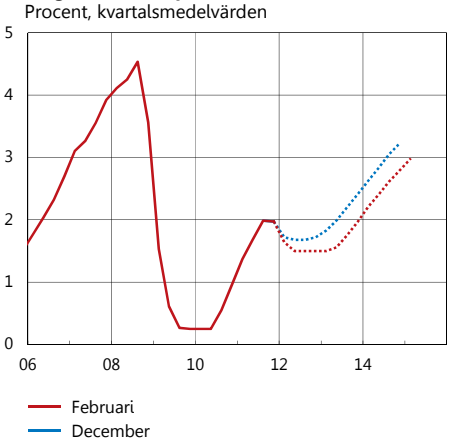
[7] Skillnaderna förklaras delvis av att de olika statistikkällorna mäter lönerna på olika sätt. I nationalräkenskaperna ingår exempelvis bonusar, avgångsvederlag, rörliga ersättningar samt av arbetsgivaren betald sjuklön. De olika källorna periodiserar också löneökningarna på olika sätt. Skillnaderna har dock varit ovanligt stora sedan mitten av 2009, vilket till exempel diskuteras i Medlingsinstitutets årsrapport "Avtalsrörelsen och lönebildningen 2010", avsnitt 3.7.

Diagram 1:25. KPIF
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:26. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

2014 beräknas KPIF-inflationen bli något högre än förväntat i december (se diagram 1:25). Detta beror på en högre ökningstakt i elpriserna.

Prognosen för KPI-inflationen justeras ner mer än KPIF-inflationen under det närmaste året på grund av den direkta effekten som den sänkta reporäntan ger på räntekostnadskomponenten i KPI. Mot slutet av prognosperioden är prognosen för KPI-inflationen något mer uppjusterad än prognosen för KPIF-inflationen. Detta är en följd av att bankernas räntor på framför allt rörliga bostadslån nu förväntas bli något högre i förhållande till reporäntan jämfört med prognosen i december. Bostadsräntorna har under 2011 stigit mer än vad som varit motiverat av tidigare reporäntehöjningar, vilket dels är en konsekvens av att bankernas finansieringskostnader har ökat, dels en följd av att bankerna har ökat sina marginaler på bolån till hushållen (se fördjupningen "Förhållandet mellan reporäntan och räntor till hushåll och företag" i denna rapport). Skillnaden mellan bostadsräntorna och reporäntan antas förbli stor men minska något under prognosperioden.

Penningpolitiska överväganden

■ Lägre reporänta motverkar inbromsningen i konjunkturen

Inflationstrycket i svensk ekonomi är lågt och de ekonomiska utsikterna i Sverige är svaga till följd av utvecklingen i omvärlden. Ny information sedan det penningpolitiska mötet i december talar för att inbromsningen i slutet av 2011 blev kraftigare än vad som tidigare antogs. Utsikterna för det kommande året ser också svagare ut. Därför har Riksbankens direktion beslutat att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till 1,50 procent. Reporäntan bedöms vara kvar på denna nivå i drygt ett år (se diagram 1:26).

Utvecklingen i omvärlden påverkar svensk ekonomi på flera sätt. Dels genom svagare efterfrågan på export, dels genom ett lägre förtroende bland hushåll och företag som dämpar konsumtion och investeringar. Samtidigt påverkas de svenska finansiella förhållandena av den internationella oron. Bland annat har finansieringskostnaderna stigit för de svenska bankerna och därmed också räntorna för hushåll och företag. Men trots ökad kreditåtstramning i euroområdet är bedömningen att svenska banker är välkapitaliserade i ett internationellt perspektiv och att kreditgivningen till hushåll och företag i Sverige kommer att fungera ungefär som vid en normal konjunkturavmattning.

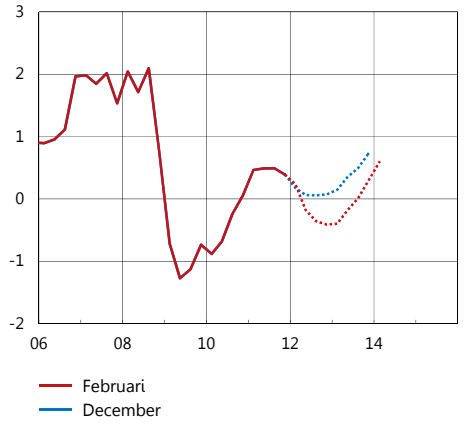
Den allra senaste tiden har det kommit positiva konjunktursignaler. Dessa tyder bland annat på att utvecklingen i USA väntas bli bättre än väntat. Tillväxtutsikterna i euroområdet är dock fortfarande mycket svaga. Den svaga utvecklingen i framför allt euroområdet har lett till att efterfrågan i svensk ekonomi har dämpats på bred front, med lägre tillväxt i export, konsumtion och investeringar. Detta påverkar även arbetsmarknaden och arbetslösheten väntas stiga i år.

Sammantaget bedöms resursutnyttjandet därmed bli lägre än normalt under större delen av prognosperioden. Återhållsamma hushåll, avvaktande företag och en svag utveckling i omvärlden bidrar också till att inflationstrycket i svensk ekonomi blir lågt framöver.

Riksbankens bedömning är att tillräckliga åtgärder vidtas i euroområdet så att den mest akuta krisen bedarrar under 2012. Därmed ökar successivt förtroendet hos hushåll och företag. Låga räntor i Sverige och i omvärlden bidrar också till att tillväxten gradvis stiger.

Penningpolitiken förblir expansiv de närmaste åren. Den låga reporäntan medför att den reala reporäntan förväntas bli negativ 2012-2013 (se diagram 1:27). I takt med att resursutnyttjandet och inflationstrycket ökar behöver penningpolitiken i Sverige gradvis stramas åt. Reporäntan höjs därför successivt från mitten av 2013 till cirka 3 procent i början av 2015 (se diagram 1:26). Detta bidrar till att KPIF-inflationen stabiliseras runt 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå mot slutet av prognosperioden.

Diagram 1:27. Real reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Den reala reporäntan är beräknad som ett medelvärde av Riksbankens reporänteprognos för det kommande året minus inflationsprognos (KPIF) för motsvarande period.

Källa: Riksbanken

■ Den ekonomiska utvecklingen är osäker

Det är fortfarande mycket svårt att veta hur den ekonomiska utvecklingen i euroområdet kommer att se ut under de närmaste åren. De åtgärder som sätts in för att hantera den statsfinansiella krisen kan leda till att förtroendet återvänder snabbare än vad som antagits i huvudscenariot. Detta skulle medföra högre tillväxt i omvärlden och därmed också i Sverige. Å andra sidan skulle en mer utdragen statsfinansiell kris kunna innebära att svenska hushåll och företag blir ännu försiktigare och efterfrågan ännu svagare än vad som har antagits i huvudscenariot.

I huvudscenariot har Riksbanken antagit att kronan kommer att stärkas något framöver. Normalt sett brukar kronan dock försvagas i oroliga tider vilket också skulle kunna ske de närmaste åren, särskilt om den finansiella oron fördjupas. Samtidigt kan kronan bli starkare än vad som antagits i huvudscenariot. Detta skulle kunna ske om Sveriges relativt sett starkare ekonomi leder till en större efterfrågan på svenska tillgångar, det vill säga till att kronan upplevs som en relativt sett säkrare investering.

Såväl konjunkturutsikterna i omvärlden som växelkursen kan således utvecklas på ett annat sätt än i huvudscenariot och därmed få andra effekter på tillväxten och inflationen i Sverige. Detta skulle innebära att också penningpolitiken skulle kunna se annorlunda ut, något som diskuteras mer utförligt i kapitel 2.

Huvudsakliga revideringar sedan den penningpolitiska uppföljningen i december

- Prognosen för euroområdet är nedreviderad, framförallt i år, till följd av större förväntade finanspolitiska åtstramningar, medan den amerikanska tillväxten har reviderats upp.
- BNP-tillväxten i Sverige är nedreviderad för i år och nästa år. Den svenska exporttillväxten blir svagare än vad som tidigare förutsågs. Även hushållens konsumtion har justerats ned. För 2014 har BNP-tillväxten reviderats upp.
- Arbetslösheten är uppjusterad något i år och nästa år mot bakgrund av den svagare BNP-tillväxten.
- Inflationen, mätt som KPI, är nedreviderad i år. Detta är en följd av en lägre reporäntebana. Inflationen i termer av KPIF är endast marginellt förändrad. I slutet av prognosperioden är inflationen, både i termer av KPI och i KPIF, högre än tidigare.
- Reporäntebanan är nedreviderad under hela prognosperioden. Också omvärldens styrräntebanor har reviderats ned.

KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker

Huvudscenariot bygger på att de mest akuta statsfinansiella problemen i euroområdet kommer att lösas och att långsiktigt hållbara lösningar successivt kommer på plats. Osäkerheten om utvecklingen är dock stor och det kan gå både bättre och sämre än vad som antas i huvudscenariot. I tider av finansiell oro är det särskilt svårt att göra prognoser för växelkursen.

Alternativscenarierna i detta kapitel belyser effekterna på den svenska ekonomin av en starkare respektive svagare växelkurs i kombination med bättre och sämre utveckling i omvärlden. Om något av dessa scenarier inträffar kan penningpolitiken behöva reagera för att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet.

Den framtida ekonomiska utvecklingen är osäker. Det finns en rad omständigheter som kan ge en annan ekonomisk utveckling än den som förväntas i huvudscenariot. Detta speglas i osäkerhetsintervallen runt prognoserna i diagram 1:2-1:5. I detta kapitel redovisas alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen som skiljer sig från huvudscenariot.[8]

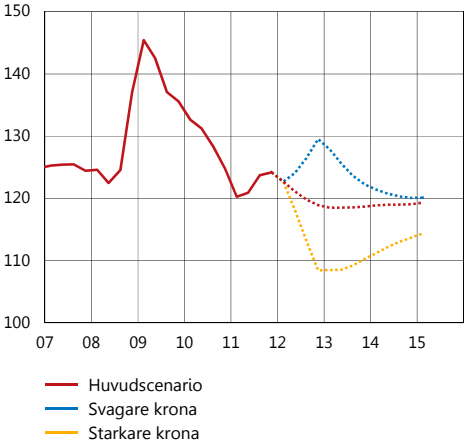
Växelkursprognoser är mycket osäkra. I tider av stor ekonomisk oro har den svenska kronan ofta försvagats. I samband med den finansiella krisen under hösten 2008 försvagades kronan kraftigt för att sedan snabbt stärkas under 2009-2010. Under inledningen av den statsfinansiella krisen 2011 försvagades kronan bara marginellt och i huvudscenariot antas att kronan kommer att förstärkas något under de närmaste åren. Men det kan förstås inte uteslutas att kronan istället försvagas framöver liksom i tidigare krisepisoder. Samtidigt är det också möjligt att kronan kan komma att förstärkas mer än i huvudscenariot då Sverige har relativt starka statsfinanser och en välkapitaliserad banksektor i ett internationellt perspektiv. Det kan ses av placerare som ett tecken på att kreditrisken är låg och Sverige kan därför bli en tillflyktsort för finansiella investerare. Detta kan leda till en ökad efterfrågan på svenska tillgångar och en starkare kronkurs.

Prognoserna i huvudscenariot präglas i hög grad av utvecklingen i omvärlden, i synnerhet i euroområdet. Huvudscenariot bygger på att de mest akuta statsfinansiella problemen kommer att lösas och långsiktigt hållbara lösningar så småningom implementeras. Osäkerheten om utvecklingen i euroländerna är dock stor och det kan gå både bättre och sämre än vad som antas i huvudscenariot.

De två första alternativscenarierna i detta kapitel belyser effekterna av en starkare respektive svagare växelkurs än i huvudscenariot, med oförändrade antaganden om omvärldsutvecklingen. I de följande scenarierna kombineras dessa växelkursscenarier med olika antaganden om utvecklingen i omvärlden. Med hjälp av siffersatta exempel illustreras hur alternativa antaganden om växelkurs- och omvärldsprognosen skulle kunna påverka den svenska ekonomin och penningpolitiken under de kommande åren.

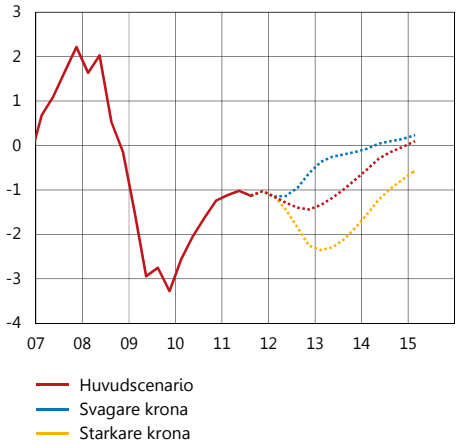
[8] Scenarierna i detta kapitel är baserade på Riksbankens allmänna jämviktsmodell Ramses. För en beskrivning av modellen, se L. Christiano, M. Trabandt och K. Walentin, "Introducing financial frictions and unemployment into a small open economy model", Working Paper nr 214, Sveriges riksbank, 2007.

Diagram 2:1. Konkurrensvägd nominell växelkurs, TCW
Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden



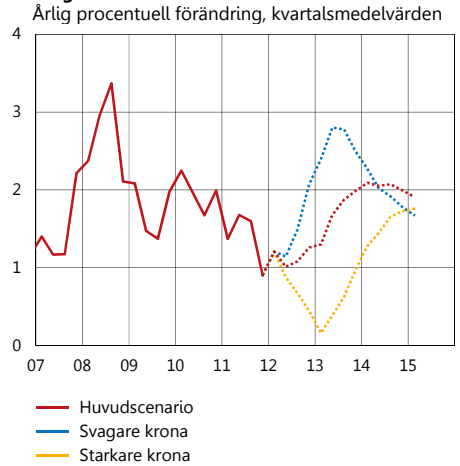
Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.
Källa: Riksbanken

Diagram 2:2. Timgap
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:3. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Till sist beskrivs effekterna av två penningpolitiska handlingsalternativ. Utifrån huvudscenariots prognos redovisas ett scenario där Riksbanken väljer en något högre räntebana än i huvudscenariot och ett scenario med en lägre räntebana.

Effekter av alternativ växelkursutveckling

Huvudscenariot bygger på att den handelsviktade nominella växelkursen gradvis förstärks med cirka 2 procent under prognosperioden. Det första scenariot illustrerar effekterna av en svagare respektive en starkare växelkurs än i huvudscenariot.

■ Svagare växelkurs stimulerar ekonomin

Under tidigare krisperioder har kronan vanligtvis blivit svagare. Under den finansiella krisen 2008-2009 försvagades kronan kraftigt. Detta bidrog sannolikt till att hålla uppe inflationen samtidigt som den svagare växelkursen dämpade fallet i resursutnyttjandet.

I scenariot antas att växelkursen försvagas på grund av ett minskat intresse bland investerare att hålla tillgångar i svenska kronor och växelkursriskpremierna ökar. Detta kan tolkas som att marknaden kräver en ytterligare kompensation för att investera i svenska tillgångar. I detta scenario försvagas växelkursen först med ungefär 10 procent jämfört med huvudscenariot för att därefter förstärkas mot nivån i huvudscenariot (se blå linje i diagram 2:1).

Försvagningen av kronan gör svenska exportvaror relativt sett billigare och därför stimuleras nettoexporten, vilket leder till ett ökat resursutnyttjande (här illustrerat av timgapet, det vill säga skillnaden mellan faktiskt antal arbetade timmar och den långsiktiga trenden, se diagram 2:2). När kronan försvagas ökar importpriserna och även priserna på de svenska varor som produceras med importerade insatsvaror. Som en följd av en svagare växelkurs ökar KPIF-inflationen till över 2,5 procent under 2013 (se diagram 2:3). För att motverka att inflationen blir alltför hög behöver penningpolitiken bli stramare än i huvudscenariot och reporäntebanan blir högre under 2012-2013 (se diagram 2:4). Den blå linjen i diagrammet illustrerar effekterna på penningpolitiken när reporäntan följer ett historiskt sett normalt mönster, i form av en enkel handlingsregel där räntan beror på KPIF-inflationen och resursutnyttjandet. I scenariot höjs reporäntan ganska snabbt till 3 procent och hålls sedan på denna nivå till slutet av prognosperioden.

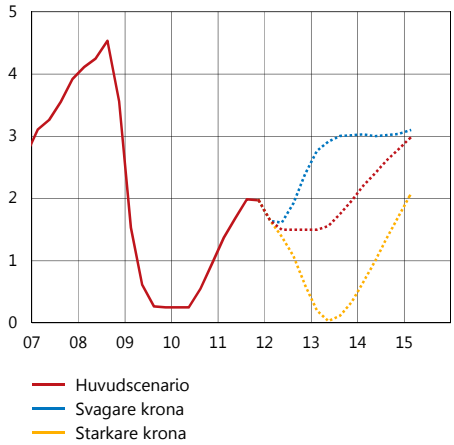
■ Starkare växelkurs dämpar efterfrågan och inflationen

Växelkursen kan också bli starkare än i huvudscenariot, till exempel på grund av att marknaden bedömer att risken för att investera i tillgångar i svenska kronor är relativt låg. En lägre riskpremie på svenska tillgångar leder till att kronans växelkurs stärks mer än i huvudscenariot. I det här scenariot förstärks den handelsviktade växelkursen med 10 procent under 2012. Därefter försvagas kronkursen långsamt (se gul linje i diagram 2:1). Eftersom kronan antas bli en säker tillflyktsort förblir kronan betydligt starkare än i huvudscenariot under hela prognosperioden. [9]

När kronan stärks snabbare än i huvudscenariot minskar efterfrågan på svenska exportvaror. Dessutom påverkas både importpriser och prissättningen på svenska varor. Då priserna på importerade varor faller väljer en del svenska företag att sänka sina priser i syfte att försvara sina marknadsandelar. Att prisökningstakten blir lägre leder också till att företagens kostnader sjunker. Insatsvaror och råvaror blir billigare än i huvudscenariot, och på sikt leder den starkare växelkursen dessutom till viss återhållsamhet i lönebildningen. Sammantaget blir effekten att inflationen blir lägre än vad som antas i huvudscenariot.

Förstärkningen av kronan får i scenariot relativt stora effekter på inflationen och resursutnyttjandet. När kronan stärks med 10 procent blir KPIF-inflationen 1 procentenhet lägre än i huvudscenariot vid slutet av 2012 (se diagram 2:3). Genom att nettoexporten minskar får den starkare växelkursen även effekter på resursutnyttjandet (se diagram 2:2). Minskad export leder till ett lägre resursutnyttjande och ett mer negativt timgap. För att motverka ett alltför stort fall i inflation och resursutnyttjande sänks reporäntan till nära noll procent för att sedan successivt stiga (se diagram 2:4).

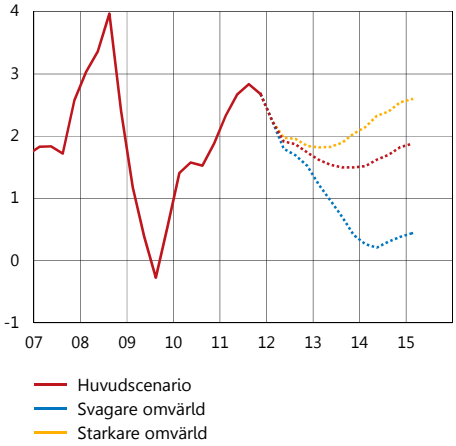
Diagram 2:4. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

[9] Scenariot berör inte förändringar i den långsiktiga nivån på Sveriges reala växelkurs. Om en sådan anpassning utgör en del av förklaringen till förändringar i växelkursen kan effekterna på inflation och resursutnyttjande förväntas bli annorlunda än vad som antagits i scenariot.

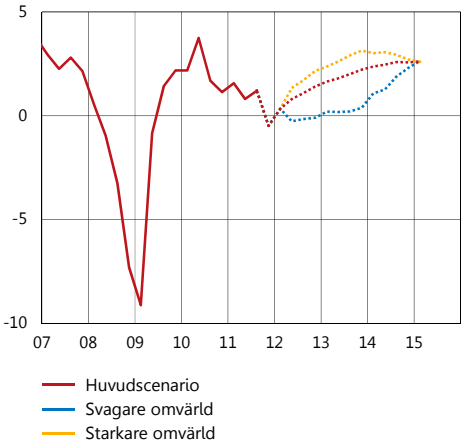
Diagram 2:5. Inflation i omvärlden
TCW-vägd, årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

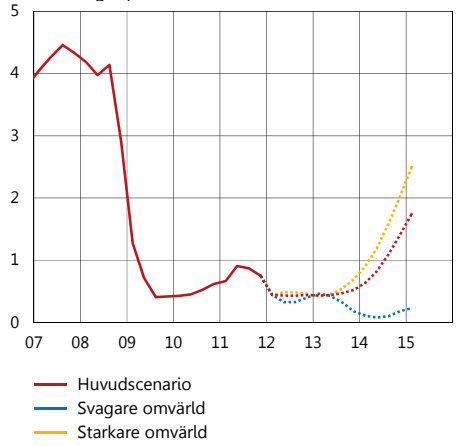
Diagram 2:6. BNP i omvärlden
TCW-vägd, kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:7. Styrränta i omvärlden
TCW-vägd, procent, kvartalsmedelvärden



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Respektive lands centralbank och Riksbanken

Effekter av alternativ växelkursutveckling kombinerad med alternativa omvärldsscenarier

■ Omvärldsprognosen är en stor osäkerhetsfaktor

Osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden är stor. I den senaste penningpolitiska rapporten i oktober 2011 redovisades ett scenario med en mer utdragen statsfinansiell kris i euroområdet. Där antogs att problemen inte kan lösas under ordnade former, vilket resulterar i en utdragen ekonomisk inbromsning.

Problemen i omvärlden kan också bli mindre omfattande och den finansiella oron kan bedarra snabbare än väntat. I ett mer gynnsamt scenario kan förtroendet återvända snabbt och världskonjunkturen vända upp snabbare än väntat.

För att på ett fylligt sätt belysa effekterna av alternativa antaganden om omvärlden presenteras scenarier där en sämre respektive bättre utveckling för omvärlden (se diagram 2:5-2:7) kombineras med olika scenarier för växelkursen på det sätt som illustreras i diagram 2:1.[10]

■ En svagare krona dämpar effekterna av en svag omvärld

I detta scenario försvagas kronan samtidigt som omvärlden utvecklas sämre än i huvudscenariot. Liksom i scenariot som presenterades i den penningpolitiska rapporten i oktober 2011 antas att den statsfinansiella krisen inte kan lösas under ordnade former. Banker i euroländerna med direkta exponeringar mot de problemtyngda länderna i Sydeuropa kan då komma att göra stora kreditförluster. Osäkerheten om vilka banker som har sådana exponeringar gör det ännu svårare för vissa banker att finansiera sig på de finansiella marknaderna. Ett antal banker kan därmed råka i akut kris och behöva statligt stöd för att överleva. Detta leder till ytterligare påfrestningar på statsfinanserna även i de stora euroländerna, vilket medför att det kan uppstå förväntningar om att fler länder kan få akuta problem. En sådan utveckling medför kraftigt höjda riskpremier och ökade räntespreadar.

Den minskade kreditgivningen, kombinerad med ett lägre förtroende bland hushåll och företag, leder till att BNP-tillväxten bromsar in och inflationstrycket minskar. Den statsfinansiella krisen blir utdragen och det tar längre tid innan tillväxten och konjunkturen i omvärlden är tillbaka på normala nivåer.

[10] Scenariot för omvärlden är detsamma som scenariot "Utdragen statsfinansiell kris" (med mer expansiv penningpolitik) i den Penningpolitiska rapporten i oktober 2011 med undantag för växelkursutvecklingen. De isolerade effekterna på växelkursen av en svagare eller starkare omvärldsutveckling är små i detta exempel. Växelkursen utvecklas därför ungefär som i diagram 2:1 även i dessa kombinerade scenarier.

När omvärlden utvecklas sämre minskar efterfrågan på svenska varor. Men om kronan på samma gång försvagas blir svensktillverkade varor relativt sett billigare, vilket dämpar effekterna av den svagare utvecklingen i omvärlden. Den svagare växelkursen gör också importvaror dyrare, vilket leder till ett ökat inflationstryck. Inflationen mätt med KPIF ökar till över 3 procent under 2013 (se diagram 2:8). Sammantaget minskar resursutnyttjandet och timgapet blir mer negativt (se diagram 2:9).

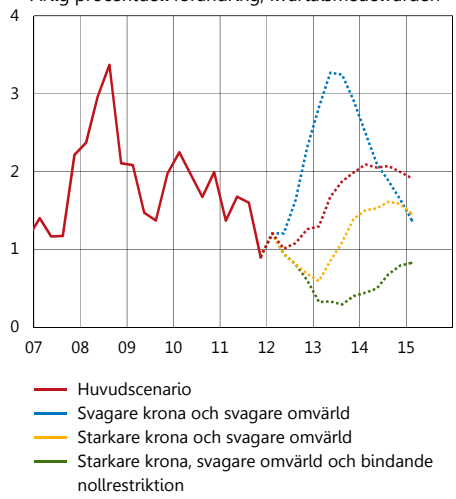
Ett scenario med stigande inflation samtidigt som resursutnyttjandet minskar ställer Riksbanken inför en penningpolitisk avvägning.[11] Exakt hur penningpolitiken bör utformas i en sådan situation är inte självklart. I detta exempel sänks reporäntan för att stimulera resursutnyttjandet mot bakgrunden av vikande efterfrågan i omvärlden (se diagram 2:10). Men en annan penningpolitisk reaktion är förstås också tänkbar.

■ En stark krona förstärker effekterna av en svag omvärld

Sverige har ett relativt bra utgångsläge för att hantera den finansiella krisen. Statens finanser är starka, vilket ger utrymme för finanspolitiska åtgärder om situationen skulle förvärras. Svenska banker har små direkta exponeringar mot de problemtyngda länderna i Sydeuropa. Med starka statsfinanser, välkapitaliserade banker i ett internationellt perspektiv och en konkurrenskraftig ekonomi (med bland annat stora bytesbalansöverskott) kan svenska tillgångar komma att ses som en säker tillflyktsort och kronan skulle därför kunna bli starkare även om utvecklingen i omvärlden försämras ytterligare.

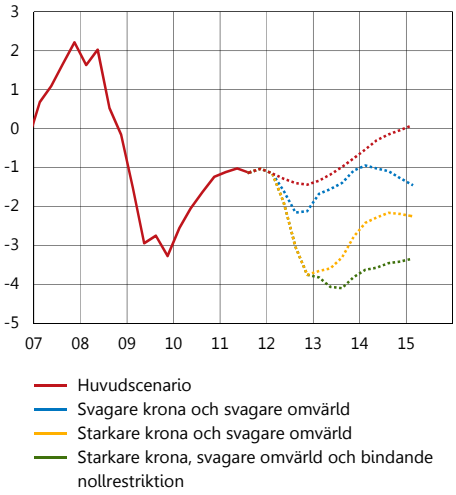
Den starkare växelkursen gör svensktillverkade varor dyrare samtidigt som omvärldsefterfrågan blir svagare. Det ger negativa effekter på resursutnyttjandet, här illustrerat med timgapet, och leder till lägre inflationstryck (se diagram 2:8 och 2:9). För att motverka effekterna av en starkare krona och en svagare omvärld behöver Riksbanken sänka reporäntan. Effekterna på inflationen och resursutnyttjandet är i det här exemplet så pass stora att reporäntan skulle behöva sänkas under noll procent för att stabilisera ekonomin. En negativ reporänta kan dock vara svår att tillämpa i praktiken.[12] Centralbanker kan därför i en sådan situation använda andra instrument, till exempel olika typer av kvantitativa lättnader. De gula linjerna i diagram 2:8, 2:9 och 2:10 visar en utveckling där Riksbanken trots allt kan stimulera ekonomin med olika åtgärder så att effekterna blir desamma som om en negativ reporänta skulle ha tillämpats. Om sådana extraordinära åtgärder inte vidtas faller resursutnyttjandet ytterligare och KPIF-inflationen blir mycket låg (se de gröna linjerna i diagram 2:8-2:9).

Diagram 2:8. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



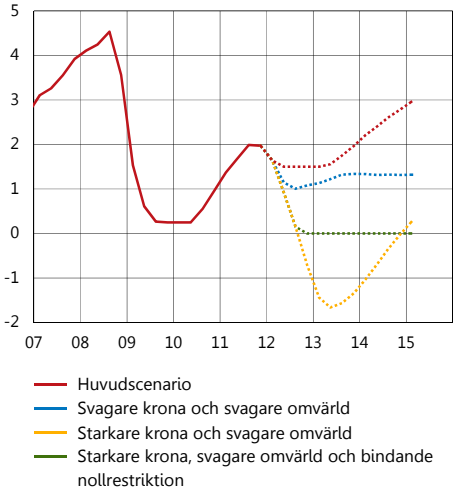
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:9. Timgap
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

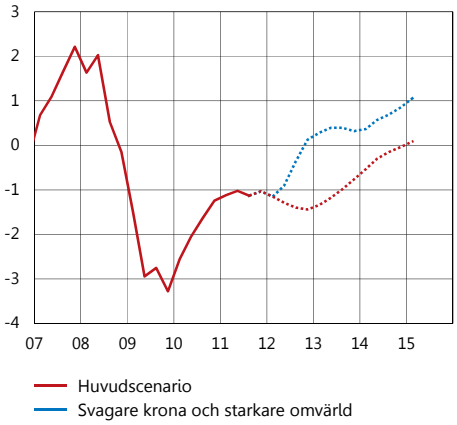
Diagram 2:10. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

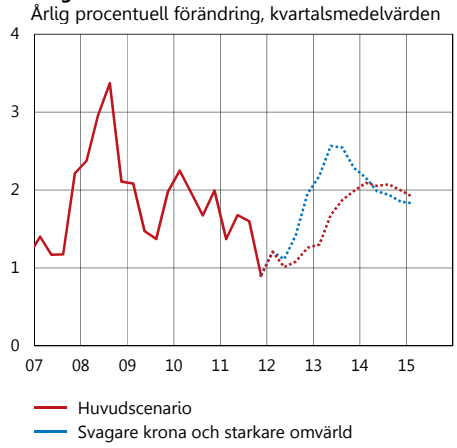
[11] Ett stagflationsscenario illustreras i Penningpolitisk rapport, oktober 2011.
[12] Se M. Beechey och H. Elmér, "Reporäntans nedre gräns", Ekonomiska kommentarer, nr. 11, 2009, Sveriges riksbank, och U. Söderström och A. Westermark, "Penningpolitik när styrräntan är noll", *Penning- och valutapolitik*, 2/2009, Sveriges riksbank.

Diagram 2:11. Timgap
Procent



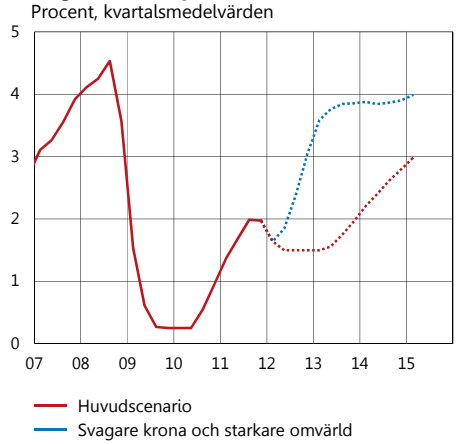
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:12. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:13. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

■ Svagare krona och starkare omvärld

Det är också möjligt att den finansiella krisen i omvärlden löses upp snabbare än förväntat i huvudscenariot. Detta skulle i så fall öka efterfrågan på svensktillverkade varor och därmed leda till ett högre resursutnyttjande. Även i ett sådant scenario kan dock kronan utvecklas annorlunda än i huvudscenariot.

Här illustreras effekterna av en svagare krona samtidigt som omvärlden växer snabbare än väntat. Om kronan försvagas blir svensktillverkade varor relativt sett billigare. Den starkare efterfrågan leder till stigande resursutnyttjande, högre BNP-tillväxt och en snabbare återhämtning på arbetsmarknaden (se diagram 2:11). Samtidigt leder en svagare krona till att importpriserna ökar och inflationstrycket stiger. Det högre resursutnyttjandet bidrar också till att inflation gradvis stiger (se diagram 2:12). För att dämpa det högre inflationstrycket från den svagare växelkursen och ett högre resursutnyttjande behöver Riksbanken strama åt penningpolitiken (se diagram 2:13). I det här exemplet höjs reporäntan snabbt under 2012-2013 mot en nivå på ungefär 4 procent.

Alternativa scenarier för reporäntan

I detta avsnitt redovisas två alternativa scenarier för reporäntan och effekterna av dessa för utvecklingen av inflationen och olika mått på resursutnyttjandet. I det första scenariot sätts reporäntan 0,25 procentenheter högre än i huvudscenariot i fyra kvartal. Det andra scenariot beskriver effekterna av att reporäntan sätts 0,25 procentenheter lägre än huvudscenariots räntebana i fyra kvartal (se diagram 2:14).

■ Högre reporänta dämpar inflationen och resursutnyttjandet

En högre reporänta än i huvudscenariot får till följd att banker och andra finansinstitut höjer sina spar- och utlåningsräntor. När hushållen möter högre räntor väljer de att öka sitt sparande och minska sin konsumtion. Följden blir att svenska företag möter en lägre efterfrågan på sina varor och tjänster. Efterfrågan på arbetskraft minskar därmed och företagen slår av på takten i sina investeringar. Till det senare bidrar även de högre räntorna.

Högre räntor innebär också att avkastningen stiger på svenska tillgångar i förhållande till utländska, vilket leder till att växelkursen förstärks jämfört med i huvudscenariot. Detta dämpar exporten och gör att priserna på importerade varor blir lägre. Sammantaget medför därför en högre ränta att resursutnyttjandet blir lägre än i huvudscenariot (se de gula linjerna i diagram 2:17-2:19). En lägre efterfrågan leder även till att företagen slår av på prisökningstakten, vilket tillsammans med en lägre inflationstakt på importerade varor innebär att KPIF-inflationen sjunker i förhållande till huvudscenariot (se diagram 2:15). Effekterna på KPI-inflationen blir mindre inledningsvis,

vilket beror på att hushållens räntekostnader för egnahem stiger när reporäntan höjs (se diagram 2:16).

■ Lägre reporänta ökar inflationen och resursutnyttjandet

I det andra scenariot sänker Riksbanken istället reporäntan mer än i huvudscenariot. Effekterna på hushållens sparande och konsumtion blir därmed de omvända jämfört med scenariot när reporäntan höjs. Den lägre avkastningen på sparande leder till att hushållen ökar sin konsumtion, vilket ger en högre efterfrågan. De lägre räntorna stimulerar även investeringarna. Effekterna på växelkursen blir också de omvända jämfört med i scenariot med högre ränta. Följaktligen blir resursutnyttjandet högre än i huvudscenariot (se diagram 2:17-2:19), samtidigt som också inflationen blir högre (se diagram 2:15-2:16). Även här blir effekterna på KPI-inflationen inledningsvis mindre genom att räntekostnaderna för egnahem blir lägre.

■ Väl avvägd penningpolitik i huvudscenariot

De två räntebanorna, högre och lägre ränta, har till syfte att belysa hur alternativa banor för penningpolitiken påverkar inflationen och resursutnyttjandet. I praktiken är det dock ingen enkel uppgift att bedöma vilken bana för reporäntan som ger den bästa avvägningen mellan att stabilisera inflationen och att stabilisera resursutnyttjandet.

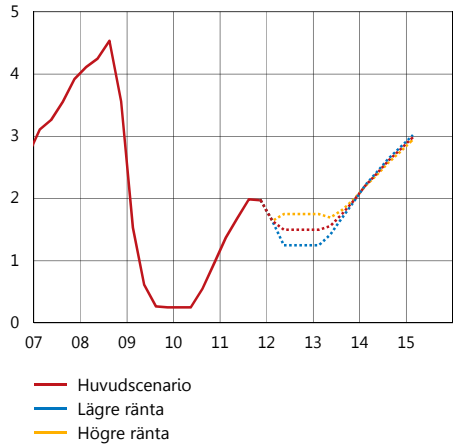
En lägre räntebana medför att inflationen mätt med KPI under större delen av prognosperioden ligger längre ifrån inflationsmålet än i huvudscenariot. Den medför också att inflationen mätt med KPIF når 2 procent snabbare än i huvudscenariot och därefter ligger strax över 2 procent under 2014. En högre räntebana innebär istället att KPI-inflationen ligger närmare målet medan det tar något längre tid innan KPIF-inflationen stabiliseras kring 2 procent.

Riksbankens samlade bedömning i huvudscenariot är att resursutnyttjandet, som nu är något lägre än normalt, kommer att normaliseras mot slutet av prognosperioden. Med en lägre räntebana blir resursutnyttjandet högre under prognosperioden och normaliseras något tidigare än i huvudscenariot. Den högre räntebanan leder istället till ett lägre resursutnyttjande.

För den lägre räntebanan talar således att KPIF-inflationen snabbare hamnar nära 2 procent, samtidigt som resursutnyttjandet blir högre och arbetslösheten lägre. På samma gång ligger KPIF-inflationen över 2 procent mot slutet av prognosperioden. Dessutom ger den lägre räntebanan en högre KPI-inflation. För den högre räntebanan talar istället att KPI-inflationen är närmare inflationsmålet under större delen av prognosperioden och KPIF-inflationen är något närmare 2 procent mot slutet av prognosperioden.

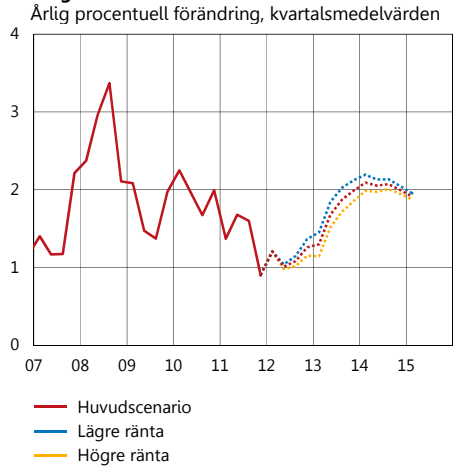
Bakom de linjer som visas i diagram 2:15-2:19 ligger historiskt skattade samband mellan förändringar i reporäntan och deras effekter på realekonomin och inflationen. Enligt dessa skattningar påverkar förändringar i reporäntan den ekonomiska utvecklingen relativt snabbt. Trots att omvärldens efterfrågan är svag under hela prognos-

Diagram 2:14. Alternativa reporäntebanor
Procent, kvartalsmedelvärden



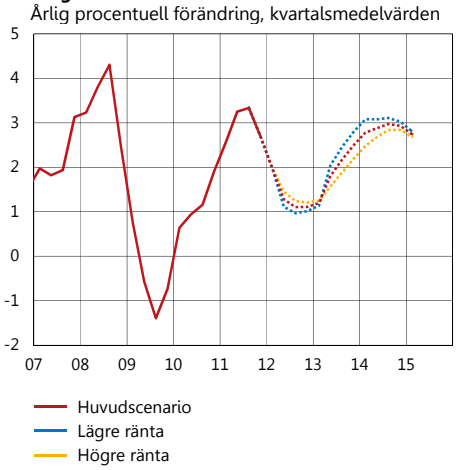
Källa: Riksbanken

Diagram 2:15. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



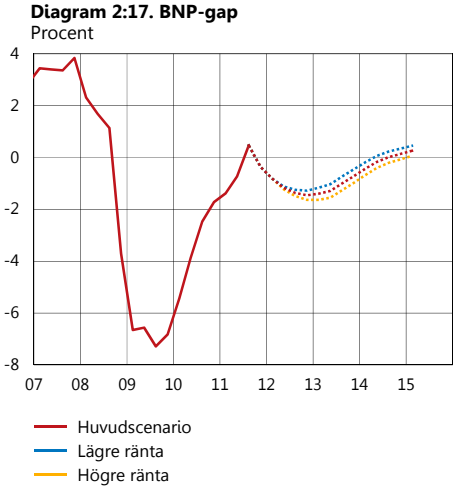
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:16. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



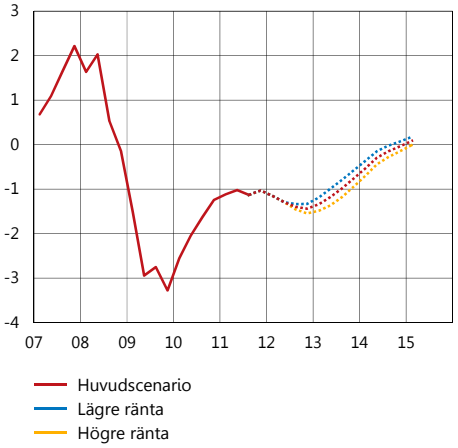
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:17. BNP-gap
Procent



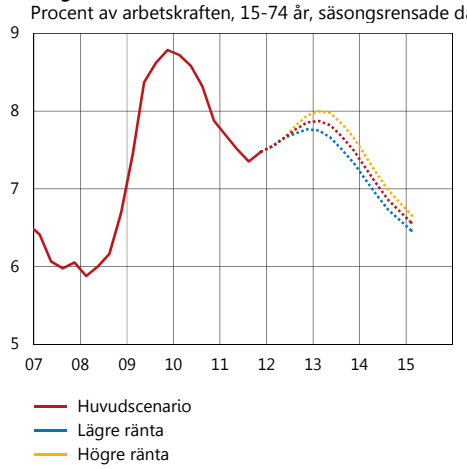
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:18. Timgap
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:19. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

perioden kan Sverige, enligt dessa skattade samband, stå emot utvecklingen förutsatt att reporäntan sänks tillräckligt mycket. Att den ekonomiska aktiviteten bromsar in beror dock i dagsläget i stor utsträckning på att företag och hushåll avvaktar med att investera och konsumera på grund av osäkerheten om den framtida ekonomiska utvecklingen, framför allt i vår omvärld. I ett sådant läge är det inte säkert att penningpolitiken har samma snabba genomslag som de historiskt skattade sambanden tyder på.

Om effekterna av förändringar i reporäntan istället kommer mer gradvis skulle den lägre räntebanan visserligen så småningom stimulera efterfrågan och öka inflationen. De största effekterna av en lägre ränta skulle dock komma under den senare delen av prognosperioden, när huvudscenariot indikerar att resursutnyttjandet ligger nära eller något över en normal nivå, KPIF-inflationen är runt 2 procent och KPI-inflationen ligger avsevärt högre än inflationsmålet. En konsekvens av detta skulle bli att räntesänkningen ganska snart skulle behöva följas av höjningar av reporäntan. Penningpolitiken skulle då komma att präglas av ryckighet.

Riksbanken bedömer sammantaget att huvudscenariots räntebana innebär en lämplig avvägning mellan behoven att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet.

■ KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin

I detta kapitel redogörs för ny information sedan den penningpolitiska uppföljningen i december och för bedömningen av den ekonomiska utvecklingen de närmaste kvartalen.

BNP-tillväxten i euroområdet har utvecklats svagt de senaste kvartalen, samtidigt som arbetslösheten stigit till höga nivåer. Trots viss stabilisering i en del indikatorer bedöms BNP ha fallit fjärde kvartalet i fjol och även under inledningen av 2012. Den svaga efterfrågan från Europa har även påverkat tillväxtländerna negativt, även om tillväxten i dessa länder fortfarande är hög. I USA ser läget däremot något ljusare ut med en förbättring i många indikatorer på senare tid.

Utvecklingen i omvärlden påverkar även svensk ekonomi, bland annat genom att efterfrågan på svenska exportvaror faller. Tillväxten i svensk ekonomi bedöms ha bromsat in tydligare fjärde kvartalet i fjol än vad som antogs i den penningpolitiska uppföljningen i december. Även under första kvartalet i år väntas tillväxten bli svag. Utvecklingen på arbetsmarknaden har dämpats ungefär som förväntat. Den underliggande inflationen är fortsatt låg.

Viss inbromsning i omvärlden

■ Tillväxten faller i euroområdet

Utvecklingen i euroområdet var mycket svag i slutet av förra året. En början till stabilisering kan dock skönjas i vissa indikatorer. BNP steg med endast 0,5 procent i uppräknad årstakt det tredje kvartalet i fjol, jämfört med föregående kvartal (se diagram 3:1). Det var något mindre än i de preliminära utfall som publicerats tidigare och indikatorer tyder nu på en något svagare bild av utvecklingen även under fjärde kvartalet.

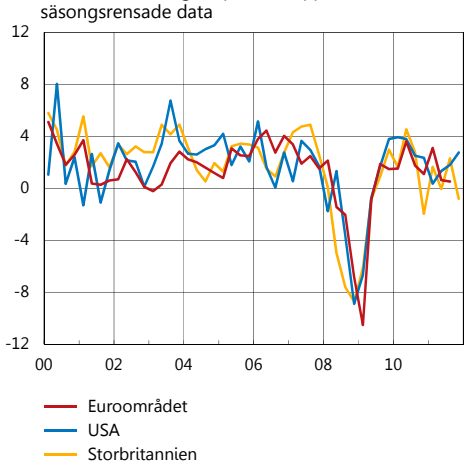
Efter en svag konsumtionstillväxt under det tredje kvartalet 2011 har detaljhandelns omsättning utvecklats fortsatt svagt under det fjärde kvartalet samtidigt som konsumentförtroendet legat kvar på en låg nivå (se diagram 3:2). Industriproduktionen i euroområdet föll i december efter att ha varit oförändrad i november. Samtidigt föll även orderingången. Enligt ECB:s ”Bank Lending Survey” har kreditförhållandena i euroområdet försämrats tydligt den senaste tiden, vilket förväntas hålla tillbaka konsumtion och investeringar.

Sysselsättningsutvecklingen har planat ut och arbetslösheten har stigit till över 10 procent (se diagram 3:3). Enkätundersökningar tyder inte på någon snar förbättring av arbetsmarknadsläget. Skillnaderna är dock stora mellan olika euroländer där arbetslösheten har fortsatt att sjunka i Tyskland medan den stiger i exempelvis Spanien och Italien.

Det finns dock även tecken på att vissa indikatorer stabiliserats. Till exempel steg företagsförtroendet enligt inköpschefsindex i december och januari, även om det med undantag för Tyskland och Frankrike fortfarande ligger kvar på nivåer som tyder på att industriproduktionen faller. Även delindexet över exportorderingången indikerar att fallen i nya exportorder avtar.

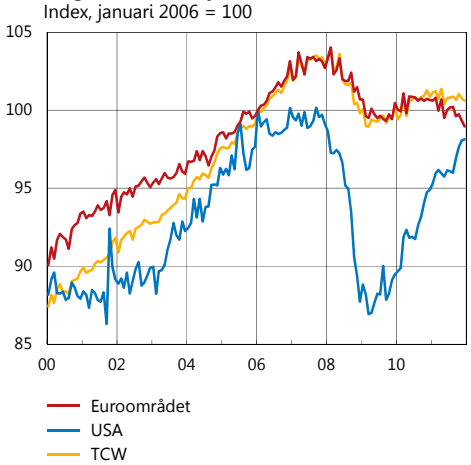
Trots vissa ljuspunkter innebär den nya informationen sammantaget att tillväxten i euroområdet bedöms ha varit något svagare under slutet av fjolåret jämfört med bedömningen i den penningpoli-

Diagram 3:1. BNP i omvärlden
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och Office for National Statistics

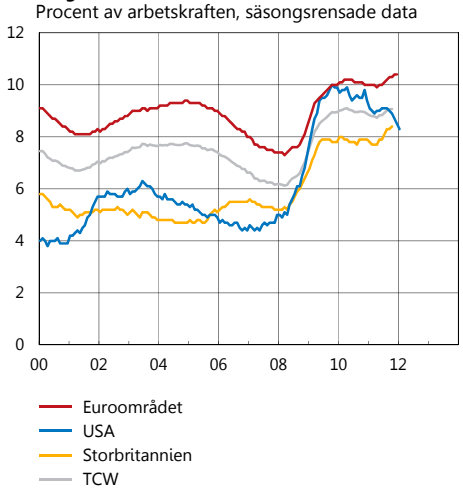
Diagram 3:2. Detaljhandel i omvärlden
Index, januari 2006 = 100



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Eurostat, Federal Reserve Bank of St. Louis, nationella källor och Riksbanken

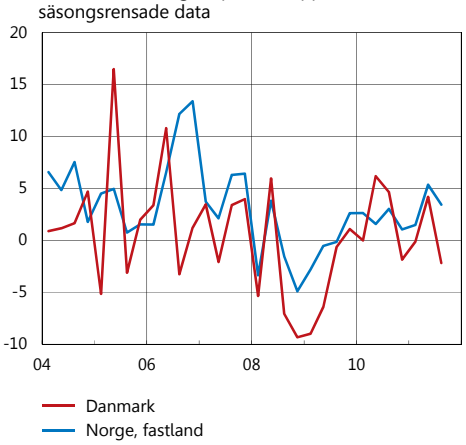
Diagram 3:3. Arbetslöshet i omvärlden
Procent av arbetskraften, säsongsrensade data



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Office for National Statistics, nationella källor och Riksbanken

Diagram 3:4. BNP i Danmark och Norge
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



Källor: Danmarks statistik och Statistisk sentralbyrå, Norge

tiska uppföljningen i december. Euroområdets BNP antas ha fallit under fjärde kvartalet i fjol och denna utveckling bedöms ha fortsatt under första kvartalet i år.

■ Svag inhemsk efterfrågan i Storbritannien

I Storbritannien föll BNP med 0,8 procent i uppräknad årstakt det fjärde kvartalet i fjol jämfört med det tredje kvartalet (se diagram 3:1). Indikatorerna ger en splittrad bild av situationen för företagen. Inköpschefsindex indikerar att företagen i såväl tillverkningsindustrin som tjänstesektorn blev mer optimistiska i december. Andra enkäter tyder emellertid på ökad pessimism, vilket kan hänga samman med att industriproduktionen är fortsatt svag. Hushållen har också blivit mer pessimistiska. Arbetslösheten har fortsatt att stiga, främst eftersom sysselsättningen inom den offentliga sektorn faller (se diagram 3:3). Kredittillväxten är svag och kreditvillkoren stramades också åt under fjärde kvartalet förra året. Detta är sannolikt en bidragande orsak till att huspriserna har fortsatt att falla. Hushållens konsumtion har fallit trendmässigt sedan slutet av 2007.

■ Svagare tillväxt i Danmark och Norge

I Norge steg BNP med 3,4 procent i uppräknad årstakt i det tredje kvartalet jämfört med det andra kvartalet (se diagram 3:4). Efter en period med hög tillväxt finns nu tecken på att tillväxten i Norge dämpats. Bland annat har konsumtionen utvecklats svagt och hushållens och företagens förväntningar har fallit. Norges Banks företagsundersökning visar på en tydlig dämpning av produktionen. Samtidigt är aktiviteten inom byggsektorn hög och likaså tillväxten i oljeinvesteringarna och oljerelaterade näringar.

I Danmark föll BNP med drygt 2 procent i uppräknad årstakt det tredje kvartalet jämfört med det andra kvartalet (se diagram 3:4). Nedgången var till stor del en följd av fallande offentlig konsumtion, men även hushållens konsumtion föll. Industriproduktionen har utvecklats svagt de senaste månaderna och är fortfarande betydligt lägre än innan den finansiella krisen. Hushållen i Danmark har blivit allt mer pessimistiska. En fortsatt svag bostads- och arbetsmarknad har bidragit till detta. Problem i banksektorn är en delförklaring till en dämpad kredittillväxt. Omsättningen inom detaljhandeln har fallit trendmässigt sedan i början av 2008.

■ Förbättrat läge i USA

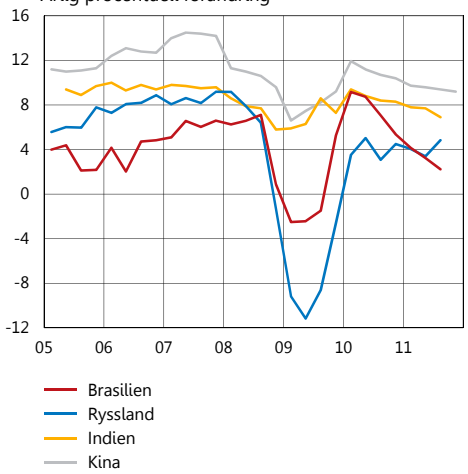
I USA steg BNP det fjärde kvartalet 2011 med 2,8 procent jämfört med det tredje kvartalet, uppräknat till årstakt (se diagram 3:1). I slutet av förra året och i början av innevarande år har ett antal makroekonomiska indikatorer fortsatt att stärkas. Även om tillväxten inte är särskilt stark är förbättringen något större än vad som förväntades i den penningpolitiska uppföljningen i december. Sysselsättningen steg snabbt i januari och arbetslösheten sjönk till 8,3 procent (se diagram 3:3). Samtidigt har även de finansiella förhållandena förbätt-

rats, främst till följd av att börserna har stigit. Tillväxten under inledningen av 2012 väntas också bli högre än bedömningen i december eftersom kongressen beslutat att sänkningen av löneskatterna och den utökade ersättningsperioden för arbetslöshet ska gälla även för januari och februari i år. Prognosen utgår dock ifrån att det inte blir någon ytterligare förlängning för resten av året vilket innebär att tillväxten förväntas dämpas under andra kvartalet i år.

Läget på bostadsmarknaden förbättras om än från en mycket låg nivå. Förtroendet bland företagen i byggsektorn har förbättrats, försäljningarna ökar i antal och bostadsbyggandet stiger. Det går även snabbare än tidigare att sälja bostäder.

Företagens vinster fortsatte att stiga tredje kvartalet förra året och som andel av BNP låg de på en nivå som är den högsta sedan början av 1950-talet. Detta innebär att förutsättningarna för företagen att nyanställa och öka sina investeringar är goda.

Diagram 3:5. BNP i BRIC-länderna
Årlig procentuell förändring



Anm. BRIC-länderna utgörs av Brasilien, Ryssland, Indien och Kina.

Källor: Central Statistical Organisation, India, Federal State Statistics Service, Russia, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística och National Bureau of Statistics of China

■ Svag efterfrågan i Europa tynger tillväxtländerna

Utvecklingen i tillväxtländerna har mattats av något (se diagram 3:5). Detta beror på att både den inhemska efterfrågan och efterfrågan från Europa har dämpats.

Kinas BNP ökade med 8,9 procent fjärde kvartalet 2011 i årlig procentuell förändring, vilket är lägre än tredje kvartalets tillväxt. Aktiviteten på fastighetsmarknaden i Kina har avtagit och mycket tyder på att priserna, i linje med regeringens mål, fortsätter att dämpas framöver. Den sämre utvecklingen i Europa talar för att Kinas export blir lägre än vad som tidigare antagits. Exporten var också något lägre i december än motsvarande månad året innan.

Även i Indien dämpas den ekonomiska aktiviteten. Inflationen är hög, vilket inneburit att hushållens köpkraft ökat långsammare än tidigare. Hushållens konsumtion utvecklas därmed svagt, vilket bidrar till en något lägre BNP-tillväxt den närmaste tiden.

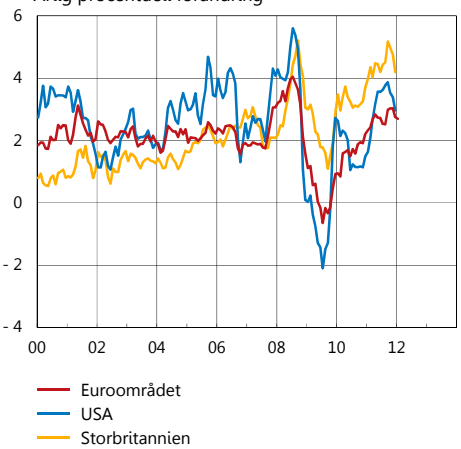
Tillväxten i Brasilien fortsatte att mattas av under det tredje kvartalet 2011. Tillverkningsindustrin har hämmats av den starka valutan och dessutom har den inhemska efterfrågan ökat långsammare under året. Detta som en följd av att penningpolitiken stramades åt under början av 2011.

Den ryska ekonomin växer också förhållandevis svagt. Rysslands stora oljeproduktion och ett fortsatt högt oljepris understödjer dock tillväxten i nuläget.

■ Svagare industriproduktion i Japan

Tillväxten i Japan blev oväntat låg mot slutet av fjolåret. Den japanska industriproduktionen har fallit. Detta är bland annat en följd av översvämningarna i Thailand som medfört brist på insatsvaror, då många japanska företag har förlagt delar av sin produktion dit. Industriproduktionen har också påverkats av att yenen blivit starkare och av att efterfrågan på japanska exportvaror sjunkit i Europa. Utvecklingen i Europa talar för att exporten blir sämre än vad som tidigare anta-

Diagram 3:6. Konsumentpriser i omvärlden
Årlig procentuell förändring



Anm. För euroområdet avses HIKP och för USA och Storbritannien avses KPI.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och Office for National Statistics

gits. Dessutom bedöms de finanspolitiska stimulansåtgärderna i Japan vara små framöver.

■ Lägre inflation på vissa håll

I euroområdet har inflationen legat väl över ECB:s mål under stora delar av 2011, mycket beroende på höga energipriser. I december sjönk inflationstakten till 2,7 procent (se diagram 3:6). Inflationen uppgick även i januari till 2,7 procent enligt preliminär statistik. Nedgången i december var delvis en följd av att de stigande energipriserna i början av förra året föll ur tolvmånaderstalen.

Förutom höga energipriser har högre skatter och administrativa avgifter också bidragit till en hög inflation i euroområdet. I början av 2012 höjer ytterligare några länder sina momssatser och Italien har höjt bensinskatten. Om man bortser från energi- och livsmedelspriser ligger inflationen däremot på en lägre nivå. Den underliggande inflationen (exklusive energi, livsmedel, alkohol och tobak) uppgick i december till 1,6 procent. Samtidigt har indikatorer på inflationsförväntningar hos hushåll och företag stigit något.

I Storbritannien har inflationen fallit de senaste månaderna från drygt 5 procent i september till 4,2 procent i december (se diagram 3:6). Nedgången var delvis en följd av att stigande energipriser och höjda skatter i början på förra året föll ur tolvmånaderstalen, men även en allt lägre underliggande inflation bidrar till fallet. Indikatorer på de långsiktiga inflationsförväntningarna, både från hushållsenkäter och från mått baserade på prissättningen på de finansiella marknaderna, tycks dock inte ha påverkats av de höga inflationsutfallen.

I USA har inflationen avtagit, framförallt för att energipriserna sjunkit (se diagram 3:6). KPI-inflationen var i december 3,0 procent. Den underliggande inflationen var 2,2 procent.

I Kina var inflationen 4,1 procent i december, en marginell minskning från 4,2 procent i november. Livsmedelspriserna ökar långsammare och väntas bidra till att inflationen blir lägre under början av 2012. Indiens inflation föll till 7,5 procent under december, men valutan har försvagats, vilket har ökat risken för att inflationstakten ska ligga kvar på en hög nivå. Den Japanska ekonomin fortsätter att kännetecknas av fallande priser.

Högre tillgångspriser efter centralbanksåtgärder

■ Statsobligationsräntor på rekordlåga nivåer

Statsobligationsräntorna i USA, Tyskland och Sverige har legat kvar på låga nivåer sedan det penningpolitiska mötet i december (se diagram 3:7). Den höga efterfrågan på statspapper från dessa länder syns bland annat i det höga intresset vid emissioner av ländernas statsobligationer och i att vissa statsskuldväxlar emitterats till ett pris som faktiskt motsvarar en negativ ränta. I Sverige har Riksgäldskontoret beslutat att emittera en ny 20-årig statsobligation.

Statsobligationsräntorna påverkas också av att centralbankerna fortsätter att signalera låga styrräntor, vilket tillsammans med andra åtgärder från centralbankerna håller nere räntorna generellt. Marknadsaktörernas förväntningar på inflationen och tillväxten i USA och Europa är dessutom låga.

■ Sydeuropeiska räntor fortfarande höga

Statsobligationsräntorna för länder med stora statsskulder ligger fortfarande kvar på jämförelsevis höga nivåer (se diagram 3:8). Kreditvärderingsfirman Standard and Poor's nedgradering av nio länders kreditbetyg i mitten av januari bidrog dock inte till ytterligare räntеuppgångar eftersom nedgraderingen av exempelvis Frankrike i hög grad var väntad (se diagram 3:7).

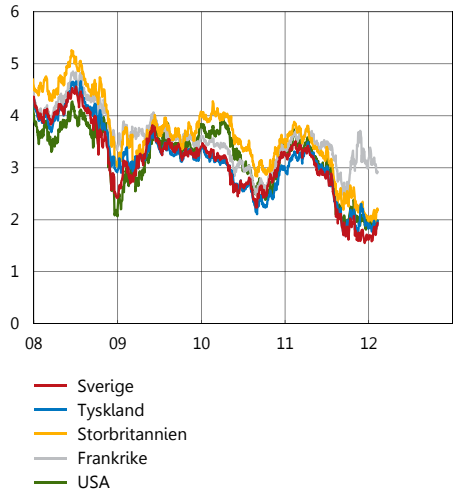
För aktörerna på räntemarknaderna har regeringarnas förmåga att minska de offentliga utgifterna och euromedlemmarnas möjligheter att hålla samman valutasamarbetet varit i fokus. De kommande EU-toppmötena kan bli avgörande för att återställa förtroendet för att skuldkrisen inte ska förvärras och för att den ekonomiska utvecklingen ska förbättras. För Italien är det viktigt att förtroendet bland de finansiella aktörerna ökar eftersom landet inom kort ska refinansiera stora obligationsförfall.

ECB har varit tydlig med att man inte kommer att köpa stora kvantiteter statsobligationer framöver. Däremot erbjöd ECB i december bankerna inom euroområdet obegränsad tillgång till treåriga lån mot säkerheter. Sammanlagt 489 miljarder euro lånades ut. I slutet av februari kommer ECB att erbjuda bankerna inom euroområdet ytterligare lån till samma villkor.

■ Högre tillgångspriser efter centralbankernas åtgärder

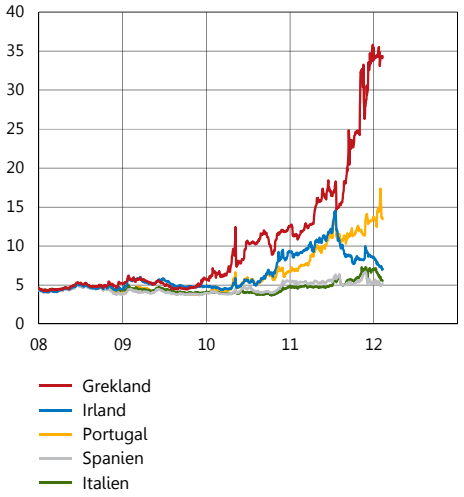
Både de europeiska och de amerikanska aktiemarknaderna har utvecklats positivt sedan det penningpolitiska mötet i december (se diagram 3:9). Aktiepriserna har stigit trots att marknadsaktörerna har reviderat ned sina vinstprognoser på lång sikt. ECB:s stora lån med tre års löptid till euroområdets banker har sannolikt bidragit till högre priser på aktier, men även till högre priser på andra tillgångar. Centralbankernas utlåning av dollar till förmånligare villkor än tidigare har troligen också bidragit till högre tillgångspriser. Den mins-

Diagram 3:7. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent



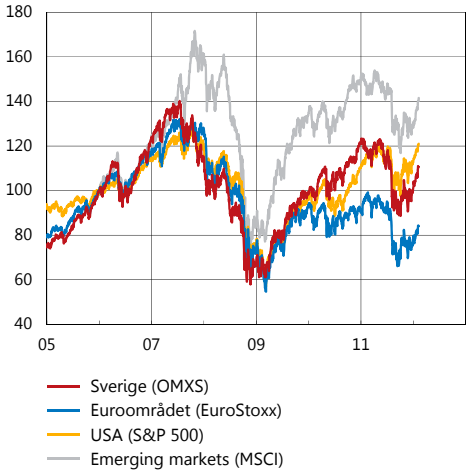
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 3:8. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent



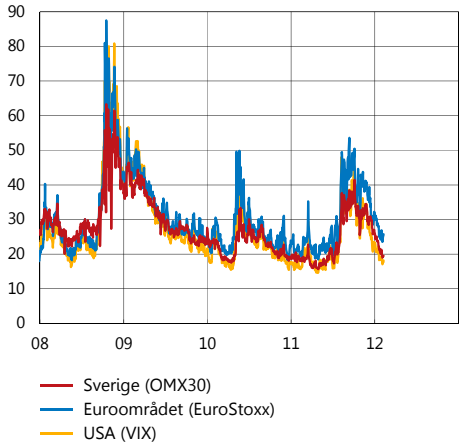
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 3:9. Börsutveckling
Index 2006-01-03 = 100



Källor: Morgan Stanley Capital International, Reuters EcoWin, Standard & Poor's och STOXX Limited

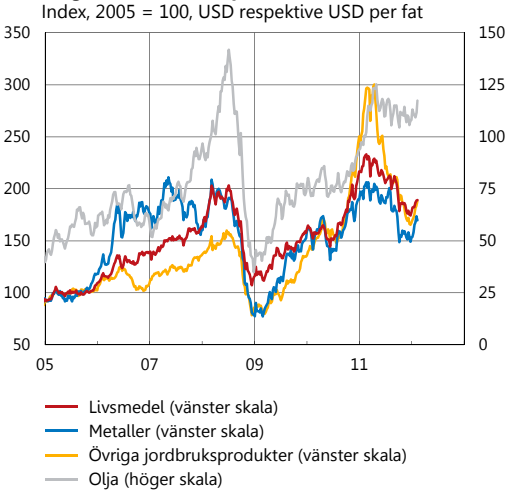
Diagram 3:10. Börsvolatilitet
Procent



Anm. Implicit volatilitet beräknad från indexoptionspriser.

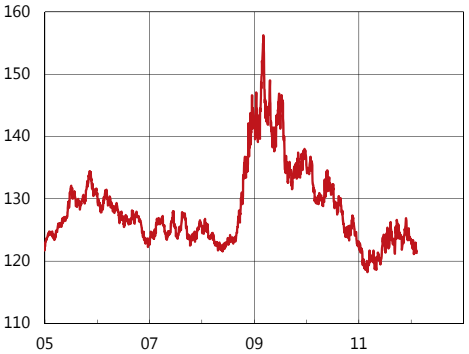
Källor: Chicago Board Option Exchange, Reuters EcoWin och STOXX Limited

Diagram 3:11. Råvarupriser
Index, 2005 = 100, USD respektive USD per fat



Källor: The Economist och Intercontinental Exchange

Diagram 3:12. Konkurrensvägd nominell växelkurs, TCW
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källa: Riksbanken

kade osäkerheten kring tillgången på finansiering har även inneburit en lägre volatilitet på aktiemarknaderna (se diagram 3:10).

Priset på råvaror har gått upp den allra senaste tiden (se diagram 3:11). Att oljepriset har stigit något sedan i december beror troligen också på en oro för att konflikten med Iran ska leda till störningar i utbudet av olja.

■ Kronan starkare än vid tidigare tillfällen av finansiell oro

I handelsvägda termer har den svenska kronan förstärkts sedan det penningpolitiska mötet i december (se diagram 3:12).

Euron har försvagats mot samtliga större valutor sedan december. Kronan har stärkts något mot euron senaste tiden, vilket kan vara en effekt av en viss stabilisering på de finansiella marknaderna.

■ Centralbanksräntor förväntas vara låga framöver

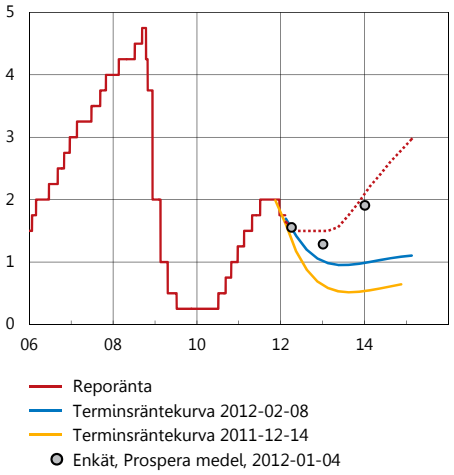
Efter det penningpolitiska mötet i december och publiceringen av det penningpolitiska protokollet i januari steg de penningpolitiska förväntningarna mätta med implicita terminsräntor något. Trots detta väntas Riksbanken, enligt terminsprissättningen, sänka reporäntan med ytterligare en procentenhet under 2012. Även olika enkätundersökningar visar att marknaden förväntar sig en lägre ränta, om än inte lika låg som terminsprissättningen antyder. Enligt Prosperas senaste undersökning väntas Riksbanken sänka reporäntan med nästan 0,5 procentenheter till 1,3 procent under det kommande året, för att sedan höja den till 1,9 procent under 2013. Riksbankens prognos för reporäntan innebär att reporäntan ligger still på 1,5 procent till en bit in på 2013 (se diagram 3:13).

De penningpolitiska förväntningarna i omvärlden har sjunkit marginellt sedan det penningpolitiska mötet i december (se diagram 3:14). ECB:s styrränta förväntas enligt terminsprissättningen sänkas från 1,0 till 0,75 procent under 2012. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve förväntas hålla styrräntan oförändrad under en mycket lång tid framöver. Vid det senaste räntebeslutet publicerades för första gången de enskilda ledamöternas syn på lämpliga framtida räntenivåer. Det finns en stor spridning mellan bedömningarna, men medianvärdet av prognoserna och Federal Reserves samlade budskap skulle innebära en fortsatt låg ränta till slutet av 2014. Samtidigt finns det vissa förväntningar om ytterligare obligationsköp av Federal Reserve. Den brittiska centralbanken, Bank of England, förväntas hålla styrräntan oförändrad under hela 2012. På sitt senaste möte i februari tog Bank of England beslut om att utöka sina köp av finansiella tillgångar, i huvudsak statsobligationer, med 50 miljarder pund till 325 miljarder pund.

■ Höga spreadar på interbankmarknaden

Skillnaden mellan den ränta som svenska banker begär för lån av varandra och Riksbankens förväntade styrränta är fortfarande högre än i höstas. Den svenska interbankmarknaden fungerar dock relativt väl. Till skillnad från många europeiska banker möter svenska banker inga större problem när de ska låna utan säkerhet från andra banker. Svenska banker har också fortfarande betydligt bättre möjligheter att finansiera sig på längre löptider i kronor och andra valutor än vad många andra europeiska banker har.

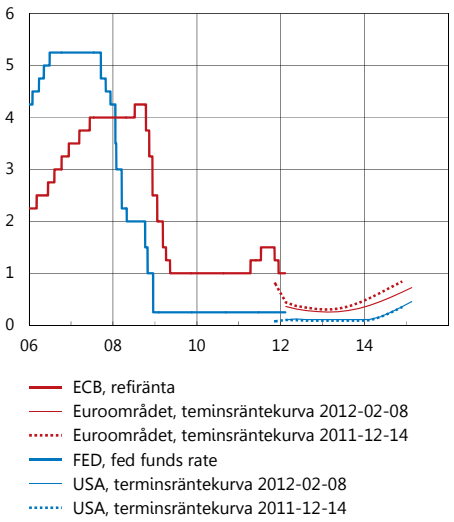
Diagram 3:13. Reporänteförväntningar i Sverige mätta med marknadspriser och enkät
Procent



Anm. Terminsräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta. Prosperas enkät avser penningmarknadsaktörer.

Källor: Reuters EcoWin, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

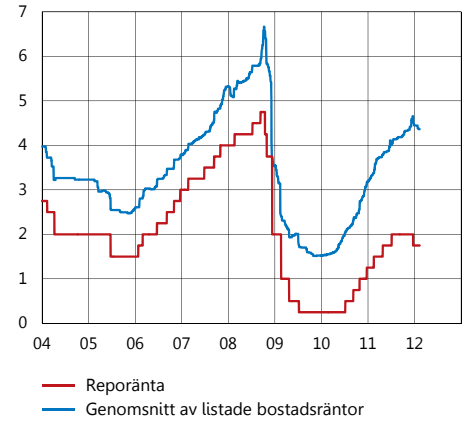
Diagram 3:14. Styrränteförväntningar mätta med marknadspriser i euroområdet och USA
Procent



Anm. Terminsräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta, vilket inte alltid motsvarar den officiella styrräntan.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

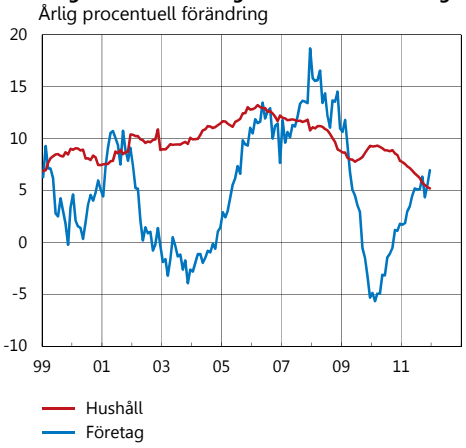
Diagram 3:15. Korta räntor i Sverige
Procent



Anm. Avser genomsnittet av tremånaders listade bostadsräntor från banker och bostadsinstitut. Listade bostadsräntor är de räntor som Nordea, SBAB, SEB, Swedbank Hypotek och Stadshypotek publicerar bland annat i dagspressen.

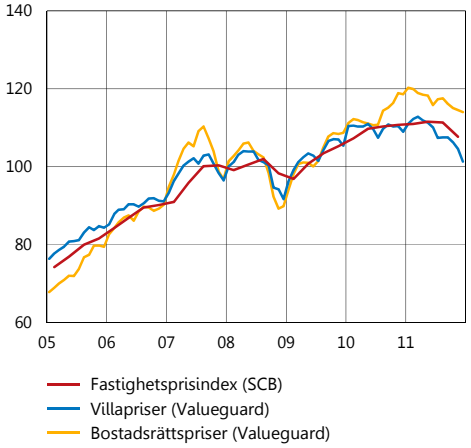
Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 3:16. Utlåning till hushåll och företag
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Diagram 3:17. Bostadspriser
Index, 2008 = 100



Anm. Data från Valueguard är på månadsfrekvens och data från SCB är på kvartalsfrekvens. SCB:s Fastighetsprisindex bygger på lagfartsdata medan Valueguards index bygger på köpekontrakt. Köpekontrakt registreras normalt cirka två månader innan lagfarten, vilket medför att SCB:s statistik släpar efter statistiken från Valueguard.

Källor: SCB och Valueguard

■ Rörliga bostadsräntor avviker mer från reporäntan

Den genomsnittliga bolåneräntan till hushållen steg under december, vilket framförallt beror på att bolåneräntorna med löptider upp till ett år ökade. Sedan det penningpolitiska mötet i december har dock boräntorna sänkts oavsett löptid. Skillnaden mellan korta boräntor och Riksbankens reporänta är dock fortsatt hög (se diagram 3:15). Detta beror sannolikt på en kombination av olika faktorer. Att bostadsinstituten fått högre finansieringskostnader är troligen en av förklaringarna. Men bostadsinstituten har också ökat sina marginaler på räntan till bolånekunderna (se även fördjupningen "Förhållandet mellan reporäntan och räntor till hushåll och företag" i denna rapport).

De genomsnittliga räntor som företagen möter har stigit under de senaste månaderna, framförallt vid bindningstider mellan tre månader och ett år.

■ Takten i utlåningen till hushållen sjunker

Det senaste 18 månadernas stigande bostadsräntor och den senaste tidens sjunkande priser på villor och bostadsrätter har troligen bidragit till att utlåningen till hushållen ökar långsammare än tidigare (se diagram 3:16). Priserna på både småhus och bostadsrätter föll under slutet av fjolåret (se diagram 3:17).

Företagens upplåning växte däremot med 7,0 procent i december mätt som årlig procentuell förändring. Det innebär att företagen ökat sin upplåning i god takt under hösten. Enligt Konjunkturinstitutets månadsbarometer från januari upplever dock något fler av företagen än i höstas att det är svårare än normalt att få finansiering, även om de flesta företag anger att finansieringen fungerar normalt. Allt fler bankkontorschefer uppger samtidigt att utlåningstakten till företag minskar, enligt Almi Företagspartners låneindikator. Nästan hälften av bankkontorscheferna förväntar sig dessutom att utlåningen ska växa långsammare det kommande året, vilket är en ökning jämfört med i somras. Förväntningarna om en lägre utlåningstakt beror enligt Almi både på en lägre efterfrågan på krediter och på en mer restriktiv kreditgivning. Även i Riksbankens företagsintervjuer uppger företagen att möjligheterna till finansiering försämrats något.

Även svensk ekonomi har försvagats

■ BNP-tillväxten var svag under slutet av förra året

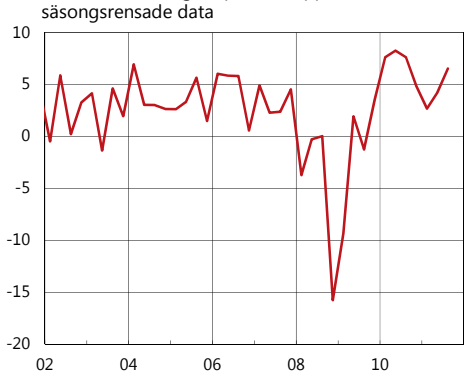
Den svenska ekonomin bromsade in tydligt mot slutet av förra året efter den mycket starka tillväxten det tredje kvartalet. I uppräknad årstakt uppgick BNP-tillväxten till 6,6 procent jämfört med kvartalet före (se diagram 3:18). Det finns dock tecken på att tillväxten bromsade in tydligt fjärde kvartalet. Till detta bidrar en försämrad efterfrågan på svenska exportvaror och en finansiell oro som dämpat stämningsläget bland företag och hushåll.

Varuexporten, som bidrog till den starka BNP-tillväxten det tredje kvartalet, har utvecklats mycket svagt under fjolårets sista månader och föll med omkring 4 procent mellan tredje och fjärde kvartalet i fjol (se diagram 3:19). Samtidigt har även industriproduktionen och exportorderingången utvecklats svagt. Inom handeln och de tjänsteproducerande branscherna ser läget dock bättre ut och både detaljhandelns omsättning och tjänsteproduktionen ökade mellan tredje och fjärde kvartalet (se diagram 3:19).

Konjunkturinstitutets barometerindiktator har fallit flera månader i rad till och med januari och ligger nu klart under sitt historiska genomsnitt och indikerar att tillväxten i svensk ekonomi är svagare än normalt (se diagram 3:20). Inköpschefsindex steg däremot i januari, både inom tillverkningsindustrin och tjänstesektorn, och indikerar nu att produktionen ökar.

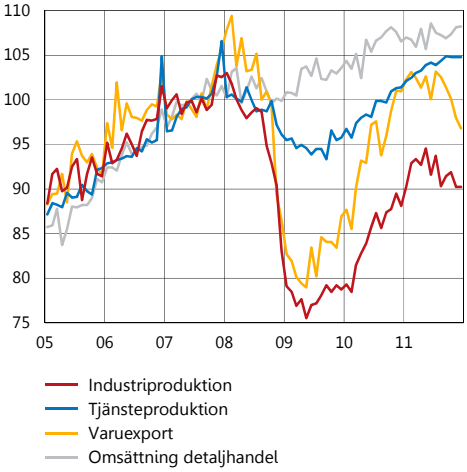
Sammantaget väntas BNP ha fallit med 1,7 procent i uppräknad årstakt fjärde kvartalet. Första kvartalet i år väntas BNP vara ungefär oförändrad jämfört med fjärde kvartalet. Prognosen för BNP-tillväxten, framför allt avseende det fjärde kvartalet 2011, är nedrevi-derad sedan den penningpolitiska uppföljningen i december. Det är i första hand exporten som väntas ha utvecklats svagare.

Diagram 3:18. BNP
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



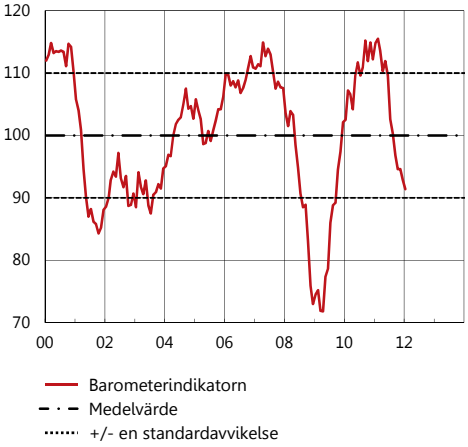
Källa: SCB

Diagram 3:19. Produktion, varuexport och detajhandel
Index, 2007 = 100



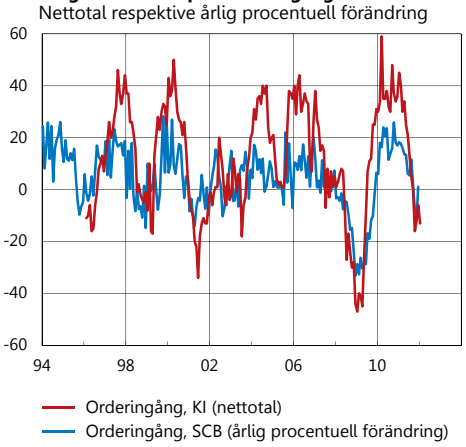
Källa: SCB

Diagram 3:20. Barometerindikatorn
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



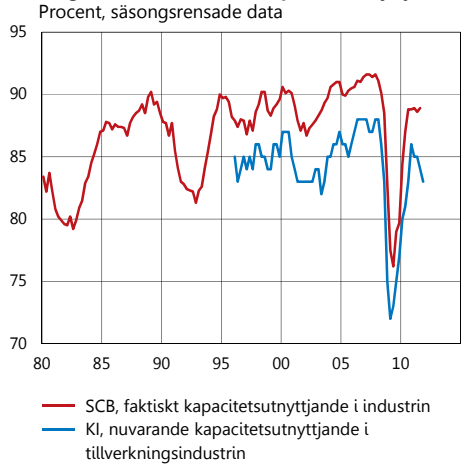
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:21. Exportorderingång
Nettotal respektive årlig procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

Diagram 3:22. Industrins kapacitetsutnyttjande
Procent, säsongsrensade data



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

■ Konjunkturavmattningen påverkar svensk export kraftigt

Tillväxten i svensk export har varit hög sedan slutet av 2009. Detta har främst berott på den höga tillväxten i världshandeln under återhämtningen efter finanskrisen 2008-2009. Även under tredje kvartalet 2011 fortsatte svensk export att utvecklas starkt trots att tillväxten i den globala ekonomin dämpades. Nu har dock konjunkturavmattningen i omvärlden tydligt påverkat den svenska varuexporten, som enligt utrikeshandelsstatistiken har fallit efter sommaren till och med december (se diagram 3:19). Eftersom varuexporten utgör cirka 70 procent av svensk export indikerar detta att exporten även totalt sett föll under det fjärde kvartalet.

Det mesta pekar på att exporten fortsätter att utvecklas svagt även under inledningen av 2012. Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden ser ut att bli fortsatt svag den närmaste tiden. Orderingången har utvecklats svagt (se diagram 3:21). Denna bild bekräftas även av Riksbankens företagsintervjuer där företag inom industrin beskriver en klart försämrad konjunktur, särskilt på exportmarknaden, samtidigt som orderingången väntas minska ytterligare. Den svaga europeiska efterfrågan tillsammans med en stark krona har enligt företagsintervjuerna fått stor påverkan på exportföretagen. I dagsläget kompenserar inte heller övriga exportmarknader för den låga efterfrågan i Europa.

■ Importen faller när efterfrågan viker

En svag utveckling av inhemsk efterfrågan dämpar importen av konsumtions- och investeringsvaror, samtidigt som den svaga exporten dämpar importen av insatsvaror till den svenska industrin. Sammantaget innebär detta att importen faller de närmaste kvartalen. Varuimporten har, liksom varuexporten, fallit efter sommaren till och med december.

■ Investeringarna dämpas av den svaga efterfrågan

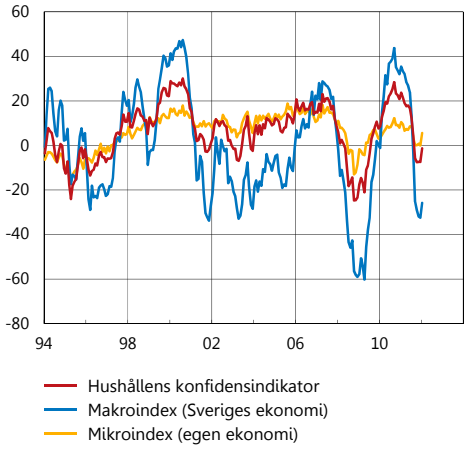
Efterfrågan är dämpad på både export- och hemmamarknaden och företagens investeringsbehov väntas vara relativt lågt framöver. Detta indikeras även av att kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin föll fjärde kvartalet i fjol, enligt Konjunkturinstitutets företagsbarometer (se diagram 3:22). Kapacitetsutnyttjandet är dock endast marginellt lägre än den genomsnittliga nivån under åren före finanskrisen. Industrin var förhållandevis optimistisk om 2012 i den senaste investeringsenkäten från oktober enligt SCB. En förklaring till detta kan vara att investeringarna föll betydligt mer än BNP under finanskrisen. Investeringarnas andel av BNP är därmed fortsatt låg jämfört med 2008. Men trots att det finns ett underliggande investeringsbehov bedöms konjunkturavmattningen och det osäkra ekonomiska läget alltså leda till en svag utveckling av investeringarna de närmaste kvartalen.

Utvecklingen på bostadsmarknaden och det dämpade stämningsläget bland hushållen innebär också att efterfrågan på bostäder

blir lägre. Detta innebär att även bostadsinvesteringarna utvecklas svagt den närmaste tiden.

Lagerinvesteringarnas bidrag till BNP-tillväxten bedöms bli kraftigt negativt de närmaste kvartalen. Detta beror främst på att företagens lager nu bedöms vara återställda efter en period med stor lageruppbyggnad. Därmed kan lageruppbyggnaden trappas ner, vilket dämpar BNP-tillväxten. Därutöver dämpas behovet av lagerinvesteringar ytterligare av konjunkturavmattningen.

Diagram 3:23. Konfidensindikatorer för hushåll
Nettotal



Källa: Konjunkturinstitutet

■ Minskad förmögenhet ger högt sparande bland hushållen

Börsfallen under sommaren och hösten tillsammans med fallande bostadspriser har minskat hushållens förmögenhet. Samtidigt har tillväxten i utlåningen till hushållen avtagit under året och hushållens sparande har stigit påtagligt (se diagram 1:13 i kapitel 1).

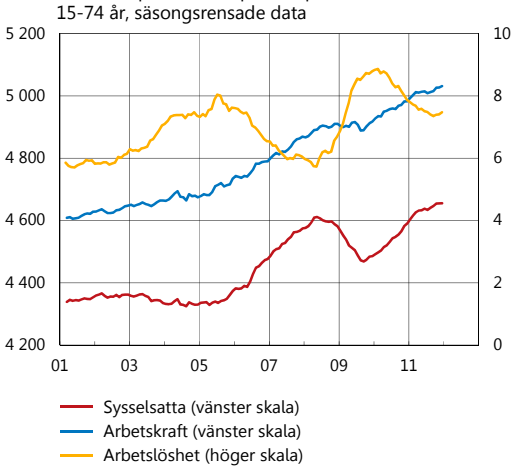
Hushållens konsumtion utvecklades mycket svagt redan tredje kvartalet förra året. Under fjärde kvartalet ökade dock omsättningen inom detaljhandeln men samtidigt fortsatte hushållens inköp av nya bilar att minska. Sammantaget indikerar detta en förhållandevis svag utveckling av hushållens konsumtion även fjärde kvartalet.

Den stora osäkerheten bland hushållen syns också tydligt i Konjunkturinstitutets barometerundersökning. Hushållens konfidensindikator ökade visserligen i januari men tyder alltjämt på ett lågt förtroende för den ekonomiska utvecklingen bland hushållen. Det är framför allt synen på svensk ekonomi som är pessimistisk, medan synen på den egna ekonomin är i linje med ett historiskt genomsnitt (se diagram 3:23). Börsen har gått upp den senaste månaden. Huruvida detta kommer att påverka hushållens beteende återstår att se. En viktig faktor är hur stabil börsuppgången blir. Sammantaget väntas osäkerheten bland hushållen tillsammans med minskande förmögenhetsvärden medföra att konsumtionen ökar långsamt och att sparandet blir fortsatt högt den närmsta tiden.

■ Konjunkturutsikterna försämrar det offentliga sparandet

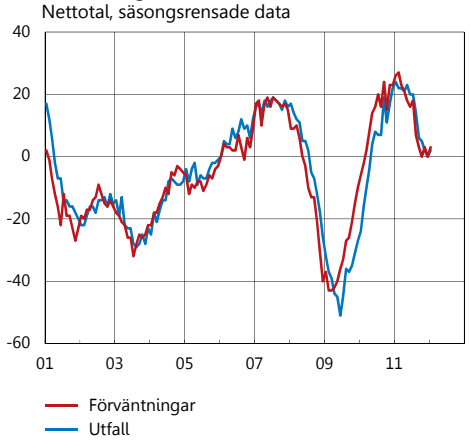
Prelimära siffror pekar på ett något lägre finansiellt sparande i den offentliga sektorn än i prognosen från den penningpolitiska uppföljningen i december. Det är det försämrade ekonomiska läget som påverkat det offentliga finansiella sparandet negativt under slutet av året. Prognosen för 2011 är därför nedreviderad från 0,5 procent till 0,3 procent av BNP.

Diagram 3:24. Sysselsatta, arbetskraft och arbetslöshet
1000-tals personer respektive procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongsrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:25. Anställda i näringslivet, förväntningar och utfall
Nettotal, säsongsrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

■ 2011 avslutades med en inbromsning på arbetsmarknaden

Under 2011 gick utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden in i en lugnare fas (se diagram 3:24). Antalet arbetade timmar var ungefär oförändrat tredje kvartalet jämfört med det andra. Månadsinformation tyder dock på att timmarna ökade något det fjärde kvartalet, i linje med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i december. Antalet sysselsatta ökade allt långsammare mot slutet av året och nedgången i arbetslösheten stannade av. I december var den säsongsrensade arbetslösheten 7,5 procent, vilket även det var i linje med prognosen från december.

Att konjunkturutsikterna i svensk ekonomi blivit sämre påverkar också arbetsmarknaden. Utfall och indikatorer pekar dock inte på någon snabb försämring den allra närmaste tiden. Antalet nyanmälda lediga platser ligger fortfarande på en förhållandevis hög nivå. Arbetslösheten väntas stiga något och sysselsättningen väntas ligga still under första kvartalet i år. Efterfrågan på arbetskraft dämpades under 2011 och Konjunkturinstitutets företagsbarometer visar att företagen, sedan i somras, har blivit mer återhållsamma i sina rekryteringsplaner. I näringslivet som helhet förväntar sig företagen att sysselsättningen ska vara oförändrad de närmaste månaderna (se diagram 3:25). Bristen på arbetskraft sjönk tillbaka under 2011, men fjärde kvartalet var den snarast oförändrad i de flesta branscherna (se diagram 3:26). Att läget på svensk arbetsmarknad är på väg att dämpas bekräftas också i Riksbankens företagsintervjuer som genomfördes i januari.

■ Stor skillnad mellan timlönerna enligt olika statistikkällor

Enligt preliminär statistik från Medlingsinstitutet ökade lönerna i hela ekonomin under 2011 med i genomsnitt 2,4 procent i årlig procentuell förändring. När ytterligare retroaktiva löneutbetalningar har kommit med i statistiken bedöms löneökningstakten bli 2,7 procent under 2011.

Timlönerna i hela ekonomin, enligt nationalräkenskaperna, bedöms under fjärde kvartalet i fjol ha ökat med omkring 3,6 procent. Detta är cirka 0,8 procentenheter högre än vad utfallet enligt konjunkturlönestatistiken väntas bli (se diagram 1:22).[13]

Skillnaden i ökningstakt mellan de båda lönemåtten är för närvarande ovanligt stor och den väntas minska framöver. Mycket talar för att uppgången i lönestatistiken från nationalräkenskaperna är en rekyl från tillfälligt nedpressade nivåer 2010. Konjunkturlönestatistiken bedöms därför just nu ge en bättre bild av den underliggande löneutvecklingen.

[13] Timlönerna beräknas som faktisk lönesumma dividerat med det kalenderkorrigerade totala antalet arbetade timmar. SCB:s statistik för LAPS (lönesummor, arbetsgivaravgifter och preliminär A-skatt) till och med november 2011 har använts för att skatta kommande utfall på lönesumman enligt nationalräkenskaperna för fjärde kvartalet i fjol. Modellskattningar kan numera göras då LAPS-statistik finns från januari 2006. Skattningsresultat för definitiva utfall enligt konjunkturlönestatistiken redovisas på Riksbankens webbplats www.riksbank.se under rubriken Statistik, Makroindikatorer.

■ Fortsatt låg underliggande inflation

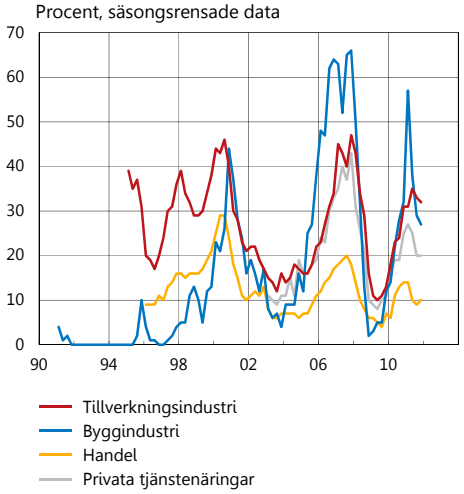
Den underliggande inflationen är fortsatt låg. Den årliga ökningstakten i KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, uppgick till endast 0,5 procent i december (se diagram 3:27). Energipriserna var lägre i december 2011 än vad de var motsvarande månad året innan och detta bidrog till att KPIF-inflationen föll i december. Rensat för energipriserna uppgick KPIF-inflationen till 0,8 procent. KPI ökade snabbbare och steg med 2,3 procent i december jämfört med samma månad året innan (se diagram 3:27). Utfallen för samtliga mått i december var helt i linje med prognosen i den senaste penningpolitiska uppföljningen.

Fortfarande är skillnaden mellan olika inflationsmått stor eftersom de stigande bostadsräntorna lett till att KPI stiger snabbare än KPIF. Bostadsräntorna har stigit mer än reporäntan och skillnaden mellan den rörliga bostadsräntan och reporäntan är nu betydligt större än för ett år sedan. Skillnaden uppgår nu till drygt 2,5 procentenheter, vilket kan jämföras med en genomsnittlig skillnad på cirka 1,5 procentenheter för perioden 2004-2011.

KPIF-inflationen var tillfälligt låg i december förra året och väntas stiga igen redan i januari. I januari väntas KPIF-inflationen uppgå till 1,2 procent. Ökningstakten i KPI faller marginellt till 2,2 procent.

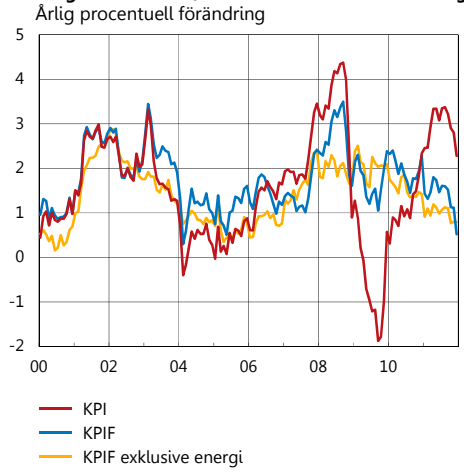
Inflationen i januari är dock extra svår att prognostisera eftersom SCB då uppdaterar vikterna för de olika delindexen i KPI. Effekten av denna uppdatering brukar normalt sett dra ner den sammanvägda prisnivån eftersom hushållen tenderar att ersätta dyrare varor med billigare, som därmed får en högre vikt i KPI. Storleken på denna effekt varierar dock. Till exempel bidrog en stor förändring av vikterna för olika boräntor till en oväntat stor ökning i KPI i januari förra året. Effekten av viktförändringen väntas bli mer normal i år. Det är dessutom osäkert hur stor effekt den sänkta restaurangmomsen och förändringen av andra indirekta skatter får på inflationen.

Diagram 3:26. Andel företag med brist på arbetskraft
Procent, säsongsrensade data



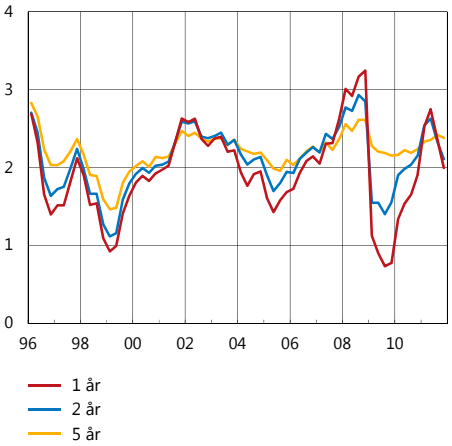
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:27. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



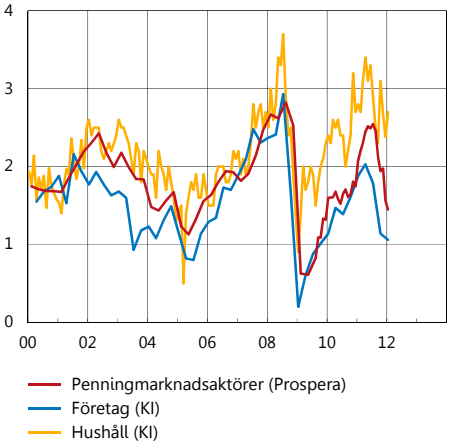
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:28. Inflationsförväntningar på 1, 2 och 5 års sikt, samtliga aktörer
Procent



Källa: TNS SIFO Prospera

Diagram 3:29. Inflationsförväntningar på ett års sikt
Procent



Anm. Företag är på kvartalsfrekvens, övriga är på månadsfrekvens.

Källor: Konjunkturinstitutet och TNS SIFO Prospera

■ Inflationsförväntningarna nära inflationsmålet

En indikator på inflationsmålets trovärdighet är hur inflationsförväntningarna på lite längre sikt förhåller sig till inflationsmålet. Prosperas månatliga enkät från januari visar att penningmarknadens aktörers inflationsförväntningar på 5 års sikt uppgick till 2,1 procent vilket är ungefär oförändrat jämfört med december. Inflationsförväntningarna på ett års sikt sjönk samtidigt till 1,5 procent och på två års sikt till 1,9 procent.

Prosperas kvartalsvisa enkät hos samtliga aktörer, som publicerades i december, visar att inflationsförväntningarna har fallit på kort sikt; från 2,4 till 2,0 procent på ett års sikt och från 2,3 till 2,1 procent på två års sikt (se diagram 3:28). På fem års sikt var förväntningarna oförändrade och uppgick till 2,4 procent.

Även företagens inflationsförväntningar på ett års sikt, som publiceras i Konjunkturinstitutets barometer, är låga och uppgick sista kvartalet 2011 till 1,1 procent. Hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt, som publiceras i Konjunkturinstitutets barometer, steg från 2,4 procent i december till 2,7 procent i januari (se diagram 3:29). I regel stiger inflationsförväntningarna när hushållen uppfattar inflationen som hög, vilket de gjorde i januari. En förklaring till att hushållen uppfattat inflationen som hög i januari kan vara att bensinpriserna ökat relativt kraftigt.

Eurosamarbetet och skuldkrisen

Skuldkrisen i Europa är inte bara ett bekymmer för enskilda skuldtyngda länder utan har utvecklats till en kris för hela eurosamarbetet – en eurokris. Det finns en mängd orsaker till den kris vi nu ser, och det krävs åtgärder inom ett flertal områden för att ta sig ur den. Ett intensivt arbete pågår för att komma till rätta med problemen, både i enskilda länder och på överstatlig nivå. Denna fördjupning syftar till att beskriva de utmaningar som eurosamarbetet nu står inför mot bakgrund av krisen. Dessutom ges en kortfattad beskrivning av några aktuella skeenden i krishanteringen.

Bakgrunden – orsakerna till krisen

Eurosamarbetet är till sin konstruktion en monetär union men inte en finanspolitisk union. Penningpolitikens uppgift i euroområdet är att främja prisstabilitet i området som *helhet*, där Tyskland, Frankrike och Italien genom ekonomiernas storlek har en avgörande betydelse (se diagram A1). När den gemensamma penningpolitiken introducerades innebar den därför att nya krav ställdes på de enskilda ländernas ekonomiska politik. Många länder visade sig ha svårigheter med att anpassa politiken till dessa krav.

I länder som Grekland, Spanien och Irland ledde dessa svårigheter till att ekonomierna gick mot överhettning åren före finanskrisen (se diagram A2). Statsobligationsräntorna uppvisade också en påfallande följsamhet under hela perioden från 2002 till finanskrisens utbrott 2008, vilket bidrog till att de långa räntorna i flera länder blev för låga (se diagram A3). En rad *obalanser* byggdes upp mellan länderna i termer av bytesbalanser, statsfinanser, konkurrenskraft och utveckling av fastighetspriser (se diagram A4).[14]

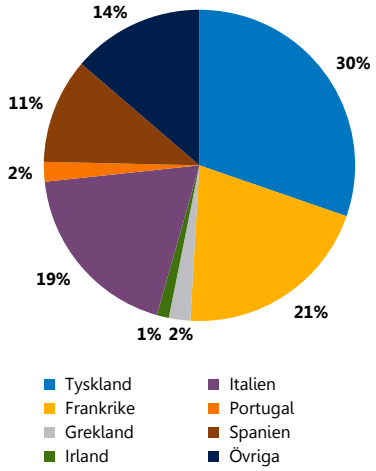
De regler som hade satts upp för att främja makroekonomisk stabilitet och motverka obalanser visade sig vara otillräckliga. Stabilitets- och tillväxtpakten innebär regler om maximalt 3 procent underskott i de offentliga finanserna och 60 procent statsskuld (offentlig bruttoskuld) som andel av BNP. Motiven att upprätthålla *finanspolitisk disciplin* urholkades dock genom upprepade brott mot stabilitets- och tillväxtpakten utan att sanktioner vidtogs (se diagram A5).[15] Bostads- och kreditbubblorna i Irland och Spanien var också ett resultat av *bristande tillsyn* av de finansiella marknaderna, inte bara på nationell nivå utan också på euronivå.

Finanskrisen blev en skuldkris – och en eurokris

Så länge den globala konjunkturen utvecklades väl doldes flera av de underliggande problemen inom euroområdet. Samtidigt avspeglade prissättningen av statsobligationer i de olika länderna en underskattning av risken med svaga statsfinanser och försämrad konkurrenskraft.

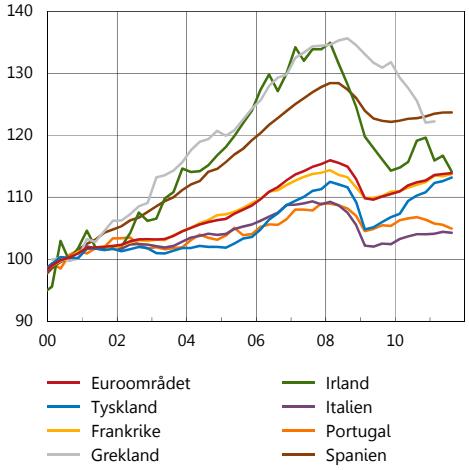
När den globala finanskrisen bröt ut hösten 2008 drabbades länderna i Europa av ett kraftigt efterfrågebortfall. Länder som Irland

Diagram A1. Vikt för olika länder i HIKP för euroområdet
Procent



Anm. Genomsnitt för 1999-2008 förutom Grekland, där genomsnittet avser 2001-2008.
Källa: Eurostat

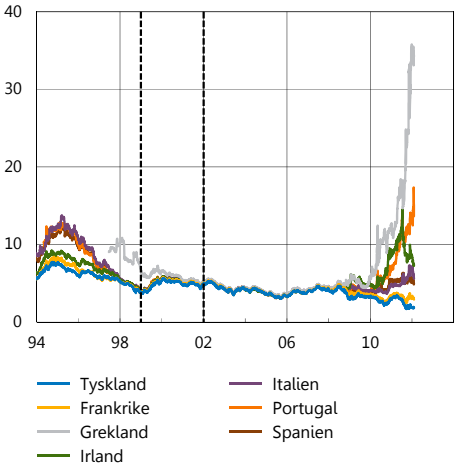
Diagram A2. BNP-utveckling
Index, 2000 = 100



Källor: Eurostat och nationella statistikmyndigheter

[14] Se även fördjupningen "Skuldkrisen i Europa", i Penningpolitisk rapport, oktober 2011.
[15] En bidragande orsak till detta var att de från början främsta förespråkarna för tillväxt- och stabilitetspakten, Tyskland och Frankrike, dels misslyckades med att leva upp till kraven, dels undgick sanktioner.

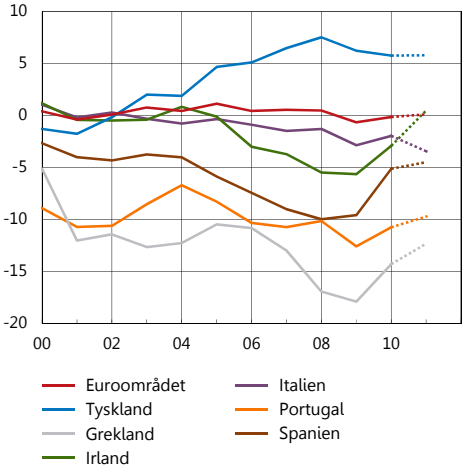
Diagram A3. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent



Anm. Streckade vertikala linjer avser tidpunkterna då euron infördes som elektronisk valuta (1999-01-01) samt då euron infördes som sedlar och mynt (2002-01-01).

Källa: Reuters EcoWin

Diagram A4. Bytesbalanssaldo
Procent av BNP



Anm. Streckad linje avser prognos från EU-kommissionen.

Källa: EU-kommissionen

och Spanien drabbades också av stora kostnader för att rädda de inhemska bankerna, i spåren av krascher på bostadsmarknaderna. Detta gjorde att de offentliga finanserna snabbt försämrades, trots ett relativt bra utgångsläge. I Grekland var statsfinanserna svaga redan i utgångsläget men blev raskt ännu sämre. Det sammantagna resultatet blev att statsskulden i ett flertal länder steg till oroväckande nivåer – skuldkrisen var ett faktum (se diagram A6).

Anledningen till att statsskuldsproblem i vissa länder blev till en kris för hela eurosamarbetet var bland annat att osäkerhet kring vissa länders framtida betalningsförmåga gav upphov till en negativ spiral mellan banker och stater. Bankernas investeringar över nationsgränserna och den finansiella integrationen inom euroområdet gjorde att problemen snabbt spred sig mellan länderna (se diagram A6). Dessutom finns historiska exempel på att länder med fast växelkurs som råkat i statsskuldsproblem blivit föremål för spekulation om devalvering eller övergång till rörlig växelkurs. Detta ökade oron på de finansiella marknaderna för att till exempel Grekland skulle tvingas att lämna eurosamarbetet.

Den akuta krishanteringen och de långsiktiga problemen

I början av 2010 blev situationen för framförallt Grekland, men även för Irland och Portugal, kritisk. Räntorna på dessa länders statsobligationer steg till mycket höga nivåer (se diagram A3). Detta föranledde en rad olika stödinsatser från Internationella valutafonden (IMF), euroländerna och EU. Dessa insatser har successivt behövt utökas.[16] Vid Europeiska rådets möte i december 2011 enades representanterna för euroländerna om målsättningen att tidigarelägga införandet av den permanenta stödfonden ESM (European Stability Mechanism) till juli 2012. Man uttryckte också en avsikt att såväl euroländerna som övriga EU-länder skulle ställa upp med 200 miljarder euro i bilateral utlåning till IMF.[17] En fördel med att använda IMF-lån i krishanteringen är att dessa ofta ställer bindande krav på motprestationer i de berörda länderna.

[16] Se fördjupningen "Skuldkrisen i Europa", Penningpolitisk rapport, oktober 2011.
[17] Euroländerna har beslutat att ställa upp med 150 miljarder euro.

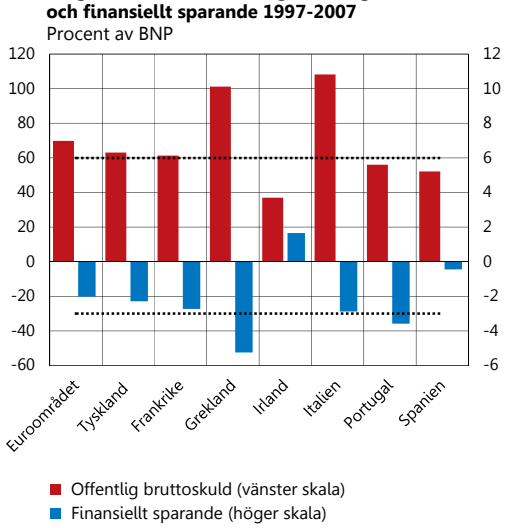
Till den akuta krishanteringen hör också att den europeiska centralbanken ECB, utöver att sänka räntan, nyligen lånat ut pengar på tre års löptid till banker i euroområdet för att förbättra tillgången på likviditet.[18] Syftet är att förbättra finansieringen för främst små och medelstora företag, eftersom dessa står för en stor andel av omsättningen och sysselsättningen bland företagen i euroområdet. Sannolikt har åtgärden även bidragit till en större efterfrågan på statsobligationer kopplade till länder med svaga statsfinanser. Lägre obligationsräntor ökar generellt utrymmet att hantera statsskuldsproblem. Det kan vara särskilt betydelsefullt just nu eftersom flera stora förfall av statsobligationer för länder med statsfinansiella problem inträffar den närmaste tiden (se diagram 1:7).

Det är viktigt att poängtera skillnaden mellan akuta lösningar och långsiktiga åtgärder. Båda behövs var för sig, men bara en kombination av dem kan lösa krisen. De kortsiktiga åtgärderna är helt nödvändiga för att lösa likviditetsproblemen och upprätthålla förtroendet hos de finansiella marknaderna och allmänheten. Utöver detta finns mer långsiktiga utmaningar: att stärka konkurrenskraften, åstadkomma uthållig tillväxt och, inte minst, budgetförstärkningar. Detta krävs för att komma tillrätta med flera av de grundläggande orsakerna till krisen som nämndes inledningsvis. Utmaningarna måste hanteras både av de enskilda länderna och inom själva eurosamarbetet.

Reformer i de enskilda länderna bidrar till minskade obalanser inom euroområdet

Huvudansvaret för att komma tillrätta med de långsiktiga problemen ligger hos länderna själva. Flera av dem har en mycket hög offentlig skuldsättning att hantera. Den framtida skuldutvecklingen är mycket känslig för räntenivån och tillväxttakten framöver. Finanspolitiska åtstramningar (som leder till positivt primärsaldo), högre tillväxt och lägre räntor bidrar till att minska skulden som andel av BNP.[19] Mest effektivt är en kombination av alla dessa tre faktorer, men det kan finnas motsättningar dem emellan, eftersom finanspolitiska åtstramningar tenderar att dämpa tillväxten. Det viktiga är att lansera trovärdiga planer för att uppnå hållbara statsfinanser. Dessutom är trovärdiga åtgärdsprogram en del i den mer kortsiktiga krishanteringen genom att de kan bidra till att förbättra marknadernas förtroende så att inte obligationsräntorna stiger.

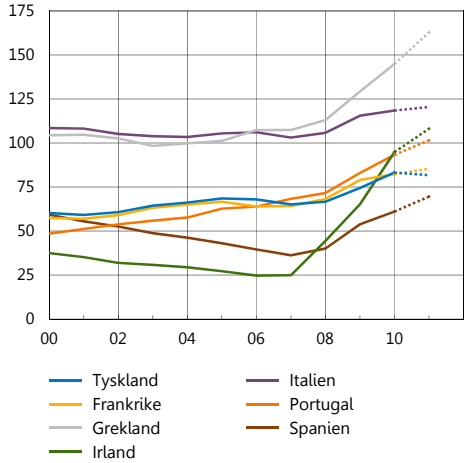
Diagram A5. Genomsnittlig offentlig bruttoskuld och finansiellt sparande 1997-2007
Procent av BNP



Anm. Streckade linjer visar kriterier i stabilitets- och tillväxtpakten där den offentliga skulden ska uppgå till maximalt 60 procent av BNP och underskottet till maximalt 3 procent av BNP.

Källa: EU-kommissionen

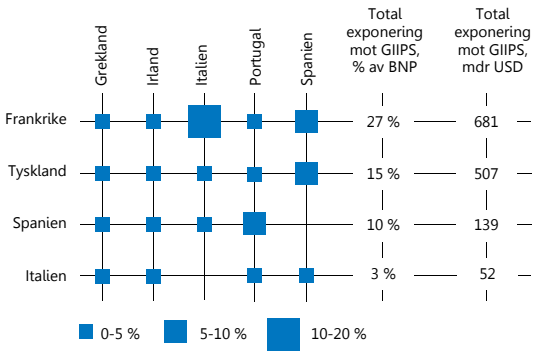
Diagram A6. Statsskuldens utveckling
Procent av BNP



Anm. Streckad linje avser prognos från EU-kommissionen.

Källa: EU-kommissionen

Diagram A7. Stora euroländers bankexponering mot GIIPS-länderna
Procent av BNP, andra kvartalet 2011

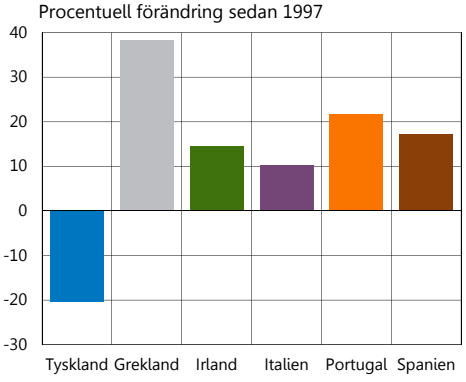


Anm. GIIPS-länderna utgörs av Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien. Data avser internationellt verksamma bankers exponeringar mot motparter utanför det egna landet, enligt rapportering till Bank for International Settlements (BIS). Av figuren framgår exempelvis att franska bankers exponering mot Italien motsvarar 10-20 procent av BNP, och att tyska bankers exponering mot Spanien motsvarar 5-10 procent av BNP.

Källa: BIS

[18] Ett nytt treårigt lån är dessutom inplanerat till den 29 februari 2012.
[19] Se fördjupningen "Hållbar utveckling av statsskuld" i Penningpolitisk rapport, juli 2011.

Diagram A8. Utveckling av arbetskostnad per producerad enhet i förhållande till genomsnittet i euroområdet
Procentuell förändring sedan 1997



Källa: OECD

Samtidigt finns det flera andra utmaningar utöver att förbättra de offentliga finanserna, till exempel att stärka konkurrenskraften (se diagram A8). En förstärkning av konkurrenskraften kan komma till stånd i form av en så kallad intern devalvering, genom att löner och priser ökar långsammare än i övriga euroländer. Att förbättra produktivitetsutvecklingen är också mycket betydelsefullt för såväl den långsiktiga tillväxten som konkurrenskraften.[20]

Både finanspolitiska åtstramningar och interna devalveringar bidrar till minskade obalanser inom euroområdet genom att minska bytesbalansunderskotten: sparandet ökar samtidigt som en förstärkning av konkurrenskraften minskar underskotten i utrikeshandeln.

Lärdomar för eurosamarbetet – ökad finanspolitisk samordning och bättre hantering av obalanser och systemrisker

Under 2011 har EU beslutat om flera reformer av den ekonomiska styrningen inom eurosamarbetet. Förändringarna ska ses som svar på det faktum att tidigare ramverk inte lyckats förhindra skuldkrisens underliggande orsaker: växande ekonomiska obalanser inom euroområdet och hög skuldsättning i flera länder.

Till stora delar omfattar det nya ramverket samtliga EU-länder, alltså även Sverige, men sanktioner vid överträdelser gäller endast för euroländerna.[21]

”6-packet”

Bland reformerna märks det så kallade 6-packet, som trädde i kraft i december 2011. Detta utgörs av fem förordningar och ett direktiv som tillsammans syftar till att förstärka det finanspolitiska ramverket, såväl i EU som helhet som i de enskilda medlemsländerna, samt att skapa en EU-process som förhindrar att makroekonomiska obalanser uppstår i enskilda medlemsländer.

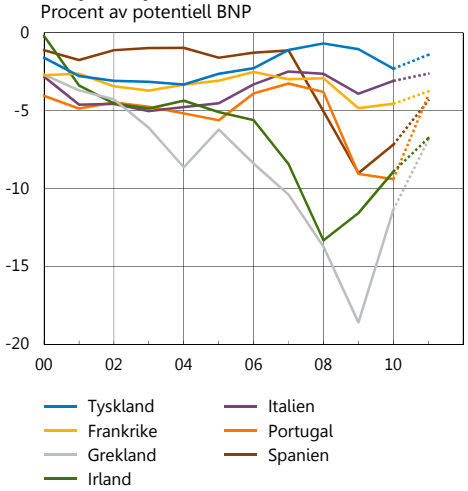
En av de beslutade förändringarna är att man inom ramen för stabilitets- och tillväxtpakten kommer att fästa vikt vid hur offentliga utgifters utveckling i förhållande till BNP (utgiftskvoten) påverkar det offentliga sparandet i enskilda medlemsländer. Syftet är att förhindra att länder använder tillfälligt höga skatteintäkter till permanenta utgiftsökningar. Om ett land vill öka utgiftskvoten måste detta motsvaras av permanenta intäktshöjningar. Man har också satt ett tydligare fokus på den offentliga skuldsättningen, genom att tydliggöra vilka krav som gäller för länder som har en skuldkvot som överstiger referensvärdet på 60 procent av BNP. I så fall måste den del av skuldkvoten som överstiger 60 procent minska med en tjugondel per år.[22]

[20] Utvecklingen av arbetskostnaden per producerad enhet avspeglar skillnaden mellan löneutvecklingen och produktivitetstillväxten.
[21] Den så kallade finanspakten, som diskuteras nedan, är ett mellanstatligt avtal. Alla EU-länder utom Storbritannien och Tjeckien har aviserat sitt deltagande i pakten. Reglerna i pakten kommer dock endast att vara bindande för euroländerna.
[22] Kravet gäller i form av ett genomsnitt över 3 år.

Det ska även bli lättare att utdöma sanktioner mot euroländer, dels genom att sanktionsinstrument kan användas i ett tidigare skede (innan landet hamnat i så kallat underskottsförfarande), dels genom att beslut om sanktioner kommer att kunna fattas med så kallad omvänd kvalificerad majoritet.[23] Det blir då betydligt svårare att gå emot EU-kommissionen om den menar att ett euroland brutit mot reglerna.

Övriga delar av "6-packet" syftar bland annat till att bredda övervakningen så att den också tar hänsyn till makroekonomiska obalanser. Syftet är att stävja obalanser i *enskilda länder*, liknande dem som förekommit i Irland och Spanien. Till hjälp för att identifiera potentiella obalanser finns så kallade score boards, som beskriver hur enskilda medlemsländer förhåller sig till referensvärden för viktiga obalansindikatorer, som bytesbalansens andel av BNP, kredittillväxten och utvecklingen av enhetsarbetskostnaderna. Även i detta fall finns möjlighet att utdöma sanktioner mot euroländer om inte tillräckliga insatser görs för att rätta till obalanserna. Som ett första steg publicerade EU-kommissionen den 14 februari en så kallad Alert Mechanism Report, där man bedömde att 12 EU-länder, däribland Sverige, behöver granskas närmare på grund av tecken på makroekonomiska obalanser.[24]

Diagram A9. Offentligt finansiellt sparande (konjunkturjusterat)
Procent av potentiell BNP



Anm. Streckad linje avser prognos från IMF.
Källa: IMF

Finanspakten

Utöver dessa beslutade förändringar pågår nu ett intensivt arbete för att stärka euroländernas finanspolitiska samordning ytterligare. Det viktigaste elementet är här den så kallade finanspakten, som lanserades av euroländernas stats- och regeringschefer i december 2011. Innehållet fastställdes sedan vid mötet i Europeiska rådet den 30 januari. En av paktens punkter är att införa en minimigräns på -0,5 procent för det offentliga finansiella sparandet över en konjunkturcykel (det så kallade konjunkturjusterade offentliga sparandet) i nationell grundlag eller liknande.[25] Flertalet euroländer behöver förbättra sina konjunkturjusterade offentliga sparanden för att nå upp till detta krav (se diagram A9). Ett ytterligare inslag i pakten är att göra sanktioner för euroländerna ännu svårare att stoppa vid överträdande av regelverket.[26]

En del av finanspakten rör två förordningsförslag från EU-kommissionen som bland annat syftar till att förstärka och tidigarelägga övervakningen av ländernas budgetprocesser. EU-kommissionen ska få ta del av budgeten i ett enskilt land redan innan den presenterats för det nationella parlamentet. Man planerar att underteckna finanspakten vid Europeiska rådets möte den 1-2 mars.

[23] Detta innebär att det krävs en kvalificerad majoritet *mot* sanktioner för att de *inte* ska utdömas.
[24] För Sveriges del påpekades först och främst en kraftigt ökande skuldsättning bland hushållen som en faktor som motiverar ytterligare granskning. Dessutom uppvisar Sverige ett bytesbalansöverskott som överstiger det uppsatta referensvärdet.
[25] Om statsskulden som andel av BNP är väsentligt mindre än 60 procent kan gränsen sänkas till -1 procent. EU-domstolen kommer att få en viktig roll genom att bedöma de olika ländernas lagstiftning. Vid otillräcklig implementering i nationell lag kan böter utdömas motsvarande som mest 0,1 procent av BNP.
[26] Detta innebär bland annat att det räcker med att EU-kommissionen konstaterar brott mot stabilitetspakten för att en omröstning om sanktioner ska komma till stånd. I "6-packet" krävs en omröstning med vanligt majoritetsförfarande för att konstatera brott mot regelverket innan omrösning om sanktioner kan inledas.

ESRB

Insikten om att det är viktigt att bredda perspektivet i övervakningen av den ekonomiska politiken ledde också till att European Systemic Risk Board (ESRB) etablerades i början av 2011. Syftet är att identifiera och tydliggöra *finansiella systemrisker på EU-nivå*. ESRB förfogar inte över några egna bindande instrument för att utöva makrotillsyn utan verkar genom att utfärda varningar och rekommendationer till olika aktörer. Sedan starten har man utfärdat tre offentliga rekommendationer. Dessa har bland annat omfattat riktlinjer för hur medlemsländerna skall bygga upp egna institutioner för makrotillsyn.[27]

Slutsatser

Skuldkrisen har inte bara ställt enskilda länder i euroområdet utan även själva eurosamarbetet inför svåra utmaningar. Den gemensamma penningpolitiken kräver att den övriga ekonomiska politiken samordnas bättre än hittills så att inte för stora obalanser skapas mellan länderna. Utöver de reformer som påbörjats i de enskilda länderna – och som i sig bidrar till minskade obalanser – har nu viktiga steg tagits för att reformera eurosamarbetet i spåren av skuldkrisen. Detta kan ses som en avspegling av att den politiska viljan är stark att se till att eurosamarbetet fortsätter med samtliga medlemsländer. Parallellt krävs också stödåtgärder i den akuta krishanteringen. Att lösa skuldkrisen och reformera eurosamarbetet måste ses som ett långsiktigt arbete.

[27] Se till exempel "ESRB ger rekommendationer om nationella mandat för makrotillsyn och om finansierings- och likviditetsrisk i amerikanska dollar", på Riksbankens webbplats, www.riksbank.se/Press-och-publicerat/Press-och-debatt/Nyheter, 2012-01-17.

Tillväxtekonomierna och Sveriges export

Tillväxtekonomierna utgör en växande andel av världsekonomin och har blivit allt viktigare handelspartner för Sverige. Sedan 2007 har en ökad varuexport till dessa ekonomier kompenserat för minskad svensk varuexport till EU och USA. Exporten till tillväxtekonomierna väntas dock växa långsammare under de närmaste åren eftersom tillväxten i dessa ekonomier förmodas avta.

Tillväxtekonomierna allt viktigare för världsekonomin

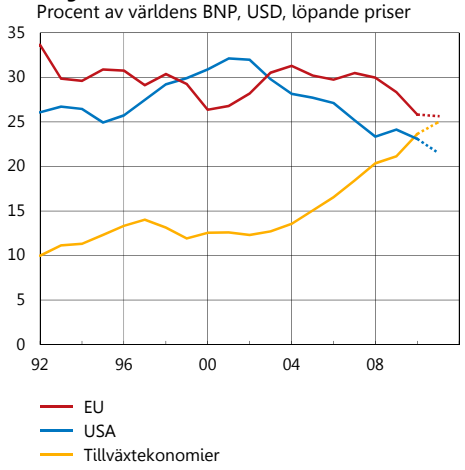
Tillväxtekonomierna, dvs. länder med hög tillväxt i Afrika, Asien, östra Europa och Sydamerika, utgör en växande del av världsekonomin. Under 2011 stod denna grupp av länder för mer än 25 procent av världens BNP, en kraftig ökning från 12 procent under 2002 (se diagram A10). 80 procent av ökningen förklaras av den kraftiga tillväxten i Brasilien, Ryssland, Indien och Kina, de så kallade BRIC-länderna. Bilden är densamma om man ser till internationell handel. OECD-ländernas andel av världens import och export har fallit kraftigt de senaste 10 åren (se diagram A11). Kina står nu ensamt för en lika stor andel av världens export som USA.

Ökad export, i synnerhet till utvecklade ekonomier, har varit den drivande kraften bakom tillväxtekonomiernas utveckling. På senare tid har dock handelsutbytet mellan tillväxtekonomierna blivit allt viktigare. Diagram A12 visar hur en allt större andel av Kinas och Indiens export nu går till andra länder i Asien, medan exporten till EU, och i synnerhet exporten till USA, har minskat i betydelse.

Tillväxtekonomierna allt viktigare exportmarknader för Sverige

Efter den finansiella krisen som började under 2008 har exporttillväxten till flera av Sveriges traditionella handelspartner varit svag. Värdet av varuexporten till bland annat euroområdet, USA och Danmark har sjunkit. Exporten till tillväxtekonomierna har däremot stigit kraftigt, och mer än uppvägt det samlade fallet i exporten till EU och USA (se tabell A1). Den ökade exporten till tillväxtekonomierna reflekterar att det har varit en kraftig ökning i tillväxtekonomiernas samlade import (se diagram A13).[28]

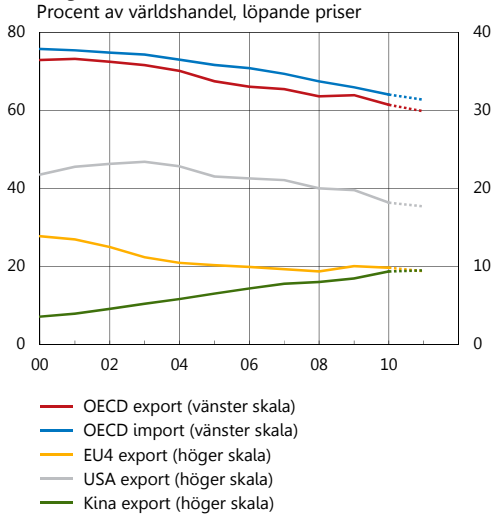
Diagram A10. BNP
Procent av världens BNP, USD, löpande priser



Anm. Urvalet av tillväxtekonomier består av Argentina, Brasilien, Chile, Filippinerna, Indien, Indonesien, Kina, Malaysia, Peru, Polen, Ryssland, Sydafrika, Thailand, Turkiet och Uruguay. Streckad linje avser prognos från IMF.

Källa: IMF

Diagram A11. Andel av internationell handel
Procent av världshandel, löpande priser

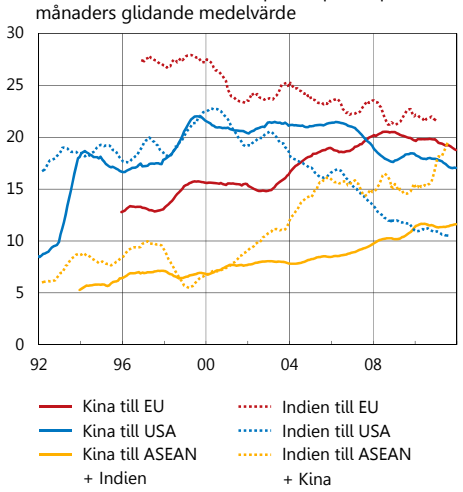


Anm. EU4 är Frankrike, Italien, Tyskland och Storbritannien. Streckad linje avser prognos från OECD.

Källa: OECD

[28] En rad OECD-länder, bland andra Tyskland, USA och Storbritannien, har på samma sätt som Sverige haft en kraftig ökning i exporten till tillväxtekonomierna under perioden från 2007.

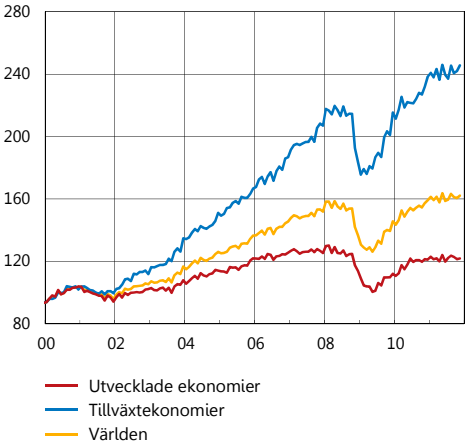
Diagram A12. Indiens och Kinas export fördelad på mottagarländer
Procent av landets totala export, löpande priser, tolv månaders glidande medelvärde



Anm. ASEAN står för Association of Southeast Asian Nations.

Källor: Ministry of Commerce and Industry, India, China National Bureau of Statistics och Reserve Bank of India

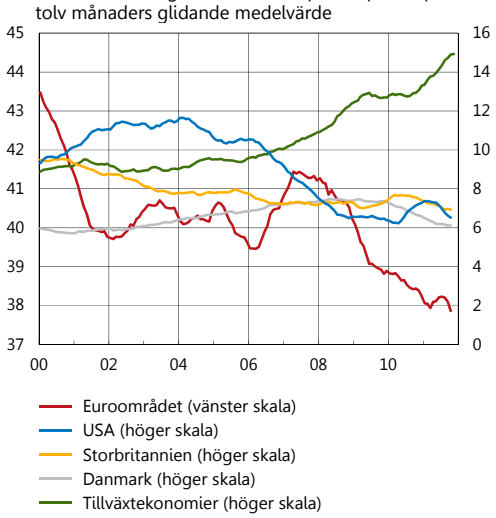
Diagram A13. Import
Index, 2000 = 100



Anm. Tillväxtekonomier definierade av Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Källa: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Diagram A14. Sveriges varuexport fördelad på ett urval mottagarländer
Procent av Sveriges totala varuexport, löpande priser, tolv månaders glidande medelvärde



Anm. Urvalet av tillväxtekonomier består av Argentina, Brasilien, Chile, Filippinerna, Indien, Indonesien, Kina, Malaysia, Peru, Polen, Ryssland, Sydafrika, Thailand och Turkiet.

Källa: SCB

Tabell A1. Sveriges varuexport till EU, USA, och ett urval tillväxtekonomier
Löpande priser, genomsnitt januari till november av månatlig varuexport, miljarder SEK

	2007	2011	Ändring i miljarder kronor 2007 -2011
EU	57,9	56,7	-1,2
USA	7,3	6,4	-0,9
Tillväxtekonomier*	10,4	15,1	4,7

* Argentina, Brasilien, Chile, Filippinerna, Indien, Indonesien, Kina, Malaysia, Peru, Polen, Ryssland, Sydafrika, Thailand och Turkiet.

Källa: SCB

Mätt som andelar av Sveriges totala varuexport är exporten till tillväxtekonomierna nu dubbelt så stor som exporten till traditionellt viktiga handelspartner som USA, Storbritannien och Danmark (se diagram A14). Andelen av varuexporten som går till euroområdet har sjunkit, men området är fortfarande mycket viktigt för svensk export (se diagram A14).[29]

Viss del i avmattningen av svensk export beror på lägre tillväxt i tillväxtekonomierna

Enligt huvudscenariot i denna rapport väntas BNP i euroområdet utvecklas svagt under 2012, och tillväxten bedöms bli långsam också under 2013. Eurokrisen väntas påverka utvecklingen i andra närliggande länder och i huvudscenariot förutses den samlade BNP-tillväxten hos Sveriges traditionella handelspartner (TCW-viktad BNP) bli mycket svag under 2012 och 2013 (se diagram A15). I huvudscenariot förväntas även BNP-tillväxten i tillväxtekonomierna mattas av. Det beror på att tillväxten i exporten till utvecklade ekonomier väntas bli svag, och att inhemsk efterfrågan dämpas något till följd av ett högt ränteläge. I några tillväxtekonomier påverkas dessutom investeringsefterfrågan negativt av fallande fastighetspriser. Den samlade tillväxten i dessa länder förväntas dock fortfarande bli relativt god, över 4 procent per år under prognosperioden (se diagram A15).

Varuexporten, som utgör cirka 70 procent av Sveriges samlade export, föll under det fjärde kvartalet 2011. Vidare tyder utvecklingen i exportorderingången på att tillväxten i exporten kommer att bli svag också under första halvåret 2012. Tillväxten väntas dock öka något under andra halvåret 2012. När tillväxtekonomierna växer långsammare kommer troligen exporttillväxten till dessa ekonomier mattas av. Samtidigt kommer en svag utveckling i exporten till Sveriges traditionella handelspartner verka dämpande på Sveriges export. Tillväxten i den samlade svenska exporten väntas därför bli relativt svag under 2013-2014 jämfört med 2010-2011 (se diagram A15).

[29] De viktigaste länderna för svensk varuexport inom euroområdet är Tyskland (10 procent av Sveriges samlade varuexport), Finland (6 procent), Frankrike (5 procent), Belgien (5 procent), Nederländerna (5 procent) och Italien (2 procent).

Utvecklingen osäker även för tillväxtekonomierna

Prognosen för den ekonomiska utvecklingen i EU och USA är osäker, se kapitel 2, men det finns också osäkerhet om utvecklingen i tillväxtekonomierna. Kina har haft en mycket hög tillväxt i fastighetspriser och krediter de senaste åren. Det är bland annat en följd av tillfälliga stimulansåtgärder, som ökad statlig utlåning och förmånliga lån till byggande. Tillbakadragandet av stimulansåtgärderna och svagare utveckling i export och BNP kan dämpa förtroendet och leda till större fall i fastighetspriserna och därigenom ytterligare dämpa investeringar och inhemsk konsumtion. Vidare är tillväxtekonomierna beroende av god tillgång på råvaror och fossilt bränsle. Om energi- och/eller råvarupriserna skulle öka kraftigt, till exempel till följd av utbudsstörningar, skulle tillväxten i dessa länder dämpas.

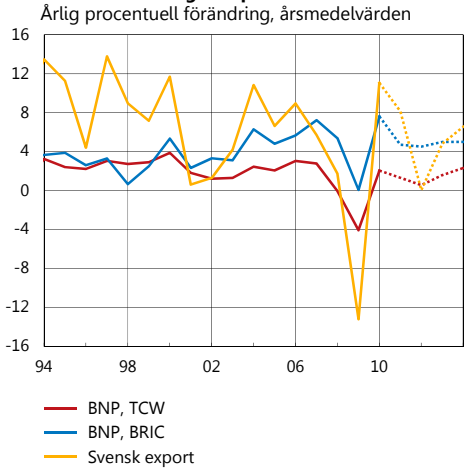
Samtidigt finns faktorer som talar för att utvecklingen kan bli mer positiv än i prognosen. Bland annat kan en mer expansiv penning- och finanspolitik ge högre tillväxt. Inflationen är på väg ned (se diagram A16), och i flera av de största tillväxtekonomierna finns det utrymme att bemöta svagare efterfrågan med mer expansiv penning- och finanspolitik (se tabell A2).

Tabell A2. Ränta, inflation, budgetbalans och statsskuld i BRIC-länderna 2011
Procent. Inflation i årlig procentuell förändring.

	Styrränta	Inflation	Budgetbalans /BNP	Statsskuld /BNP
Brasilien	10,5	6,5	-2,5	65
Ryssland	8,0	6,1	-1,1	12
Indien	8,5	7,5	-7,7	62
Kina	6,6	4,1	-1,6	27

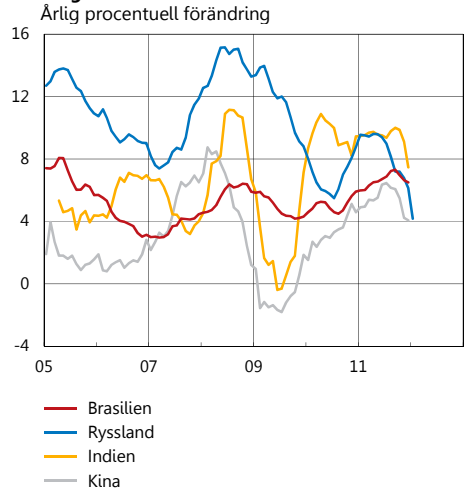
Anm. Styrränta och inflation i december 2011. Prognos från IMF för budgetbalans och statsskuld.
Källa: Nationella källor och IMF

Diagram A15. BNP-tillväxt TCW och BRIC, och tillväxten i Sveriges export
Årlig procentuell förändring, årsmedelvärden



Anm. BRIC-länderna utgörs av Brasilien, Ryssland, Indien och Kina. IMF:s prognos för Brasilien, Indien och Ryssland. BRIC-länderna är viktade med köpkraftsjusterade BNP-vikter.
Källor: IMF och Riksbanken

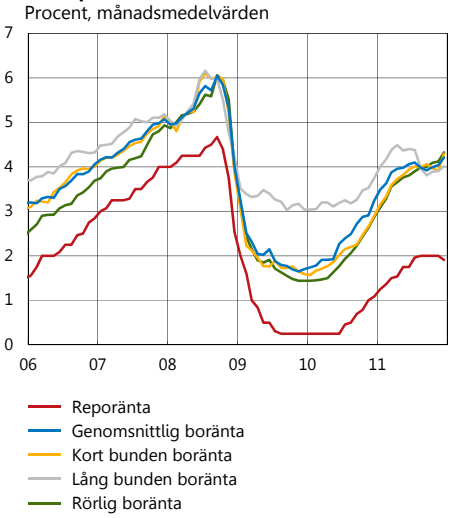
Diagram A16. Inflation i BRIC-länderna
Årlig procentuell förändring



Anm. BRIC-länderna utgörs av Brasilien, Ryssland, Indien och Kina.
Källor: Federal State Statistics Service, Russia, National Bureau of Statistics of China, OECD och Office of the Economic Adviser to the Government of India

Förhållandet mellan reporäntan och räntor till hushåll och företag

Diagram A17. Räntor på nya bolåneavtal till hushåll och reporänta
Procent, månadsmedelvärden



Anm. Rörlig boränta avser bindningstider upp till och med tre månader, kort bunden boränta avser bindningstider längre än tre månader och upp till och med ett år och lång bunden boränta avser bindningstider längre än ett år och upp till och med fem år. Sista observationen avser december.

Källor: SCB och Riksbanken

Skillnaden mellan hushållens rörliga boränta och reporäntan har ökat det senaste året. Det beror dels på att bankernas finansieringskostnader har ökat, dels på att bankerna har ökat sina marginaler på bolån. Men det finns många fler räntor än den rörliga boräntan som har betydelse för ekonomin, till exempel boräntor med längre löptid och utlåningsräntor till företag. Dessa räntor har inte ökat lika mycket som den rörliga boräntan. Hur penningpolitiken ska förhålla sig till ökningar i olika utlåningsräntor beror på hur dessa tillsammans med andra relevanta faktorer påverkar inflationen och resursutnyttjandet.

När Riksbanken ändrar reporäntan sprider sig förändringen till andra räntor. Reporäntan har en direkt inverkan på räntan med den kortaste löptiden, den s.k. dagslåneräntan på interbankmarknaden. Det är den ränta bankerna tillämpar när de lånar till och från varandra från en dag till nästa. Förändringar i dagslåneräntan fortplantar sig sedan till räntor med högre kreditrisker och med längre löptider. I slutändan sprider sig förändringen till de räntor som hushåll och företag får låna till hos finansiella institut. Hur mycket av den ursprungliga förändringen av reporäntan som slår igenom på hushållens och företagens räntor varierar över tiden.

Sedan 2008 har olika riskpremier på finansiella tillgångar stigit och de ligger nu generellt sett på högre nivåer än innan den finansiella krisen bröt ut. Det betyder att skillnaderna har ökat mellan räntor som innehåller kredit- och likviditetsrisk – exempelvis räntor till företag och hushåll – och så kallade riskfria räntor, som exempelvis reporäntan. För bankerna har det här inneburit att deras finansieringskostnader har stigit. Men det är inte bara stigande riskpremier som är förklaringen till att de rörliga bolåneräntorna har stigit – bankerna har även ökat sina marginaler. För hushållen har det sammantaget bidragit till att de rörliga boräntorna har ökat med drygt 1,4 procentenheter under 2011, vilket är mer än vad reporäntan har höjts med under samma period.[30] Samtidigt har boräntor med långa räntebindningstider endast stigit med drygt 0,2 procentenheter. Den genomsnittliga boränta som hushållen möter har därför inte stigit i samma utsträckning som räntan på de kortaste rörliga bolånen (se diagram A17).

De genomsnittliga boräntorna stiger

Hushållen kan välja att ta bolån med olika räntebindningstider. Under 2008-2010 tecknades ca 70 procent av de nya bolånen till rörlig ränta. Det senaste året har den andelen sjunkit. I dagsläget är andelen nya bolån med rörlig ränta ungefär 50 procent. Av de nya lån som

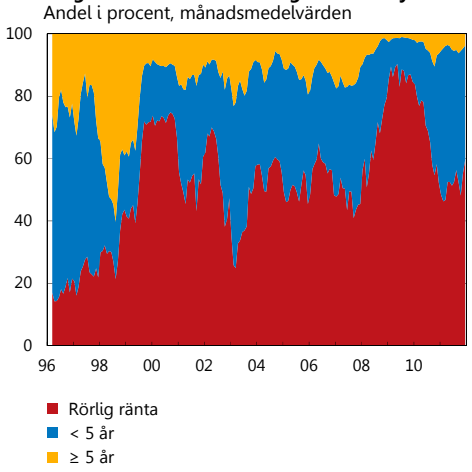
[30] Reporäntan höjdes med 0,75 procentenheter under första halvåret 2011 och var därefter oförändrad fram till slutet av året då den sänktes med 0,25 procentenheter.

har bunden ränta har drygt hälften en räntebindningstid upp till tre år och resterande del har en längre räntebindningstid. Andelen nya bolån med rörlig respektive bunden ränta ligger i dagsläget på nivåer som motsvarar det historiska genomsnittet (se diagram A18).

För att mäta hur den genomsnittliga räntan som hushållen betalar har förändrats kan två olika mått användas: genomsnittsräntan på nya avtal eller den genomsnittliga räntan för hela bolånestocken. Det första alternativet är den ränta som hushållen i genomsnitt får betala för nyupptagna eller omförhandlade bolån.[31] Det andra alternativet är den genomsnittliga räntan på samtliga lån för bostadsändamål. Räntor på nya avtal påverkar i vilken utsträckning hushållen väljer att teckna nya bostadslån och med vilka räntebindningstider, medan den genomsnittliga räntenivån på hela bolånestocken påverkar hushållens samlade konsumtionsutrymme. I dagsläget befinner sig genomsnittsräntan på nya avtal och genomsnittsräntan på hela bolånestocken på ungefär samma nivå. Dessa genomsnittliga räntor har under det senaste året ökat med knappt 1 procentenhet, dvs. med något mer än reporäntan (se diagram A19).

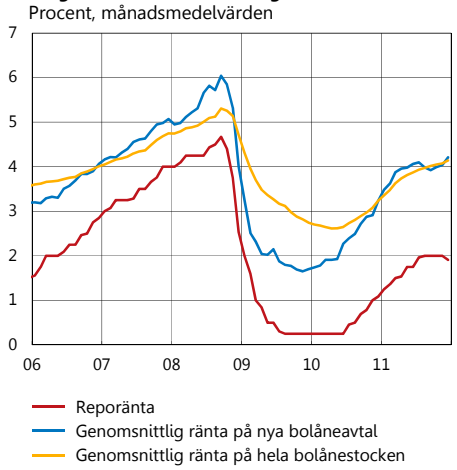
De räntor som hushållen betalar kan grovt delas upp i tre delar, en riskfri del kopplad till reporäntans nuvarande nivå och förväntade utveckling, ett påslag relaterat till ytterligare finansieringskostnader för bankerna och slutligen en marginal. Efter en kort beskrivning av den svenska bolånestockens finansiering illustreras bakgrunden till dessa påslag i nästa avsnitt med en kort bolåneränta som exempel.

Diagram A18. Räntebindningstider för nya bolån
Andel i procent, månadsmedelvärden



Anm. Bostadsinstitutens nya lån till hushåll fördelade på räntebindningstid. Sista observationen avser december 2011.
Källa: SCB

Diagram A19. Genomsnittliga boräntor till hushåll
Procent, månadsmedelvärden



Anm. Sista observationen avser december 2011.
Källor: SCB och Riksbanken

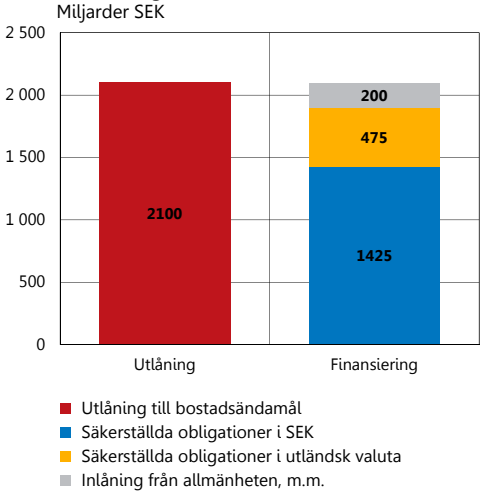
Svenska bolån – bankernas finansiering

När en bank ger ut ett bolån behöver den finansiera lånet. Normalt sett har ett bolån till svenska hushåll en löptid på cirka 40 år medan hushållens räntebindningstid är betydligt kortare.[32] Även om ungefär hälften av bankernas utlåningsvolym har kort räntebindningstid så måste deras finansiering ha betydligt längre löptid än så. Annars måste bankerna ofta vända sig till kapitalmarknaderna för förnyad finansiering, vilket kan skapa risker under perioder av finansiell stress. De svenska bankerna använder sig främst av så kallade säkerställda obligationer för att finansiera bolån.[33] I genomsnitt är löptiden på dessa obligationer cirka 3 år.

Hur ser finansieringen av bostadsutlåningen ut i praktiken? I november 2011 uppgick bankernas utlåning till bostadsändamål till svenska hushåll till ca 2 100 miljarder kronor. Samtidigt är den utestående stocken av säkerställda obligationer ca 1 900 miljarder kronor, vilket innebär att dessa därmed finansierar större delen av bankernas bostadsutlåning. Ungefär 75 procent av de säkerställda obligationerna är emitterade i svenska kronor och 25 procent är emitterade i övriga valutor, främst i euro. Det som emitterats i utländsk valuta omvandlas till kronor via byteskontrakt för att finansiera

[31] Den genomsnittliga räntebindningstiden på hushållens nya bolån har sedan 2005 varit 1,4 år.
[32] Amorteringstiden kan däremot vara betydligt längre, upp emot 100 år. För mer information se "*Den svenska bolånemarknaden och bankernas kreditgivning*", ,Finansinspektionen, 2010.
[33] En säkerställd obligation garanteras av banken som emitterar den. Dessutom garanteras obligationen av specifika tillgångar (vanligtvis hypotekskrediter) som i händelse av bankens konkurs tillfaller ägaren av obligationen.

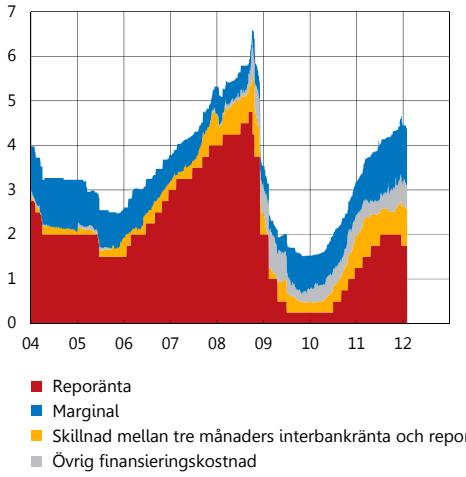
Diagram A20. Den svenska bolånestockens finansiering
Miljarder SEK



Anm. November 2011.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A21. Uppdelning av tremånaders bolåneränta
Procent



Anm. Avser genomsnittet av listade boräntor från banker och bostadsinstitut. Listade bostadsräntor är de räntor som Nordea, SBAB, SEB, Swedbank Hypotek och Stadshypotek publicerar bland annat i dagspressen. I detta exempel består marginal av övriga kostnader förknippade med bolån samt vinstmarginal.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

svenska bolån. Resterande del av bostadsstocken, alltså cirka 200 miljarder kronor, finansierar bankerna bland annat via sin inlåning (se diagram A20).[34]

Vilka är då de kostnader som uppstår när banken ska finansiera ett bolån med rörlig ränta? I grund och botten handlar det alltså om att banken emitterar långfristiga obligationslån med fast ränta, men vill omvandla dessa så att den själv betalar en kort rörlig marknadsränta som bättre följer den ränta som kunderna betalar på det rörliga lånet. För att kunna göra detta genomförs en rad finansiella transaktioner med hjälp av så kallade byteskontrakt, där banken slutligen betalar en tremånaders interbankränta samt ett påslag .[35] Interbankräntan är därmed en viktig referensränta när banker bestämmer räntan på ett rörligt bolån men den speglar inte bankens totala finansieringskostnad.

I diagram A21 visas som ett exempel hur en tremånaders listad boränta kan delas upp i finansieringskostnad, dvs. reporäntan (rött) plus övriga finansieringskostnader (gul och grå) samt marginal (blå).[36] Summan av de röda och gula fälten är en tre månaders interbankränta. Det grå fältet motsvarar den kostnad utöver interbankräntan som bankerna betalar för att emittera långfristiga obligationslån med fasta ränteflöden och omvandla dessa till kort räntebindningstid.

Det blå fältet i diagrammet illustrerar bankernas marginal. Marginalen ska även täcka andra kostnader som uppstår för banken i samband med bolånet som exempelvis administrativa kostnader och kostnader för att hålla en reserv av likvida tillgångar. Lite förenklat kan man säga att det av marginalen som blir kvar efter avdrag för dessa kostnader blir bankens vinst.

Flera faktorer påverkar boräntorna

Den ökade skillnaden mellan reporäntan och den korta utlåningsräntan det senaste året beror dels på att bankerna har fått högre finansieringskostnader, dels på att de ökat sina marginaler. En jämförelse med perioden före 2008 visar att bankernas finansieringskostnader utöver reporäntan är högre i dagsläget. Att finansieringskostnaderna ökat beror på flera faktorer. Den ökade oron kring eurosamarbetet det senaste året har lett till högre riskpremier, vilket har bidragit till stigande interbankräntor även i Sverige. En del av denna uppgång beror alltså på den finansiella krisen och kommer sannolikt inte att bestå när marknadsläget stabiliseras framöver. Samtidigt är det inte troligt att riskpremierna återgår till de låga nivåer vi såg innan den finansiella krisen bröt ut. Mycket talar för att prissättningen av kredit- och likviditetsrisker då var för låg. Ett exempel är att det före 2008

[34] Den resterande delen av bolånestocken kan bankerna även finansiera genom att ge ut certifikat, förlagslån samt genom att låna på interbankmarknaden.

[35] För att säkerställa en långfristig finansiering kan banken emittera obligationer med långfristiga löptider (ca två till fem år) som den sedan med hjälp av byteskontrakt omvandlar till kortfristig räntebindningstid. På så sätt har banken säkerställt sin egen upplåning under en längre tid samtidigt som räntebindningstiden på bankens finansieringskostnad blir densamma som på bankkundens bolån. Bankerna omvandlar sitt fasta ränteflöde till ett rörligt ränteflöde genom att ingå en så kallad ränteswap. Det är ett avtal mellan två parter att utbyta en viss ränta mot en annan ränta under en i förväg bestämd tidsperiod och i enlighet med vissa villkor.

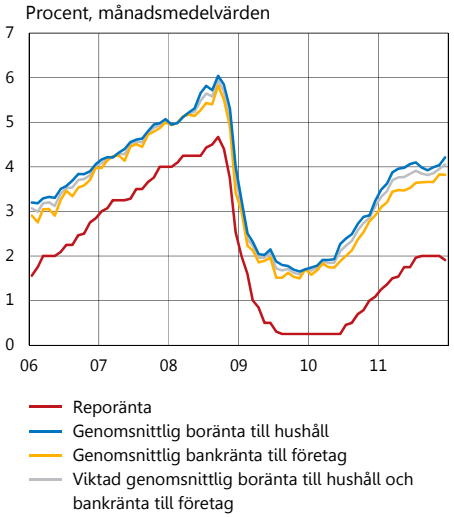
[36] En listad boränta är bankernas officiella utlåningsränta. Denna listade ränta är i regel något högre än den faktiska ränta som hushållen får på sina nya avtal. För närvarande är skillnaden i genomsnitt ungefär 0,2 procentenheter.

knappast kostade bankerna något extra utöver interbankräntan att omvandla långfristiga lån till kort löptid. Det speglade sannolikt bland annat att risken för att en bank skulle gå i konkurs ansågs vara försumbar. Idag är riskmedvetenheten större. Det tyder alltså på att riskpremier inte kommer att återgå till de låga nivåer som gällde innan den finansiella krisen bröt ut.

Enligt uppdelningen i diagram A21 har marginalerna ökat den senaste tiden, vilket ska ses i ljuset av att konkurrensförhållandet på bolånemarknaden har förändrats. Åren före krisen ökade konkurrensen vilket pressade ner marginalerna på bolånemarknaden. I och med den oro som uppkom på finansmarknaderna 2008 avtog konkurrensen och marginalerna ökade och har sedan dess stannat kvar på högre nivåer. När Basel III-regleringen träder i kraft måste banker hålla mer kapital och likvida medel. På kort sikt kan detta ha bidragit till högre finanseringskostnader. Men på sikt borde ökade regleringar leda till samhällsekonomiska vinster i form av stabilare finansiella marknader vilket borde speglas i gradvis lägre riskpremier och lägre avkastningskrav för banksektorn som helhet.

Sammantaget väntas dagens skillnad mellan rörlig bolåneränta och reporänta sannolikt ligga kvar på en förhöjd nivå under en tid för att därefter minska något.

Diagram A22. Genomsnittliga boräntor till hushåll och bankräntor till företag på nya avtal samt reporänta
Procent, månadsmedelvärden



Anm. Grå linje är hushållens genomsnittsränta viktad med andelen lån till hushåll och företagens genomsnittsränta viktad med andelen lån till företag. I december uppgick andelen lån till hushåll och företag till 60 respektive 40 procent. Sista observationen avser december 2011.

Källor: SCB och Riksbanken

Företagsräntor stiger mindre än bolåneräntor

De räntor som hushållen möter spelar en viktig roll för sparande och konsumtion, men även räntorna som företagen betalar har betydelse för utvecklingen i ekonomin som helhet.

Företagen möter en rad olika räntor eftersom de kan välja att finansiera sig både via obligationsmarknaden och med banklån. Det är dock främst större företag som kan vända sig till obligationsmarknaden för finansiering. För mindre och medelstora företag är banklån den viktigaste finansieringskällan. Dessutom kan företagen finansiera sig med hjälp av koncernlån och via exempelvis Svensk Exportkredit. De räntor som företagen i genomsnitt betalar på banklån har stigit med 0,9 procentenheter under det senaste året vilket är något mer än reporäntan (se diagram A22). De genomsnittliga räntor som företagen betalar på nya lån har dock inte ökat lika mycket som motsvarande räntor för hushållens bolån.

I diagram A22 visas även den genomsnittliga ränta som hushållen och företagen sammantaget betalar på nya banklån. Detta mått fångar upp ett antal av de räntor som påverkar ekonomin.

Högre utlåningsräntor minskar efterfrågan i ekonomin och beaktas i prognoserna

Utlåningsräntor till hushåll och företag är en viktig del av den penningpolitiska transmissionsmekanismen från reporäntan till ekonomin i stort. De senaste åren har skillnaderna mellan dessa utlåningsräntor och reporäntan ökat och det påverkar prognoserna. När utlåningsräntan höjs brukar kreditgivningen till hushåll och företag minska och därmed minskar också den allmänna efterfrågan i ekonomin. Riksbanken räknar löpande på hur exempelvis hushållens disponibla inkomster påverkas av olika utlåningsräntor. En stigande bolåneränta ger, allt annat lika, mindre konsumtionsutrymme för hushållen, lägre BNP-tillväxt, sämre utveckling på arbetsmarknaden och ett lägre kostnadstryck. Därtill påverkas investeringar i bostäder samt företagens investeringar. Allt detta beaktas i prognoser för den svenska ekonomiska utvecklingen.

Det går dock inte att ange en generell handlingsregel för hur reporäntan bör anpassas till högre utlåningsräntor. Penningpolitiken syftar i första hand till att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt dess normala nivå. Vid varje penningpolitiskt beslut görs en samlad bedömning av utsikterna för inflationen och resursutnyttjandet, som påverkas av en mängd faktorer, däribland utlåningsräntornas utveckling. Det är därför inte möjligt att ange hur penningpolitiken bör reagera enbart utifrån det faktum att bolåneräntorna är relativt höga i förhållande till reporäntan.

Appendix

- Tabeller
- Översikt över fördjupningar 2009-2011
- Tidigare räntebeslut
- Ordlista

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport/uppföljning anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos
Procent, kvartalsmedelvärden

	2011 kv 4	2012 kv 1	2012 kv 2	2013 kv 1	2014 kv 1	2015 kv 1
Reporänta	2,0	1,6 (1,7)	1,5 (1,7)	1,5 (1,8)	2,2 (2,6)	3,0

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation
Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2010	2011	2012	2013	2014
KPI	1,2	3,0 (3,0)	1,4 (1,5)	1,9 (2,0)	2,9 (2,7)
KPIF	2,0	1,4 (1,4)	1,1 (1,2)	1,7 (1,7)	2,1 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,5	1,0 (1,0)	1,3 (1,3)	1,6 (1,7)	2,0 (2,0)
HIKP	1,9	1,4 (1,4)	1,1 (1,1)	1,7 (1,7)	2,1 (2,0)

Anm. Prognosen för KPI avser den årliga förändringstakten i reviderade indextal (den så kallade inflationstakten). Denna kommer temporärt att överstiga förändringstakten i KPI under 2011. KPIF är KPI med fast bostadsränta. HIKP är ett EU-harmoniserat index för konsumentpriser.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning
Procent om ej annat anges, årsgenomsnit

	2010	2011	2012	2013	2014
Reporänta	0,5	1,8 (1,8)	1,5 (1,7)	1,7 (2,1)	2,5 (2,9)
10-årsränta	2,9	2,6 (2,6)	2,0 (1,9)	2,9 (2,9)	3,7 (3,7)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	129,2	122,3 (122,3)	120,6 (122,0)	118,6 (119,1)	119,0 (119,3)
Offentligt finansiellt sparande*	-0,1	0,3 (0,5)	-0,2 (0,4)	-0,2 (0,4)	0,3 (0,8)

* Procent av BNP
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar
Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	2010	2011	2012	2013	2014
Euroområdet (0,14)	1,8	1,5 (1,6)	-0,1 (0,2)	1,3 (1,4)	2,2 (2,3)
USA (0,20)	3,0	1,7 (1,7)	2,2 (1,9)	2,5 (2,4)	3,2 (3,2)
Japan (0,06)	4,5	-1,0 (-0,2)	1,5 (2,1)	1,5 (1,5)	0,8 (0,8)
OECD (0,55)	3,1	1,8 (1,8)	1,5 (1,6)	2,1 (2,2)	2,7 (2,7)
TCW-vägd (0,47)	2,1	1,3 (1,4)	0,6 (0,8)	1,6 (1,7)	2,3 (2,4)
Världen (1,00)	5,1	3,8 (3,9)	3,5 (3,7)	4,0 (4,0)	4,3 (4,2)

Anm. Inom parentes anges köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen 2010 enligt IMF.

KPI	2010	2011	2012	2013	2014
Euroområdet (HIKP)	1,6	2,7 (2,7)	2,1 (1,8)	1,6 (1,4)	1,7 (1,6)
USA	1,6	3,2 (3,2)	1,7 (2,0)	1,5 (1,2)	1,9 (1,4)
Japan	-0,7	-0,3 (-0,3)	-0,5 (-0,5)	-0,3 (-0,3)	-0,2 (-0,2)
TCW-vägd	1,6	2,6 (2,7)	1,9 (1,8)	1,5 (1,4)	1,7 (1,6)

	2010	2011	2012	2013	2014
Styrränta i omvärlden, TCW-vägd	0,5	0,8 (0,8)	0,4 (0,5)	0,5 (0,7)	1,0 (1,6)
Råoljepris, USD/fat Brent	80	111 (111)	111 (107)	107 (102)	101 (98)
Svensk exportmarknad	9,5	3,6 (3,9)	2,6 (2,8)	4,5 (4,6)	6,0 (6,0)

Anm. Svensk exportmarknad beräknas genom en sammanvägning av importen i de 15 länder som mottar mest svensk export. Cirka 70 procent av den svenska exporten går till dessa länder. Vikterna utgörs av respektive lands andel av svensk varuexport.
Källor: Eurostat, IMF, Intercontinental Exchange, OECD och Riksbanken

Tabell 5. Försörjningsbalans
Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2010	2011	2012	2013	2014
Hushållens konsumtion	3,7	1,5 (1,5)	0,6 (0,6)	1,7 (2,5)	3,0 (2,7)
Offentlig konsumtion	2,1	1,8 (1,8)	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)
Fasta bruttoinvesteringar	6,6	5,9 (5,9)	1,8 (2,1)	4,2 (3,8)	5,4 (4,8)
Lagerinvesteringar*	2,0	0,6 (0,6)	-0,9 (-1,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,1)
Export	11,1	8,1 (8,5)	0,0 (1,9)	4,8 (4,5)	6,5 (5,5)
Import	12,7	5,6 (5,7)	-1,8 (-1,3)	4,8 (4,9)	6,5 (5,9)
BNP	5,6	4,5 (4,6)	0,7 (1,3)	2,1 (2,3)	3,2 (2,6)
BNP, kalenderkorrigerad	5,3	4,5 (4,6)	1,0 (1,7)	2,1 (2,3)	3,3 (2,7)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	3,6	2,3 (2,3)	0,8 (0,8)	1,8 (2,1)	2,5 (2,3)
Nettoexport*	0,0	1,6 (1,8)	0,8 (1,5)	0,4 (0,2)	0,6 (0,3)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,3	7,0 (7,2)	7,6 (8,4)	7,7 (8,3)	7,9 (8,3)

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter
Anm. Siffrorna avser faktiska, ej kalenderkorrigerade, tillväxttakter, om ej annat anges. NR avser nationalräkenskaperna.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 6. Produktion och sysselsättning
Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2010	2011	2012	2013	2014
Folkmängd, 16-64 år	0,5	0,3 (0,3)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Potentiellt arbetade timmar	0,9	0,5 (0,5)	0,4 (0,4)	0,3 (0,3)	0,3 (0,3)
BNP, kalenderkorrigerad	5,3	4,5 (4,6)	1,0 (1,7)	2,1 (2,3)	3,3 (2,7)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	1,7	1,3 (1,3)	0,2 (0,4)	0,6 (0,6)	1,1 (1,0)
Sysselsatta, 15-74 år	1,0	2,1 (2,1)	0,2 (0,3)	0,1 (0,3)	0,9 (0,8)
Arbetskraft, 15-74 år	1,1	1,2 (1,1)	0,4 (0,3)	0,1 (0,2)	0,1 (0,1)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,4	7,5 (7,5)	7,7 (7,5)	7,7 (7,5)	7,0 (6,8)

* Procent av arbetskraften
Anm. Med potentiellt arbetade timmar avses den långsiktigt hållbara nivån på antal arbetade timmar enligt Riksbankens bedömning.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

	2010	2011	2012	2013	2014
Timlön, KL	2,6	2,7 (2,7)	3,3 (3,2)	3,1 (3,2)	3,4 (3,4)
Timlön, NR	1,3	4,3 (4,6)	3,8 (3,8)	3,4 (3,5)	3,6 (3,7)
Arbetsgivaravgifter*	-0,3	-0,2 (-0,2)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Arbetskostnad per timme, NR	1,0	4,1 (4,4)	3,8 (3,8)	3,4 (3,5)	3,6 (3,7)
Produktivitet	3,6	3,2 (3,3)	0,8 (1,3)	1,5 (1,7)	2,2 (1,8)
Arbetskostnad per producerad enhet	-2,5	0,9 (1,1)	2,9 (2,5)	1,8 (1,8)	1,4 (1,9)

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter
Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, kollektiva avgifter och löneskatter dividerat med totalt antal arbetade timmar, säsongsrensade data. Arbetskostnad per producerad enhet definieras som arbetskostnad dividerat med säsongsrensat förädlingsvärde i fast pris.
Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Tabell 8. Alternativscenario: svagare krona och svagare omvärld
Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014
BNP i omvärlden	1,3 (1,3)	0,1 (0,6)	0,1 (1,6)	1,0 (2,3)
KPI i omvärlden	2,6 (2,6)	1,8 (1,9)	0,8 (1,5)	0,3 (1,7)
Styrränta i omvärlden, procent	0,8 (0,8)	0,4 (0,4)	0,3 (0,5)	0,1 (1,0)
KPIF	1,4 (1,4)	1,6 (1,1)	3,1 (1,7)	2,0 (2,1)
Timgap, procent	-1,1 (-1,1)	-1,8 (-1,3)	-1,4 (-1,1)	-1,1 (-0,3)
Reporänta, procent	1,8 (1,8)	1,2 (1,5)	1,3 (1,7)	1,3 (2,5)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. TCW-vägda omvärldsvariabler. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 9. Alternativscenario: starkare krona och svagare omvärld
Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014
KPIF	1,4 (1,4)	0,9 (1,1)	1,0 (1,7)	1,6 (2,1)
Timgap, procent	-1,1 (-1,1)	-2,5 (-1,3)	-3,3 (-1,1)	-2,3 (-0,3)
Reporänta, procent	1,8 (1,8)	0,5 (1,5)	-1,5 (1,7)	-0,5 (2,5)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 10. Alternativscenario: starkare krona, svagare omvärld och bindande nollrestriktion
Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014
KPIF	1,4 (1,4)	0,9 (1,1)	0,3 (1,7)	0,6 (2,1)
Timgap, procent	-1,1 (-1,1)	-2,5 (-1,3)	-3,9 (-1,1)	-3,5 (-0,3)
Reporänta, procent	1,8 (1,8)	0,7 (1,5)	0,0 (1,7)	0,0 (2,5)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 11. Alternativscenario: svagare krona och starkare omvärld
Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014
BNP i omvärlden	1,3 (1,3)	0,8 (0,6)	2,3 (1,6)	3,0 (2,3)
KPI i omvärlden	2,6 (2,6)	2,0 (1,9)	1,9 (1,5)	2,4 (1,7)
Styrränta i omvärlden, procent	0,8 (0,8)	0,5 (0,4)	0,5 (0,5)	1,4 (1,0)
KPIF	1,4 (1,4)	1,4 (1,1)	2,4 (1,7)	2,0 (2,1)
Timgap, procent	-1,1 (-1,1)	-0,6 (-1,3)	0,3 (-1,1)	0,6 (-0,3)
Reporänta, procent	1,8 (1,8)	2,2 (1,5)	3,8 (1,7)	3,9 (2,5)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. TCW-vägda omvärldsvariabler. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 12. Alternativscenario: högre reporänta
Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014
Reporänta, procent	1,8 (1,8)	1,7 (1,5)	1,8 (1,7)	2,5 (2,5)
KPIF	1,4 (1,4)	1,1 (1,1)	1,6 (1,7)	2,0 (2,1)
KPI	3,0 (3,0)	1,5 (1,4)	1,7 (1,9)	2,7 (2,9)
Timgap, procent	-1,1 (-1,1)	-1,4 (-1,3)	-1,2 (-1,1)	-0,4 (-0,3)
Arbetslöshet, 15-74 år*	7,5 (7,5)	7,7 (7,7)	7,9 (7,7)	7,1 (7,0)
BNP-gap, procent	-0,5 (-0,5)	-1,3 (-1,2)	-1,4 (-1,1)	-0,3 (-0,1)

* Procent av arbetskraften
Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 13. Alternativscenario: lägre reporänta
Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014
Reporänta, procent	1,8 (1,8)	1,3 (1,5)	1,6 (1,7)	2,5 (2,5)
KPIF	1,4 (1,4)	1,2 (1,1)	1,9 (1,7)	2,1 (2,1)
KPI	3,0 (3,0)	1,3 (1,4)	2,1 (1,9)	3,1 (2,9)
Timgap, procent	-1,1 (-1,1)	-1,3 (-1,3)	-0,9 (-1,1)	-0,1 (-0,3)
Arbetslöshet, 15-74 år*	7,5 (7,5)	7,7 (7,7)	7,6 (7,7)	6,8 (7,0)
BNP-gap, procent	-0,5 (-0,5)	-1,1 (-1,2)	-0,8 (-1,1)	0,1 (-0,1)

* Procent av arbetskraften
Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Översikt över fördjupningar 2009-2011[37]

2009

2009 Februari Penningpolitiska alternativ vid finansiell kris och oro för deflation
2009 Februari Den finansiella krisen och penningpolitikens effekter
2009 Februari Den senaste tidens kronförsvagning
2009 Februari Riksbankens företagsintervjuer i december 2008 – januari 2009
2009 Juli Penningpolitik när räntan är nära noll
2009 Juli Skillnader i finansiell struktur och krisåtgärder i olika länder
2009 Juli Globala obalanser, sparande och efterfrågan i krisens spår
2009 Juli Riksbankens företagsintervjuer i maj 2009
2009 Oktober Utvärdering av olika penningpolitiska alternativ
2009 Oktober Okonventionella åtgärder och risk för inflation
2009 Oktober Utfasning av okonventionella åtgärder
2009 Oktober Bostadspriserna i Sverige

2010

2010 Februari Vad är en normal reporänta?
2010 Februari Årets avtalsrörelse bedöms ge låga löneökningar
2010 Juli Stora behov att stärka offentliga finanser
2010 Juli Effekter av ett fall i bostadspriserna
2010 Juli Hur brukar återhämtningen i produktiviteten se ut?
2010 Juli KPI och mått på underliggande inflation
2010 Oktober Varför högre tillväxt i Sverige än i euroområdet och USA?
2010 Oktober Basel III – skärpta regler för banker
2010 Oktober Reporäntebanan och penningpolitiska förväntningar enligt implicita terminsräntor
2010 Oktober Drivkrafterna bakom trenderna i ekonomin kan analyseras med en produktionsfunktion

2011

2011 Februari Finanskrisens effekter på arbetsmarknaden – en jämförelse av Sverige, euroområdet och USA
2011 Februari Lägre styrränta i omvärlden och i Sverige
2011 Februari Hur gör Riksbanken prognoser på längre marknadsräntor?
2011 Februari Effekter av Basel III på den makroekonomiska utvecklingen
2011 Juli Hållbar utveckling av statsskuld?
2011 Juli Låg arbetslöshet – en utmaning
2011 Juli Den senaste tidens utveckling av inflationsförväntningarna
2011 Oktober Likheter och skillnader mellan det aktuella läget och 2008-2009
2011 Oktober Skuldkrisen i Europa
2011 Oktober Ny avtalsrörelse i ett osäkert ekonomiskt läge

[37] En förteckning över fördjupningar från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se

Tidigare räntebeslut[38]

Mötesdatum	Reporänta (procent)	Beslut (procentenheter)	Penningpolitisk rapport
2007			
14 februari	3,25	+0,25	2007:1
29 mars	3,25	0	*Ingen rapport*
3 maj	3,25	0	*Ingen rapport*
19 juni	3,50	+0,25	2007:2
6 september	3,75	+0,25	*Ingen rapport*
29 oktober	4,00	+0,25	2007:3
18 december	4,00	0	Penningpolitisk uppföljning
2008			
12 februari	4,25	+0,25	2008:1
22 april	4,25	0	Penningpolitisk uppföljning
2 juli	4,5	+0,25	2008:2
3 september	4,75	+0,25	Penningpolitisk uppföljning
8 oktober	4,25	-0,50	*Extramöte, ingen rapport*
22 oktober	3,75	-0,50	2008:3
3 december	2,00	-1,75	Penningpolitisk uppföljning
2009			
10 februari	1,00	-1,00	Februari 2009
20 april	0,50	-0,50	Penningpolitisk uppföljning
1 juli	0,25	-0,25	April 2009
2 september	0,25	0	Penningpolitisk uppföljning
21 oktober	0,25	0	Oktober 2009
15 december	0,25	0	Penningpolitisk uppföljning
2010			
10 februari	0,25	0	Februari 2010
19 april	0,25	0	Penningpolitisk uppföljning
30 juni	0,50	+0,25	Juli 2010
1 september	0,75	+0,25	Penningpolitisk uppföljning
25 oktober	1,00	+0,25	Oktober 2010
14 december	1,25	+0,25	Penningpolitisk uppföljning
2011			
14 februari	1,5	+0,25	Februari 2011
19 april	1,75	+0,25	Penningpolitisk uppföljning
4 juli	2,00	+0,25	Juli 2011
6 september	2,00	0	Penningpolitisk uppföljning
26 oktober	2,00	0	Oktober 2011
19 december	1,75	-0,25	Penningpolitisk uppföljning

[38] En förteckning över historiska räntebeslut från och med 1999 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Ordlista

AKU: Arbetskraftsundersökningar. Månatlig enkätundersökning som utförs av SCB för att mäta bland annat arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet.

Arbetskostnad: Total kostnad för arbetskraft enligt nationalräkenskaperna, det vill säga summan av lön, inklusive till exempel bonus, arbetsgivaravgift, avtalade kollektiva avgifter och löneberoende produktionsskatter.

Avkastningskurva: Avkastningskurvan binder samman marknadens räntesatser för olika löptider.

Basis-spread: Anger skillnaden mellan interbankränta och förväntad styrränta med samma löptid.

Dagslåneränta: Ränta för interbanklån över natten.

ECB: Europeiska centralbanken.

Ekonometrisk skattning: Oftast en statistisk beräkning baserad på historiska data.

Enhetsarbetskostnad: Arbetskostnad (se definition) per producerad enhet.

Exportmarknad: Avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Beräknas genom en sammanvägning av importen i de 15 länder som mottar mest svensk export. Cirka 70 procent av den svenska exporten går till dessa länder. Vikterna utgörs av respektive lands andel av svensk varuexport.

Fasta priser: Värdering till fasta priser innebär att flöden och stockar under en bokföringsperiod värderas till priser från en tidigare period. Syftet med värdering till fasta priser är att dela upp värdeförändringar i dels förändringar i priser dels förändringar i volym.

Fed: Den amerikanska centralbanken Federal Reserve.

Fed funds rate: Federal Reserves styrränta.

Finansiella marknader: Ett samlingsnamn för marknader där finansiella instrument handlas. De fyra viktigaste marknaderna är valutamarknaden, räntemarknaden, aktiemarknaden och derivatmarknaden.

Finansiellt sparande i offentlig sektor: Den offentliga sektorns inkomster minus utgifter.

FRA: En typ av terminsräntekontrakt (Forward Rate Agreement) där två parter kommer överens om att låna respektive låna ut pengar inom ramen för ett tre månaders interbanklån från och med ett givet framtida datum till en ränta som parterna kommer överens om idag. Marknadsräntorna för dessa FRA-kontrakt indikerar därför vad marknadsaktörerna förväntar sig om framtida räntenivåer. Se även förklaringarna av Terminsränta och Interbankränta.

HIKP: Harmoniserat index för konsumentpriser vilket har utvecklats som ett inom EU jämförbart mått på inflationen. HIKP skiljer sig från KPI både vad avser beräkningsmetoder och täckning, till exempel ingår inte bostadsräntor i HIKP.

Hodrick-Prescott (HP) filter: En statistisk metod för att dela upp utvecklingen av en variabel i en trendmässig och i en cyklisk del. Metoden kan beskrivas som ett viktat dubbelsidigt glidande medelvärde där högre vikt läggs på närliggande observationer och successivt fallande vikt för mer avlägset liggande observationer.

Inflation: Allmänna prishöjningar som innebär att penningvärdet faller. Motsatsen är deflation.

Interbankränta: Ränta som gäller när banker och större finansinstitut lånar av varandra på den så kallade interbanklånemarknaden för löptider upp till ett år.

Implicita terminsräntor: Räntan på exempelvis två obligationer med olika löptider kan användas för beräkning av framtida räntor, det vill säga implicita terminsräntor, under obligationernas löptid. Denna metod används i de fall det inte finns marknadsnoterade terminsräntor. Se även Terminsränta.

Kalenderkorrigering: Korrigering för variationer i antalet arbetsdagar mellan åren. Kalenderkorrigering används vanligen för att jämföra produktions-, omsättnings,- och sysselsättningsutveckling (arbetade timmar) mellan kvartal eller månader.

Kapacitetsutnyttjande: Graden av utnyttjande av produktionskapaciteten, det vill säga den maximala produktion som är möjlig med befintlig arbetsstyrka, maskinpark och lokaler.

Konfidensindikatorer: Sammantaget mått på situationen i en bransch eller hos hushållen. Konfidensindikatorer bygger på ett genomsnitt av flera olika enkätfrågor.

Konjunkturbarometer: En undersökning där företag besvarar frågor om sin försäljning, produktion, anställningsplaner med mera.

KPI: Konsumentprisindex, är ett mått på prisnivån som beräknas månadsvis av SCB. Riksbankens inflationsmål är uttryckt i den årliga procentuella förändringen av KPI.

KPIF: KPI med fast bostadsränta, påverkas inte direkt av en förändring av bostadsräntorna. Hela förändringen av delindex för räntekostnader kommer från förändringen av värdet på husstocken.

Kreditspread: Avser ränteskillnaden mellan ett värdepapper med kreditrisk och ett riskfritt värdepapper med samma löptid.

Köpeskillingskoefficient: En fastighets köpeskilling dividerat med dess taxeringsvärde.

Löpande priser: Uttrycker det nominella värdet av ett flöde eller stock och är inte justerat för värdeförändringar som orsakas av inflation. Se även Fasta priser.

Monetär bas: definieras i Sverige som utestående sedlar och mynt, penningpolitiska motparters inlåning i Riksbanken samt fodringar på Riksbanken till följd av emitterade riksbankscertifikat.

Nettotal: Andelen företag eller hushåll som i en enkätundersökning uppger en positiv utveckling minus andelen som anger en negativ utveckling

Obligationsmarknad: Se Räntemarknad.

Penningmarknad: Se Räntemarknad.

Penningmarknadsinstrument: Se Räntemarknad.

Penningmängd: Allmänhetens innehav av sedlar, mynt och tillgodohavanden på bankkonton. Det finns olika mått på penningmängden som inkluderar olika definitioner av tillgodohavanden.

Penningpolitik: Riksbankens åtgärder för att bevara värdet på pengar.

PPR: Penningpolitisk rapport.

PPU: Penningpolitisk uppföljning.

Produktivitet: Hur mycket varor och tjänster som produceras i förhållande till de resurser i form av arbetskraft och kapital som sätts in. Det vanligaste måttet är arbetsproduktivitet som mäter produktionen per arbetad timme.

Realränta: Egentligen den riskfria reala (det vill säga uttryckt i köpkraftsenheter) avkastningen på en realobligation. Eftersom likvida realobligationer ofta inte finns för relevanta löptider beräknas realräntan i praktiken oftast enligt den så kallade Fisher-ekvationen som nominalräntan minus förväntad inflation.

Refi-ränta: Den europeiska centralbankens styrränta.

Reporänta: Riksbankens viktigaste styrränta. Riksbankens direktion beslutar om reporäntan som den nivå som Riksbanken vill styra dagslåneräntan mot.

Resursutnyttjande: Utnyttjandet av produktionsresurserna arbetskraft och kapital.

Riksbankens direktion: Leder Riksbanken och fattar bland annat de penningpolitiska besluten.

Riksbankslagen: Lagen där Riksbankens arbetsuppgifter har fastställts.

Riskpremie: Den extra avkastning investerare kräver som en kompensation för risk.

Räntemarknad: På räntemarknaden handlar man med instrument som ger en fastställd avkastning, en ränta. Räntemarknaden brukar ofta delas in i en obligationsmarknad och en penningmarknad. På obligationsmarknaden handlas värdepapper – obligationer – med löptider från i regel ett år och uppåt. Handeln på penningmarknaden omfattar instrument till exempel statsskuldväxlar och certifikat,
vanligen med löptider upp till ett år.

SCB: Statistiska centralbyrån. Central förvaltningsmyndighet för den statliga statistikproduktionen.

Spotpris: Priset på en vara för omedelbar leverans, kallas även för avistapris.

STIBOR: Stockholm Interbank Offered Rate. STIBOR är en referensränta som används i många lånekontrakt.

STINA: Stockholm Tomnext Interbank Average, är ett räntederivatkontrakt där två parter byter ett fast ränteflöde respektive ett rörligt ränteflöde med varandra. Ränteflödena baseras på STIBOR-räntan för löptiden tomorrow-to-next som är nära relaterad till Riksbankens reporänta. Den marknadsnoterade fasta räntan i STINA-kontrakten reflekterar den genomsnittliga förväntade dagslåneräntan under kontraktets löptid.

Styrräntor: De räntor som en centralbank sätter i penningpolitiskt syfte. I Sverige är det reporäntan, samt in- och utlåningsräntan.

Subprime-lån: Bostadslån till hushåll med låga eller icke verifierade inkomster.

Säsongrensning: Korrigering av data för att utjämna regelbundet återkommande variationer under året.

TCW-index: Ett index för den svenska kronans växelkurs.

TCW-vägd: En sammanvägning av exempelvis BNP, KPI eller växelkurs i 20 länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

TED-spread (Ursprungligen treasury/euro-dollar-spread): Anger skillnaden mellan interbankränta och ränta på en statsskuldväxel med samma löptid.

Terminspriser: Priset för att fullfölja ett köp eller en försäljning av en tillgång vid en framtida tidpunkt.

Terminsränta: Ett terminsräntekontrakt innebär en skyldighet för ingående parter att fullfölja ett köp eller en försäljning av en räntetillgång till en förutbestämd ränta, terminsräntan, och vid en förutbestämd tidpunkt. Terminsräntan i ett kontrakt avspeglar marknadsaktörernas förväntade räntenivå under terminskontraktets löptid.

Tillgångspriser: I huvudsak avses priset på aktier och fastigheter.

Underliggande inflation: Inflationsmått som på olika sätt rensar bort eller viktar om de varor och tjänster som ingår i KPI. Underliggande inflation kan beräknas genom att man exkluderar prisförändringar på vissa varor och tjänster vars priser brukar fluktuera kraftigt. Underliggande inflation kan också beräknas med hjälp av ekonometriska metoder.

Uppräknad årstakt: Uppräknad årstakt innebär att förändringen mellan två på varandra följande perioder räknas om till motsvarande årsförändring. Omräkning till årstakt underlättar jämförelser av förändringar på olika frekvens. Anta exempelvis att BNP ökar med 0,5 procent mellan första och andra kvartalet, vilket i uppräknad årstakt blir cirka 2 procent och är en indikation på vad kvartalsförändringen kan ge för helårsutveckling.

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel 08-787 00 00
Fax 08-21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

SVERIGES RIKSBANK

PRODUKTION: SVERIGES RIKSBANK. TRYCK: TMG STHLM AB
ISSN 1654-1049