



Penningpolitisk rapport

Juli 2013

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 2 juli 2013. 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 STRATEGI²

- 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

- Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning **5**
- KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **7**
 - Sammanfattning: Låg ränta ger draghjälp åt svensk ekonomi och inflationen stiger mot målet **7**
 - Ojämn återhämtning i omvärlden **9**
 - Gradvis starkare tillväxt i Sverige **13**
 - Penningpolitiska överväganden **18**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **21**
 - Scenario: effekter av förändrade råvarupriser **22**
 - Scenario: kronan och förväntningarnas betydelse **26**
 - Alternativa scenarier för reporäntan **28**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **31**
 - Finansiella marknader **31**
 - Omvärlden **34**
 - Svensk ekonomi **37**
- FÖRDJUPNINGAR
 - Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen **42**
 - Kostnadsutvecklingen och inflationen **49**
 - Ett långsiktigt perspektiv på kronan **54**
- APPENDIX **59**
 - Tabeller **60**
 - Fördjupningar 2011-2013 **64**
 - Räntebeslut 2009-2013 **65**
 - Ordlista **66**

■ Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning

■ Reporäntan oförändrad på 1 procent

Svensk ekonomi är på väg mot en återhämtning. Samtidigt väntas inflationen vara låg under ännu en tid. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden har i stort sett varit i linje med Riksbankens senaste prognos i april. För att ge draghjälp åt svensk ekonomi och för att inflationen ska stiga mot målet på 2 procent behöver reporäntan vara fortsatt låg. Riksbankens direktion har därför beslutat att lämna reporäntan oförändrad på 1 procent. Först under andra halvåret 2014 väntas reporäntan långsamt höjas, vilket är samma bedömning som i tidigare.

■ Gradvis starkare tillväxt i Sverige

Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden befinner sig i olika faser. I USA fortsätter BNP att växa i måttlig takt medan utvecklingen i euroområdet är svag. Flera euroländer behöver genomföra stora reformer, vilket kommer att ta många år, men det finns tecken på att utvecklingen går åt rätt håll. Dessutom är förutsättningarna för stigande tillväxt i USA goda. Konjunkturutsikterna i omvärlden som helhet väntas successivt förbättras de närmaste åren.

Den svaga efterfrågan i euroområdet har lett till att exporten och investeringarna fallit i Sverige. Samtidigt är hushållens ekonomi förhållandevis stark. Låga räntor och en stigande sysselsättning har bidragit till en god inkomstutveckling som bäddar för att konsumtionen kan fortsätta öka stadigt. I takt med att världsekonomin förbättras väntas efterfrågan på svensk export öka och BNP-tillväxten ta bättre fart mot slutet av året. Under 2014 förbättras även arbetsmarknaden och arbetslösheten faller tillbaka.

■ Inflationen stiger mot 2 procent

Inflationen är för närvarande låg och KPIF-inflationen förväntas ligga kvar runt 1 procent i år. När konjunkturen förbättras stiger importpriser och arbetskostnader snabbare samtidigt som företagen kan höja sina priser mer. Det gör att inflationen väntas nå 2 procent under 2015.

■ Låg ränta ger draghjälp åt svensk ekonomi

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden har i stort sett varit i linje med Riksbankens senaste prognos i april. För att ge fortsatt draghjälp åt ekonomin och för att bidra till att inflationen stiger mot målet behöver reporäntan vara kvar på dagens låga nivå ungefär ett år. Riksbankens direktion har därför beslutat att lämna reporäntan oförändrad på 1 procent. Först under andra halvåret 2014 väntas räntan långsamt höjas.

En ännu lägre reporänta skulle kunna leda till att inflationen når målet något tidigare. Samtidigt bedöms en lägre ränta, nu när läget för hushållen redan är relativt gynnsamt, leda till att riskerna med hushållens höga skuldsättning ökar ytterligare. Om hushållen av ett eller annat skäl skulle tvingas att snabbt minska sina skulder finns risk att arbetslösheten stiger kraftigt och att det uppstår långvariga svårigheter att uppnå inflationsmålet. Den penningpolitik som förs bedöms vara en rimlig avvägning som innebär att inflationen och realekonomin stabiliseras mer kortsiktigt, samtidigt som mer långsiktiga risker förknippade med hushållens höga skulder beaktas.

KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Den ekonomiska utvecklingen i både Sverige och omvärlden har i stort sett varit i linje med Riksbankens prognos i april. Utsikterna för en fortsatt återhämtning i USA är goda medan tillväxten i euroområdet hålls tillbaka av att flera länder behöver dra ned på sina skulder, både privata och offentliga. Även om reformprocesserna i euroområdet kommer att ta lång tid finns det tecken på att utvecklingen går åt rätt håll. Konjunkturutsikterna i omvärlden ser alltså olika ut men som helhet väntas en successiv förbättring de närmaste åren.

BNP-tillväxten i Sverige väntas vara lägre än normalt i år, vilket främst hänger samman med att den svaga utvecklingen i euroområdet har lett till fallande export och investeringar. Samtidigt ökar konsumtionen stadigt och bostadspriserna har stigit under senare tid. Den svenska tillväxten bedöms gradvis ta fart när den internationella efterfrågan stärks. Därigenom återhämtar sig arbetsmarknaden. Sysselsättningen väntas stiga snabbare och arbetslösheten minska under 2014.

Inflationen har varit låg under en längre tid. När konjunkturer förbättras stiger importpriser och arbetskostnader snabbare samtidigt som företagens prispåslag blir högre. Därmed ökar KPIF-inflationen till 2 procent under 2015.

För att ge draghjälp åt konjunkturer och bidra till att KPIF-inflationen stiger mot 2 procent behöver reporäntan vara kvar på dagens låga nivå ungefär ett år. Riksbankens direktion har därför beslutat att lämna reporäntan oförändrad på 1 procent. Först under andra halvåret 2014 börjar räntan långsamt höjas. Penningpolitiken bedöms stimulera den ekonomiska utvecklingen och därmed bidra till att inflationen stiger samtidigt som den tar hänsyn till de risker som är förknippade med hushållens höga skuldsättning.

Sammanfattning: Låg ränta ger draghjälp åt svensk ekonomi och inflationen stiger mot målet

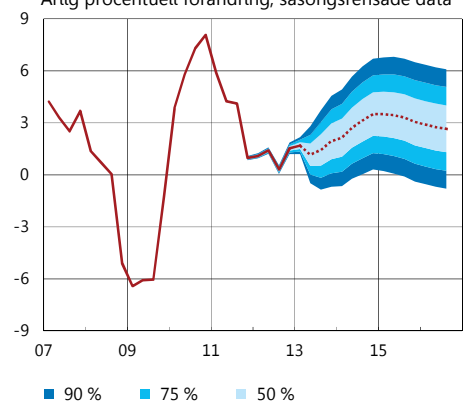
■ God tillväxt i USA men trög återhämtning i euroområdet

I USA fortsatte BNP att öka i måttlig takt under det första kvartalet i år. Hushållens konsumtion bidrog i hög grad till tillväxten, vilket kan ses som ett tecken på att hushållen snart anpassat sina skulder till mer hållbara nivåer. Finanspolitiken bedöms vara åtstramande under hela prognosperioden om än i mindre omfattning från 2014 och framåt. Bostadsmarknaden fortsätter att förbättras med stigande bostadspriser och ökad bostadsförsäljning. Ett ökat bostadsbyggande väntas fortsätta ge positiva bidrag till BNP framöver. Även situationen i banksektorn fortsätter att förbättras. De amerikanska bankerna har påtagligt ökat sina kapitalbuffertar. BNP förväntas växa med drygt 3 procent per år under 2014 och 2015.

Den amerikanska centralbanken Federal Reserve kommunicerade efter sitt senaste möte att om den amerikanska arbetsmarknaden fortsätter att förbättras kommer omfattningen på deras obligationsköp att minska senare i år, för att avslutas helt under nästa år. Samtidigt kommunicerade de att deras styrränta kommer att ligga kvar på en fortsatt låg nivå. Federal Reserves kommunikation har bidragit till att obligationsräntor med längre löptider har stigit i USA och även globalt.

Diagram 1:1. BNP med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

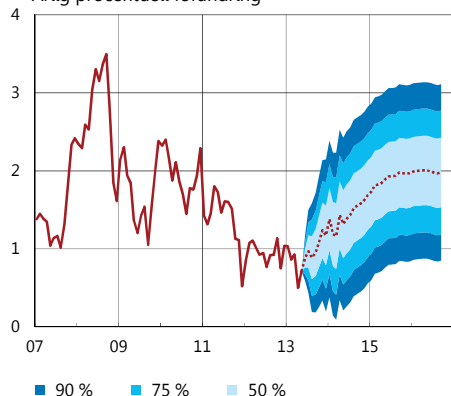


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. För BNP råder det osäkerhet även om utfallen eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:2. KPIF med osäkerhetsintervall

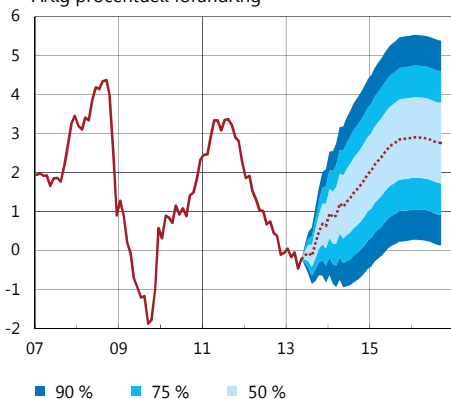
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:3. KPI med osäkerhetsintervall

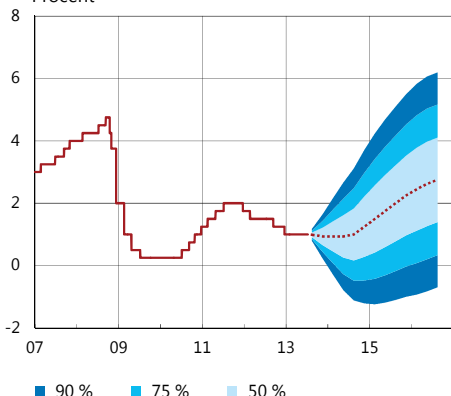
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:4. Reporänta med osäkerhetsintervall

Procent



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminräntors 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. Utfall är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.
Källa: Riksbanken

Den ekonomiska utvecklingen i euroområdet präglas av att den privata och den offentliga sektorn behöver dra ned på sina skulder, vilket är en process som kommer att ta många år. Därtill har flera länder problem med låg konkurrenskraft. Det finns dock tecken på att utvecklingen går åt rätt håll i flera av de mest problemtyngda länderna. Konkurrenskraften har ökat i och med att arbetskostnaden per producerad enhet har fallit. Ett annat tecken på att utvecklingen går åt rätt håll är att de offentliga underskotten har minskat. Återhämtningen i euroområdet väntas ta lång tid, vilket medför att den Europeiska centralbankens penningpolitik förblir mycket expansiv de närmaste åren. Den höga skuldsättningen innebär dock att många länder är sårbara för nya bakslag och osäkerheten kring utvecklingen är fortsatt stor.

När BNP-tillväxten i omvärlden vägs samman utifrån den betydelse de olika länderna har för svensk export och import, det vill säga den KIX-vägs omvärlden, blir den endast runt 1 procent i år. Det beror framför allt på den svaga utvecklingen i euroområdet, som har en stor vikt i KIX. Den KIX-vägs BNP-tillväxten förbättras dock gradvis under de närmaste åren och är knappt 3 procent 2015.

■ Tudelad utveckling i svensk ekonomi

Den samlade efterfrågan i svensk ekonomi är för närvarande lägre än normalt. Till stor del beror detta på problemen i euroområdet som har dämpat efterfrågan på svensk export och även investeringarna. Samtidigt är hushållens ekonomi förhållandevis stark. Optimismen har också stigit hos hushållen, vilket bland annat avspeglas i högre bostadspriser och ökad utlåning. För att återhämtningen i Sverige ska ta fart krävs dock att även efterfrågan i omvärlden växer i snabbare takt. I prognosen antas att problemen i euroområdet hanteras så att den osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen som dämpar företagsförtroendet successivt avtar. Efterfrågan på svensk export återvänder samtidigt som uppgången i den inhemska efterfrågan breddas. Hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna ökar snabbare när hushållens förtroende stärks ytterligare och arbetsmarknaden förbättras. I takt med att efterfrågan tilltar ökar även företagen sina investeringar. Därmed stiger tillväxten i svensk BNP gradvis under 2013-2015 (se diagram 1:1).

Trenden med stigande sysselsättning och allt fler i arbetskraften väntas fortsätta. Som andel av den arbetsföra befolkningen bedöms både arbetskraften och sysselsättningen vara i stort sett oförändrad det närmaste året. Arbetslösheten väntas därmed också ligga kvar ungefär på dagens nivå innan den börjar sjunka i mitten av 2014, när den högre tillväxten i BNP medför att sysselsättningen stiger snabbare.

Inflationen är för närvarande låg. Under prognosperioden ökar dock inflationstrycket gradvis allteftersom konjunkturen stärks och resursutnyttjandet stiger. KPIF-inflationen stiger gradvis under prognosperioden och når 2 procent under 2015 (se diagram 1:2). Stigande

boräntor leder till att KPI-inflationen blir högre än målet på 2 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 1:3).

■ Fortsatt låg reporänta ger draghjälp åt ekonomin

Den ekonomiska utvecklingen har i stort sett varit i linje med Riksbankens prognos i april. Tillväxten i såväl Sverige som omvärlden väntas bli svagare än normalt de kommande kvartalen. Det finns fortsatt lediga resurser i ekonomin, vilket bidrar till att inflationen förblir låg den närmaste tiden. Utvecklingen i svensk ekonomi är tudelad, med en relativt svag industrisektor men optimistiska hushåll. För att stödja konjunkturen och bidra till att KPIF-inflationen stiger mot målet på 2 procent behöver reporäntan ligga kvar på dagens låga nivå det närmaste året för att därefter höjas långsamt. Mot slutet av prognosperioden, det vill säga om ungefär tre år, uppgår reporäntan till 2,8 procent (se diagram 1:4).

Penningpolitiken är expansiv men tar även hänsyn till de risker som är förknippade med hushållens höga skuldsättning. En mer expansiv penningpolitik skulle kunna leda till att inflationen når målet tidigare, men bedöms även leda till att riskerna med hushållens höga skuldsättning ökar ytterligare. Hushållens skulder fortsätter att vara höga både i ett historiskt och i ett internationellt perspektiv. Det gör den svenska ekonomin mer sårbar för störningar. Om hushållen av ett eller annat skäl skulle tvingas att snabbt minska sina skulder finns risk att arbetslösheten stiger kraftigt och att det uppstår långvariga svårigheter att uppnå inflationsmålet (se fördjupningen "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen").

Ojämn återhämtning i omvärlden

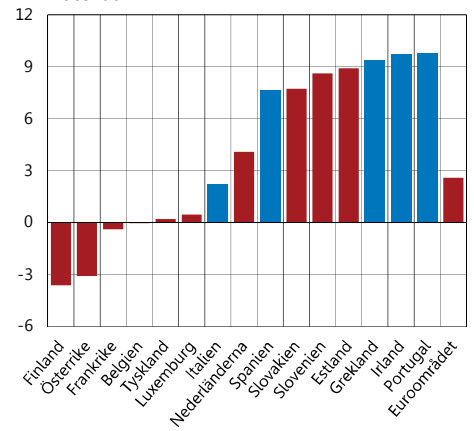
■ Trög återhämtning i euroområdet

Den ekonomiska utvecklingen i euroområdet präglas av att både den privata och den offentliga sektorn behöver dra ned på sina skulder. Därtill har flera länder problem med konkurrenskraften. Läget är något ljusare i Tyskland där BNP växte under det första kvartalet och arbetslösheten har förblivit stabil på en relativt låg nivå.

Det finns också tecken på att utvecklingen går åt rätt håll i flera av de mest problemtunga länderna. De så kallade GIIPS-länderna (Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien) har alla mindre bytesbalansunderskott nu än när krisen bröt ut 2008 (se diagram 1:5). Det beror framför allt på att den inhemska efterfrågan är svag och importen därmed låg, men också på att exporten ökar i de flesta av länderna. GIIPS-länderna har även minskat sina offentliga budgetunderskott (se diagram 1:6). Skulderna är dock alltjämt höga. Förra året uppgick den offentliga bruttoskulden i euroområdet som helhet till strax över 90 procent av BNP.

Ett annat tecken på att utvecklingen går åt rätt håll är att konkurrenskraften blivit bättre i många krisländer. Till exempel har arbetskostnaden per producerad enhet fallit med runt 5 procent i

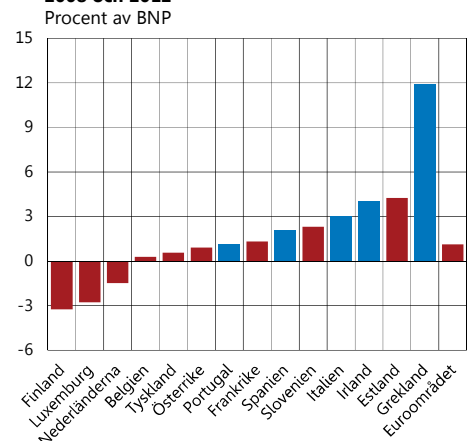
Diagram 1:5. Förändring av bytesbalans för olika länder i euroområdet mellan 2008 och 2012
Procent av BNP



Anm. Euroområdet avser de 15 länder som också är OECD-länder, det vill säga Cypern och Malta är exkluderade. GIIPS-länderna (Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien) redovisas med blå staplar.

Källa: OECD

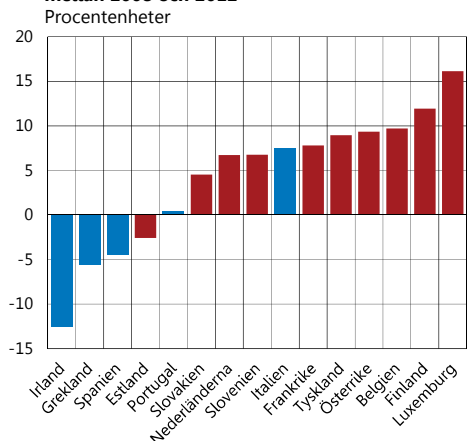
Diagram 1:6. Förändring av offentligt finansiellt sparande för olika länder i euroområdet mellan 2008 och 2012
Procent av BNP



Anm. Euroområdet avser de 15 länder som också är OECD-länder, det vill säga Cypern och Malta är exkluderade. GIIPS-länderna (Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien) redovisas med blå staplar.

Källa: OECD

Diagram 1:7. Förändring av arbetskostnad per producerad enhet för olika länder i euroområdet mellan 2008 och 2012
Procentenheter

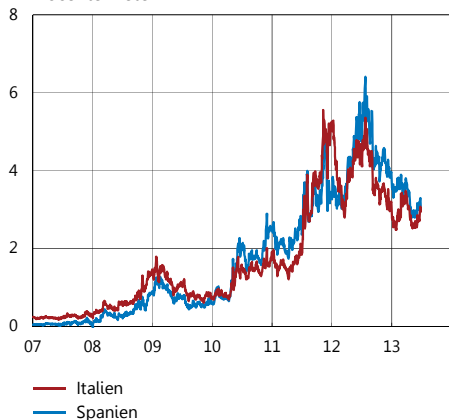


Anm. GIIPS-länderna (Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien) redovisas med blå staplar.

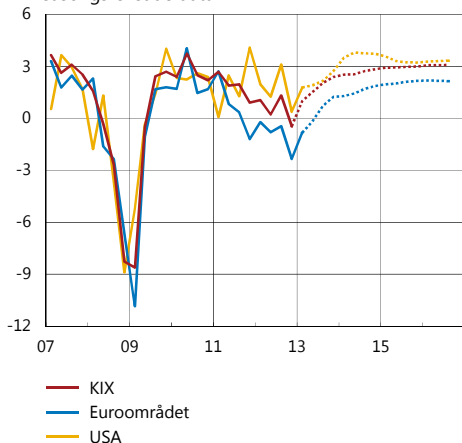
Källa: OECD

Diagram 1:8. Skillnad i statsobligationsränta mot Tyskland

Procentenheter



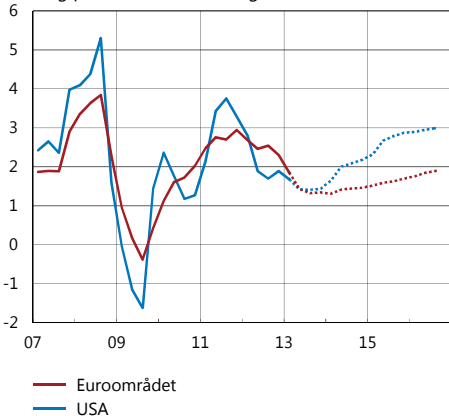
Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 1:9. BNP i olika regioner och länder
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data

Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och Riksbanken

Diagram 1:10. Konsumentpriser i euroområdet och USA

Årlig procentuell förändring



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

Spanien och Grekland och med över 10 procent i Irland mellan 2008 och 2012 (se diagram 1:7). Volatiliteten på de finansiella marknaderna har visserligen ökat den allra senaste tiden men jämfört med för ett år sedan har osäkerheten blivit mindre. Det avspeglas i att skillnader i obligationsräntor sedan mitten av förra året, i till exempel Spanien och Italien, har minskat jämfört med Tyskland (se diagram 1:8).

Skuldsaneringen i olika länder i euroområdet kommer att dämpa BNP-tillväxten. Effekten kommer dock att minska gradvis under de närmaste åren, vilket är i linje med bedömningen från den penningpolitiska uppföljningen i april. Den höga skuldsättningen innebär att många länder är sårbara för nya bakslag och osäkerheten kring utvecklingen är fortsatt stor.

BNP-tillväxten i euroområdet bedöms bli negativ för helåret 2013, men positiv under andra halvåret då den globala efterfrågan ökar och förtroendet hos hushåll och företag förbättras. Under 2014 och 2015 bedöms förutsättningarna för inhemsk efterfrågan bli bättre och ekonomin växer därmed svagt (se diagram 1:9). En förutsättning för denna utveckling är att reformprocessen i euroområdet fortskrider och att trovärdiga åtgärder kommer på plats. Sammantaget innebär prognosen en långsam återhämtning och det dröjer ända till 2015 innan BNP når samma nivå som före nedgången 2009.

Den relativt långsamma återhämtningen medför att resursutnyttjandet kommer att förbli svagt under hela prognosperioden. Inflationen stiger därför bara långsamt kommande år (se diagram 1:10). Det svaga resursutnyttjandet och den låga inflationen medför att penningpolitiken förblir mycket expansiv under prognosperioden.

■ God tillväxt i USA trots finanspolitisk åtstramning

BNP-tillväxten i USA fortsatte att öka i måttlig takt under det första kvartalet i år. Hushållens konsumtion bidrog i hög grad till detta, vilket kan ses som ett tecken på att deras strävan att minska sina skulder till mer hållbara nivåer snart är över. Skulderna som andel av disponibel inkomst har fallit från 134 procent 2007 till drygt 110 procent det första kvartalet 2013. Detta bör leda till att hushållen börjar konsumera mer av sina inkomster under 2013 än tidigare (se diagram 1:11). Konsumtionen dämpas dock av att finanspolitiken har stramats åt.

BNP förväntas öka i allt snabbare takt mot slutet av året. Arbetsmarknaden och bostadsmarknaden fortsätter att förbättras och bidrar till en starkare inkomstutveckling. Från efterfrågesidan är det i första hand hushållens konsumtion som bidrar. Det är framför allt ett ökat förtroende bland hushåll och företag som ligger bakom detta.

Finanspolitiken bedöms vara åtstramande under hela prognosperioden, om än i mindre omfattning från 2014 och framåt. Förbättringarna på bostadsmarknaden fortskrider med stigande bostadspriser och ökad omsättning på bostadsmarknaden. Ett ökat bostadsbyggande väntas ge fortsatt positiva bidrag till BNP framöver. Även

banksektorn fortsätter att stärkas. De amerikanska bankerna har påtagligt ökat sina kapitalbuffertar och därmed sina möjligheter att öka sin utlåning. Den ljusare situationen på bostadsmarknaden bidrar också till förstärkningen av bankerna.

Prognosen för BNP-tillväxten i USA är drygt 3 procent för 2014 och 2015 (se diagram 1:9). Resursutnyttjandet kommer att vara relativt svagt de närmaste åren, men ökar mot slutet av prognosperioden när arbetslösheten sjunker i en relativt snabb takt till under 6 procent.

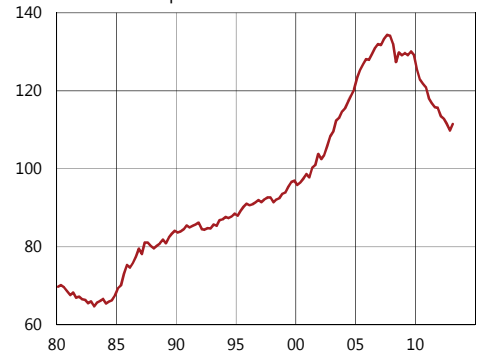
Prognosen för KPI-inflationen har reviderats ned för 2013 till följd av oväntat låga inflationsutfall. Mot slutet av prognosperioden stiger KPI-inflationen till runt 3 procent (se diagram 1:10). Den amerikanska centralbanken väntas börja höja styrräntan mot slutet av prognosperioden, vilket är i linje med Federal Reserves kommunikation. Under förutsättning att den amerikanska arbetsmarknaden fortsätter att förbättras kan volymerna på deras månatliga obligationsköp komma att minska senare i år och de kan komma att avslutas helt under nästa år. Samtidigt har Federal Reserve kommunicerat att deras styrränta kommer att ligga kvar på en fortsatt låg nivå. Denna kommunikation har bidragit till att obligationsräntor med längre löptider har stigit i USA och även globalt.

■ Storbritannien, Danmark och Norge

BNP-tillväxten i Storbritannien väntas successivt stiga från en relativt låg nivå under prognosperioden. Den expansiva penningpolitiken med låg styrränta, omfattande tillgångsköp och förbättrade kreditvillkor bidrar till återhämtningen tillsammans med en stigande global efterfrågan. Tillväxten hämmas dock i viss mån av fortsatta finanspolitiska åtstramningar. Inflationen bedöms sakta falla tillbaka mot inflationsmålet till följd av lägre prisökningar på importerade varor och tjänster samt en stigande produktivitetstillväxt som dämpar de inhemska kostnaderna. I slutet av prognosperioden väntas inflationen vara i linje med inflationsmålet på 2 procent. Penningpolitiken antas förbli mycket expansiv under hela prognosperioden.

Den danska ekonomin tyngs av den svaga omvärldsutvecklingen och av en inhemsk bank- och fastighetskris. De reala bostadpriserna har fallit med omkring 30 procent sedan toppen första kvartalet 2007 och många danska hushåll sparar för att kompensera sig för värdeminskningen. Finans- och penningpolitiken förväntas förbli expansiv under prognosperioden, vilket bidrar till att BNP stiger i snabbare takt de kommande åren. Inflationen har de senaste månaderna blivit något lägre än väntat. Prognosen för 2013 revideras därför ned i förhållande till prognosen från april. De nästkommande åren stiger inflationen och förväntas ligga runt 2 procent.

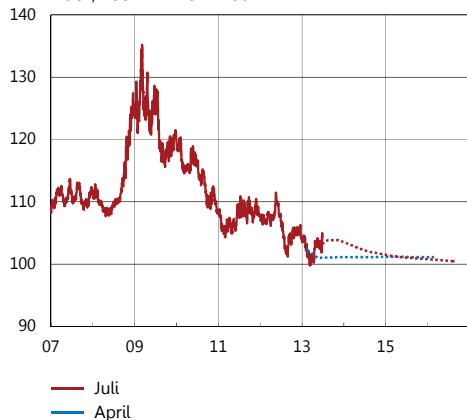
Diagram 1:11. Hushållens skuldkvot i USA
Procent av disponibel inkomst



Källor: Bureau of Economic Analysis och Federal Reserve

Diagram 1:12. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100

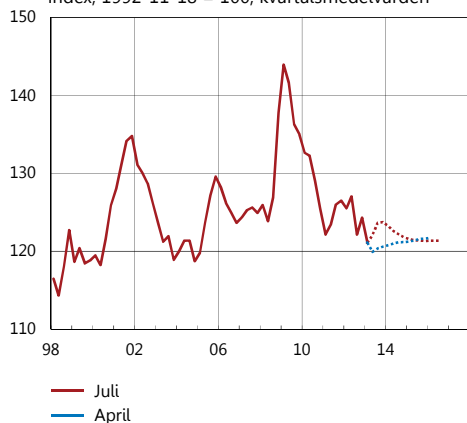


Anm. Utfall är dagskurser och prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:13. Konkurrensvägd real växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden



Anm. Real växelkurs är deflaterad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KPIF är KPI med fast bostadsränta. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

I Norge beräknas BNP (fastlandet) växa med knappt 3 procent i genomsnitt de kommande åren samtidigt som resursutnyttjandet förväntas vara något högre än normalt. Hushållens disponibla inkomst ökar vilket bedöms bidra till en fortsatt hög konsumtions-tillväxt. Inflationen har stigit den senaste tiden, främst på grund av tillfälliga faktorer så som stigande elpriser, och är för närvarande runt 2 procent. Den förväntas vara strax under 2 procent under större delen av prognosperioden. Styrräntan stiger till runt 2,5 procent i slutet av prognosperioden, vilket är i linje med Norges Banks senaste prognos.

Inflationsutsikterna skulle i sig tala för en ännu lägre styrränta enligt Norges Bank, medan resursutnyttjandet skulle kunna tala för en högre styrränta. Samtidigt riskerar stigande bostadspriser och hushållens höga skuldsättning att bli ett framtida problem, vilket är ytterligare ett skäl som Norges Bank vägt in i sitt senaste räntebeslut.

■ Dämpad tillväxt i Kina och en del positiva signaler från Japan

I Kina pågår den av regeringen önskade omställningen från investeringsledd till konsumtionsledd efterfrågetillväxt. Detta tillsammans med en förhållandevis svag efterfrågan på landets export håller tillbaka BNP-tillväxten. En annan faktor som dämpar tillväxten är den mer återhållsamma kreditgivningen som väntas följa i takt med ett allt större behov av att minska skulderna efter de senaste årens kreditexpansion. Det understryks av den senaste tidens oro på den kinesiska interbankmarknaden. Det är ännu svårt att överblicka hur problemen i banksektorn spiller över på den reala ekonomin. Inga ytterligare mer påtagliga stimulansåtgärder har aviserats trots den senaste tidens, med kinesiska mått mätt, svaga utveckling av BNP och olika aktivitetsindikatorer. Riksbankens prognos för tillväxten ligger på runt 7,5 procent och för inflationen på runt 3 procent de närmaste åren. Detta är i linje med årets officiella mål för tillväxten men något lägre än prognoserna i den penningpolitiska uppföljningen i april.

I Japan har BNP, konsumtion och olika förtroendeindikatorer utvecklats starkt under årets första hälft. Det stärker tron på att den nya regeringens aggressiva stimulanspolitik ska lyckas skapa inflation och lyfta tillväxten på kort och medellång sikt. Det ökar också sannolikheten för att regeringens momshöjningar kommer att genomföras, med ett första steg i april 2014 och ett andra steg i oktober 2015. På lite längre sikt avgörs dock utvecklingen av vilka strukturella förändringar som genomförs.

Den japanska ekonomin väntas växa med närmare 2 procent under både 2013 och 2014. Därefter faller tillväxten tillbaka något. Inflationen stiger tillfälligt över 2 procent under 2014, delvis som en följd av de aviserade momshöjningarna. Prognoserna för såväl BNP-tillväxt som inflation är därmed något uppreviderade jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april.

■ BNP-tillväxten i omvärlden stiger från en låg nivå

Världsekonomin som helhet förväntas växa med omkring 4 procent per år under 2014 och 2015, vilket är något mer än genomsnittet för de senaste trettio åren. När BNP-tillväxten i omvärlden vägs samman utifrån den betydelse de olika länderna har för svensk ekonomi, det vill säga den KIX-vägda omvärlden, blir utvecklingen dock svagare. Det beror framför allt på den dämpade utvecklingen i euroområdet som har en större vikt i KIX. Den KIX-vägda BNP-tillväxten blir endast runt 1 procent i år, men förbättras successivt under prognosperioden och landar på strax under 3 procent under 2015 (se diagram 1:9). Detta är en marginell nedrevidering jämfört med bedömningen i april.

■ Växelkursen förstärks något

Den svenska kronan har försvagats påtagligt mot flera större valutor sedan den penningpolitiska uppföljningen i april. Mätt med KIX har kronans effektiva växelkurs försvagats med cirka 3 procent. Kronan har framför allt deprecierat gentemot det brittiska pundet och mot euron, som tillsammans har en vikt på drygt 50 procent i KIX. Under prognosperioden förväntas dock kronan förstärkas något (se diagram 1:12).

Den reala växelkursen, det vill säga den nominella växelkursen justerad för den relativa prisnivån i Sverige jämfört med omvärlden, bedöms för närvarande ligga i den svagare delen av ett skattat intervall för sin långsiktiga nivå. Den förväntas därför endast förstärkas marginellt de närmaste åren (se diagram 1:13), se även fördjupningen "Ett långsiktigt perspektiv på kronan".

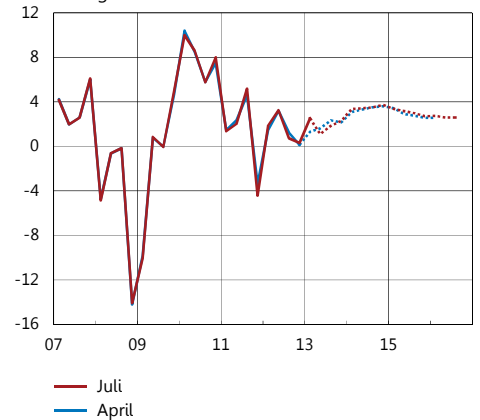
Gradvis starkare tillväxt i Sverige

■ Hushållssektorn starkare än företagssektorn

Utvecklingen i svensk ekonomi är tudelad, med en starkare hushållssektor än företagssektor. Hushållens förtroende har stärkts och de disponibla inkomsterna stiger relativt mycket. Bostadspriserna har ökat snabbare under senaste tiden och tillväxten i utlåningen till hushåll visar tendenser till att stiga. Samtidigt uppvisar företagen i tillverkningsindustrin ett relativt lågt förtroende och investeringarna minskar. I prognosen antas att krisen i Europa hanteras så att den osäkerhet som präglar företagen och i viss mån fortfarande hushållen successivt avtar. Därmed kan efterfrågan på svensk export återvända samtidigt som uppgången i den inhemska efterfrågan breddas. Hushållens konsumtion och bostadsinvesteringar ökar snabbare när hushållens förtroende stärks ytterligare och arbetsmarknaden förbättras. I takt med att efterfrågan tilltar ökar även företagen sina investeringar.

Diagram 1:14. BNP

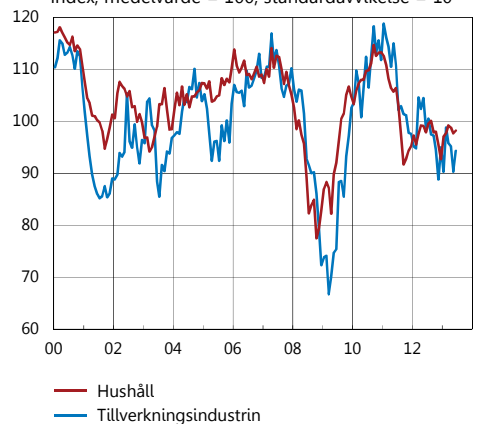
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:15. Konfidensindikatorer för hushållen och tillverkningsindustrin

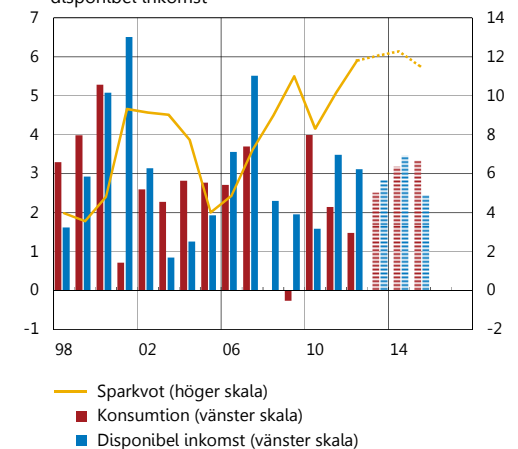
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Källa: Konjunkturinstitutet

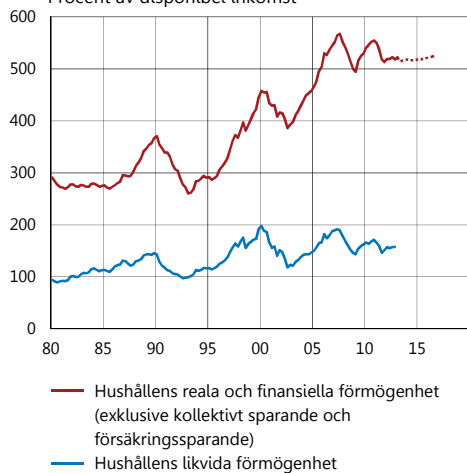
Diagram 1:16. Hushållens disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



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

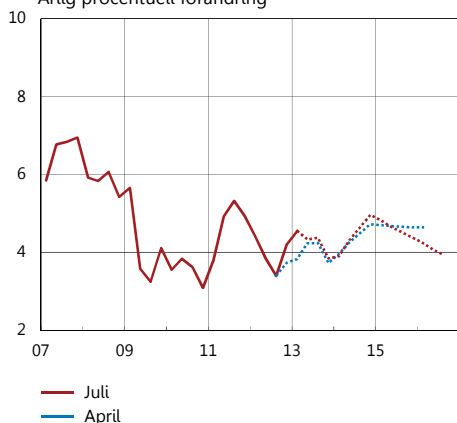
Diagram 1:17. Hushållens förmögenhet
Procent av disponibel inkomst



Anm. Det finns ingen regelbunden publicering av officiella data för hushållens totala förmögenhet. Serien avser Riksbankens uppskattning av hushållens finansiella tillgångar och tillgångar i bostäder.

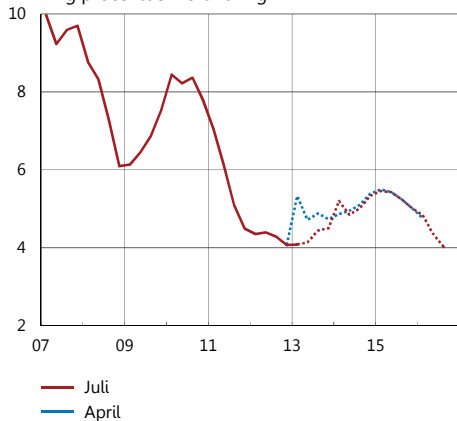
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:18. Nominell disponibel inkomst
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:19. Hushållens skulder
Årlig procentuell förändring



Anm. Hushållens totala skulder enligt finansräkenskaper.

Källor: SCB och Riksbanken

Den svenska BNP-tillväxten väntas uppgå till 1,5 procent i år. Under 2014 och 2015 växer BNP med 2,8 respektive 3,6 procent (se tabell 5 och diagram 1:14). Prognosen för BNP-tillväxten är något uppreviderad sedan i april, vilket bland annat beror på att finanspolitiken antas vara något mer expansiv.

■ Hög sparkvot de närmaste åren

Hushållens konfidensindikator, som speglar hushållens syn på den egna och den svenska ekonomin, har under de senaste åren varit något lägre än normalt men är nu ungefär i nivå med sitt historiska genomsnitt (se diagram 1:15). När förtroendet är lågt tenderar hushållen minska sin konsumtion och istället spara mer. Sparkvoten har också stigit under det senaste året. Nästa år väntas en gradvis stigande sysselsättning och finanspolitiska stimulanser bidra till att tillväxten i de disponibla inkomsterna ökar mer än i år. Sammantaget innebär detta att tillväxten i hushållens konsumtion stiger successivt under prognosperioden (se diagram 1:16).

Hushållens förmögenhet spelar också en viktig roll för konsumtionen. Den totala förmögenheten, det vill säga både finansiella och reala tillgångar såsom hus, uppgår för närvarande till cirka 500 procent av den disponibla inkomsten. Om man endast inkluderar de mer likvida tillgångarna blir den betydligt lägre (se diagram 1:17). Det är stigande bostadspriser och aktiekurser som har bidragit till att hushållens förmögenhet ökat i år. Bostadspriserna väntas fortsätta stiga de kommande åren, till följd av låga räntor och en gradvis starkare konjunktur. Detta innebär att även hushållens skulder ökar, eftersom bostadsköp för det mesta finansieras med lån. Under en stor del av prognosperioden ökar skulderna snabbare än inkomsterna (se diagram 1:18 och 1:19). Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst uppgick till cirka 171 procent första kvartalet 2013. Detta är något lägre än förväntat då de disponibla inkomsterna har utvecklats bättre och skulderna ökat långsammare. Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst väntas öka till knappt 176 procent i slutet av 2016 (se diagram 1:20). Även om detta är något lägre än bedömningen i april är hushållens skuldkvot fortsatt hög i ett historiskt och internationellt perspektiv.

■ Gradvis återhämtning i svensk export

Det är tydligt att den svaga utvecklingen på flera av Sveriges viktigaste exportmarknader har dämpat tillväxten i svensk export. Trots att tillväxten på andra håll i världen, såsom USA och Kina, är relativt hög har detta bara i begränsad utsträckning förmått motverka den minskade efterfrågan på svensk export från euroområdet. Sammansättningen av den svenska varuexporten, med en tyngdpunkt på insats- och investeringsvaror, bidrar också till att efterfrågan varit låg eftersom investeringarna i euroområdet utvecklats särskilt svagt. Varuexporten står för cirka 70 procent av den totala exporten. Tjänsteexporten, som står för resterande cirka 30 procent har fortsatt att öka.

Utsikterna för tillväxten och industrikonjunkturen hos flera av Sveriges viktigaste handelspartner tyder på att utvecklingen blir svag de närmaste kvartalen. Tillväxten i Europa och resten av vår omvärld väntas dock successivt öka under prognosperioden. Därmed stiger även svensk exportmarknadstillväxt, det vill säga tillväxten i importen hos de länder som Sverige exporterar till, vilket bidrar till att den svenska exporten ökar snabbare. Sammantaget väntas exporten minska i år för att därefter öka allt snabbare (se diagram 1:21).

Den svenska importen har utvecklats svagt den senaste tiden och svag efterfrågan och avtagande lageruppbyggnad bedöms dämpa importen även den närmaste tiden. Men i takt med att exporten och den inhemska efterfrågan stiger under prognosperioden ökar också tillväxten i importen.

■ Investeringarna ökar nästa år

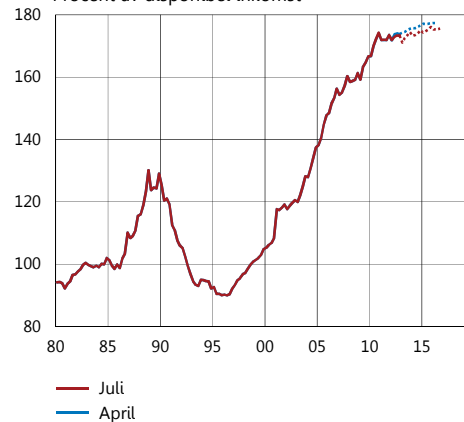
Företagens investeringsbehov är för närvarande litet. Detta avspeglas bland annat i kapacitetsutnyttjandet inom industrin, som är betydligt lägre än normalt (se diagram 1:22). I år bedöms företagen kunna möta den ökade efterfrågan utan att öka investeringsvolymerna. Detta stöds också av investeringsenkäten från i maj där de flesta branscher uppgav att de skulle dra ner på sina investeringar i år. Men allteftersom exporten och hushållens konsumtion växer ökar också behovet av nya investeringar. När konjunkturen stärks och förtroendet återvänder väntas även bostadsbyggandet ta fart. Investeringarna bedöms minska i år för att därefter öka i stigande takt 2014 och 2015.

■ Lägre offentligt sparande 2013 och 2014

Riksbankens prognoser för finanspolitiken utgår ifrån redan aviserade åtgärder. Därutöver görs en bedömning baserad på bland annat hur finanspolitiken brukar anpassas till konjunkturläget och överskotts-målet. Regeringen har indikerat att finanspolitiken bör få en mer expansiv inriktning 2014. Riksbanken har därför reviderat upp antagandet om ofinansierade åtgärder 2014 och 2015 till sammanlagt 30 miljarder kronor. Delar av detta antas gå till skattesänkningar för hushållen. Detta väntas bidra till den starka konsumtionen under prognosperioden.

Som en följd av den svaga konjunkturen försämras det offentliga finansiella sparandet 2013. I takt med att konjunkturläget förbättras stiger sedan skatteinkomsterna medan transfereringsutgifterna dämpas, vilket leder till ett högre finansiellt sparande framöver. Sammantaget bedöms det finansiella sparandet förbättras gradvis under prognosperioden (se diagram 1:23).

Diagram 1:20. Hushållens skuldkvot
Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

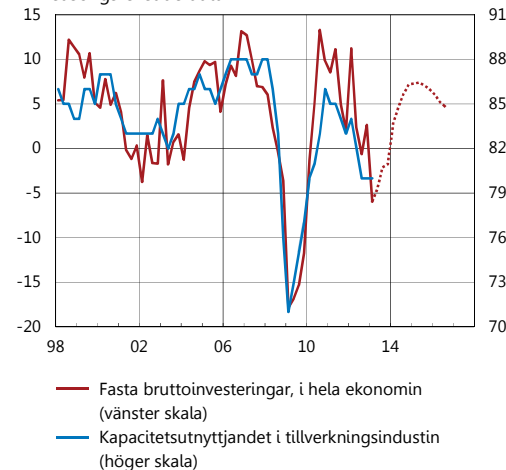
Diagram 1:21. Export och svensk exportmarknad
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerad data



Anm. Exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av 32 länder och täcker cirka 85 procent av svensk exportmarknad.

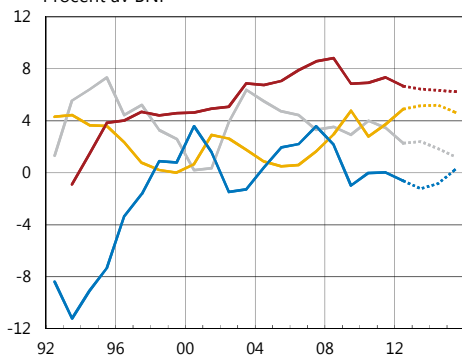
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:22. Fasta bruttoinvesteringar och kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin
Årlig procentuell förändring respektive procent, säsongsrensade data



Källor: SCB, Konjunkturinstitutet och Riksbanken

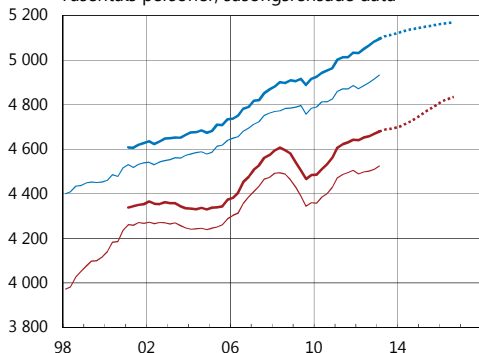
Diagram 1:23. Bytesbalans och finansiellt sparande i olika sektorer
Procent av BNP



— Bytesbalans
— Offentliga sektorn
— Hushåll
— Företag

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:24. Arbetskraft och sysselsatta
Tusentals personer, säsongsrensade data

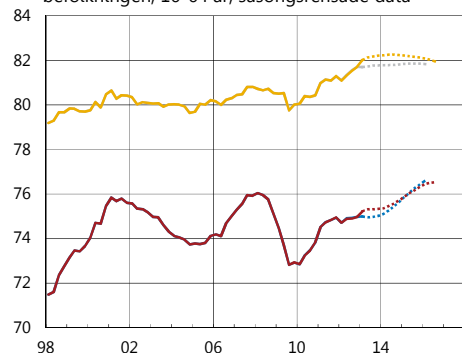


— Sysselsatta, 15-74 år
— Sysselsatta, 16-64 år
— Arbetskraft, 15-74 år
— Arbetskraft, 16-64 år

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:25. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande

Sysselsättning och arbetskraft i procent av befolkningen, 16-64 år, säsongsrensade data



— Sysselsättningsgrad, juli
— Sysselsättningsgrad, april
— Arbetskraftsdeltagande, juli
— Arbetskraftsdeltagande, april

Källor: SCB och Riksbanken

■ Stora överskott i bytesbalansen

Överskottet i bytesbalansen har legat på en förhållandevis hög nivå sedan mitten av 1990-talet. Bytesbalansen motsvaras av totalt sparande minus inhemska investeringar (realt sparande). Överskottet i bytesbalansen betyder alltså att det finansiella sparandet i ekonomin som helhet, det vill säga det totala finansiella sparandet hos företag, hushåll och offentlig sektor, är högt (se diagram 1:23). Det privata finansiella sparandet väntas bli fortsatt högt de närmaste åren. Detta bidrar till att det totala finansiella sparandet och överskottet i bytesbalansen trots en viss minskning under prognosperioden är kvar på en hög nivå (se tabell 5).

■ Högt arbetskraftsdeltagande håller upp arbetslösheten

Andelen sysselsatta av befolkningen har sedan ett år tillbaka ökat långsammare än arbetskraftsdeltagandet, vilket har lett till högre arbetslöshet. Antalet arbetade timmar har under samma tid utvecklats svagt i förhållande till sysselsättningen till följd av att frånvaron bland de sysselsatta ökat. Första kvartalet föll antalet arbetade timmar kraftigt, men fallet bedöms delvis vara tillfälligt. I takt med att tillväxten blir starkare väntas också arbetade timmar ta fart mot slutet av innevarande år.

Under prognosperioden fortsätter trenden med stigande sysselsättning och allt fler i arbetskraften (se diagram 1:24). Som andel av den arbetsföra befolkningen väntas både arbetskraften och sysselsättningen vara i stort sett oförändrad det närmaste året (se diagram 1:25). Arbetslösheten väntas därmed också ligga kvar ungefär på dagens nivå innan den börjar sjunka i mitten av 2014, när den högre tillväxten i BNP medför att sysselsättningen stiger snabbare. Mot slutet av prognosperioden bedöms sysselsättningsgraden uppgå till cirka 76,5 procent och arbetslösheten till 6,5 procent (se diagram 1:25 och 1:26).

■ Ny befolkningsprognos får långsiktiga effekter på arbetsmarknaden

Bedömningen av den långsiktiga utvecklingen på arbetsmarknaden påverkas av den demografiska utvecklingen. Sedan den penningpolitiska uppföljningen i april har SCB publicerat en ny befolkningsprognos som visar att den arbetsföra befolkningen (15-74 år) under de närmaste åren kommer att växa mer än tidigare förväntat. Det är framförallt nettoinvandringen som beräknas bli högre de närmaste åren. Eftersom antalet personer i arbetsför ålder väntas öka snabbare har också Riksbankens bedömning av utbudet av arbetskraft reviderats upp. Tillskottet till arbetskraften blir dock inte lika stort som själva befolkningsökningen. Detta beror på att befolkningsammansättningen ändras så att grupper med ett lägre genomsnittligt arbetskraftsdeltagande utgör en större andel. Även antalet arbetslösa bedöms bli fler under prognosperioden eftersom arbetskraften i högre grad kommer att bestå av grupper som står längre från

arbetsmarknaden. Detta innebär att Riksbankens bedömning av såväl den faktiska som den långsiktigt hållbara arbetslösheten har reviderats upp ett par tiondelar. Jämfört med prognosen i april blir nivån på arbetslösheten endast marginellt högre men det tar längre tid innan den börjar falla (se diagram 1:26).

■ Resursutnyttjandet normaliseras framöver

Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet för närvarande är lägre än normalt. Arbetslösheten är relativt hög samtidigt som sysselsättningsgraden bedöms vara lägre än vad som är långsiktigt hållbart. Riksbankens indikator på resursutnyttjandet, som sammanfattar information från enkäter och arbetsmarknaden, pekar också på att det finns gott om lediga resurser i ekonomin (se diagram 1:27). Den låga räntan ger draghjälp åt konjunkturen och tillsammans med den högre globala efterfrågan leder detta till att sysselsättningen och arbetade timmar framöver gradvis stiger. Mot slutet av prognosperioden väntas resursutnyttjandet vara normaliserat (se diagram 1:28).

■ Löneavtal på drygt 2 procent per år under en treårsperiod

Sedan årets början fram till mitten av juni har omkring 220 nya kollektivavtal för sammanlagt drygt 2 miljoner anställda tecknats. De hittills slutna avtalen är i huvudsak på tre år. Även om vissa avtal är uppsägningsbara väntas nästa avtalsrörelse av större omfattning äga rum under 2016.

Nivån på de förbundsvist avtalade löneökningarna i hela ekonomin stiger under prognosperioden. Lokal lönebildning och löneglidning bidrar till att utfallen på löneökningarna i hela ekonomin normalt blir högre än vad de förbundsvisa avtalen visar. Under 2014 och 2015 är det förbättrade arbetsmarknadsläget en viktig förklaring till att löneökningstakten i hela ekonomin tilltar.

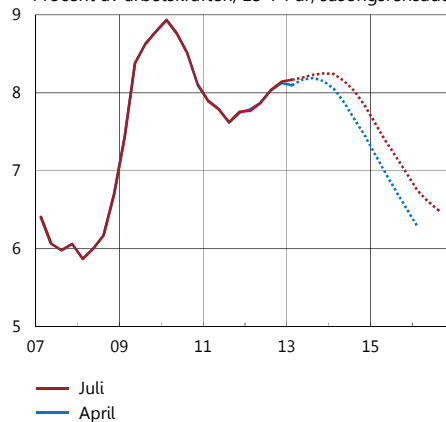
Arbetsproduktiviteten bedöms öka med cirka 1,6 procent per år 2013 och 2014 (se diagram 1:29). Under 2015 bedöms den växa något snabbare och hamna omkring ett historiskt genomsnitt. Bedömningen av kostnadstrycket, mätt med arbetskostnad per producerad enhet, under 2014 och 2015 är ungefär detsamma som i april.

■ Låg men gradvis stigande inflation

Inflationen är för närvarande låg (se diagram 1:30 och fördjupningen "Kostnadsutvecklingen och inflationen"). Det är framför allt varu- och energipriserna som fortsatt att falla, men även tjänstepriserna har under de senaste månaderna stigit långsammare än normalt. Att priserna på varor har fallit beror i sin tur främst på att importerade varor har sjunkit i pris och på att kronan förstärkts de senaste åren. Inflationen har dock även varit oväntat låg om man ser till hur företagens inhemska kostnader utvecklats. Trots att arbetskostnaden per producerad enhet har ökat i ungefär normal takt de senaste åren har företagen inte höjt priserna i samma utsträckning. Faktorer som kan

Diagram 1:26. Arbetslöshet

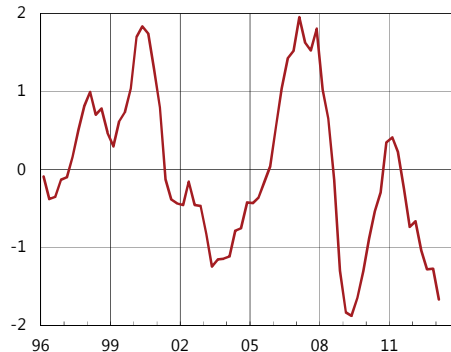
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:27. RU-indikatorn

Standardavvikelse

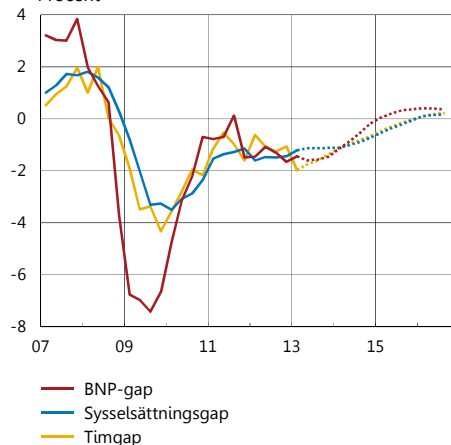


Anm. RU-indikatorn är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:28. BNP-gap, sysselsättningsgap och timgap

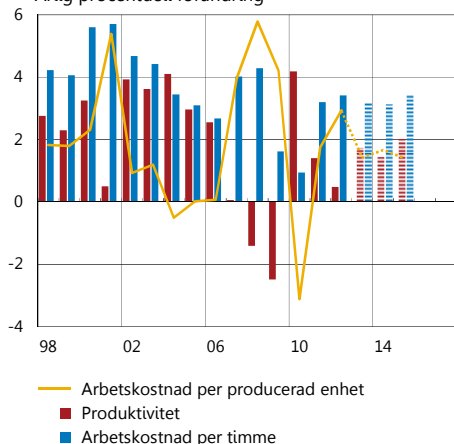
Procent



Anm. BNP-gap avser BNP:s avvikelser från sin trend beräknat med en produktionsfunktion. Tim- respektive sysselsättningsgap avser arbetade timmars och antal sysselsattas avvikelser från Riksbankens bedömda trender.

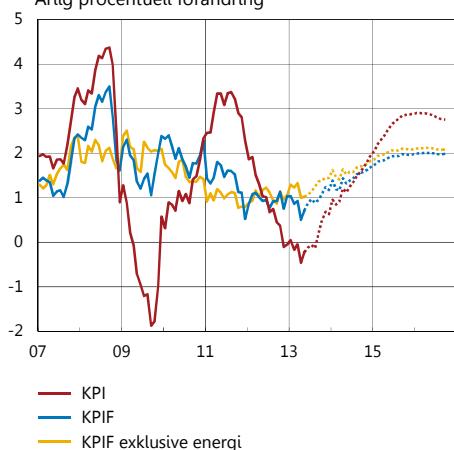
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:29. Kostnadstryck i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

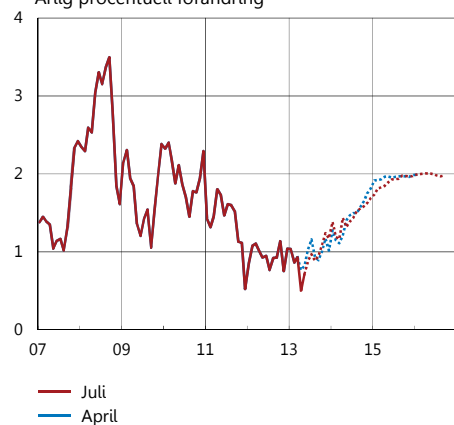
Diagram 1:30. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:31. KPIF
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

förklara de låga prispåslagen är den relativt svaga efterfrågan, det låga resursutnyttjandet i svensk ekonomi samt en stor osäkerhet vad gäller den internationella utvecklingen.

Svag efterfrågan i kombination med låga energipriser bidrar till att KPIF-inflationen kommer att vara låg det närmaste året (se diagram 1:31). Jämfört med aprilprognosen är inflationen 2014 något uppreviderad till följd av de senaste månadernas kronförsvagning (se diagram 1:32). Den globala återhämtningen och den låga reporäntan bidrar till att konjunkturen successivt stärks och resursutnyttjandet stiger, vilket ökar företagens möjligheter att höja priserna. I takt med att konjunkturen stärks stiger också löneökningstakten. Den successivt högre tillväxten i omvärlden innebär samtidigt att de globala exportpriserna stiger och att priserna på importerade varor ökar lite snabbare. Att effekterna från de senaste årens kraftiga kronförstärkning klingar av bidrar också till en högre prisökningstakt. Därmed stiger inflationen gradvis 2014–2015 (se diagram 1:30).

Sammantaget bedöms KPIF-inflationen stiga långsamt mot 2 procent 2015 (se diagram 1:31). KPI-inflationen kommer att vara negativ de närmaste månaderna, vilket hänger samman med det senaste årets räntesänkningar och fallande boräntekostnader. I KPIF hålls alla boräntor konstanta vilket avspeglas i att KPIF-inflationen är högre än KPI-inflationen det närmaste året. När Riksbanken sedan börjar höja reporäntan i mitten av 2014 stiger boräntorna och KPI-inflationen ökar mer än KPIF-inflationen. KPI-inflationen väntas uppgå till 2,8 procent i slutet av prognosperioden. Att skillnaden mellan KPI och KPIF väntas bli stor under framför allt 2015 sammanhänger med att bostadsräntorna stiger snabbt från en låg nivå. I perioder med stora ränteförändringar ger inflationsmått som inte inkluderar de direkta effekterna av ändrade räntor, som KPIF, en bättre bild av inflationstrycket. På lång sikt, när reporäntan har stabiliserats, sammanfaller dock KPI- och KPIF-inflationen.

Penningpolitiska överväganden

Riksbankens direktion har beslutat att låta reporäntan ligga kvar på 1 procent. Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april är prognosen för reporäntan i princip oförändrad.

■ Ekonomisk utveckling i linje med förväntan

Sedan publiceringen av den penningpolitiska uppföljningen i april har den ekonomiska utvecklingen i både Sverige och omvärlden varit i stort sett i linje med Riksbankens bedömning. Euroområdet präglas av att både den privata och den offentliga sektorn behöver dra ned på sina skulder. Reformprocesser pågår men kommer att ta lång tid. Den svaga ekonomiska utvecklingen i euroområdet påverkar också svensk tillväxt i form av att export och investeringar faller. Samtidigt har hushållens förtroende stärkts, inkomsterna har stigit relativt mycket, och bostadspriserna och utlåningen till hushåll har fortsatt att öka.

Återhämtningen i omvärlden förbättrar successivt utsikterna även för svensk ekonomi. BNP-tillväxten tar fart under 2014 och även arbetsmarknaden förbättras med stigande sysselsättningsgrad och fallande arbetslöshet. Inflationen är för närvarande låg och KPIF-inflationen förväntas ligga kvar runt 1 procent i år. Framöver bedöms stigande arbetskostnader och importpriser samt högre prispåslag leda till att KPIF-inflationen ökar för att nå 2 procent under 2015.

■ Fortsatt låg ränta stödjer konjunkturen och motverkar låg inflation

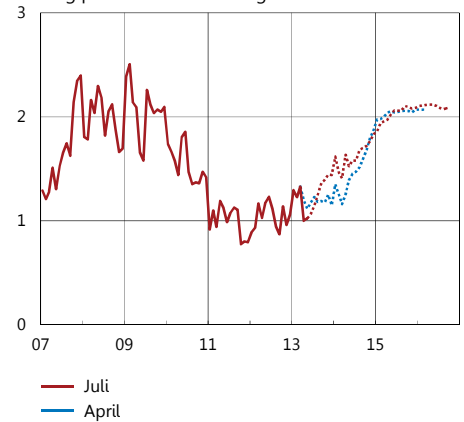
För att stödja konjunkturen och bidra till att KPIF-inflationen stiger mot 2 procent behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv (se diagram 1:33 och 1:34). Reporäntan behöver vara kvar på dagens låga nivå ungefär ett år för att därefter höjas långsamt till 2,8 procent i slutet av prognosperioden. Skulle reporäntan behöva ändras den närmaste tiden är det något mer sannolikt att den sänks än att den höjs. Detta hänger främst samman med det låga inflationstrycket och riskerna för bakslag i euroområdet. Prognosen för reporäntan, både nominellt och realt, är därmed i princip oförändrad sedan den penningpolitiska uppföljningen i april.

I prognosen når KPIF-inflationen 2 procent om ungefär 2 år. En något mer expansiv penningpolitik skulle kunna leda till att inflationen når målet något tidigare. Men samtidigt bedöms en lägre reporänta nu, när läget för hushållen redan är relativt gynnsamt, leda till att riskerna med hushållens höga skuldsättning ökar ytterligare. En särskilt besvärlig situation skulle uppstå om hushållen förväntar sig att den låga räntan är bestående. Sådana realistiska förväntningar kan leda till en stark trend uppåt i både bostadspriser och skuldsättning.

Internationella erfarenheter visar att en hög skuldsättning gör ekonomin mer känslig för olika typer av störningar, som till exempel ett bostadsprisfall. Även om hushållens skulder som andel av deras disponibla inkomster är något nedreviderad i denna prognos, till följd av ett lägre utfall, är nivån oroande hög. Det gör den svenska ekonomin mer sårbar för störningar. Om hushållen av ett eller annat skäl skulle tvingas att snabbt minska sina skulder finns risk att arbetslösheten stiger kraftigt och att det uppstår långvariga svårigheter att uppnå inflationsmålet (se fördjupning "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen"). Den aktuella reporäntebanan bedöms därför vara en rimlig avvägning som innebär att inflationen och realekonomin stabiliseras mer kortsiktigt, samtidigt som mer långsiktiga risker förknippade med hushållens höga skuldsättning beaktas.

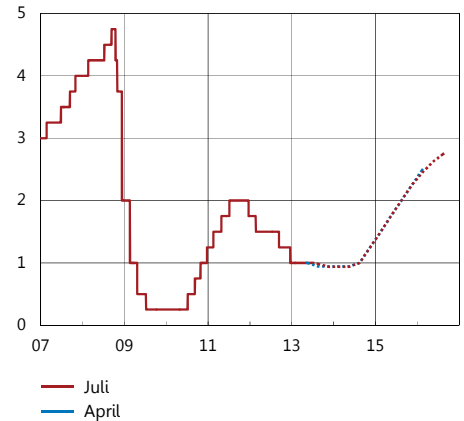
Penningpolitiken kan dock inte ensam hantera riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Åtgärder inom andra politikområden måste också övervägas. Det har genomförts en del åtgärder av olika myndigheter de senaste åren, som till exempel införandet av ett bolånetak och höjda riskvikter på bolån. Men det råder stor osäkerhet om effekterna av dessa åtgärder och huruvida de är tillräckliga.

Diagram 1:32. KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



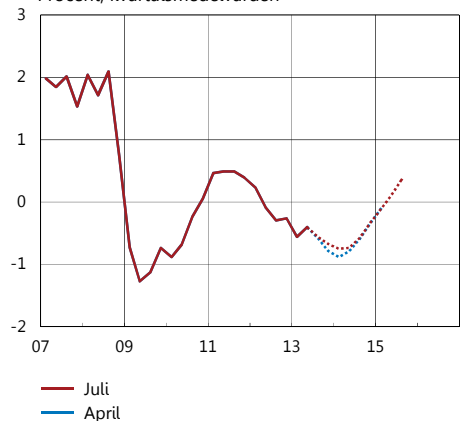
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:33. Reporänta
Procent



Anm. Utfall är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.
Källa: Riksbanken

Diagram 1:34. 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

Svenska myndigheter och andra aktörer bör därför nu noga pröva om inte ytterligare åtgärder behövs för att säkerställa att utvecklingen i svensk ekonomi blir långsiktigt hållbar.

■ **Fortsatt osäkra konjunktur- och inflationsutsikter**

Utvecklingen i euroområdet fortsätter att skapa osäkerhet i prognosen. Liksom tidigare antar Riksbanken att situationen i euroområdet kommer att hanteras och att förtroendet förbättras successivt. Om läget i Europa skulle förvärras får det konsekvenser även för den svenska ekonomin med minskad export och investeringar, stigande arbetslöshet och lägre inflation. En försämrad realekonomisk utveckling i kombination med ökad finansiell stress kan även leda till att intjänningen i de svenska storbankerna blir lägre och kreditförlusterna större. De svenska storbankerna skulle då även kunna få svårt att få tillgång till marknadsfinansiering.

Andra faktorer som bidrar till osäkerheten är kronans utveckling och inflationstrycket. Riksbanken har inget mål för växelkursen, men kronans utveckling påverkar penningpolitiken via effekter på inflationstakten och resursutnyttjandet. Inflationen påverkas även i hög grad av den internationella prisutvecklingen, där bland annat råvarupriserna kan variera mycket över tiden. I kapitel 2 diskuteras först ett alternativscenario som visar hur förändrade råvarupriser påverkar svensk ekonomi och penningpolitik. Därefter diskuteras några alternativscenarier som illustrerar genomslaget på svensk ekonomi av en starkare respektive svagare växelkurs.

KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker

Inflationen i Sverige har varit låg under en tid. En orsak till detta är att priserna på importerade insatsvaror har ökat långsamt de senaste åren. Världsmarknadspriserna på de varor som importeras till Sverige följer utvecklingen i världskonjunkturen väl och prissvängningarna är i normala fall störst för olika råvaror. Om råvarupriserna skulle falla oväntat snabbt, så att inflationen blir lägre, kan reporäntan behöva bli lägre än i huvudscenariot. Om däremot den internationella konjunkturutvecklingen skulle förbättras snabbare än väntat kan råvarupriserna komma att öka mer än i huvudscenariot. I så fall kan reporäntan istället behöva höjas snabbare.

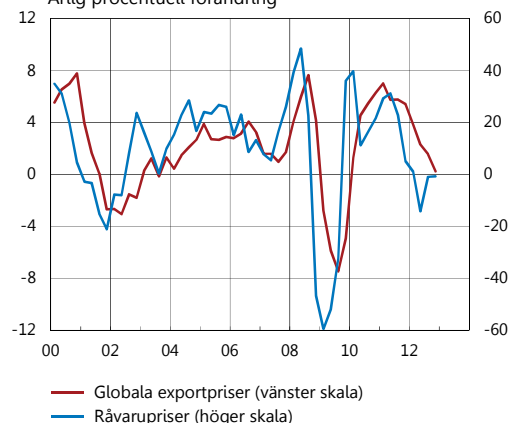
Växelkursprognoser är notoriskt svåra att göra. För kronprognosen finns både uppåt- och nedåtrisker jämfört med huvudscenariot. Vilka effekter som rörelser i växelkursen får på ekonomin beror till stor del på om företagen uppfattar dessa som tillfälliga eller mer varaktiga förändringar i växelkursens nivå. En försvagning av kronan som bedöms vara tillfällig får mindre effekter på inflationen än då kronan väntas vara svag under en längre tid framöver.

Den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäker. Detta illustreras på ett övergripande sätt med sannolikhetsintervallen runt prognoserna i diagram 1:1–1:4, som baseras på Riksbankens historiska prognosfel. I detta kapitel beskrivs två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen, och hur penningpolitiken kan komma att utformas om dessa scenarier skulle bli verklighet. Scenarierna är konstruerade med Riksbankens makroekonomiska modell, Ramses. I modellen bestäms reporäntan av nivån på KPIF-inflationen och resursutnyttjandet.³ Men i praktiken måste penningpolitiken även ta hänsyn till faktorer som den förenklade beskrivningen i modellen inte åskådliggör. En sådan faktor är de långsiktiga riskerna med en allt för snabb skulduppbyggnad i hushållssektorn.

Utöver de teman som behandlas i dessa scenarier finns ett antal andra källor till osäkerhet. Återhämtningen i den europeiska ekonomin kan komma att kantas av bakslag, och problemen i det europeiska banksystemet kan då leda till förnyad oro på de finansiella marknaderna. En annan risk är att de svenska hushållens höga skuldsättning kan göra ekonomin mer sårbar för olika störningar, som till exempel ett fall i bostadspriserna.

Det första alternativscenariot illustrerar effekterna av fallande, respektive stigande, råvarupriser till följd av en svagare, respektive starkare, konjunkturutveckling i omvärlden. Inflationen i Sverige har varit låg under en tid. En orsak till detta är att ökningstakten i priserna på importerade insatsvaror har varit låg. De globala exportpriserna, som är ett mått på världsmarknadspriserna på svenska importvaror, har utvecklats svagt de senaste åren till följd av den svaga internationella konjunkturutvecklingen.⁴ PrISRörelserna i sådana internationellt handlade varor är normalt störst för olika råvaror (se diagram 2:1). I scenariot beskrivs hur en svagare internationell efterfrågan, som leder till lägre råvarupriser, och lägre inflation än i

Diagram 2:1. Globala exportpriser och råvarupriser
Årlig procentuell förändring



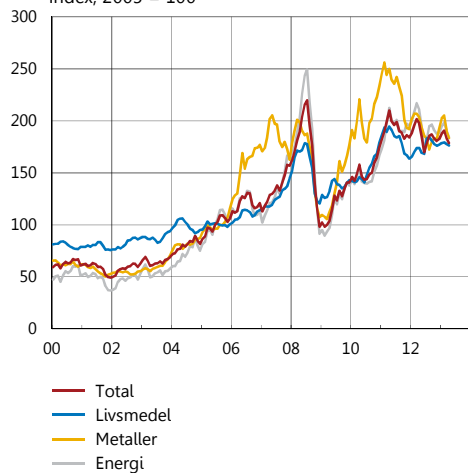
Anm. Globala exportpriser är en sammanvägning av exportdeflater (i lokala valutor) där Sveriges importandelar använts som vikt. Båda serierna är standardiserade, dvs. medelvärdet har subtraherats och serierna är dividerade med standardavvikelsen.

Källor: IMF, nationella källor och Riksbanken

³ För en beskrivning av Ramses, se Adolfson, M., Laséen, S., Christiano, L., Trabandt M. och Walentin, K., "Ramses II: Model description", Occasional Paper nr 12, 2013. I modellen beskrivs penningpolitiken med en så kallad reaktionsfunktion där reporäntan beror på inflationens avvikelse från 2 procent och på resursutnyttjandet, mätt med timgapet.

⁴ Se fördjupningen "Kostnadsutvecklingen och inflationen" i denna penningpolitiska rapport.

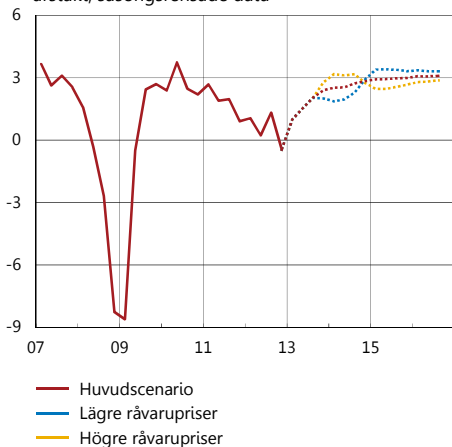
Diagram 2:2. Råvarupriser
Index, 2005 = 100



Källa: IMF

Diagram 2:3. BNP i omvärlden

KIX-vägd, kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

huvudscenariot, kan innebära att Riksbanken sänker reporäntan ytterligare.

Det andra alternativscenariot belyser effekterna av en svagare, respektive starkare, växelkurs, under olika antaganden om företagets förväntningar om den framtida växelkursen. Hur växelkursen kommer att utvecklas är svårt att prognostisera. I tider av ekonomisk oro har kronan visserligen ofta försvagats, vilket också illustreras av den senaste tidens utveckling på valutamarknaden. Men en rad faktorer talar för att detta inte nödvändigtvis behöver gälla även framöver. BNP-tillväxten har varit högre i Sverige än i många andra europeiska länder. Vidare är de svenska statsfinanserna i gott skick, samtidigt som många andra europeiska länder uppvisar budgetunderskott och stora statskulder. Sådana omständigheter kan göra att den svenska ekonomin uppfattas som relativt säker och därmed utgör ett attraktivt alternativ för internationella placerare.

Effekterna av rörelser i kronkursen på inflationen och realekonomin beror på om hushållen och företagen uppfattar rörelserna som tillfälliga eller mer varaktiga. Om ett företags kostnader för importerade insatsvaror ökar på grund av en försvagning av kronan kommer man exempelvis att vara mer benägen att höja priserna om man tror att växelkursen kommer vara svag under en längre tid framöver.

Scenario: effekter av förändrade råvarupriser

Priserna på flera råvaror har fallit, om än ganska måttligt, sedan i februari (se diagram 2:2). Priset på olja, som utgör ungefär hälften av IMF:s råvaruprisindex, har exempelvis fallit med cirka 10 procent. Prisrörelserna för olika råvaror har samvarierat allt mer de senaste åren, och nedgången under våren befäster denna bild.⁵

Förändringar i energi- och livsmedelspriser påverkar inflations-takten relativt snabbt. Exempelvis ingår drivmedel och eldningsolja i KPI, och priserna på dessa varor är nära kopplade till oljepriset. Förändringar i priserna på andra råvaror, till exempel metaller, påverkar däremot inflationen med längre eftersläpning.

■ Drivkrafter bakom råvaruprisrörelser

Under 2000-talet har den trendmässiga uppgången i råvarupriserna främst drivits av en ökad efterfrågan på råvaror i utvecklingsländerna, och då framför allt i Kina. Denna höga internationella efterfrågan har samtidigt påverkat den svenska handeln med omvärlden positivt. Stigande världsmarknadspriser på råvaror har därför ofta sammanfallit med, eller följts av, en hög BNP-tillväxt och ett högt resursutnyttjande i Sverige. När råvarupriserna stiger över en längre period blir också effekterna på svensk inflation både större och mer varaktiga.⁶

⁵ Se till exempel Commodity Market Outlook, Världsbanken, januari 2013.

⁶ Det finns exempelvis studier som visar att stigande oljepriser under vissa perioder har bidragit till en varaktigt högre KPIF-inflation, se till exempel Bjellerup, Mårten och Löf, Mårten, "Oljeprisets effekter på svensk inflation". *Ekonomisk kommentar* nr 4, 2008. Sveriges riksbank.

Nedgången i råvarupriserna de senaste månaderna kan omvänt kopplas till negativa nyheter om Kinas framtida tillväxtutsikter. Detta gäller i synnerhet för priserna på metaller, eftersom Kina står för ungefär hälften av den globala konsumtionen av dessa. Om den potentiella tillväxten i Kina skulle bli markant lägre, för att den ekonomiska utvecklingen blir mer konsumtionsdriven och mindre råvaruintensiv, kan detta komma att påverka råvarupriserna.

Priserna på råvaror styrs också av olika faktorer som påverkar utbudet. Politisk turbulens i råvaruproducerande länder kan till exempel leda till stora, men tillfälliga, effekter på råvarupriserna. Att relativt små störningar i utbudet kan ha stora effekter på priserna beror på att efterfrågan på många råvaror är relativt prisokänslig. Sådana utbudsstörningar får dock i regel mer kortvariga effekter på inflationen i Sverige och behöver därför inte påverka penningpolitiken i någon större utsträckning.

Det pågår också en utveckling som, enligt en del bedömare, kan komma att få en mer långsiktig påverkan på utbudet av olja. I Nordamerika ökar till exempel utvinningen av skifferolja och skiffergas i snabb takt. Därmed minskar också USA:s oljeimport. Om denna utveckling leder till ett varaktigt högre utbud av olja kan den långsiktiga nivån på oljepriset komma att påverkas. Effekterna på den svenska inflationen kan då bli mer varaktiga.⁷

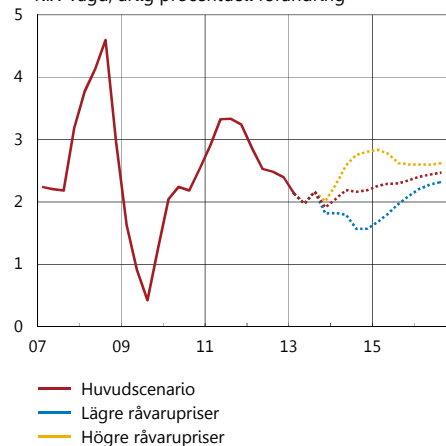
■ Svagare internationell efterfrågan ger lägre råvarupriser och lägre inflation

I scenariot visas hur fallande (respektive stigande) råvarupriser, till följd av en svagare (respektive starkare) internationell efterfrågan, påverkar den svenska ekonomin. Scenariot kan sägas fånga effekterna på svensk ekonomi av den "typiska" eller "genomsnittliga" störning som drivit råvarupriserna de senaste 15-20 åren, när de historiska sambanden mellan råvarupriser och andra variabler tolkas med Riksbankens makroekonomiska modell, Ramses.

Effekterna av svagare respektive starkare internationell efterfrågan antas vara symmetriska runt huvudscenariot. Inledningsvis väljer vi att studera konsekvenserna av fallande råvarupriser.

Råvarupriserna antas bli 20 procent lägre än i huvudscenariot, samtidigt som BNP-tillväxten i omvärlden blir lägre (se diagram 2:3). Anpassningen till en lägre prisnivå inleds i det fjärde kvartalet 2013 och antas ske över en period på ett år. Nedgången i råvarupriserna gör att den KIX-viktade omvärldsinflationen blir 0,5 respektive 0,4 procentenheter lägre under åren 2014 och 2015, i jämförelse med i huvudscenariot (se diagram 2:4). KPIF-inflationen blir 0,3 respektive 0,1 procentenheter lägre under 2014 och 2015 (se diagram 2:5). Effekterna på KPI-inflationen blir något större eftersom hushållens räntekostnader blir lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:6). Den lägre inflationen beror främst på att importpriserna stiger långsammare. Att effekten på den svenska inflationen, mätt med KPIF, blir

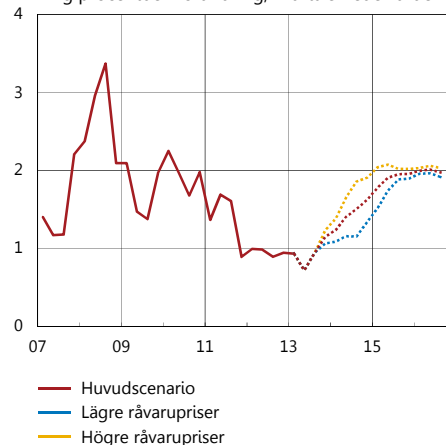
Diagram 2:4. Inflation i omvärlden
KIX-vägd, årlig procentuell förändring



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, OECD och Riksbanken

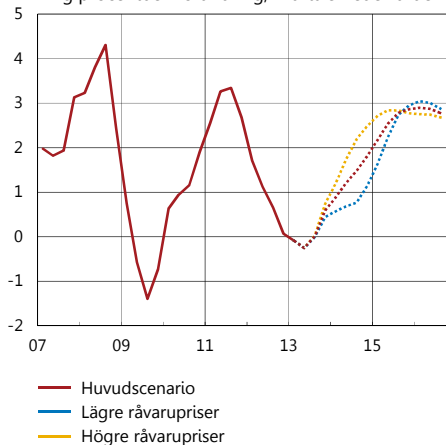
Diagram 2:5. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:6. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

⁷ Se till exempel "Shale oil: the next energy revolution", PricewaterhouseCoopers, februari 2013.

Diagram 2:7. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden



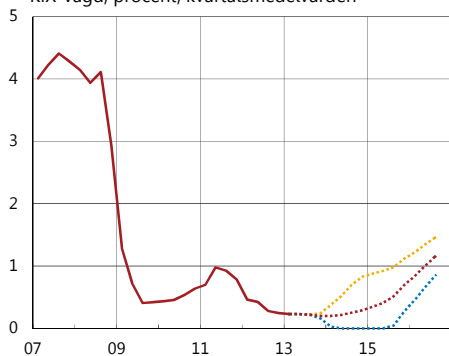
— Huvudscenario
— Lägre råvarupriser
— Högre råvarupriser

Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källa: Riksbanken

Diagram 2:8. Styrränta i omvärlden

KIX-vägd, procent, kvartalsmedelvärden



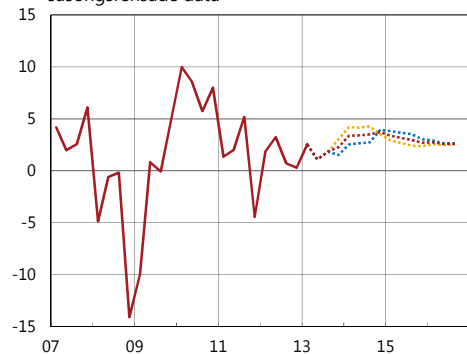
— Huvudscenario
— Lägre råvarupriser
— Högre råvarupriser

Anm. För sammanvägning av styrräntor i omvärlden används KIX-4, där euroområdet, Norge, Storbritannien och USA ingår.

Källor: Bank of England, ECB, Federal Reserve, Norges Bank och Riksbanken

Diagram 2:9. BNP

Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



— Huvudscenario
— Lägre råvarupriser
— Högre råvarupriser

Källor: SCB och Riksbanken

mindre än i omvärlden beror till stor del på att kronan, enligt historiska mönster, förväntas försvagas då råvarupriserna faller (se diagram 2:7). Den svagare kronan är främst en följd av att efterfrågan på tillgångar som uppfattas som riskfyllda minskar. Men en ytterligare faktor som talar för att kronan kan komma att försvagas här är att styrräntorna i många länder är nära nollgränsen (se diagram 2:8), vilket innebär att reporäntan sänks mer än omvärldsräntorna (se diagram 2:11) och diskussionen om penningpolitik nedan). Detta leder till att räntedifferensen mot omvärlden minskar, vilket i sin tur minskar den relativa efterfrågan på svenska tillgångar, och därmed på kronor.

Drivkrafterna bakom nedgången i råvarupriserna blir särskilt avgörande för de realekonomiska effekterna. Om priserna faller till följd av ett ökat utbud på råvaror, till exempel olja, blir importerade in-satsvaror, som används i produktionen av andra varor, billigare. Produktionen kan då öka utan att kostnaderna stiger. I ett sådant scenario kan man därför förvänta sig att BNP-tillväxten blir något högre, även om effekterna för svenskt vidkommande antagligen blir relativt små.

När råvarupriserna i stället faller till följd av en svagare omvärldsefterfrågan innebär det också att efterfrågan på svenska exportvaror blir mindre. Även den inhemska efterfrågan minskar när hushållens och företagens framtidstro sviktar. De negativa effekterna blir då totalt sett större än de positiva effekterna på produktionen som följer av lägre kostnader för importerade varor. Som ett resultat av detta blir den svenska BNP-tillväxten lägre i jämförelse med i huvudscenariot (se diagram 2:9). Därmed försämras också läget på arbetsmarknaden, vilket illustreras av att timgapet blir ungefär en halv procentenhet lägre i jämförelse med i huvudscenariot under 2014 och 2015 (se diagram 2:10). Lägre resursutnyttjande leder vidare till en lägre löneökningstakt, och lägre inhemsk inflation. Den svaga realekonomiska utvecklingen ger således följdverkningar på det inhemska kostnadstrycket, och därmed effekter på inflationen, utöver de direkta effekterna av lägre importpriser.

■ Starkare internationell efterfrågan ger högre råvarupriser och högre inflation

Om den internationella efterfrågan i stället skulle bli starkare, och priserna på råvaror därmed högre än i huvudscenariot, så blir effekterna på den svenska ekonomin de omvända. Ett sådant scenario innebär att råvarupriserna ligger kvar ungefär på dagens nivå i slutet av prognosperioden.

I scenariot med högre råvarupriser blir inflationen högre än i huvudscenariot, till följd av högre importpriser. Samtidigt leder den ökade omvärldsefterfrågan till ökad export, och ett ökat förtroende bland hushåll och företag, vilket i sin tur gör att även den inhemska efterfrågan ökar. Med en viss tidsfördröjning leder detta till en ökad sysselsättning och ett högre resursutnyttjande. Det blir då lättare för

arbetstagarna att kräva högre löneökningar, och det inhemska kostnadstrycket ökar. Den högre inflationen motverkas dock av att kronan förstärks, eftersom efterfrågan på tillgångar som uppfattas som mer riskfyllda ökar.

■ Kronan brukar vara en stötdämpare

Fallande råvarupriser brukar sammanfalla med att kronan försvagas mot dollarn, till följd av att efterfrågan på riskfyllda tillgångar minskar. Omvänt brukar stigande råvarupriser sammanfalla med att kronan blir starkare. Detta samband har dessutom blivit starkare under åren efter den finansiella krisen 2008, samtidigt som samvariationen i prisförändringarna för olika tillgångsslag mer allmänt har blivit starkare. Det innebär att svängningarna i råvarupriserna blir något mindre, när priserna uttrycks i kronor. Den svagare växelkursen gör alltså att effekterna på inflationen av lägre råvarupriser dämpas. Det innebär också att de negativa effekterna på exporten mildras något. Om sambandet mellan råvarupriserna och växelkursen skulle försvagas i framtiden kan effekterna på den svenska inflationen av ett råvaruprisfall bli större än vad som antas i scenariot.

■ Lägre råvarupriser ger lägre reporänta

En svagare omvärldsefterfrågan, som gör att råvarupriserna blir lägre än vad som antas i huvudscenariot, leder till att både KPIF-inflationen och resursutnyttjandet blir lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:5 och 2:10). I modellsimuleringarna sänks därför reporäntan för att motverka en för låg inflation och ett för lågt resursutnyttjande (se blå bana i diagram 2:11).

En starkare omvärldsefterfrågan, som gör att råvarupriserna blir högre än vad som antas i huvudscenariot, leder istället till högre inflation och högre resursutnyttjande. Reporäntebanan höjs därför för att motverka en för hög inflation och ett för högt resursutnyttjande (se gul kurva i diagram 2:11). I detta gynnsamma scenario närmar sig KPIF-inflationen 2 procent snabbare, och resursutnyttjandet når en normal nivå tidigare, än i huvudscenariot.

Reporäntebanorna i dessa båda scenarier ges av modellens penningpolitiska handlingsregel. I fallet med lägre råvarupriser stiger dock KPIF-inflationen endast långsamt tillbaka mot 2 procent, trots den lägre reporäntan (se blå kurva i diagram 2:5). En ännu lägre reporänta skulle därför kunna göra att inflationen närmar sig 2 procent snabbare. Men penningpolitiken måste också ta hänsyn till andra faktorer. En sådan viktig faktor är risken för att finansiella obalanser ska byggas upp. En alltför snabb skuldtillväxt och en alltför hög skuldnivå i hushållssektorn kan öka risken för en sämre ekonomisk utveckling på längre sikt. Om en låg reporänta bedöms öka denna risk kan detta istället motivera att reporäntebanan blir något högre.⁸

Diagram 2:10. Timgap
Procent

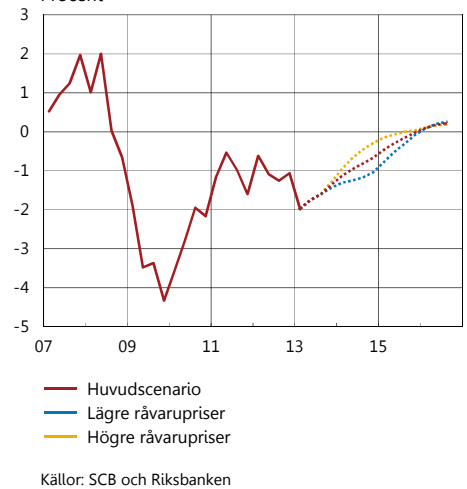
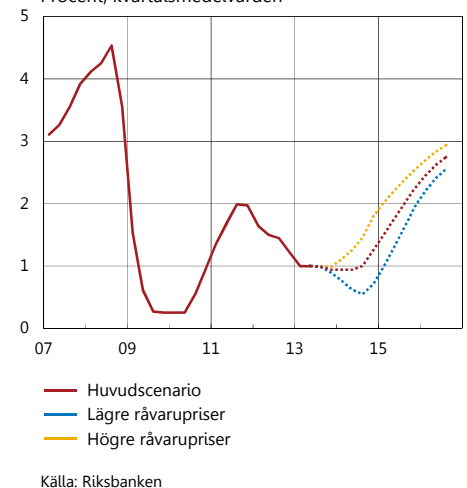


Diagram 2:11. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



⁸ Se fördjupningen "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen" i denna penningpolitiska rapport.

Diagram 2:12. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden



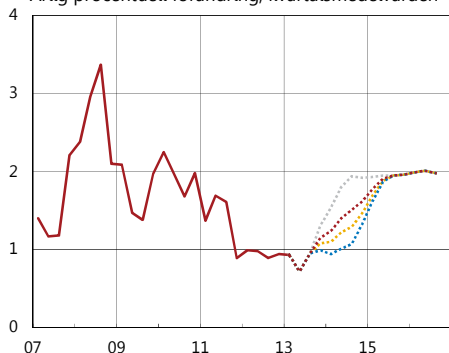
- Huvudscenario
- Starkare växelkurs, förväntat varaktig
- Starkare växelkurs, förväntat tillfällig
- Svagare växelkurs, förväntat varaktig

Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. I diagrammet är gul linje identisk med blå linje.

Källa: Riksbanken

Diagram 2:13. KPIF

Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



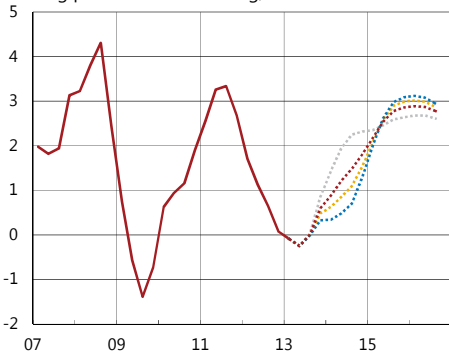
- Huvudscenario
- Starkare växelkurs, förväntat varaktig
- Starkare växelkurs, förväntat tillfällig
- Svagare växelkurs, förväntat varaktig

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:14. KPI

Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



- Huvudscenario
- Starkare växelkurs, förväntat varaktig
- Starkare växelkurs, förväntat tillfällig
- Svagare växelkurs, förväntat varaktig

Källor: SCB och Riksbanken

Scenario: kronan och förväntningarnas betydelse

Växelkursens framtida utveckling är mycket osäker. Om den ekonomiska utvecklingen i Sverige även i fortsättningen blir bättre än i övriga Europa, kan kronan bli starkare än i huvudscenariot. Att kreditrisken vid utlåning till den svenska staten är jämförelsevis låg kan också tala för att kronan är en relativt säker valuta. Men det är också möjligt att kronan kan komma att försvagas. Det skulle exempelvis kunna bero på en ökad oro i världsekonomin, liknande den som ägt rum de senaste veckorna.

■ Starkare växelkurs ger lägre inflation

I scenariot förstärks, respektive försvagas, kronan oväntat under det fjärde kvartalet 2013 (se diagram 2:12). Scenarierna med starkare respektive svagare krona är symmetriska runt huvudscenariot. Inledningsvis beskrivs fallet där kronan förstärks.

Kronan blir då 4 procent starkare mot ett handelsviktat växelkursindex (KIX) i det fjärde kvartalet 2013, i jämförelse med i huvudscenariot. Den ligger sedan kvar på en starkare nivå än i huvudscenariot fram till och med det andra kvartalet 2015. I scenariot beskrivs effekterna av en starkare krona med två olika antaganden om företagens förväntningar om växelkursen framöver. Ett viktigt syfte med scenariot är just att belysa hur olika förväntningar om den framtida kronkursen kan komma att påverka den ekonomiska utvecklingen i Sverige.

I det första fallet förväntar sig företagen att kronan blir starkare än i huvudscenariot under en längre tid (se blå linje i diagram 2:12). I det andra fallet förväntar de sig i stället att kronförstärkningen är mera tillfällig (se gul linje i diagram 2:12, som är identisk med blå linje). De förväntar sig alltså att kronan ska försvagas tillbaka till huvudscenariots prognos i en snabbare takt. Företagen överraskas sedan av att kronan fortsätter att vara stark och de justerar därför gradvis sina förväntningar.

En starkare växelkurs innebär att priserna på importerade insatsvaror blir lägre, i kronor räknat. Dessa varor (och i mindre utsträckning även tjänster) kombineras sedan med inhemskt producerade varor och tjänster till slutprodukter som säljs till konsumenter i Sverige. När kostnaderna för de importerade insatsvarorna dämpas, så kommer prisökningstakten i konsumentledet också att bli långsammare. Eftersom svenska företag konkurrerar med utländska företag leder detta också, på lite längre sikt, till en lägre prisökningstakt för en del inhemskt producerade insatsvaror. Även detta bidrar på sikt till en lägre prisökningstakt för konsumentprodukterna. Inflationen mätt med KPIF respektive KPI utvecklas därför mer dämpat (se diagram 2:13 och 2:14).

En starkare krona innebär vidare att svenska exportprodukter blir dyrare relativt utländska konkurrenters produkter. Eftersom nettoexporten då blir lägre sjunker även BNP-tillväxten och

resursutnyttjandet något (se diagram 2:15). Den högre arbetslösheten (se diagram 2:16) gör lönebildningen något mer återhållsam, vilket sänker företagens lönekostnader och driver ned inflationen ytterligare.

Om kronan i stället skulle försvagas blir effekterna de omvända. Högre importpriser leder då till en högre KPIF-inflation. Större export gör också att resursutnyttjandet blir högre än i huvudscenariot. När sysselsättningen stiger så stiger även löneökningstakten, vilket driver upp inflationen ytterligare.

■ Förväntningar om en mera varaktig växelkursförstärkning ger större effekter på inflationen och penningpolitiken

Förväntningarna om den framtida kronkursen är viktiga eftersom företagen måste ta hänsyn till kostnadsutvecklingen framöver när de beslutar om sina priser. Om kronförstärkningen förväntas vara mer bestående så innebär det att kostnaderna för importerade insatsvaror kan väntas vara lägre under en längre tid framöver. I detta fall blir KPIF-inflationen 0,3 procentenheter lägre under 2014, i jämförelse med i huvudscenariot. Om förstärkningen däremot förväntas bli mer tillfällig påverkas inte kostnaderna, och därmed inte heller priserna i det svenska konsumentledet, lika mycket. I detta fall blir KPIF-inflationen 0,2 procentenheter lägre under 2014 (se diagram 2:13).

Om företagen förväntar sig en mer varaktigt starkare krona blir också effekterna på resursutnyttjandet något större. Företagen kan då sänka sina kostnader genom att öka andelen importerade insatsvaror i produktionen och samtidigt minska andelen inhemskt producerade insatsvaror. Om kronförstärkningen däremot uppfattas som mera tillfällig har företagen mindre att vinna på att öka andelen importerade insatsvaror. I det förra fallet blir därför de negativa effekterna för den inhemska produktionen och resursutnyttjandet något större (se diagram 2:15). Löneutvecklingen kommer då också att påverkas mer än om växelkursförstärkningen är tillfällig.

Om växelkursen blir starkare blir både inflationen och resursutnyttjandet lägre än i huvudscenariot. Med den penningpolitiska handlingsregeln i modellen sänks därför reporäntan (se diagram 2:17). Om växelkursförstärkningen förväntas bli mer bestående blir dessutom effekterna på inflationen och resursutnyttjandet större än då kronförstärkningen uppfattas som mera tillfällig. Reporäntan sänks därför mer i det förra fallet.

I båda fallen är dock KPIF-inflationens avvikelse från 2 procent större än i huvudscenariot, i synnerhet under år 2014. En lägre reporäntebana skulle därför kunna föra KPIF-inflationen tillbaka till målet något snabbare under prognosperioden. Samtidigt kan ett mer långsiktigt perspektiv på uppfyllelsen av inflationsmålet, som tar hänsyn till riskerna med en hög skuldsättning bland hushållen, innebära att reporäntebanan sätts något högre än vad som antagits i dessa scenarier (se den mer utförliga diskussionen tidigare i detta kapitel, i scenariot "Osäker utveckling för råvarupriserna").

Diagram 2:15. Timgap

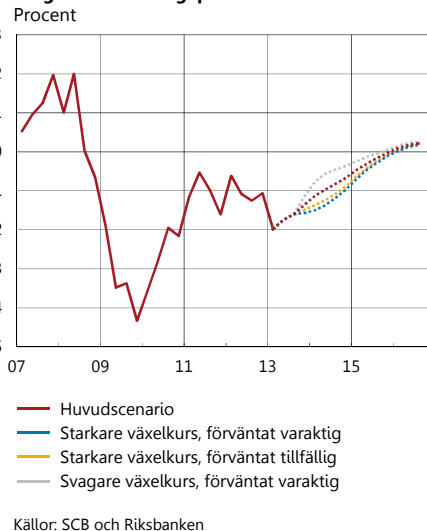


Diagram 2:16. Arbetslöshet

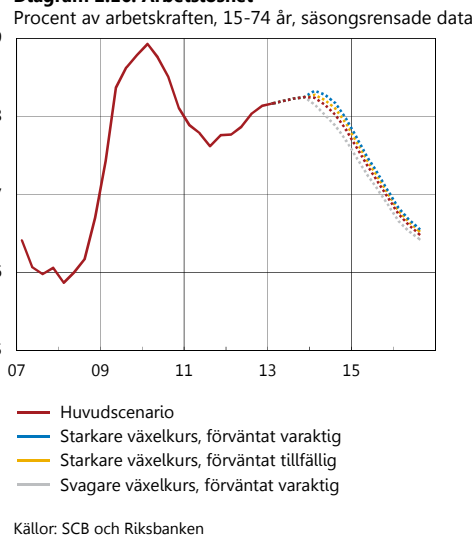


Diagram 2:17. Reporänta

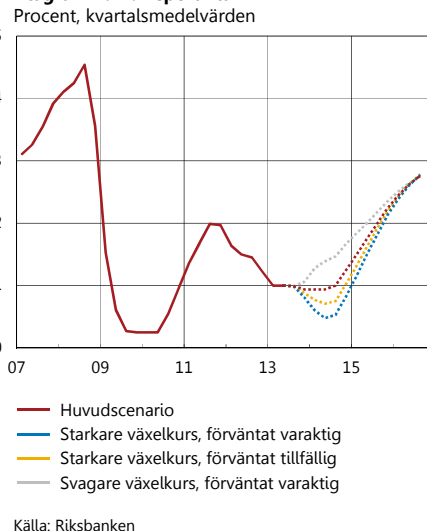
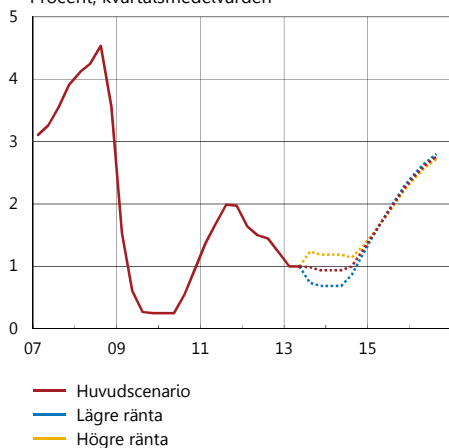
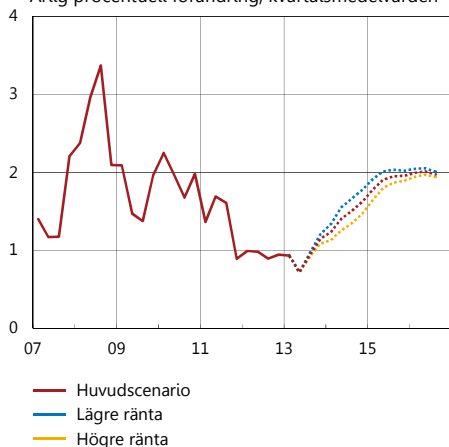


Diagram 2:18. Alternativa reporäntebanor
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

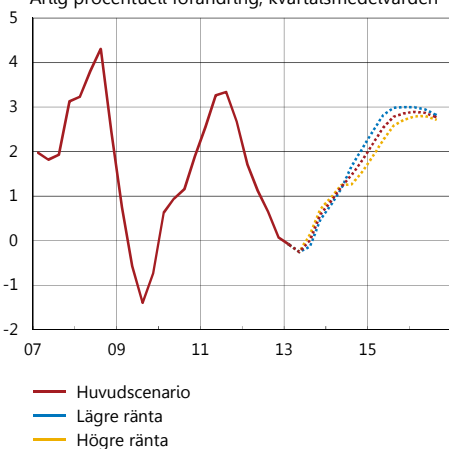
Diagram 2:19. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:20. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

Alternativa scenarier för reporäntan

I detta avsnitt visas hur inflationen och resursutnyttjandet skulle kunna komma att påverkas om Riksbanken skulle följa en annan reporäntebana än den i huvudscenariot. Två alternativa reporäntebanor visas. I det första alternativet sätts reporäntan 0,25 procentenheter lägre i fyra kvartal. I det andra alternativet sätts reporäntan istället 0,25 procentenheter högre i fyra kvartal (se diagram 2:18).

■ En högre reporänta leder till lägre inflation och lägre resursutnyttjande

En högre reporänta leder till högre marknadsräntor, till exempel högre räntor på sparkonton. Det blir mer fördelaktigt för hushållen att spara, jämfört med att låna, och det blir samtidigt dyrare för företagen att finansiera investeringar. Därmed dämpas konsumtionen och investeringarna. Detta leder i sin tur, med en viss eftersläpning, till att efterfrågan på arbetskraft dämpas, vilket gör att arbetslösheten blir högre än i huvudscenariot.

Högre räntor innebär också att priserna på svenska tillgångar, till exempel obligationer, sjunker. När då efterfrågan på dessa tillgångar ökar blir kronan starkare. Detta innebär i sin tur att priserna på importerade varor blir lägre, samtidigt som efterfrågan på svenska exportvaror minskar. Sammantaget blir alltså BNP-tillväxten lägre än i huvudscenariot.

I och med att resursutnyttjandet sjunker blir löneutvecklingen mer återhållsam. Även priset på kapital, till exempel maskiner och lokaler, påverkas. Detta, tillsammans med lägre priser på importerade insatsvaror, gör att företagets kostnader minskar. Detta innebär i sin tur att företagen höjer sina priser i långsammare takt. Därmed blir KPIF-inflationen lägre (se diagram 2:19). Höjda räntor innebär dock att hushållens räntekostnader för egna hem stiger, vilket gör att effekterna på KPI-inflationen blir mindre inledningsvis (se diagram 2:20).

En lägre reporänta ger högre inflation och högre resursutnyttjande

En lägre reporänta leder, omvänt, till att det blir mindre attraktivt att spara, och därmed stiger konsumtionen. Lägre räntor gör också att fler potentiella investeringar blir lönsamma. När avkastningen på svenska tillgångar sjunker kommer efterfrågan på kronor att minska, så att kronan försvagas. Därmed ökar exporten, samtidigt som importerade varor blir dyrare. Sammantaget leder detta till en högre BNP-tillväxt och ett högre resursutnyttjande.

En högre efterfrågan leder, med viss fördröjning, till en högre sysselsättning och en högre löneökningstakt. Därmed ökar företagets kostnader, vilket i sin tur leder till en högre prisökningstakt. KPIF-inflationen blir således högre än i huvudscenariot.

■ Effekterna av penningpolitiken är osäkra

De kvantitativa effekter av en lägre respektive högre reporänta som visas i diagram 2:19–2:23 har skattats med en makroekonomisk modell för den svenska ekonomin (Ramses). Andra empiriska ansatser skulle dock kunna leda till andra skattningar av effekterna av en förändring i reporäntan. Det kan också vara så att effekterna av en reporänteförändring är snabbare eller långsammare än de genomsnittliga effekter som skattats med Ramses, beroende på det aktuella ekonomiska läget.

■ Flera faktorer påverkar den penningpolitiska avvägningen

En lägre ränta skulle, enligt de beräkningar som redovisas här, innebära att KPIF-inflationen närmar sig 2 procent snabbare under prognosperioden, jämfört med huvudscenariot (se diagram 2:19). Resursutnyttjandet skulle också nå en normal nivå tidigare (se diagram 2:21 och 2:22). Utifrån detta skulle man således kunna motivera en mer expansiv penningpolitik.

Men den penningpolitiska avvägningen påverkas även av andra faktorer. En viktig faktor är hushållens skuldsättning. Erfarenheterna från andra länder de senaste åren belyser riskerna med en allt för snabb skulduppbyggnad. En snabb ökning av skulderna kan, även om den inte anses hota den finansiella stabiliteten, göra att ekonomin blir mer känslig för störningar. En mindre expansiv penningpolitik, som dämpar skuldökningstakten, kan då bidra till att minska riskerna för stora svängningar i inflationen och resursutnyttjandet i framtiden (se fördjupningen "Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen").

Diagram 2:21. BNP-gap
Procent

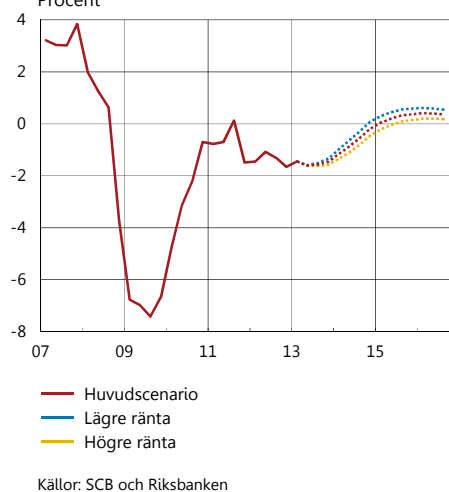


Diagram 2:22. Timgap
Procent

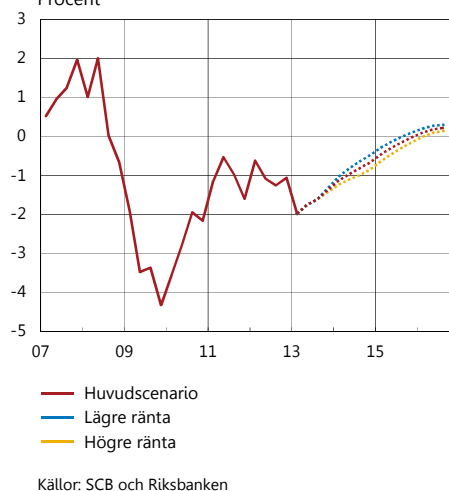
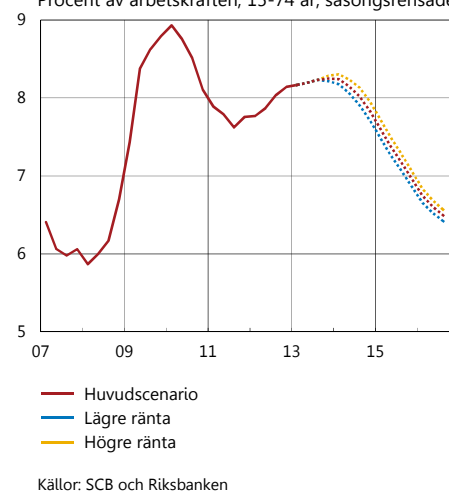


Diagram 2:23. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongsrensade data



■ KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin

I detta kapitel presenteras den nya information som kommit in sedan den penningpolitiska uppföljningen i april och bedömningen av den ekonomiska utvecklingen de närmaste kvartalen.

Volatiliteten på de finansiella marknaderna har ökat till följd av osäkerhet hos marknadsaktörerna om vilka beslut centralbankerna kommer att fatta framöver. Tillväxten i euroområdet är fortsatt svag. Flera indikatorer tyder dock på att tillväxten kommer att stiga. I USA är återhämtningen stabil trots de pågående finanspolitiska åtstramningarna. Såväl bostads- som arbetsmarknaden fortsätter där att utvecklas positivt. Expansiv ekonomisk politik lyfter tillväxten i Japan, medan Asiens tillväxtekonomier utvecklas något svagare.

I Sverige var BNP-tillväxten något högre än väntat under det första kvartalet i år. Svag efterfrågan i omvärlden medför dock att tillväxten bedöms bli lägre de närmaste kvartalen. Sysselsättningen fortsätter att stiga. Men arbetskraften ökar i snabbare takt vilket medför att arbetslösheten stiger något. Inflationen är fortsatt låg.

Finansiella marknader

■ Osäkerhet om den ekonomiska politiken tynger de finansiella marknaderna

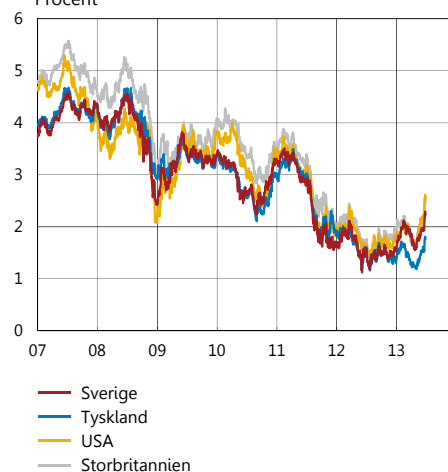
På de finansiella marknaderna har det den senaste tiden uppstått en osäkerhet om hur centralbankerna kommer att bedriva penningpolitiken framöver. Signaler om att den amerikanska centralbanken Federal Reserve kan komma att gradvis minska sina månatliga köp av statspapper och bostadsrelaterade värdepapper har fått statsobligationsräntorna att stiga globalt under den senaste tiden och sannolikt också aktiepriserna att falla något (se diagram 3:1 och 3:2). Även oro kring bankernas situation i Kina har bidragit till att aktiepriserna har fallit på sistone. Osäkerheten hos marknadsaktörerna kring effekterna av en mycket expansiv finans- och penningpolitik i Japan har också bidragit till att volatiliteten på såväl aktie- som obligations- och valutamarknaderna har stigit något på sistone (se diagram 3:3). Den senaste tidens ökade volatilitet på de finansiella marknaderna syns även i ett svenskt stressindex (se diagram 3:4).

■ Centralbanker i olika faser

De stora centralbankerna i världen befinner sig i olika faser. Federal Reserve förbereder sig för att börja trappa ner sina obligationsköp i och med att den ekonomiska utvecklingen har förbättrats. Den japanska centralbanken har ökat sina penningpolitiska stimulanser och den europeiska centralbanken (ECB) sänkt sin styrränta ytterligare.

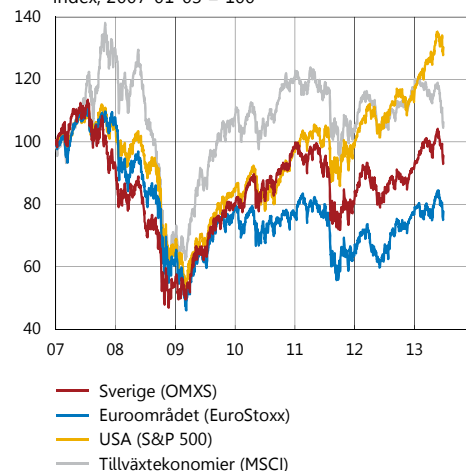
Federal Reserves ordförande Ben Bernanke har kommunicerat att volymerna på deras månatliga obligationsköp kan komma att minska senare i år och upphöra helt under nästa år om den amerikanska arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Federal Reserves kommunikation har tillsammans med förbättrade ekonomiska utsikter i USA bidragit till att amerikanska obligationsräntor med längre

Diagram 3:1. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent



Källa: Reuters EcoWin

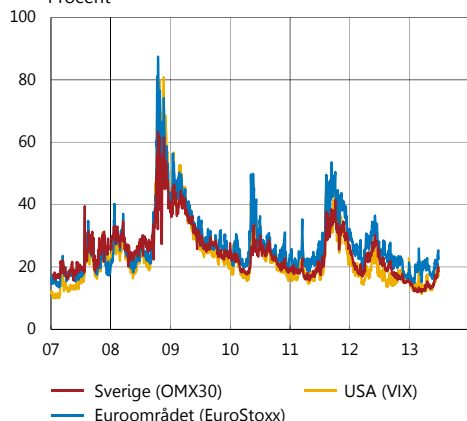
Diagram 3:2. Börsutveckling
Index, 2007-01-03 = 100



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

Diagram 3:3. Börsvolatilitet

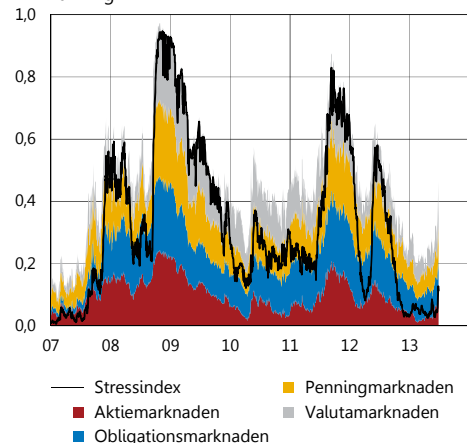
Procent



Anm. Implicit volatilitet beräknad från indexoptionspriser.
Källor: Chicago Board Option Exchange, Reuters EcoWin och STOXX Limited

Diagram 3:4. Stressindex för Sverige

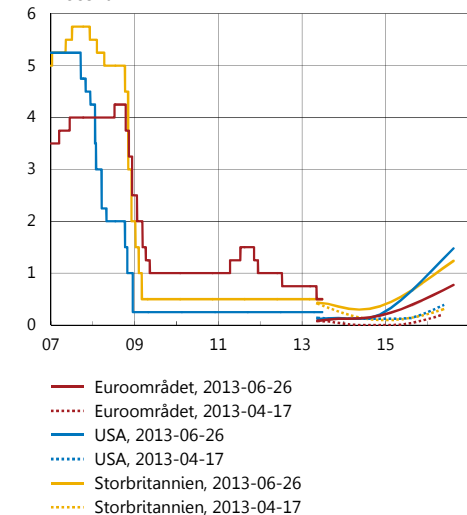
Ranking



Anm. Stressindexet är ett korrelationsviktnat medelvärde av stressnivån på fyra delmarknader. Stressnivån vid en viss tidpunkt tar ett värde mellan noll och ett där ett betyder en historiskt högsta stressnivå och noll betyder en historiskt lägsta stressnivå. Se Vidareutveckling av indexet för finansiell stress för Sverige, artikel i Penning- och valutapolitik 2013:1, Sveriges riksbank.
Källor: Bloomberg, Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 3:5. Styrrenteförväntningar mätta med terminsräntor

Procent



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

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

löptider stigit betydligt i maj och juni. Federal Reserves styrränta förväntas dock vara låg under hela prognosperioden (se diagram 3:5).

Uppgången i statsobligationsräntorna i Tyskland har hållits nere av nedreviderade tillväxtutsikter för euroområdet samtidigt som det finns förväntningar om att penningpolitiken inom euroområdet ska fortsätta att vara expansiv de närmaste åren. I början av maj sänkte ECB sin styrränta med 0,25 procentenheter till 0,5 procent. I anslutning till räntebeslutet beslutades det att korridoren mellan in- och utlåningsräntor skulle bli smalare, vilket hindrade inlåningsräntan från att bli negativ. Det snart ett år gamla OMT-programmet, som ger ECB möjlighet att köpa krisländernas statsobligationer, har hittills inte aktiverats men genom sin existens fortsatt att bidra till lägre räntor och lugnare marknader än vad som annars hade varit fallet.⁹ ECB:s balansräkning har under senare tid krympt något i takt med att bankerna har börjat återbetala de treåriga lån som gavs ut i slutet av 2011 och början av 2012. Trots detta är finansieringsvillkoren för bankerna, och i sin tur hushåll och företag, fortsatt strama i euroområdets så kallade perifera länder.

I Bank of Englands senaste penningpolitiska beslut hölls styrräntan oförändrad på 0,5 procent, liksom målet för tillgångsköp, medan programmet Funding for Lending Scheme utökades och förlängdes till 2015. Utökningen innebär att fler finansinstitut än tidigare får tillgång till billigare finansiering via centralbanken i syfte att förbättra kreditvillkoren för små och medelstora företag.

■ Förväntningar om en fortsatt låg reporänta

Riksbankens penningpolitiska beslut i april fick de svenska marknadsräntorna att sjunka, framför allt obligations- och terminsräntor med löptider upp till tre år. Den svenska tvåårsräntan sjönk betydligt och skillnaden mellan den svenska och tyska tvåårsräntan är nu mindre än vad den var innan det penningpolitiska beslutet i april. Prissättningen på penningmarknaden visar att man förväntar sig att Riksbankens reporänta är i stort sett oförändrad under 2013 och att den höjs till omkring 1,5 procent i slutet av 2015 (se diagram 3:6). Prospers senaste enkätundersökning visar att penningmarknadsaktörerna förväntar sig en reporänta på i genomsnitt drygt 1,4 procent om två år (se diagram 3:6). De svenska obligationsräntorna med längre löptider har, tillsammans med motsvarande amerikanska och tyska obligationsräntor, stigit sedan den penningpolitiska uppföljningen publicerades. Skillnaden mellan de svenska och tyska 10-årsräntorna är i stort sett oförändrad (se diagram 3:1).

⁹ OMT = Outright Monetary Transactions.

■ Svagare krona

Den svenska kronan har försvagats mot flera större valutor, i synnerhet det brittiska pundet och euron, sedan den penningpolitiska uppföljningen publicerades i april. I nominella KIX-termer har kronan försvagats med drygt 3 procent. En del av försvagningen skedde direkt efter publiceringen av den penningpolitiska uppföljningen. Den senaste tiden har den svenska kronan, liksom flera andra små öppna ekonomiers valutor, försvagats efter den ökade osäkerhet som uppkommit på de finansiella marknaderna efter Federal Reserves signalering om minskade tillgångsköp.

■ Hushållen möter lägre bolåneräntor

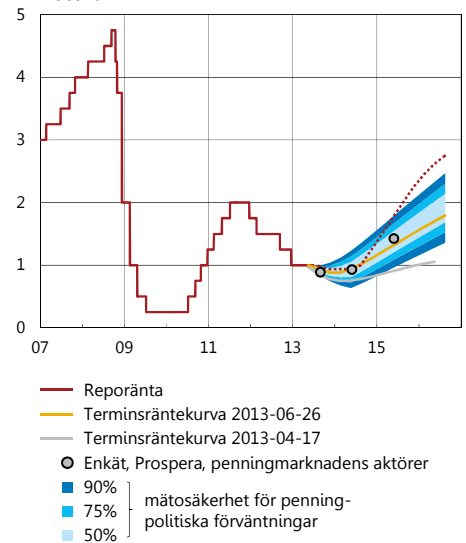
Eftersom finansieringsvillkoren för svenska banker och bolåneinstitut har varit fortsatt goda har listade bolåneräntor med bindningstid på tre månader sjunkit något (se diagram 3:7). De bundna boräntorna föll under april och maj som en konsekvens av att räntorna på bolåneinstitutens finansiering via bostadsobligationer har varit fortsatt låga under våren. Dock har ränteuppgångarna i internationella och svenska statsobligationsräntor de senaste veckorna även medfört högre bostadsobligationsräntor och de senaste dagarna har bolåneinstitutet höjt sina bundna boräntor igen för att kompensera för de högre finansieringskostnaderna.

■ Efterfrågan på krediter fortsätter att öka

Hushållens upplåning har under våren ökat med knappt 5 procent i årlig procentuell förändring (se diagram 3:8). Skuldsättningsgraden hos hushållen är kvar på en hög nivå både historiskt sett och jämfört med andra länder. Priserna på bostadsrätter och villor har fortsatt att öka (se diagram 3:9). Att utbudet av nya bostäder är litet kan sannolikt förklara en del av prisuppgången. Enligt SEB:s boprisindikator förväntar sig hushållen att bostadspriserna ska fortsätta att öka framöver. Dessa förväntningar kan också ses mot bakgrund av att hushållens disponibla inkomster har stigit. Samtidigt förväntar sig hushållen låga räntor på bostadslån under de kommande åren (se diagram 3:10).

Takten i utlåningen från banker till icke-finansiella företag är relativt låg, vilket speglar den svaga investeringsutvecklingen i ekonomin (se diagram 3:8). Enligt enkäter anser merparten av både bankchefer och företag att lånevillkoren för företagen är i stort sett oförändrade på sistone och i princip är normala. Riksbankens företagsundersökning som genomfördes i maj visar till och med att de större företagens finansieringsvillkor är mycket goda, framför allt när det gäller egen finansiering på kapitalmarknaderna.

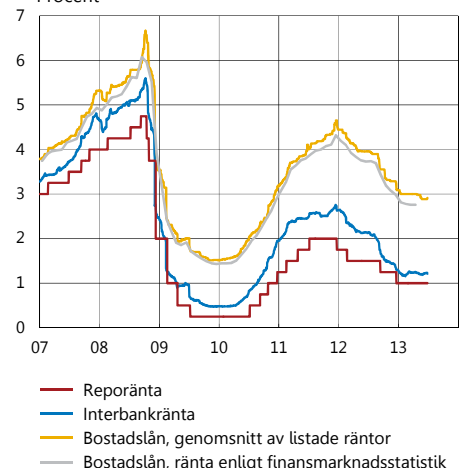
Diagram 3:6. Reporänteförväntningar i Sverige
Procent



Anm. Termräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagsläneränta. Eftersom varken enkäter eller termräntor är exakta mått på penningpolitiska förväntningar illustreras mätosäkerheten med ett intervall.

Källor: Reuters EcoWin, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

Diagram 3:7. Korta räntor i Sverige
Procent



Anm. Avser genomsnittet av tremånaders listade boräntor från banker och bostadsinstitut, tremånaders interbankränta samt månadsgenomsnitt för tremånaders boränta för bolåneinstitutens nya utlåning enligt finansmarknadsstatistik.

Källor: Reuters EcoWin, SCB och Riksbanken

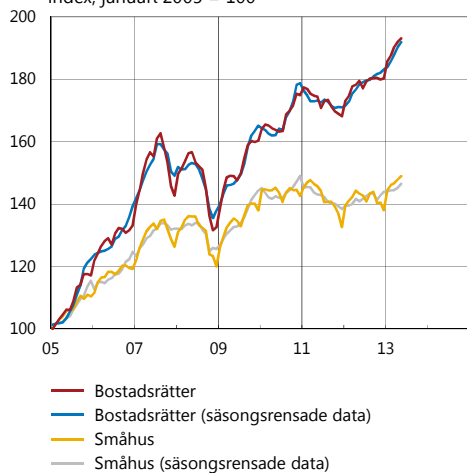
Diagram 3:8. Utlåning till hushåll och företag
Årlig procentuell förändring



Anm. Utlåning till hushåll och företag enligt finansmarknadsstatistik.

Källa: SCB

Diagram 3:9. Priser på småhus och bostadsrätter
Index, januari 2005 = 100



Källor: Valueguard och Riksbanken

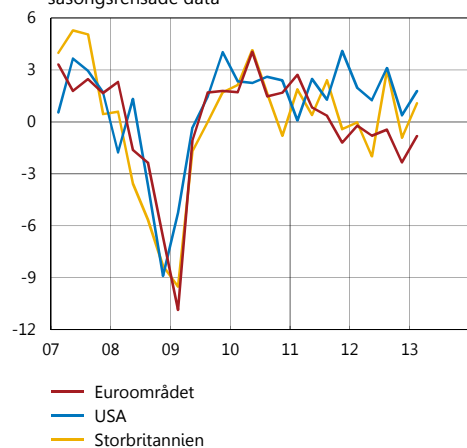
Diagram 3:10. Hushållens ränteförväntningar
Procent



Anm. Hushållens förväntningar avseende den rörliga räntan för bolån fem år framåt i tiden.

Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:11. BNP
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

Omvärlden

■ Euroområdet – förbättring från låga nivåer

BNP sjönk i euroområdet under första kvartalet 2013, vilket innebär en nedgång för sjätte kvartalet i rad (se diagram 3:11). Hushållens konsumtion steg svagt medan investeringarna fortsatte att sjunka. Exporten föll men eftersom importen föll mer gav utrikeshandeln ett svagt positivt bidrag till tillväxten. Tyskland var ett av få länder där BNP ökade, medan BNP föll i andra större ekonomier som Frankrike, Spanien och Italien. Nedgången var större än prognostiserat i den penningpolitiska uppföljningen i april och BNP-prognosen är därför nedjusterad för 2013.

Bedömningen om en gradvis förbättring av euroområdets tillväxt i år kvarstår. Industriproduktionen har stigit de senaste månaderna (se diagram 3:12). Det sammanvägda inköpschefsindexet för euroområdet ligger visserligen fortfarande under 50, som markerar gränsen mellan sjunkande och ökande aktivitet, men har stigit från en låg nivå i mars. Arbetslösheten fortsätter att öka (se diagram 3:13).

Ny statistik över de offentliga finanserna i euroområdet visar att det offentliga underskottet sjönk från 4,2 procent 2011 till 3,7 procent av BNP 2012. I den årliga översynen som görs av euroländerna enligt Stabilitets- och Tillväxtpakten har flera länder, däribland Frankrike och Spanien, fått dispens med att nå ett offentligt underskott på 3 procent eftersom deras ekonomiska utveckling är svag. Det bidrar till att den finanspolitiska åtstramningen under 2013 väntas bli något mindre än tidigare prognostiserat.

■ Stabil tillväxt trots finanspolitisk åtstramning i USA

BNP i USA ökade från fjärde kvartalet i fjol till första kvartalet i år med 1,8 procent uppräknat till årstakt (se diagram 3:11). Utfallet var svagare än prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i april, främst på grund av att den offentliga konsumtionen sjunkit snabbare än väntat. Hushållens konsumtionsutgifter steg med 2,6 procent, trots att både arbetsgivaravgifterna och inkomstskatterna för höginkomsttagare steg vid årsskiftet. Hushållens skulder som andel av de disponibla inkomsterna har fallit markant de senaste fem åren.

Förtroendet bland hushåll och företag har den senaste tiden utvecklats i lite olika riktningar. Enligt inköpschefsindex har förtroendet bland företagen i tillverkningsindustrin och tjänstesektorn försämrats på senare tid. Företagens balansräkningar är dock starka och vinsterna som andel av BNP var under det första kvartalet på en historiskt hög nivå. Därför finns det utrymme för företagen att öka sina investeringar och/eller att nyanställa. När företagens förtroende stiger, kan dessa faktorer bidra till en högre tillväxt framöver. Förtroendet bland hushållen enligt Conference Board har stigit kraftigt de senaste månaderna och ligger nu på den högsta nivån på fem år. Sammantaget har den statistik som publicerats sedan den penningpolitiska uppföljningen i april indikerat en BNP-tillväxt kring 2 procent under

andra kvartalet. BNP-prognosen är i princip oförändrad för det andra och tredje kvartalet.

Flera indikatorer pekar på en fortsatt positiv utveckling på bostadsmarknaden. Tiden det tar att sälja bostäder ligger på nivåer under det historiska genomsnittet och förtroendet bland byggföretagen fortsatte att stiga i juni. Allt färre hushåll har betalningsproblem. Samtidigt fortsätter läget på arbetsmarknaden att förbättras. Sysselsättningen steg i maj med 175 000 arbetstillfällen och arbetslösheten uppgick till 7,6 procent (se diagram 3:13).

■ Utvecklingen på andra viktiga exportmarknader varierar

BNP i Storbritannien steg med 1,2 procent från det fjärde kvartalet i fjol till första kvartalet i år, uppräknat till årstakt (se diagram 3:11). Industriproduktionen har stigit de senaste månaderna, men är fortfarande på en historiskt låg nivå. Företagen har dock blivit mer optimistiska. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin i maj var för andra månaden i rad över 50. Även hushållen har blivit något mer optimistiska, men förtroendet är fortfarande på en lägre nivå än innan den finansiella krisen.

BNP-utvecklingen i Danmark är fortsatt svag. Efter att ha fallit kraftigt i slutet på 2012, sjönk BNP ytterligare med 0,2 procent från fjärde kvartalet i fjol till första kvartalet i år, uppräknat till årstakt (se diagram 3:14). Industriproduktionen steg något i april. Försäljningen inom detaljhandeln har varit något lägre under april och maj än under det första kvartalet. Även förtroendeindikatorer, för både industrin och hushållen, pekar på en fortsatt svag utveckling. Problemen på bostadsmarknaden tynger den ekonomiska utvecklingen och bostadsinvesteringarna fortsatte att falla under inledningen av året.

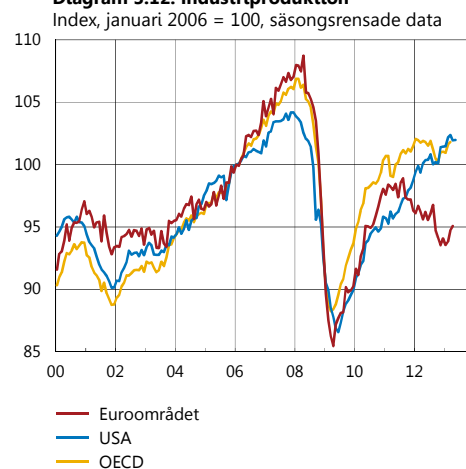
Norsk ekonomi fortsätter att växa starkt. Under årets första kvartal ökade fastlands-BNP med 2,7 procent jämfört med fjärde kvartalet i fjol och uppräknat till årstakt (se diagram 3:14). Hushållens förtroende är fortsatt högt, men föll tillbaka något under andra kvartalet. Detaljhandeln föll visserligen något i april men steg betydligt i maj.

■ Blandad utveckling i Asien

Under årets första kvartal steg Japans BNP med 4,1 procent jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt. Hushållens konsumtion och exporten bidrog positivt, understödda av finanspolitiska stimulanser och en försvagad yen. Industriproduktionen har stigit betydligt under inledningen av året och även inköpschefsindex tyder på stigande produktion framöver. Även detaljhandeln utvecklades starkt under april och maj. Ökad ordergång på maskiner pekar på att investeringarna kan komma att bidra mer till BNP-utvecklingen framöver.

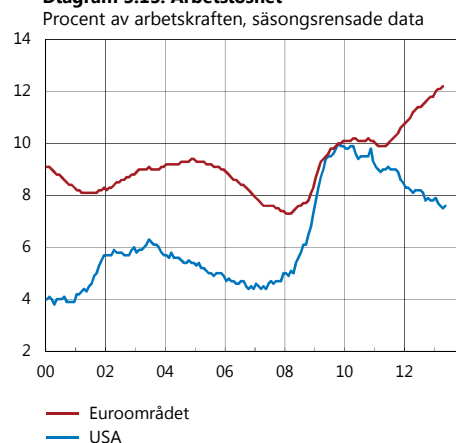
I Kina steg BNP med 6,6 procent uppräknat till årstakt under årets första kvartal. Industriproduktionens och detaljhandeln utveckling under april och maj, liksom ett lågt förtroende hos konsumenter och inköpschefer och tecken på störningar i banksystemet

Diagram 3:12. Industriproduktion



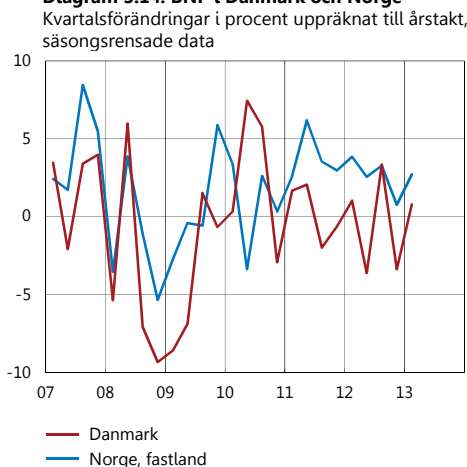
Källor: Eurostat, Federal Reserve och OECD

Diagram 3:13. Arbetslöshet



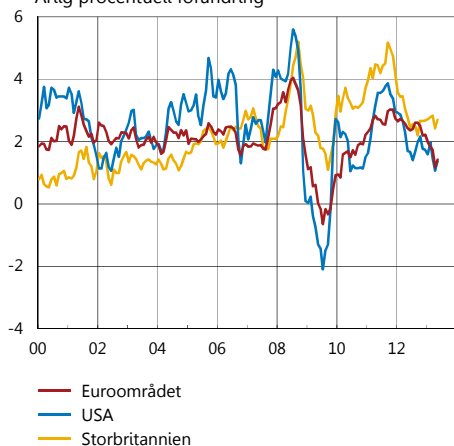
Källor: Bureau of Labor Statistics och Eurostat

Diagram 3:14. BNP i Danmark och Norge



Källor: Danmarks statistik och Statistisk Sentralbyrå, Norge

Diagram 3:15. Konsumentpriser
Årlig procentuell förändring



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

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

talat för fortsatt något lägre tillväxttakt den närmaste tiden än vad som har varit fallet i Kina de senaste åren.

■ Dämpad inflation på många viktiga exportmarknader

Inflationen har den senaste tiden dämpats i de allra flesta länder som är viktiga för svensk exportmarknad. I euroområdet bidrar sannolikt det svaga resursutnyttjandet till att inflationen fallit det senaste året. Skatthöjningar har dock dämpat fallet något under våren. I maj steg inflationstakten något, från 1,2 procent till 1,4 procent, efter att ha sjunkit tydligt det senaste året (se diagram 3:15).

I USA sjönk inflationen lite snabbare än väntat i mars och april. I maj steg KPI-inflationen igen och uppgick till 1,4 procent (se diagram 3:15). Den underliggande inflationen, som rensas från energi- och livsmedelspriser, var oförändrad i maj på 1,7 procent. Det låga inflationstrycket har bidragit till att prognosen för inflationen reviderats ned för de närmaste kvartalen.

I Storbritannien steg KPI-inflationen från 2,4 procent i april till 2,7 procent i maj (se diagram 3:15). I Danmark har inflationen dämpats betydligt det senaste halvåret och inflationstakten var 0,9 procent i maj. I Norge har inflationen börjat stiga och inflationstakten var 2,0 procent i maj.

I Japan har priserna börjat stiga och inflationen, mätt som årlig procentuell förändring, har gått från -0,7 procent i april till -0,3 procent i maj. Det tyder på att den japanska centralbankens försök att åstadkomma inflation kan vara på väg att lyckas. I Kina föll inflationstakten till 2,1 procent i maj framför allt till följd av en tillfälligt svag prisutveckling på livsmedel.

Svensk ekonomi

■ Högre tillväxt än väntat under första kvartalet

BNP ökade med 2,5 procent från fjärde kvartalet 2012 till första kvartalet 2013 uppräknat till årstakt (se diagram 3:16). Utfallet var högre än vad Riksbanken förväntade i april och även jämfört med ett genomsnitt av samtliga prognosmakares prognoser. Hushållens konsumtion ökade snabbt samtidigt som exporten och investeringarna föll. Importen föll mer än väntat, även i förhållande till efterfrågan.

Hushållens konsumtion bedöms fortsätta bidra till efterfrågan den närmaste tiden. Samtidigt bedöms exporten gradvis börja öka och investeringarna sluta att falla. Under första kvartalet byggde företagen upp lager vilket gav ett stort bidrag till BNP-tillväxten. Den uppbyggnaden väntas inte fortsätta i samma takt de kommande kvartalen, vilket innebär ett negativt bidrag till BNP under andra kvartalet. Sammantaget väntas BNP under andra och tredje kvartalet i år växa med cirka 1,1 procent respektive cirka 1,8 procent uppräknat till årstakt, vilket är något mindre än normalt. Utgångspunkten är då att efterfrågan i omvärlden fortsätter att vara svag. De senaste utfallen för inköpschefsindex för tillverkningsindustrin indikerar en viss tillväxt i sektorn (se diagram 3:17). Barometerindikatorn, som omfattar både hushåll och företag, steg i juni men är fortsatt under det historiska genomsnittet och indikerar att tillväxten i svensk ekonomi fortfarande är svagare än normalt (se diagram 3:18).

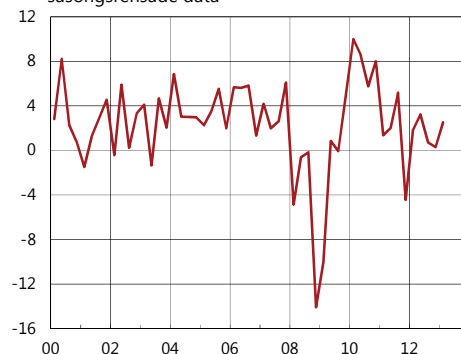
■ Stark konsumtionstillväxt

Under första kvartalet 2013 ökade hushållens konsumtion med 4,1 procent jämfört med fjärde kvartalet och uppräknat till årstakt. Inkomsterna ökade i samma takt och sparandet låg därmed kvar på en hög nivå. Eftersom det totala sparandet också består av kollektivt försäkringssparande så var det egna sparandet lägre.

Den höga konsumtionstillväxten sammanfaller med att hushållens förtroende, som det mäts enligt Konjunkturinstitutets konfidensindikator, har återvänt och nu är nära sitt historiska medelvärde (se diagram 3:19). Hushållens förtroende vad gäller den egna ekonomin sjönk något i juni och är nu under det historiska genomsnittet. Däremot steg förtroendet för Sveriges ekonomi. Ändå är hushållen fortsatt mer optimistiska om den egna ekonomin än om Sveriges ekonomi. Efter en dämpad inledning på andra kvartalet var omsättningen i detaljhandeln stark i maj.

Diagram 3:16. BNP

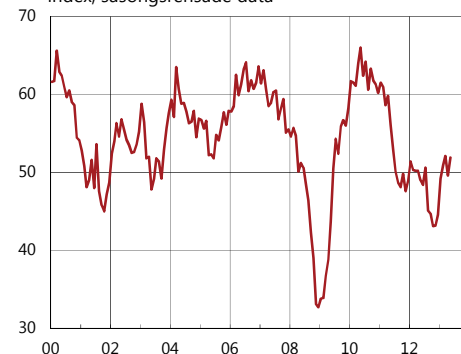
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källa: SCB

Diagram 3:17. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin

Index, säsongrensade data

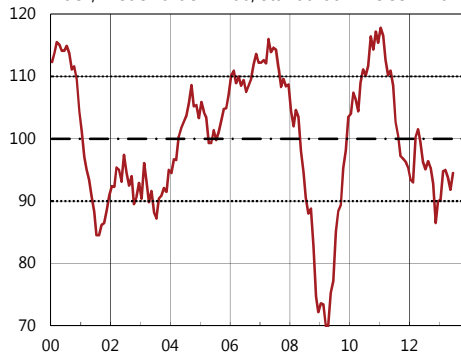


Anm. Värden över 50 indikerar tillväxt.

Källa: Swedbank/Silf

Diagram 3:18. Barometerindikatorn

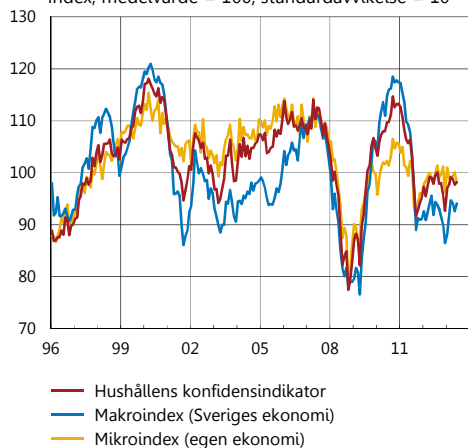
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



— Barometerindikatorn
 - - - Medelvärde
 +/- en standardavvikelse

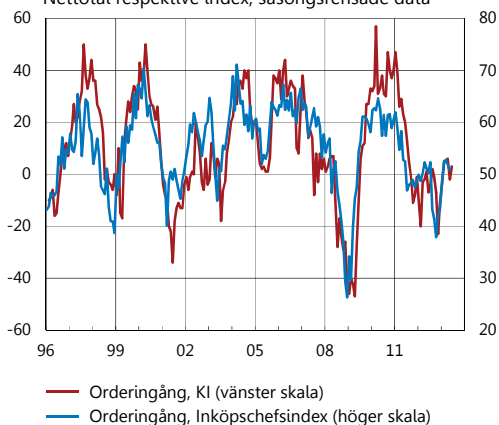
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:19. Konfidensindikatorer för hushåll
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



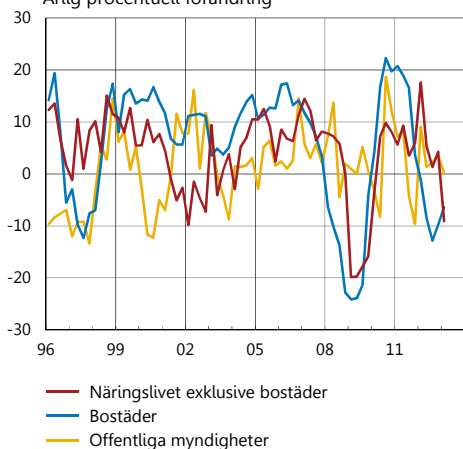
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:20. Exportordergång inom tillverkningsindustrin
Nettotal respektive index, säsongrensade data



Källor: Konjunkturinstitutet och Swedbank/Silf

Diagram 3:21. Fasta bruttoinvesteringar
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

■ Svag export men ökad ordergång

Den svaga globala industrikonjunkturen, inte minst på viktiga svenska exportmarknader, fortsätter att dämpa den svenska exporttillväxten. Varuexporten, som svarar för cirka två tredjedelar av svensk export, har enligt nationalräkenskaperna fallit med nästan 5 procent sedan halvårskiftet förra året. Samtidigt har tjänsteexporten ökat med nästan 2 procent. Sammantaget medför detta att den totala exporten har fallit med cirka 2,5 procent över de senaste tre kvartalen. Varuexporten enligt utrikeshandelsstatistiken har fortsatt att utvecklas svagt i maj och de svenska exportföretagens orderstock och ordergång är fortsatt något lägre än normalt enligt Konjunkturbarometern och inköpschefsindex (se diagram 3:20). Inköpschefsindex i bland annat USA och euroområdet tyder inte heller på någon snar vändning i industrikonjunkturen på de svenska exportmarknaderna. Sammantaget bedöms exporten växa långsamt de närmaste kvartalen.

■ Lågt investeringsbehov

Den svaga industrikonjunkturen bidrar till att investeringsbehovet i den svenska ekonomin för närvarande är lågt. Under första kvartalet i år föll investeringarna i näringslivet (exklusive bostäder) med 9,1 procent jämfört med samma period föregående år (se diagram 3:21). De fasta bruttoinvesteringarna föll med nästan 11 procent från fjärde kvartalet i fjol till första kvartalet i år uppräknat till årstakt. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin är fortsatt betydligt lägre än normalt och med tanke på den svaga industrikonjunkturen bedöms det komma att ta tid innan industriinvesteringarna stiger märkbart. Detta bekräftas även i investeringsenkäten från SCB som pekar på att investeringarna inom industrin faller med 10 procent 2013 jämfört med 2012. Enligt investeringsenkäten kommer även energiinvesteringarna och investeringarna inom tjänstesektorn att bli små 2013. Utvecklingen av påbörjade nybyggnationer den allra senaste tiden kan vara ett tecken på att den svaga trenden i bostadsinvesteringarna är på väg att vända. Sammantaget bedöms dock investeringarna ta fart först under nästa år.

Företagens uppbyggnad av lagren var överraskande stor under första kvartalet i år. Företagens omdömen i Konjunkturbarometern tyder på att de är nu förhållandevis nöjda med sina lagervolymer. Detta kan tolkas som att lagren varken behöver byggas upp eller avvecklas den närmaste tiden. I prognosen antas visserligen att lageruppbyggnaden fortsätter under kommande kvartal, men i mindre omfattning än under första kvartalet. Detta innebär att lagerutvecklingen bidrar negativt till BNP-tillväxten det närmaste kvartalet.

■ Svag efterfrågan dämpar importen

Svensk import har utvecklats svagt under den senaste tiden och föll med nästan 7 procent från fjärde kvartalet i fjol till första kvartalet i år uppräknat till årstakt. En fortsatt svag efterfrågan med låg tillväxt i export och investeringar samt en avtagande lageruppbyggnad talar

för att importtillväxten blir dämpad även de närmaste kvartalen. Även de senaste månadernas utrikeshandelsstatistik för varor tyder på att importen blir svag.

■ Både sysselsättningen och arbetskraften ökar

Den positiva trenden på den svenska arbetsmarknaden med fler personer i arbetskraften och fler sysselsatta fortsätter (se diagram 3:22). Samtidigt har frånvaron ökat det senaste året vilket innebär att personer i arbete och arbetade timmar har utvecklats svagare än sysselsättningen. Antalet arbetade timmar föll mer det första kvartalet i år än i bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april. Sedan publiceringen har sysselsättningen och arbetskraften ökat mer än väntat medan arbetslösheten varit ungefär i linje med prognosen. Det senaste året har ökningen i antalet arbetslösa till största delen utgjorts av heltidstuderande.

Bilden av en stabil utveckling på svensk arbetsmarknaden står sig. Indikatorer pekar på att inga större förändringar kommer att ske det närmaste halvåret. Både sysselsättningsgraden och arbetslösheten väntas därför ligga kvar ungefär på dagens nivå. Antalet nyanmälda platser är volatila men ligger fortfarande på en förhållandevis hög nivå och antalet varsel är nära ett historiskt genomsnitt (se diagram 3:23). Enligt Riksbankens företagsundersökning som genomfördes i maj anser en större andel av företagen att personalstyrkan inte längre är för stor. Flera företag indikerar också att de planerar att öka sin personal under de kommande tre månaderna. Enligt den senaste Konjunkturbarometern anger dock företagen i näringslivet som helhet att sysselsättningen kommer att minska något de närmaste månaderna. Det är främst varuproducerande branscher som tror på fortsatt fallande sysselsättning medan sysselsättningen inom tjänsteföretagen väntas vara i stort sett oförändrad. Det är också inom tillverknings- och byggindustrin som andelen företag som upplever brist på arbetskraft har fallit (se diagram 3:24).

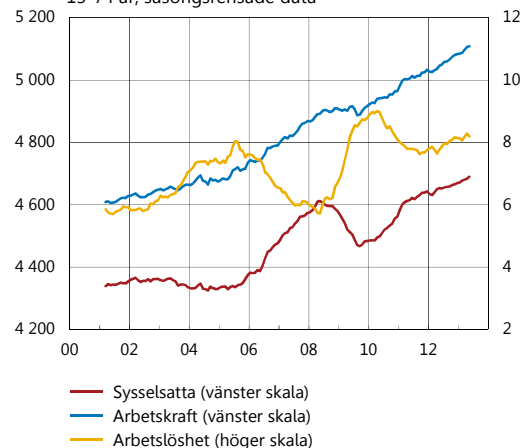
■ Lönerna ökar långsammare i år än i fjol

Lönerna i hela ekonomin bedöms ha ökat med 3,1 procent under 2012 enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet. Under första kvartalet i år steg lönerna enligt denna statistik med preliminära 2,4 procent i årlig procentuell förändring. Lönerna ökade långsamt inom industrin under februari och mars, vilket delvis beror på att föregående kollektivavtal var konstruerade med noll i avtalade löneökningar under dessa månader. Lönerna i den offentliga sektorn har i början av året ökat snabbare än i näringslivet (se diagram 3:25). För helåret 2013 bedöms lönerna i hela ekonomin stiga med 2,8 procent.

Enligt nationalräkenskaperna steg både lönerna per arbetad timme och arbetskostnaderna per timme i hela ekonomin med runt 4 procent i årlig procentuell förändring under det första kvartalet i år. Produktivitetstillväxten var samtidigt högre än väntat, vilket

Diagram 3:22. Sysselsatta, arbetskraft och arbetslöshet

Tusentals personer respektive procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data

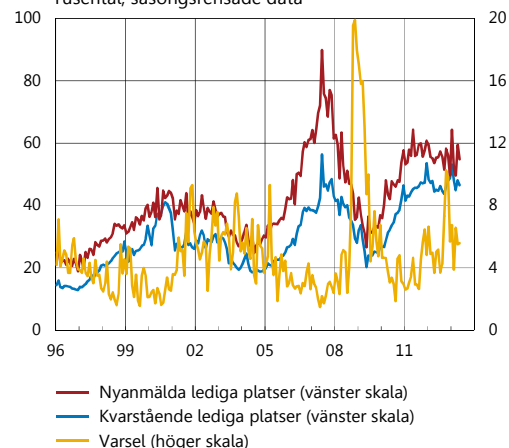


Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:23. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel

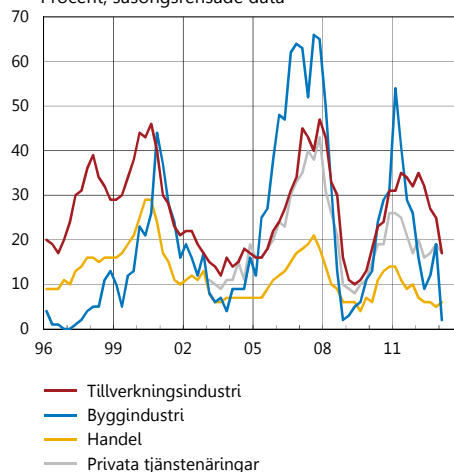
Tusental, säsongrensade data



Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

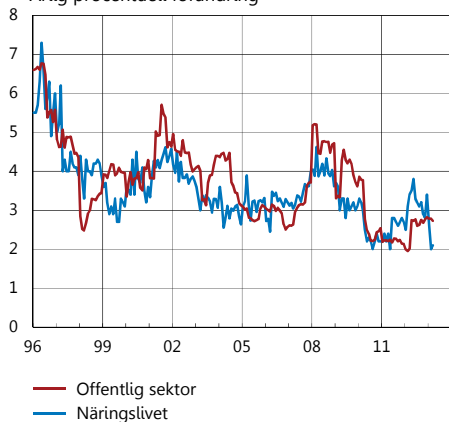
Diagram 3:24. Andel företag med brist på arbetskraft

Procent, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

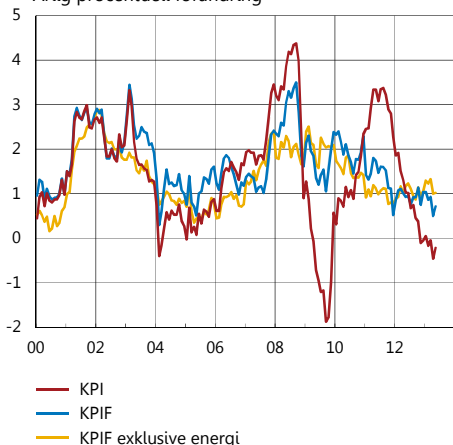
Diagram 3:25. Löner
Årlig procentuell förändring



Anm. Preliminära utfall av senaste 12 månaderna som vanligtvis revideras upp.

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

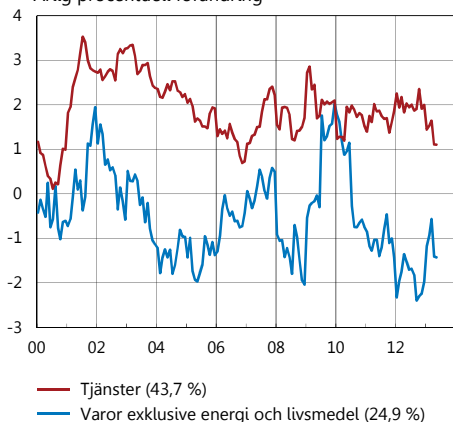
Diagram 3:26. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källa: SCB

Diagram 3:27. Varu- och tjänstepriser i KPI
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges respektive komponents vikt i KPI 2013.

Källor: SCB och Riksbanken

medförde att arbetskostnaderna per producerad enhet ökade något långsammare än väntat, med 1,7 procent i årlig procentuell förändring.

Både timlönerna och arbetskostnaderna per timme bedöms i år stiga med dryga 3 procent. Samtidigt antas tillväxten i arbetsproduktiviteten att bli 1,7 procent, vilket är högre än tidigare bedömning. Sammantaget innebär prognosrevideringarna att kostnadstrycket blir lägre i år än vad som bedömdes i april.

■ Fortsatt låg inflation

Inflationen är fortsatt låg. En förklaring till detta kan vara att det svaga efterfrågeläget i svensk ekonomi har gjort det svårt för företagen att vältra över sina kostnader på priserna (se fördjupningen "Kostnadsutvecklingen och inflationen" i denna rapport).

Den årliga ökningstakten i KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, uppgick till 0,7 procent i maj (se diagram 3:26). Den årliga ökningstakten i KPIF rensat för energiprisförändringar uppgick till 1,0 procent. Varupriserna (exklusive energi och livsmedel) fortsatte att falla i maj och har nu fallit under nästan tre år i rad (se diagram 3:27). I maj föll de med 1,4 procent jämfört med samma månad föregående år. Ökningstakten i tjänstepriserna har fallit relativt snabbt sedan slutet av 2012 och ligger nu knappt en procentenhet under ett historiskt genomsnitt. Tjänstepriserna ökade i maj med 1,1 procent jämfört med samma månad föregående år (se diagram 3:27). Tillfälliga faktorer kan delvis förklara den låga ökningstakten i tjänstepriserna. Den årliga ökningstakten i livsmedelspriserna var i maj 2,6 procent, vilket var något högre än väntat. KPI föll för fjärde månaden i rad, mätt i årlig procentuell förändring (se diagram 3:26). Detta hänger samman med att hushållens räntekostnader för bolån har sjunkit, främst till följd av att reporäntan successivt har sänkts.

Utfallen för samtliga inflationsmått i april var 2-3 tiondelar lägre än vad som bedömdes i den senaste penningpolitiska uppföljningen. En del av denna avvikelse togs igen i maj då utfallet avvek mindre från senaste prognosen. Prognoserna för inflationen de närmaste månaderna är därför endast marginellt nedreviderade.

Inflationen, mätt som KPIF exklusive energi, förväntas att gradvis stiga och uppgå till knappt 1,4 procent i slutet av 2013. Den svagare kronan bidrar till att inflationstakten stiger framöver. Enligt Riksbankens företagsundersökning som genomfördes i maj kommer det låga pristrycket i ekonomin att bestå den närmaste tiden och få företag har nyligen höjt eller planerar på kort sikt att höja sina priser. Även prisutvecklingen för konsumtionsvaror i producentledet har varit dämpad det senaste året, både på hemmamarknaden och på importmarknaden, och det påverkar priserna i konsumentledet om än med en viss fördröjning (se diagram 3:28).

Terminsprissättningen tyder på att oljepriset kommer att sjunka tillbaka något de närmaste månaderna, vilket bidrar till att KPIF-inflationen bedöms bli lägre än inflationen mätt med KPIF exklusive energi under resterande del av 2013. I prognosen antas KPI-inflationen öka långsammare än KPIF-inflationen den närmaste tiden, vilket beror på tidigare reporäntesänkningar och minskade finansieringskostnader för bankerna. Detta har i sin tur inneburit lägre boräntor som fortsätter att bidra negativt till KPI-inflationen en tid framöver.

■ Inflationförväntningarna väl förankrade på lång sikt

Enligt Konjunkturbarometern som publicerades i juni steg hushållens inflationförväntningar på ett års sikt från 1,1 procent till 1,4 procent (se diagram 3:29). Företagens inflationförväntningar på ett års sikt enligt Konjunkturbarometern uppgick till 0,9 procent under första kvartalet i år. Enligt Prosperas undersökning som publicerades i juni förväntar sig penningmarknadens aktörer att inflationstakten uppgår till 1,0 procent om ett år, 1,5 procent om två år och 2,0 procent om fem år. De genomsnittliga inflationförväntningarna för samtliga aktörer sjönk från 1,0 procent till 0,9 procent på ett års sikt och från 1,5 procent till 1,4 procent på två års sikt (se diagram 3:30). På fem års sikt var de oförändrade på 1,9 procent. De långsiktiga inflationförväntningarna är således väl förankrade vid Riksbankens inflationsmål.

Diagram 3:28. Prisindex i producentled, varaktiga konsumtionsvaror

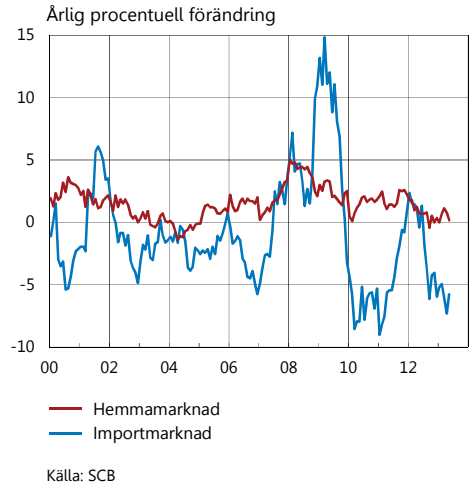


Diagram 3:29. Inflationförväntningar på ett års sikt

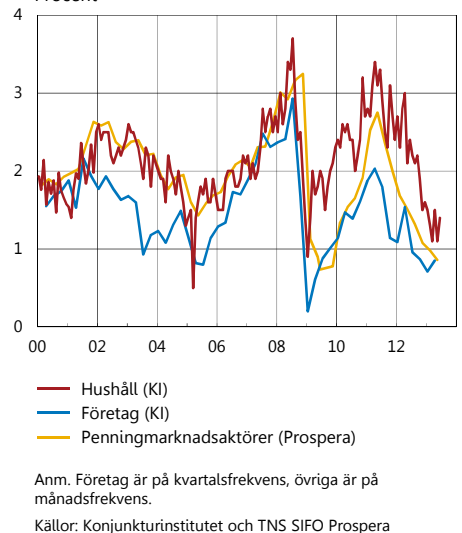
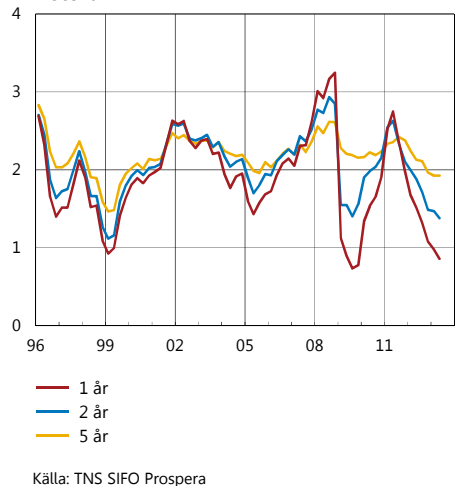
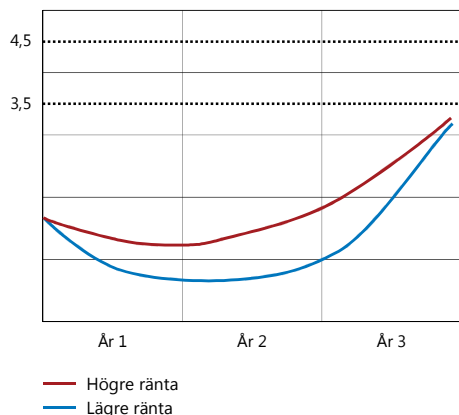


Diagram 3:30. Inflationförväntningar på ett, två och fem års sikt, samtliga aktörer



■ Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen

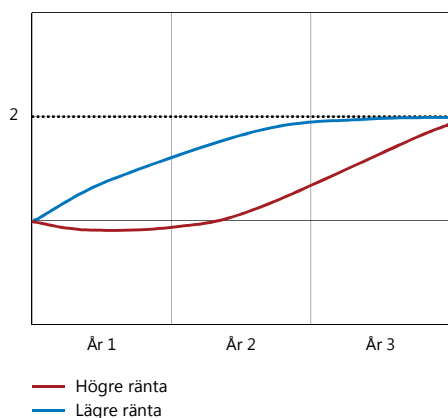
Diagram A1. Två räntebanor: högre och lägre
Procent



Anm. De streckade linjerna visar ett intervall för den långsiktiga nivån på reporäntan.

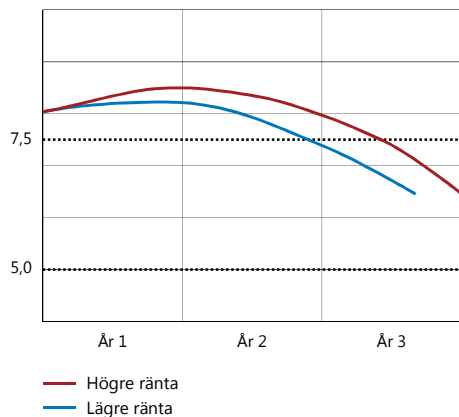
Källa: Riksbanken

Diagram A2. Inflationen vid två räntebanor: högre och lägre
Procent



Källa: Riksbanken

Diagram A3. Arbetslösheten vid två räntebanor: högre och lägre
Procent



Anm. De streckade linjerna visar ett intervall för den långsiktigt hållbara arbetslösheten på 5-7,5 procent.

Källa: Riksbanken

En fråga som diskuterats mycket i samband med de penningpolitiska besluten är hur riskerna förknippade med hushållens skuldsättning ska beaktas. Internationella erfarenheter visar att en hög skuldsättning kan innebära stora risker för ekonomin. Denna fördjupning beskriver principer för hur penningpolitiken kan ta hänsyn till hushållens skuldsättning inom ramen för den flexibla inflationsmålspolitiken.

Utgångspunkten är att anlägga ett mer långsiktigt fokus och blicka bortom det treårsperspektiv som normalt utgör grunden för Riksbankens prognoser. I den penningpolitiska avvägningen behöver man då inte bara ta ställning till hur reporäntan påverkar inflations- och konjunkturutsikterna de närmaste åren. Man behöver också bilda sig en uppfattning om reporäntans effekter på skuldsättningen och uppbyggnaden av finansiella obalanser – faktorer som kan utgöra risker för inflations- och konjunkturutsikterna på längre sikt. Det slutgiltiga penningpolitiska ställningstagandet innebär en avvägning mellan kortsiktiga effekter och långsiktiga risker, och utrymmet för olika bedömningar är stort.

Den penningpolitiska avvägningen utan hänsyn till finansiella obalanser – en principskiss

Riksbanken bedriver vad som brukar kallas flexibel inflationsmålspolitik. Förutom att stabilisera inflationen kring målet på 2 procent strävar Riksbanken efter att stabilisera produktionen och sysselsättningen kring hållbara nivåer – detta brukar kallas att stabilisera resursutnyttjandet i ekonomin.¹⁰

Riksbanken har valt att göra prognoser för de närmaste tre åren, vilket normalt är tillräckligt för att inflationen ska väntas vara tillbaka på målet och resursutnyttjandet ska ha återgått till en normal nivå. I en penningpolitisk avvägning som inte beaktar finansiella obalanser väljs den bana som under den treåriga prognosperioden bäst stabiliserar inflationen kring 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå. Detta illustreras i diagram A1. För enkelhets skull visas två räntebanor: en högre och en lägre. Den lägre räntebanan innebär att inflationen mätt med KPIF hamnar närmare målet på 2 procent (se diagram A2). Dessutom normaliseras resursutnyttjandet – här illustrerat med arbetslösheten – snabbare (se diagram A3).¹¹ Enligt denna enkla principskiss framstår alltså den lägre räntebanan som mest lämplig.¹²

¹⁰ Se *Penningpolitiken i Sverige*, 2010. Sveriges riksbank.

¹¹ Hur resursutnyttjandet ska mätas är i sig en svår fråga och Riksbanken använder flera olika mått. För enkelhetens skull används fortsättningsvis arbetslöshetens avvikelse från en långsiktigt hållbar nivå, men resonemanget gäller även för andra mått på resursutnyttjandet, exempelvis produktionens avvikelse från en långsiktigt hållbar nivå.

¹² Bortom prognoshorisonten antas att reporäntan närmar sig en långsiktig nivå på mellan 3,5 och 4,5 procent, samtidigt som inflationen och arbetslösheten går mot 2 procent respektive en långsiktigt hållbar nivå på mellan 5 och 7,5 procent.

Nya penningpolitiska erfarenheter efter den finansiella krisen

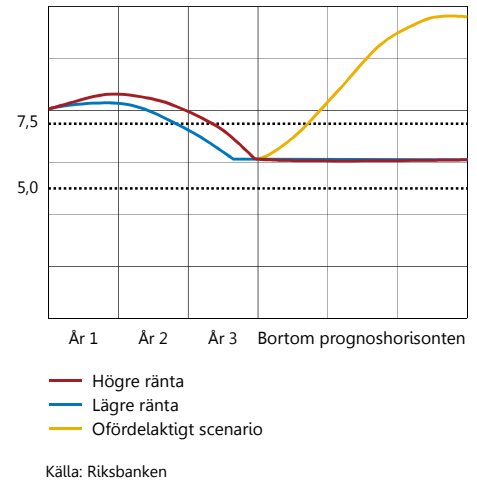
Som ett resultat av den finansiella krisen har frågan om huruvida penningpolitiken ska ta hänsyn till uppbyggnaden av finansiella obalanser aktualiserats, både i Sverige och i omvärlden. Den flexibla inflationsmålpolitiken är förenlig med att beakta finansiella obalanser i de penningpolitiska besluten, eftersom sådana obalanser i förlängningen riskerar att äventyra både den realekonomiska stabiliteten och inflationsstabiliteten.¹³ I ett riktigt dåligt scenario kan finansiella obalanser inte bara leda till ofördelaktiga makroekonomiska utfall utan även medföra risker för den finansiella stabiliteten. Riksbanken har inte bara som uppgift att främja prisstabilitet utan också "ett säkert och effektivt betalningsväsende", vilket vanligen tolkas som finansiell stabilitet.¹⁴

En penningpolitisk avvägning med hänsyn till hushållens skuldsättning och risken för dålig måluppfyllelse på längre sikt

Ett problem med den penningpolitiska avvägningen utan hänsyn till finansiella obalanser är att måluppfyllelsen på kort sikt kan verka god, samtidigt som man missar att finansiella obalanser byggs upp som ökar risken för en dålig måluppfyllelse på längre sikt. I en penningpolitisk avvägning som beaktar risker förknippade med hushållens skuldsättning är därför en naturlig startpunkt att blicka bortom den normala prognosperioden på 3 år. Så långt fram går det naturligtvis inte att göra "prognoser" i meningen ett visst konjunkturlöpp. Som en grov förenkling kan man tänka sig att ekonomin så långt fram kan befinna sig i två olika lägen. Med en viss sannolikhet befinner sig ekonomin i sin långsiktiga jämvikt, med en inflation på 2 procent och ett normalt resursutnyttjande, och med en viss sannolikhet drabbas ekonomin av ett ofördelaktigt scenario förknippat med hushållens skuldsättning, som här illustreras med hjälp av arbetslöshetens utveckling (se diagram A4).¹⁵ En lägre ränta skulle kunna bidra till att öka riskerna, det vill säga sannolikheten för att det ofördelaktiga scenariot ska inträffa, och möjligen även hur stora effekterna på arbetslösheten och inflationen blir om scenariot inträffar.

I det samlade penningpolitiska övervägandet ställs de kortsiktiga effekterna av en viss räntebana mot de långsiktiga. För att få ett konkret exempel på hur övervägandet fungerar behöver vi bland annat svara på följande frågor. För det första: Vad för slags ofördelaktigt ekonomiskt scenario relaterat till hushållens skuldsättning riskerar att inträffa? För det andra: Hur kan penningpolitiken påverka risken för att scenariot inträffar? Slutligen behöver – för de olika

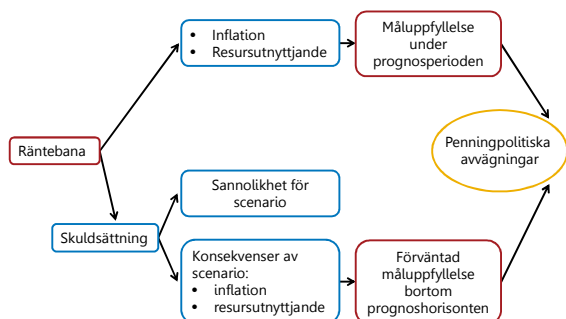
Diagram A4. Arbetslösheten vid högre och lägre räntebana samt risk för ofördelaktigt scenario bortom prognoshorisonten
Procent



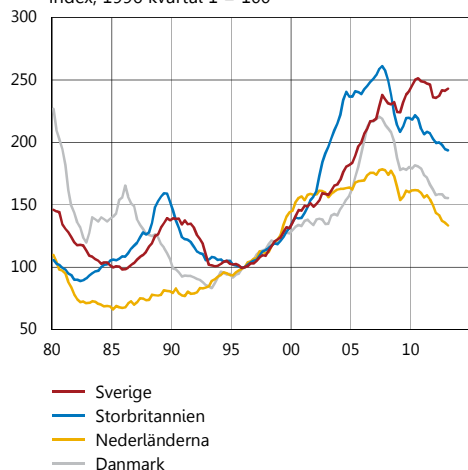
¹³ Se till exempel *Penningpolitiken i Sverige*, 2010. Sveriges riksbank. Där skrivs bland annat följande: "En penningpolitik med inflationsmål, där vikt samtidigt läggs vid att stabilisera utvecklingen av realekonomin, bidrar till en balanserad utveckling även på de finansiella marknaderna. Erfarenheten visar dock att tillgångspriser och skuldsättning även med en sådan politik ibland kan utvecklas på ett sätt som inte är hållbart på längre sikt. Det kan innebära risker för kraftiga priskorrigeringar i framtiden som i sin tur kan få ogynnsamma och allvarliga återverkningar på realekonomin och inflationen. Erfarenheten visar att det i första hand är fluktuationer i fastighetspriser och kreditvolymerna som skapar problem. Denna typ av risker låter sig inte alltid enkelt siffrasättas eller fångas i det normala analys- och prognosarbetet, men de kan ändå behöva vägas in vid de penningpolitiska besluten."

¹⁴ Se *Riksbanken och finansiell stabilitet*, 2013. Sveriges riksbank.

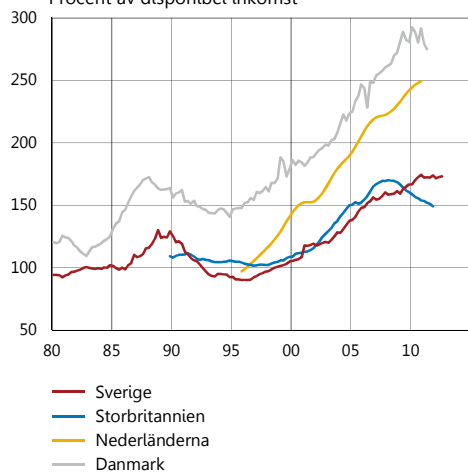
¹⁵ Egentligen skulle ett ofördelaktigt scenario kunna inträffa även inom den normala prognosperioden, alltså de närmaste 3 åren. Då kommer ekonomins utgångsläge att ha betydelse för hur mycket inflationen avviker från inflationsmålet och resursutnyttjandet från en normal nivå. Skillnaden mellan de olika räntebanorna har dock framförallt effekter på riskerna på längre sikt. Som ett förenklande antagande analyseras därför risken för ett ofördelaktigt förlopp bortom prognoshorisonten.

Diagram A5. Schematisk skiss över penningpolitisk avvägning med hänsyn till hushållens skuldsättning

Källa: Riksbanken

Diagram A6. Reala bostadspriser i olika länder
Index, 1996 kvartal 1 = 100

Källor: Nationwide Building Society, NVM, SCB, Statistics Denmark, Statistics Netherlands och Office for National Statistics

Diagram A7. Hushållens skuldkvot
Procent av disponibel inkomst

Källor: Bank of England, Danmarks Nationalbank, Eurostat och Riksbanken

räntebanorna – de bedömda effekterna bortom prognoshorisonten vägas mot effekterna under den normala prognosperioden. Diagram A5 sammanfattar de olika bedömningar som behöver göras i en penningpolitisk avvägning som tar hänsyn till finansiella obalanser.

Den första frågan som behöver besvaras är alltså vilket scenario som riskerar att inträffa vid en hög skuldsättning hos hushållen.

Scenario baserat på internationella erfarenheter

I Sverige har bostadspriserna och hushållens skuldsättning ökat mycket kraftigt sedan mitten av 1990-talet, och mer än i flera av de länder som har hamnat i stora problem de senaste åren i samband med att bostadspriserna fallit kraftigt (se diagram A6 och A7).

Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, som publicerades våren 2011, visade att det fanns förklaringar till de stigande svenska bostadspriserna i form av lågt bostadsbyggande, sjunkande realräntor och stigande inkomster.¹⁶ Samtidigt konstaterades i utredningen att priserna låg över en långsiktig trend och att ett framtida prisfall inte kunde uteslutas. En förklaring till detta var att flera av faktorerna bakom uppgången i bostadspriserna befann sig på historiskt onormala nivåer.

I utredningen konstaterades också att ett prisfall på den svenska bostadsmarknaden, under vissa förutsättningar, skulle kunna ha relativt begränsade effekter på makroekonomin. Detta bygger dock på genomsnittliga samband mellan bostadspriser och makroekonomin i Sverige. En faktor som betonades var svårigheten att ta hänsyn till att hushållens skuldsättning trendmässigt hade ökat sedan mitten av 1990-talet. Konsekvenserna av ett bostadsprisfall skulle sannolikt bli värre vid en hög skuldsättning bland hushållen.

Under de senaste åren har flera studier visat att en hög skuldsättning ger upphov till större negativa effekter på ekonomin av bostadsprisfall.¹⁷

Ett sätt att uppskatta vilka konsekvenser ett fall i bostadspriser skulle kunna innebära för svensk ekonomi är att bygga ett scenario baserat på internationella erfarenheter. Scenariot bygger på genomsnittliga makroekonomiska effekter från ett antal episoder i OECD-länder där huspriser har fallit och skuldsättningen har varit hög. Som ytterligare jämförelser illustreras även den genomsnittliga utvecklingen i Danmark, Nederländerna och Storbritannien under den senaste finansiella krisen samt utvecklingen under den svenska 90-talskrisen.

Scenariot baserat på de genomsnittliga förloppen kännetecknas, utöver kraftiga fall i priserna på bostäder, av att hushållens konsumtion, investeringarna och BNP faller, medan arbetslösheten stiger. Nominellt faller bostadspriserna med i genomsnitt cirka 10 procent,

¹⁶ Se Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, 2011. Sveriges riksbank.

¹⁷ Se Hushållens balansräkning och den makroekonomiska bedömningen. Fördjupning i Penningpolitisk rapport, februari 2013. Sveriges riksbank, samt exempelvis IMF World Economic Outlook, april 2012, A. R. Mian, K. Rao och A. Sufi (2011), "Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump", Chicago Booth Working paper, november 2011 samt K. Dynan. (2012) "Is A Household Debt Overhang Holding Back Consumption?", Brookings Papers on Economic Activity, vårupplagan.

medan de reala huspriserna faller mer. Hushållens konsumtion faller relativt kraftigt (se diagram A8). Nedgången i bostadspriserna för även med sig att investeringarna minskar. Sammantaget leder vi-kande efterfrågan till ett fall i BNP (se diagram A9). Effekten på arbetsmarknaden är stor och arbetslösheten stiger påtagligt, med som mest cirka 5 procentenheter (se diagram A10).

Inflationen faller något i scenariot (se diagram A11). Effekten på inflationen hänger dock delvis samman med växelkursens utveckling. De historiska episoder som utgör grunden för scenariot omfattar länder och perioder med både flytande och fast växelkurs och det finns stor osäkerhet om vad som skulle hända med inflationen.¹⁸

Effekterna skulle kunna bli annorlunda i Sverige

De internationella erfarenheterna, illustrerade i ett scenario med genomsnittliga förlopp, visar alltså att konsekvenserna för ekonomin kan bli allvarliga av ett husprisfall vid en hög skuldsättning bland hushållen. Effekterna är större än de effekter av ett bostadsprisfall i Sverige som framkom i Riksbankens utredning om bostadsmarknaden.¹⁹ Hur tillämpliga de internationella erfarenheterna är på den svenska ekonomin beror på flera faktorer. Som nämndes tidigare omfattar de internationella förloppen regimer med både fast och rörlig växelkurs, och en rörlig växelkurs ökar givetvis penningpolitikens möjligheter att parera de negativa effekterna på ekonomin med räntesänkningar. Historiskt har den svenska kronan försvagats kraftigt i tider av finansiell oro, vilket kan få stora effekter på inflationen. Men oavsett om inflationen till syvende och sist sjunker eller stiger som en effekt av bostadsprisfallet skulle osäkerheten kring den framtida inflationsutvecklingen påtagligt öka, vilket i sig försvårar möjligheten att uppfylla inflationsmålet.

En annan viktig fråga är hur den finansiella stabiliteten påverkas av ett bostadsprisfall. De internationella förloppen omfattar också regelrätta bankkriser, vilket gör att effekterna på ekonomin kan överdrivas. För Sveriges del talar mycket för att bankernas direkta kreditförluster på bolån trots allt kan bli begränsade.²⁰ Däremot kommer den svaga makroekonomiska utvecklingen antagligen att ge upphov till kreditförluster i utlåningen till företag, på grund av en sjunkande efterfrågan på företagets varor och tjänster. Svenska banker är också i hög grad beroende av utländsk marknadsfinansiering. Ett fall i bostadspriserna riskerar att leda till ett minskat förtroende bland de utländska investerarna och att bankernas tillgång till finansiering blir både mer svårtillgänglig och dyrare. Detta kan i sin tur leda till dyrare bolån för svenska konsumenter, vilket ytterligare bidrar till att fördjupa konjunkturedgången.²¹

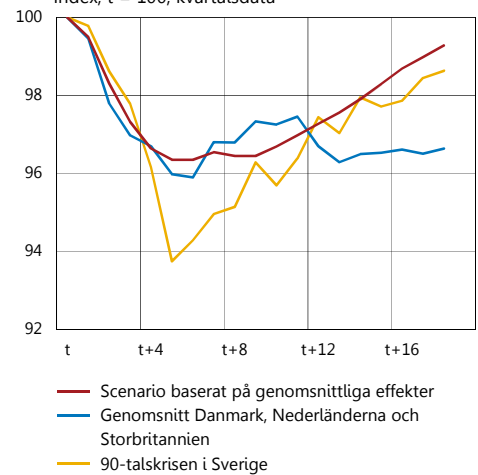
¹⁸ I diagrammet visas den kraftiga nedväxling av inflationen som ägde rum i samband med den svenska 90-talskrisen. Krisen föregicks av en period med mycket hög inflation på över 10 procent.

¹⁹ Se Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, 2011. Sveriges riksbank. Där analyseras konsekvenserna av ett 20-procentigt fall i de reala bostadspriserna.

²⁰ Se också Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, 2011. Sveriges riksbank samt Höjda riskvikter för svenska bolån främjar den finansiella stabiliteten. Fördjupning i *Finansiell stabilitet 2012:2*. Sveriges riksbank.

²¹ Dessutom är en stor andel av de svenska bolånen tagna till rörlig ränta, vilket ökar hushållens exponering mot ränteförändringar. Se till exempel Höjda riskvikter för svenska bolån främjar den finansiella stabiliteten. Fördjupning i *Finansiell stabilitet 2012:2*. Sveriges riksbank.

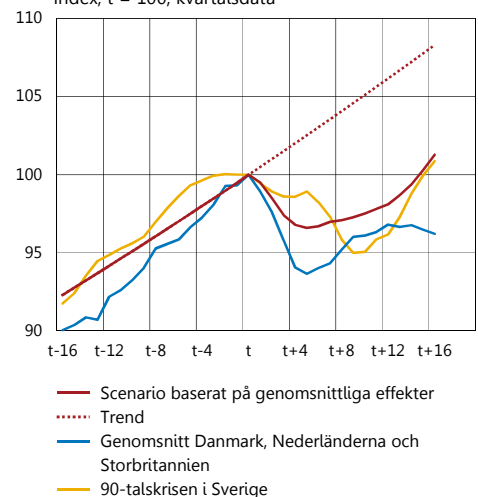
Diagram A8. Hushållens konsumtion i scenario med husprisfall vid hög skuldsättning
Index, t = 100, kvartalsdata



Anm. Danmark 2008 Kv 2 = t, Nederländerna 2008 Kv 1 = t, Storbritannien 2008 Kv 1 = t och Sverige 1991 Kv 3 = t.

Källor: IMF och Riksbanken

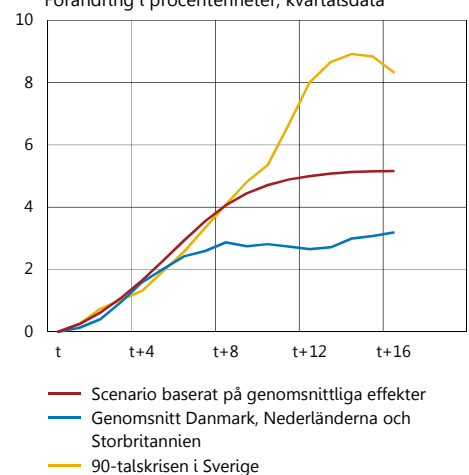
Diagram A9. BNP i scenario med husprisfall vid hög skuldsättning
Index, t = 100, kvartalsdata



Anm. Danmark 2008 Kv 2 = t, Nederländerna 2008 Kv 1 = t, Storbritannien 2008 Kv 1 = t och Sverige 1990 Kv 3 = t.

Källor: IMF och Riksbanken

Diagram A10. Arbetslöshet i scenario med husprisfall vid hög skuldsättning
Förändring i procentenheter, kvartalsdata

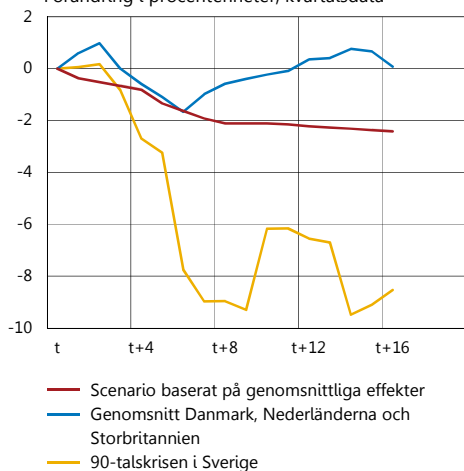


Anm. Danmark 2008 Kv 2 = t, Nederländerna 2008 Kv 1 = t, Storbritannien 2008 Kv 1 = t och Sverige 1990 Kv 3 = t.

Källor: IMF och Riksbanken

Diagram A11. Inflationsutveckling i scenario med husprisfall vid hög skuldsättning

Förändring i procentenheter, kvartalsdata



Anm. Danmark 2008 Kv 2 = t, Nederländerna 2008 Kv 1 = t, Storbritannien 2008 Kv 1 = t och Sverige 1990 Kv 3 = t.

Källor: IMF och Riksbanken

För Sveriges del finns också ett antal andra faktorer som både skulle kunna minska riskerna för ett fall i bostadspriserna och mildra konsekvenserna av ett sådant. I flera av de länder där bostadspriser först ökat kraftigt för att sedan falla kraftigt har utvecklingen karakteriserats av att bytesbalansen som andel av BNP minskat under perioden med stigande bostadspriser, som ett resultat av lågt sparande bland hushållen och en kraftig uppgång i bostadsinvesteringarna.²² I samband med bostadsprisfallet har dessa förlopp reverserats: Hushållen har ökat sitt sparande påtagligt, och ett överutbud på bostäder har uppstått, vilket hämmat bostadsinvesteringarna. Detta är dock inte något som kännetecknar situationen i Sverige, där bytesbalansen uppvisat stora överskott, vilket i sin tur är en avspeglning av att bostadsbyggandet varit lågt samtidigt som hushållens sparande varit högt under flera år. Hur mycket dessa faktorer minskar risken för – och konsekvenserna av – ett bostadsprisfall är naturligtvis svårt att uppskatta.²³

Penningpolitikens effekter på riskerna

Vi ska nu gå över till att analysera den andra frågan, hur påverkar penningpolitiken risken för att ett ofördelaktigt scenario inträffar? För att underlätta diskussionen delar vi upp frågan i två delar. För det första: Hur påverkas sannolikheten för och effekten av scenariot av förändringar i hushållens skuldsättning? För det andra: Hur påverkas hushållens skuldsättning av penningpolitiken?

Risken för scenariot påverkas av skuldsättningen

Det finns flera internationella studier av den första delfrågan som relaterar ökning av bostadspriser och hushållens skuldsättning till sannolikheten för finansiella kriser. Dessa studier har visat att en högre skuldsättning hos hushåll och företag i förhållande till "trend", eller en högre ökningstakt än normalt, kan öka sannolikheten för en finansiell kris.²⁴ Men det är givetvis svårt att kvantifiera hur stora effekterna är. Samtidigt har det visat sig att konsekvenserna av ett bostadsprisfall blir värre vid en hög skuldsättning bland hushållen.

²² Nederländerna utgör ett undantag, genom att bytesbalansen uppvisat överskott och bostadsbyggandet varit relativt lågt åren före den stora korrigeringen av bostadspriserna.

²³ Se till exempel IMF, World Economic Outlook, oktober 2009 samt Armelius, Hanna och Dillén, Hans, Sambandet mellan hushållens sparande och husprisfall. *Ekonomisk kommentar* nr 4, 2011. Sveriges riksbank.

²⁴ Se M. Schularick och A.M. Taylor (2012), "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008", *American Economic Review* 102, s. 1029-61. Där visas att en procentenhets högre ökningstakt i utlåningen till hushåll och företag under en 5-årsperiod ökar sannolikheten för en finansiell kris med knappt 0,5 procentenheter.

Reporäntans effekt på hushållens skuldsättning en viktig del av bedömningen

När det gäller den andra delfrågan – det vill säga hur stor effekt penningpolitiken har på hushållens skuldsättning – tyder modellskattningar av det kortsiktiga sambandet mellan reporäntan och hushållens skuldsättning på att effekterna i genomsnitt kan vara relativt små.²⁵ Men skattningar av kortsiktiga samband riskerar att underskatta de sammantagna effekterna av reporäntan på skuldsättningen.

Ett exempel på när dessa modellskattningar kan underskatta penningpolitikens effekter är om hushållens förväntningar på den framtida penningpolitiken påverkas så att hushållen överskattar hur länge räntan kommer att vara låg. Räkneexempel indikerar att om den *reala* bolåneräntan *permanent* blir lägre skulle effekterna på skuldsättningen kunna bli betydande.²⁶

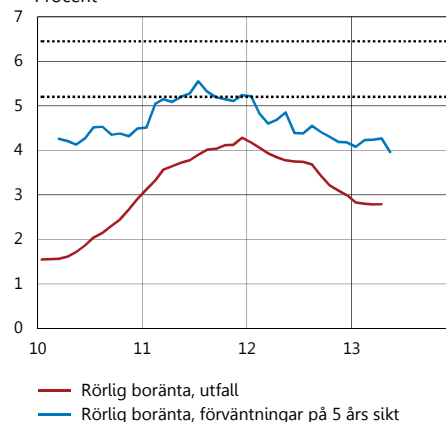
Förväntningar på reporäntan och boräntan tenderar att dikteras av det rådande ränteläget, vilket tyder på att låga räntor i nuläget upplevs som relativt bestående (se diagram A12 och A13). De främsta riskerna förknippade med en låg reporänta skulle alltså kunna vara att hushållen förväntar sig att denna ska vara bestående och därför ökar sin skuldsättning på ett ohållbart sätt.²⁷ Nedgången i de långsiktiga reporänteförväntningarna har dock sammanfallit med en viss nedgång i de långsiktiga inflationsförväntningarna (se diagram 3:30) och den förväntade realräntan har därför minskat något mindre.

Det är viktigt att framhålla att reporäntan inte är det enda tänkbara eller nödvändigtvis det mest effektiva verktyget för att påverka hushållens skuldsättning. Åtgärder inom andra politikområden måste också övervägas i situationer då hushållens skuldsättning riskerar att bli för hög.

Risken för ett ofördelaktigt scenario längre fram måste vägas mot måluppfyllelsen under prognosperioden

I denna fördjupning har två penningpolitiska alternativ illustrerats: en lägre och en högre räntebana. Under den vanliga 3-åriga prognosperioden ger den lägre räntebanan en bättre förväntad måluppfyllelse i termer av inflation och resursutnyttjande. Genom att en lägre räntebana kan bidra till ökad skuldsättning ökar den dock också risken för ett ofördelaktigt scenario bortom prognoshorisonten, till exempel i form av ett husprisfall vid en hög skuldsättning bland hushållen. Detta scenario innebär stora förluster i termer av bland annat ökad arbetslöshet, som i sig också kan förvärras av en hög skuldsättning i utgångsläget.

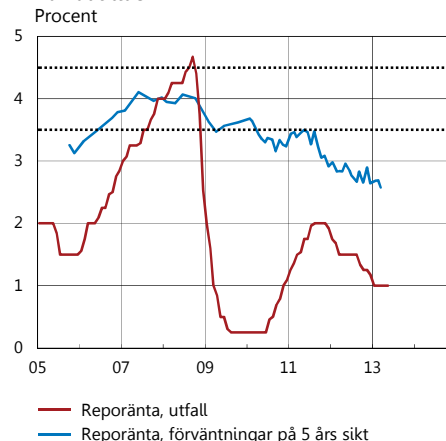
Diagram A12. Ränteförväntningar bland hushåll avseende rörlig boränta 5 år framåt i tiden
Procent



Anm. De streckade linjerna visar ett intervall för den långsiktiga nivån på den rörliga boräntan. Intervallet baseras på dels ett intervall för den långsiktiga reporäntan på 3,5-4,5 procent, dels ett intervall för skillnaden mellan en tremånaders boränta och reporänta på 1,7-2 procentenheter.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

Diagram A13. Ränteförväntningar bland penningmarknadsaktörer avseende reporäntan 5 år framåt i tiden
Procent



Anm. De streckade linjerna visar ett intervall för den långsiktiga nivån på reporäntan på 3,5-4,5 procent.

Källor: TNS SIFO Prospera och Riksbanken

²⁵ Sådana skattningar indikerar att 1 procentenhets lägre styrränta under ett år, och som gradvis går tillbaka, ger upphov till cirka 4 procentenhets högre skuldsättning som andel av den disponibla inkomsten. Liknande skattningar av sambandet mellan bostadspriser och reporäntan visar också små effekter; se Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, kapitel 2.1.

²⁶ Räkneexemplen visar att om den *reala* bolåneräntan permanent blir 1 procentenhet lägre skulle hushållens skuldsättning som andel av disponibel inkomst kunna bli upp till 25 procentenheter högre, alltså en avsevärd effekt. Detta är beräknat med en allmän jämviktsmodell för den svenska bostadsmarknaden; se Walentin, Karl och Sellin, Peter (2010), Housing Collateral and the Monetary Transmission Mechanism. Working Paper nr 239. Sveriges riksbank

²⁷ Studier tyder även på att förväntningarna på bostadspriserna dikteras av den senaste tidens prisutveckling; se till exempel K. Case, R.J. Shiller och A. Thomson (2012), "What Have They Been Thinking? Home Buyer Behavior in Hot and Cold Markets", NBER Working Paper No. 18400

Att penningpolitiken beaktar finansiella obalanser innebär därför att valet mellan de två räntebanorna i detta fall blir en avvägning mellan måluppfyllelsen på kort och lång sikt: Inflationens avvikelse från 2 procent och arbetslöshetens avvikelse från en normal nivå under den normala 3-årsperioden vägs mot den förväntade utvecklingen bortom prognoshorisonten (se diagram A5).

Svåra penningpolitiska avvägningar utan enkla svar

I den penningpolitiska bedömningen måste alltså flera svåra frågor analyseras. Vilken typ av ofördelaktigt scenario skulle en hög skuldsättning kunna leda till? Med hur mycket bidrar en minskning av hushållens skuldsättning till att minska risken för det ofördelaktiga scenariot, och hur mycket mindre blir effekterna på ekonomin vid en lägre skuldsättning om scenariot ändå skulle slå in? Vilka effekter har penningpolitiken på hushållens skuldsättning? Slutligen: Hur ska vinster på kort sikt vägas mot minskade risker på längre sikt?

En ytterligare fråga är hur långsiktiga inflationsförväntningar påverkas. Ett syfte med att ta hänsyn till den längre sikten är att måluppfyllelsen för inflationen även på längre sikt ska vara god. Det bör leda till att långsiktiga inflationsförväntningar fortsatt är väl förankrade vid inflationsmålet.

I den slutliga penningpolitiska avvägningen måste alla dessa frågor analyseras i ett sammanhang, och valet mellan olika räntebanor är inte självklart eller enkelt.

Åtgärder inom andra politikområden kan underlätta avvägningarna i penningpolitiken

I den mån som penningpolitiken kan påverka hushållens skuldsättning kan den även bidra till att minska de långsiktiga riskerna för ekonomin. Men penningpolitiken kan inte ensam hantera dessa risker. Åtgärder inom andra politikområden måste också övervägas. Inom den så kallade makrotillsynen erbjuds flera skraddarsyddade verktyg som skulle kunna vara mer effektiva än reporäntan för att hantera risker förknippade med hushållens skuldsättning, exempelvis bolånetak, sektorsvisa kapitalkrav, amorteringskrav och höjda riskvikter på bolån. Flera externa observatörer har påpekat behovet av sådana åtgärder i Sverige.²⁸ Det är därför angeläget att ett ramverk för makrotillsynen så fort som möjligt kommer på plats i Sverige. Åtgärder inom andra politikområden skulle kunna minska behovet av att ta hänsyn till hushållens skuldsättning i räntebesluten och underlätta avvägningarna i penningpolitiken.

²⁸ "Sweden – 2013 Article IV Consultation: Concluding Statement of the Mission", IMF, 31 maj, 2013.
"Council Recommendation (COM(2013) 377 final)", European Commission, 29 maj, 2013.
"Recommendation of the ESRB of 4 April 2013 on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy (ESRB/2013/1)", ESRB, 20 juni, 2013.
"Economic Survey of Sweden", OECD, 2012.

Kostnadsutvecklingen och inflationen

Inflationen har varit låg i Sverige en längre tid och är i nuläget lägre än inflationsmålet. Det finns flera orsaker till detta. Kronan har stärkts efter den finansiella krisen vilket har dämpat priserna på importerade insatsvaror. Därtill kommer att det svaga konjunkturläget har gjort det svårt för företagen att höja priserna.

Men under prognosperioden väntas de globala exportpriserna stiga i takt med att världskonjunkturen återhämtar sig. Detta gör att även importpriserna börjar stiga. Arbetskostnaderna per producerad enhet väntas fortsätta att växa med ungefär 2 procent per år. I takt med att den svenska konjunkturen förbättras väntas företagen höja sina priser mer än vad kostnaderna stiger. Sammantaget medför stigande arbetskostnader, importpriser och prispåslag att KPIF-inflationen stiger upp till 2 procent under 2015.

Inflationen har varit låg sedan 2010

Inflationen är i nuläget låg och ligger under Riksbankens inflationsmål. Att KPI faller hänger samman med att Riksbanken, sedan december 2011, gradvis har sänkt reporäntan med fallande boräntor som följd. Men även rensat för dessa förändringar i boräntorna har inflationen enligt såväl KPIF som KPIF exklusive energi varit lägre än 2 procent sedan 2010. Samtliga inflationsmått ligger nu på nivåer som är under sina historiska genomsnitt (se diagram 3:26 och tabell A1). De svenska konsumentpriserna, enligt det harmoniserade inflationsmättet HIKP, ökar också långsammare än i många andra länder (se diagram A14 och A15).

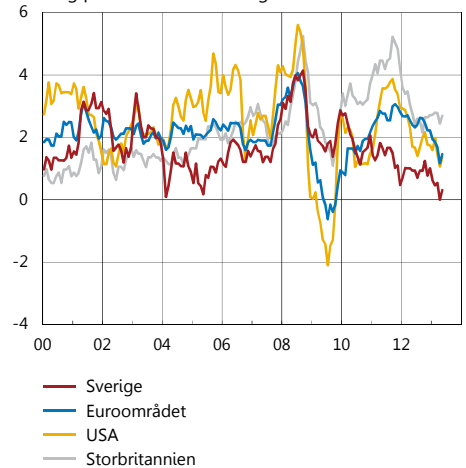
Tabell A1. Genomsnittlig utveckling av olika priser
Årlig procentuell förändring

	1995-2013	2010-2013	jan-maj 2013
KPI	1,4	1,4	-0,2
KPIF	1,8	1,4	0,8
KPIF exklusive energi	1,4	1,2	1,2
Importpriser, konsumtionsvaror	1,1	-0,8	-2,8
Varor exklusive livsmedel och energi	-0,2	-0,9	-1,1
Tjänster	2,1	1,7	1,4
Livsmedel	1,5	1,7	2,2
Energi	4,2	3,2	-2,8

Anm. Medelvärden för KPI och KPIF avser inflationsdata i realtid.
Källa: SCB

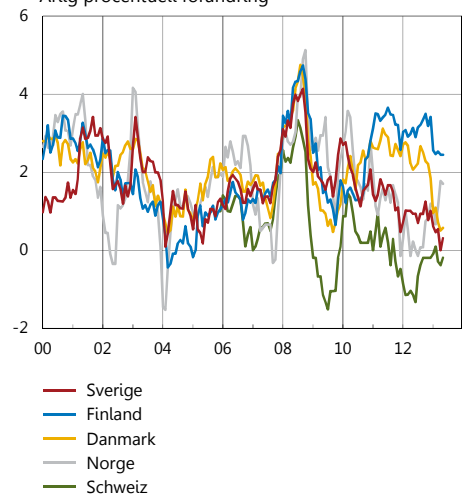
En delförklaring till den låga inflationen är att importpriserna har varit dämpade sedan finanskrisen för att idag till och med sjunka.²⁹ Men även tjänstepriserna ökar nu i långsammare takt än vad de har gjort tidigare (se tabell A1). Detta trots att tjänstesektorns import är mycket liten. I den här fördjupningen analyseras de faktorer som påverkar den svenska inflationen. Syftet är att ge en bättre förståelse för både

Diagram A14. HIKP i Sverige, euroområdet, USA och Storbritannien
Årlig procentuell förändring



Anm. HIKP avser harmoniserat index för konsumentpriser.
Källor: Eurostat och SCB

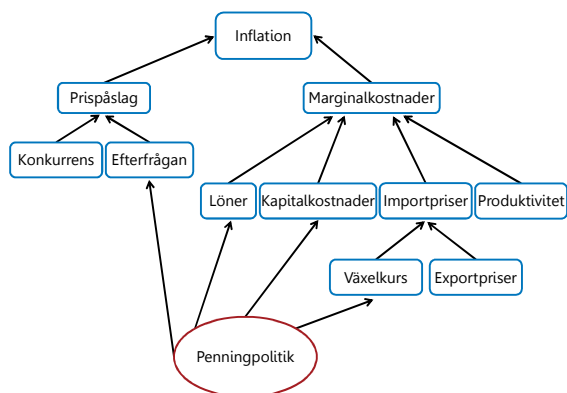
Diagram A15. HIKP i Norden och Schweiz
Årlig procentuell förändring



Anm. HIKP avser harmoniserat index för konsumentpriser.
Källor: Eurostat och SCB

²⁹ Se Redogörelse för penningpolitiken, 2012. Sveriges riksbank.

Diagram A16. Schematisk beskrivning av inflationens bestämningsfaktorer



Källa: Riksbanken

den senaste tidens inflationsutveckling och den inflationsprognos som presenteras i rapportens huvudscenario.

Vilka faktorer påverkar inflationen?

Enligt teorin kan det pris som ett företag sätter på en viss vara eller tjänst delas upp i prispåslag och marginalkostnader, vilket gör att inflationsutvecklingen samvarierar med förändringar i dessa två faktorer (se diagram A16 för en schematisk beskrivning).

Marginalkostnaderna mäter vad det kostar företaget att producera ytterligare en enhet av den produkt de tillverkar. Marginalkostnaderna beror på priserna på produktionsfaktorerna och påverkas därför av löner, kapitalkostnader (till exempel lokalhyror och maskinkostnader) och priserna på importerade insatsvaror.³⁰ Priset på sådana importerade insatsvaror påverkas i sin tur av prisutvecklingen på världsmarknaden för den produkt som importeras och av kronans utveckling.³¹ Ju starkare kronan är, desto mindre behöver företaget betala i svenska kronor för den importerade insatsvaran.³² Marginalkostnaderna påverkas också av produktiviteten, eftersom en hög produktivitet innebär att det går åt mindre resurser för att tillverka ytterligare en enhet.

Prispåslagen är ett uttryck för att företag vill ha avkastning på investerat kapital och därmed sätter ett pris som är högre än produktionskostnaden. Hur stort detta påslag är beror bland annat på konkurrensen i den bransch där företaget verkar, och på efterfrågan. Det är exempelvis lättare att ta ut ett högre pris när efterfrågan är hög än när den är låg.

Inflationen påverkas också av inflationsförväntningarna. Om företag och hushåll tror att priserna ska stiga kan de anställda kräva högre löner för att kunna köpa lika mycket i framtiden. Arbetsgivarna går med på att höja lönerna om de ser möjligheter att höja priserna. Inflationsförväntningarna är centrala för både marginalkostnader och prispåslag och det är därför viktigt att de långsiktiga inflationsförväntningarna är förankrade kring inflationsmålet.

Det finns alltså ett flertal faktorer som påverkar företagets prispåslag och marginalkostnader. Många av dessa faktorer påverkas i sin tur av penningpolitiken. Prispåslagen påverkas via penningpolitikens effekter på efterfrågan. Marginalkostnaderna påverkas både via penningpolitikens effekter på löner och kapitalkostnader och via dess effekter på växelkursen som i sin tur påverkar priserna på de importerade insatsvarorna i kronor räknat.

³⁰ Insatsvaror är sådant som företaget köper in och använder i sin produktion. Exempelvis kan ett bilföretag importera motorer och montera i den bil företaget själv tillverkar. Bilmotorn är då en importerad insatsvara. Man kan också se försäljningen av bilar som är producerade helt utanför Sveriges gränser på ett liknande sätt. Hela bilen är då en importerad insatsvara.

³¹ Direktimporterade varor, som när någon handlar produkter direkt från en utländsk leverantör via internet eller själv åker till ett annat land, handlar varor där och för in dem i Sverige, ingår inte i KPI. Eftersom alla utländskt tillverkade produkter innehåller vissa svenska kostnader kan de ses som importerade insatsvaror.

³² Ett enskilt företag kan naturligtvis också använda inhemskt producerade insatsvaror, vars pris bestäms av löner, kapitalkostnader och prispåslag. Aggregerat över hela ekonomin spelar det dock ingen roll vem som producerar den inhemska insatsvaran, utan marginalkostnaderna bestäms av löner, kapitalkostnader och priset på importerade insatsvaror.

Marginalkostnaderna har varit låga

Hur har då dessa faktorer utvecklats de senaste åren? Världsmarknadspriserna på importerade insatsvaror i form av globala exportpriser har följt utvecklingen i världskonjunkturen relativt väl. Efter finanskrisen 2008 föll både KIX-vägd BNP och de globala exportpriserna. Under 2010–2011 steg de däremot i takt med att en global återhämtning inleddes. Nu har den globala konjunkturen åter mattats av något, vilket har medfört att de globala exportpriserna stiger långsammare (se diagram A17). För svenska företag spelar växelkursen också roll och kronförsvagningen i samband med finanskrisen motverkade mer än väl fallet i de globala exportpriserna så att importpriserna inledningsvis steg. I takt med att kronan åter stärktes började dock importpriserna också att falla. Även om kronans nivå i handelsvägda termer har försvagats den allra senaste tiden är den fortfarande starkare än för ett år sedan, vilket tillsammans med den låga ökningstakten i de globala exportpriserna fortsätter att pressa ner importpriserna (se diagram A18).

För att få en uppfattning om hur löner och kapitalkostnader har påverkat marginalkostnaderna kan man studera arbetskostnaderna per producerad enhet.³³ Dessa steg kraftigt i samband med finanskrisen 2008 (se diagram A19). Detta berodde på att produktionen föll och att det tar en viss tid att sänka arbetskostnaderna. De krisavtal som slöts i finanskrisens spår bidrog till att sänka arbetskostnaderna per timme. Detta tillsammans med ett fall i antalet arbetade timmar medförde att arbetskostnaderna per producerad enhet också började falla under 2009. Sedan dess har produktionen återhämtat sig något, samtidigt som antalet arbetade timmar också stigit. Tillsammans med mer normala löneökningar medför detta att arbetskostnaderna per producerad enhet sedan ett tag tillbaka ökar med ungefär 2 procent per år.

Större import i varusektorn

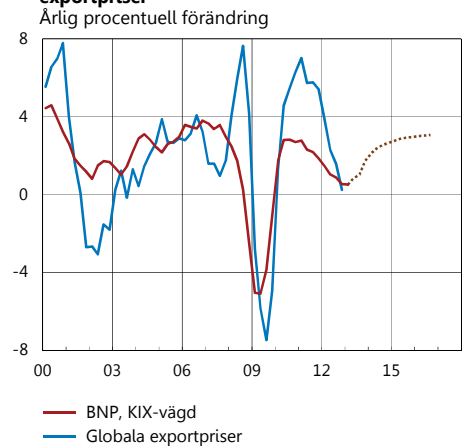
De olika faktorerna, importpriser och arbetskostnader per producerad enhet, påverkar olika delar av KPI olika mycket. Exempelvis är andelen import större i varusektorn än i tjänstesektorn (se tabell A2).³⁴ Därför påverkas priserna på varor relativt mycket av förändringar i importpriser. Som en följd av de höga importpriserna 2009 steg varupriserna. När kronan sedan stärktes började importpriserna falla, vilket medförde att varupriserna också föll (se diagram A20).³⁵

³³ Hur marginalkostnaderna påverkas av löner och andra kostnader beror på produktionsfunktionen. Om produktionsfunktionen är en Cobb-Douglas med konstant skalavkastning så förändras marginalkostnaderna på samma sätt som arbetskostnaderna per producerad enhet.

³⁴ Andelarna är beräknade utifrån så kallade input-output-tabeller, som är en del av nationalräkenskaperna som SCB publicerar. Tabellerna visar hur insatsstrukturen i ekonomin ser ut och kan därför användas för att beräkna importinnehåll i olika branscher.

³⁵ Att kronförstärkningen bidrog till den låga inflationen via lägre priser på importerade insatsvaror är i linje med Riksbankens tidigare analyser, se fördjupningen "Varför har inflationen varit lägre i Sverige än i euroområdet?" i *Penningpolitisk rapport*, juli 2012. Sveriges riksbank.

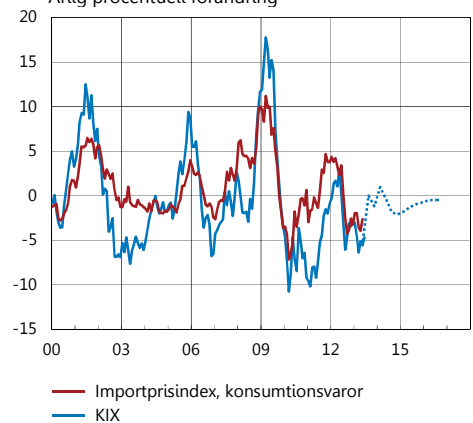
Diagram A17. KIX-vägd BNP och globala exportpriser



Anm. Globala exportpriser är en sammanvägning av exportdeflater (i lokala valutor) där Sveriges importandelar använts som vikt. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

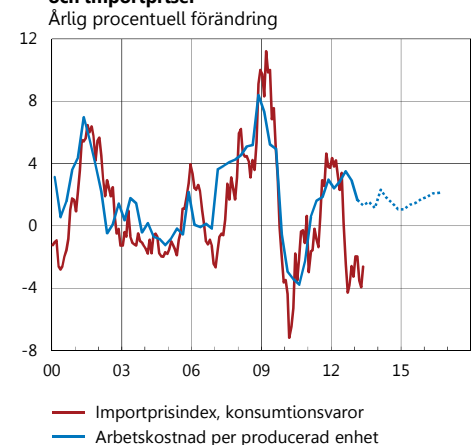
Diagram A18. Nominell växelkurs och importpriser



Anm. Importpriser avser priser på konsumtionsvaror enligt producentprisindex (PPI). KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A19. Arbetskostnad per producerad enhet och importpriser

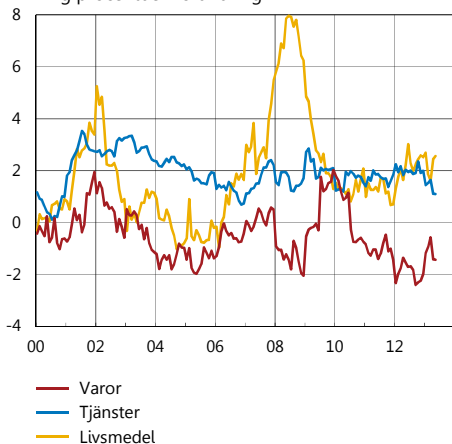


Anm. Importpriser avser priser på konsumtionsvaror enligt producentprisindex (PPI).

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A20. Prisutveckling på varor, tjänster och livsmedel

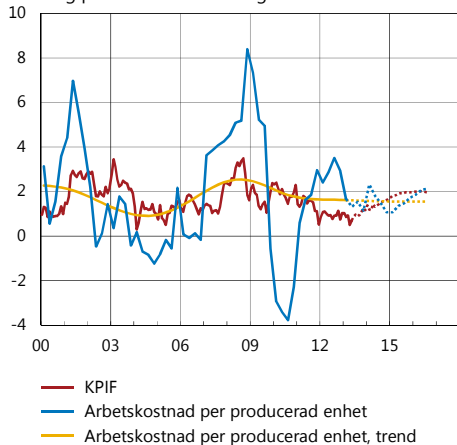
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Diagram A21. Arbetskostnad per producerad enhet och KPIF

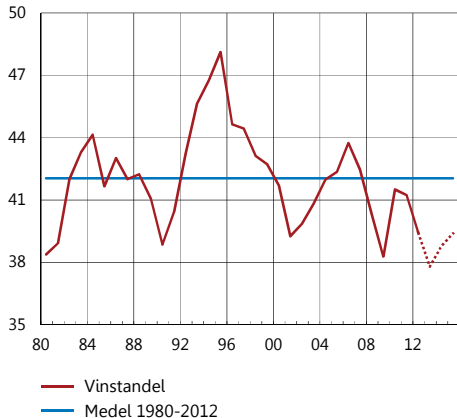
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A22. Vinstandel

Procent



Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A2. Andel inhemska och importerade kostnader i hushållens konsumtion

	Varor	Tjänster	Livsmedel	Totalt
Inhemska kostnader	49	88	67	75
Importerade kostnader	51	12	33	25

Källa: Hansson, Jesper och Johansson, Jesper (2007), Alternativa inflationsmått för penningpolitisk analys, *Penning och valutapolitik*, 2007:3. Sveriges riksbank.

Sedan inflationsmålet infördes har varupriserna i genomsnitt tenderat att falla något, samtidigt som tjänstepriserna har ökat med drygt 2 procent per år i genomsnitt. Att prisökningarna är lägre i varubranscherna beror bland annat på att produktiviteten ökar snabbare där, vilket gör att det går åt allt mindre resurser för att tillverka ytterligare en vara. Därtill kommer att varuföretagen använder en större andel importerade insatsvaror, vars priser har ökat relativt långsamt (se tabell A1). Båda dessa faktorer medför att marginalkostnaderna ökar långsammare i varuföretagen än i tjänsteföretagen. Varupriserna ökar därför långsammare än tjänstepriserna.

Svag efterfrågan har medfört låga prispåslag

Kostnaderna varierar betydligt mer än priserna. Detta beror på att företagen ändrar sina priser relativt sällan. Det finns i sin tur flera orsaker till detta. En sådan är att ett företag kan sträva efter att ha en långsiktig relation med sina kunder. Om priset på exempelvis en hårklippning ändras alltför ofta finns risken att kunden väljer en annan frisör att gå till. En annan är att priset kan innehålla inslag av försäkringar. Ett företag kan exempelvis erbjuda sig att leverera en viss vara eller tjänst till ett pris som inte kan ändras under en viss period. Det kan vara fråga om bundna elpriser, bundna boräntor eller fasta avgifter för telefonsamtal.

Att kostnaderna varierar mer än priserna betyder att företagen låter tillfälliga variationer i kostnaderna slå på vinsterna. Men när kostnadsförändringarna är bestående tenderar också priserna normalt sett att ändras (se diagram A21). Under framförallt 2012 hade dock företagen svårt att vältra över bestående kostnadsökningar på konsumenterna. Detta kan i sin tur bero på att efterfrågan är och har varit svagare än normalt och att osäkerheten om den internationella utvecklingen har varit stor. Att företagen har haft svårt att vältra över kostnadsökningarna på konsumenterna speglas i vinstandelen, som innehåller både kapitalkostnader och prispåslag. Vinstandelen har fallit sedan 2010 och är nu lägre än genomsnittet sedan 1980 (se diagram A22).

Inflationen stiger gradvis framöver

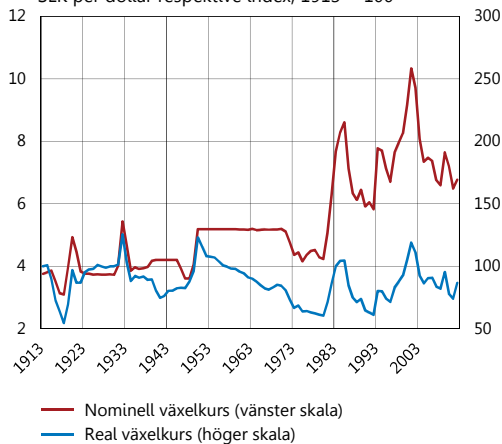
Under prognosperioden väntas världskonjunkturen förbättras (se diagram A17). Detta talar för att de globala exportpriserna också börjar öka. Inledningsvis stärks kronan något i handelsvägda termer, vilket dämpar genomslaget på importpriserna i det korta perspektivet. Men från början av nästa år kommer kronan inte längre att hålla importpriserna nere, utan dessa stiger under prognosperioden. Trenden i arbetskostnaderna per producerad enhet fortsätter att växa med knappt 2 procent under prognosperioden. Sammantaget innebär detta att företagens marginalkostnader gradvis normaliseras.

Under prognosperioden normaliseras även efterfrågeläget. Som nämndes inledningsvis är det lättare för företagen att höja priserna när efterfrågan stiger. Företagen kommer då att höja prispåslagen med bland annat stigande vinstandelar som följd (se diagram A22). Sammantaget medför stigande arbetskostnader per producerad enhet, importpriser och prispåslag att KPIF-inflationen stiger upp till 2 procent under 2015.

■ Ett långsiktigt perspektiv på kronan

Diagram A23. Nominell och real växelkurs, 1913-2012

SEK per dollar respektive index, 1913 = 100



Anm. Den reala växelkursen har beräknats med KPI för Sverige och USA.

Källor: Bureau of Labor Statistics, SCB och Riksbanken

Även om Riksbanken inte har ett mål för växelkursen är kronans utveckling ständigt aktuell eftersom den påverkar inflationen och den realekonomiska utvecklingen. Denna fördjupning syftar till att förklara drivkrafterna bakom kronans utveckling på lång sikt.

De senaste åren har kronan stärkts i handelsvägda termer, men i ett historiskt perspektiv är kronan inte särskilt stark. Riksbankens bedömning är att kronans reala värde nu ligger i den svagare delen av ett rimligt långsiktigt intervall och därför sannolikt kommer förstärkas något de kommande åren.

Riksbanken har inget mål för växelkursen, men växelkursen påverkar inflationen och den realekonomiska utvecklingen. En förstärkning av växelkursen bidrar till lägre importpriser och därför lägre inflation, samtidigt som resursutnyttjandet avtar. En försvagning tenderar i stället att driva upp inflationstakten och resursutnyttjandet. Penningpolitiken reagerar därför på förändringar i växelkursen i den utsträckning de påverkar prognoserna för den ekonomiska utvecklingen.

Den framtida utvecklingen i växelkursen är alltså en viktig faktor i Riksbankens prognosarbete. I det sammanhanget är det nödvändigt att skilja på nominell och real växelkurs, det vill säga den nominella växelkursen justerad för den relativa prisnivån i Sverige jämfört med omvärlden. Liksom andra reala storheter bestäms den reala växelkursen på lång sikt av reala faktorer som hushållens preferenser och produktivitetens utvecklingen i ekonomin, och påverkas inte av penningpolitiken. Riksbankens prognoser måste därför vila på en bedömning av hur den reala växelkursen kan förväntas utvecklas på lång sikt och hur denna nivå förhåller sig till den aktuella nivån.

Köpkraftsparitet och den mycket långa sikten

Även om kronan har förstärkts de senaste åren är den i reala termer inte påfallande stark gentemot de viktigaste valutorna. Diagram A23 ger ett mycket långt perspektiv på 100 år på den bilaterala kronkursen gentemot den amerikanska dollarn. I nominella termer har kronan försvagats mot dollarn, men detta har motverkats av att inflationen varit högre än i USA, så att den reala växelkursen i princip är densamma idag som för 100 år sedan. Denna observation är förenlig med teorin om relativ köpkraftsparitet, som innebär att det relativa priset länder emellan på en varukorg ska vara konstant över tiden och att den reala växelkursen inte ska uppvisa någon särskild trend.³⁶

³⁶ Begreppet köpkraftsparitet (på engelska "purchasing power parity") introducerades av den svenska nationalekonomen Gustav Cassel för snart hundra år sedan. G. Cassel, *The World's Money Problems*, E.P. Dutton and Co., 1921 och G. Cassel, *Money and Foreign Exchange after 1914*, MacMillan, 1922. För en översikt av forskningen kring köpkraftsparitet se till exempel K. A. Froot och K. Rogoff "Perspectives on PPP and Long-run Real Exchange Rates" i G.M. Grossman och K. Rogoff (red), *Handbook of International Economics Vol. 3*, Elsevier, 1995.

För att fånga hur den svenska ekonomin påverkas av hela omvärlden fokuserar Riksbankens växelkursanalyser på handelsvägda växelkursindex snarare än på enstaka valutor. Diagram A24 visar den reala och nominella växelkursen enligt två olika index, KIX och TCW, sedan 1993, det vill säga under tiden med flytande växelkurs. Skillnaden mellan de två indexen är att KIX-vikterna uppdateras löpande, så KIX fångar bland annat tillväxtekonomiernas ökade betydelse. Till exempel har BRIC-länderna (Brasilien, Ryssland, Indien och Kina) nu tillsammans en vikt på drygt 10 procent i KIX, medan de inte ingår i det TCW-viktade indexet.³⁷

Teorin om relativ köpkraftsparitet verkar beskriva kronkursen ganska väl även för de handelsvägda indexen: varken real KIX eller TCW uppvisar någon tydlig trend, och de senaste utfallen är nära sina respektive genomsnitt sedan 1993. Även om det nominella KIX-viktade växelkursindexet har varit volatilt har det ändå trendmässigt förstärkts sedan början av 1993. Enligt KIX är kronan därför bara något svagare idag än innan den började flyta. Under samma period har dock kronan försvagats i nominella termer mot flera stora valutor. Exempelvis är kronan i dagsläget svagare både i förhållande till den amerikanska dollarn och till euron/ecun jämfört med i november 1992. Orsaken till den trendmässiga förstärkningen i nominell KIX sedan 1993 är att några mindre valutor har försvagats mycket mot kronan. Det gäller till exempel valutorna i Brasilien, Turkiet och Mexiko. Dessa länder hade mycket hög inflation på 1990-talet. Eftersom dessa valutor inte ingår i TCW-index visar det nominell TCW-viktade indexet inte samma förstärkande trend.

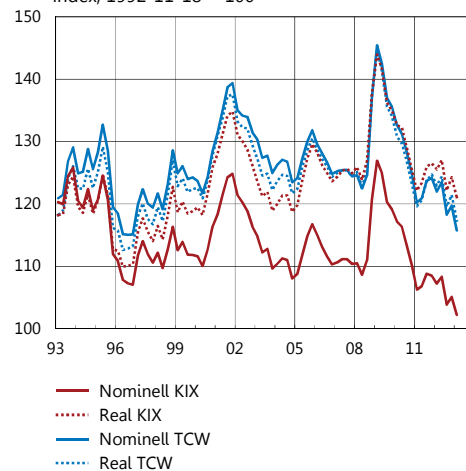
Varaktiga förändringar i den långsiktiga reala växelkursen

Även om teorin om relativ köpkraftsparitet verkar hålla för den bilaterala växelkursen mot dollarn, och även i handelsvägda termer, kan den reala växelkursen uppvisa trender på lång sikt. Ett gemensamt tema för teorier som försöker förklara detta fenomen är att den reala växelkursen är starkare i "rika" länder. Ett exempel på en sådan teori är Balassa-Samuelsoneffekten, enligt vilken den reala växelkursen förstärks i ekonomier som visar snabbare produktivitetstillväxt.³⁸ Ekonomisk tillväxt drivs ofta av produktivitetstillväxt i varusektorn. Eftersom produktiviteten normalt utvecklas långsammare i tjänsektorn kan lönerna bara stiga lika snabbt i den sektorn om priserna på tjänster också stiger. Därmed stiger prisnivån i hela ekonomin och den reala växelkursen förstärks.

Empiriska modeller som skattar den långsiktiga reala växelkursen bygger ofta på denna teori, och använder ofta den relativa BNP-utvecklingen, nettoställningen mot utlandet (ett lands tillgångar minus skulder till utlandet) och bytesförhållandet (förhållandet mellan exportpriser och importpriser uttryckt i svenska

Diagram A24. Nominell och real konkurrensvägd växelkurs

Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Real TCW har beräknats med svensk och TCW-vägd KPI för perioden 1970-1980; därefter svensk KPI och TCW-vägd KPI. Real KIX har beräknats med KIX-vägd KPI och svensk KPI. Real KIX har normaliserats till samma nivå som real TCW i kvartal 1 1993.

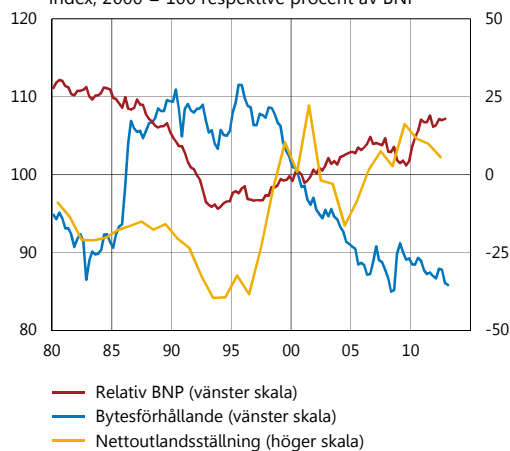
Källor: SCB och Riksbanken

³⁷ Se KIX-index avspeglar bättre Sveriges utlandsberoende. Fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, oktober 2012. Sveriges riksbank.

³⁸ Denna kallas ibland även Harrod-Balassa-Samuelsoneffekten. Se R. Harrod, *International Economics*, Cambridge University Press, 1933. B. Balassa, "The Purchasing Power Parity Doctrine: a Reappraisal", *Journal of Political Economy* 72 (6), sid 584-596, 1964 och P.A. Samuelson, "Theoretical Notes on Trade Problems", *Review of Economics and Statistics* 46 (2), sid 145-154, 1964.

Diagram A25. Relativ BNP, bytesförhållande och nettoutlandsställning

Index, 2000 = 100 respektive procent av BNP

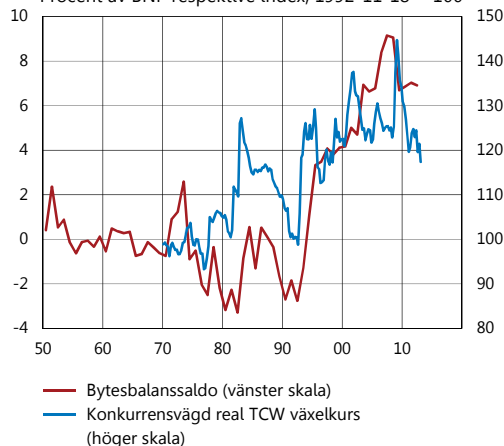


Anm. Omvärldens BNP avser KIX-vägd BNP.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A26. Bytesbalanssaldo och real växelkurs i Sverige

Procent av BNP respektive index, 1992-11-18 = 100



Källa: Reuters EcoWin

kronor) som mått på hur rika olika länder är.³⁹ En ökning i någon av dessa variabler skulle enligt teorin leda till en förstärkning av den reala växelkursen.⁴⁰ Diagram A25 visar utvecklingen i dessa tre variabler för Sverige sedan 1980. Det svenska bytesförhållandet har uppvisat en nedåtgående trend sedan millennieskiftet. Anledningen är att priserna på importerade oljeprodukter har stigit samtidigt som priserna på till exempel exporterade telekomvaror har sjunkit. Enligt teorin borde detta leda till en svagare real växelkurs. Å andra sidan har svensk BNP under samma period ökat snabbare än i omvärlden, vilket borde leda till en starkare real växelkurs. Nettoställningen mot utlandet har varit relativt stabil. Dessa tre mått ger alltså inga entydiga signaler om hur kronans växelkurs borde utvecklas på långt sikt.

Växelkurs och bytesbalansöverskott

Bytesbalansens saldo är en annan viktig variabel som används för att förstå den långsiktiga utvecklingen i den reala växelkursen. Sedan övergången till flytande växelkurs har överskottet på den svenska bytesbalansen motsvarat i genomsnitt 5 procent av BNP (se diagram A26). Detta är ett stort överskott internationellt sett och står i skarp kontrast mot de små över- och underskotten i bytesbalansen under 1970- och 1980-talens fasta växelkurs. De stora överskotten under den flytande växelkursregimen hänger ihop med en real växelkurs som i TCW-viktade termer är i genomsnitt 17 procent svagare än under 1970- och 1980-talen (se diagram A26).

Det långvariga överskottet i bytesbalansen kan tala för att kronan kommer att förstärkas framöver. Men bytesbalansens saldo behöver inte nödvändigtvis vara noll i en långsiktig jämvikt. Saldot på bytesbalansen speglar nämligen skillnaden mellan inhemskt sparande och investeringar. Investeringarna har varit låga under flera år. Flera reformer i Sverige, till exempel införandet av överskottsmålet för de offentliga finanserna och reformen av pensionssystemet, har fått sparandet att öka. Detta talar för att Sverige kan ha ett bytesbalansöverskott även på längre sikt.

Olika syn på den långsiktiga reala växelkursnivån

Riksbankens bedömning av den långsiktiga nivån för den reala växelkursen baseras på modeller som relaterar den reala växelkursen till fyra makrovariabler: relativ BNP, bytesförhållandet, nettoställningen mot utlandet och bytesbalanssaldot. Liknande metoder används av Internationella valutafonden (IMF), Europeiska centralbanken (ECB) och Europeiska kommissionen.⁴¹

³⁹Se till exempel Lagerwall, Björn och Nessén, Marianne, Kronans långsiktiga utveckling. *Ekonomisk kommentar* nr 6, 2009. Sveriges riksbank och Sellin, Peter (2007), Using a New Open Economy Macroeconomics model to make real and nominal exchange rate forecasts, *Working Paper* nr 213, Sveriges riksbank.

⁴⁰Se P. R. Lane och G. M. Milesi-Ferretti, "The Transfer Problem Revisited: Net Foreign Assets and Real Exchange Rates", *Review of Economics and Statistics* 86 (4), sid 841-857, 2004.

⁴¹Lee, J, Milesi-Ferretti, G.M., Ostry, J., Prato, A. och L. Ricci, "Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies", Occasional Paper nr 261, IMF, 2008, Bussière, M., Ca'Zorzi, M., Chudik, A. och A. Dieppe, "Methodological Advancements in the Assessment of Equilibrium Exchange Rates", Working Paper nr 1151, ECB, 2010 och Salto, M och A Turrini, "Comparing Alternative Methodologies for Real Exchange Rate Assessment," Economic Papers nr 427, Europeiska kommissionen, 2010. IMF:s metoder kallas ofta för CGER (Consultative Group on Exchange Rate issues) och har nyligen ersatts av EBA (External Balance Assessment), se "External Balance Assessment (EBA): Technical Background of the Pilot Methodology", tillgänglig på <http://www.imf.org/external/np/res/ebs/>

Tabell A3 visar några olika skattningar av den svenska reala växelkursens långsiktiga nivå gjorda av olika bedömare.⁴²

Tabell A3. Långsiktig konkurrensvägd real växelkurs enligt olika skattningar
KIX, index, 1992-11-18 = 100

Datum	Bedömare/ metod	Långsiktig real växelkurs
Höst 2011	IMF	102-117
Vår 2012	IMF	95-109
April 2012	IMF	95-131
Mars 2012	Konjunkturinstitutet (KI)	111
Mars 2013	Sveriges Riksbanks modellskattning (enligt Sellin, 2007)	122
Mars 2013	Köpkraftsparitet (genomsnitt 1993 Kv 1 – 2013 Kv 1)	124

Anm. Skattningarna avseende IMF och KI är beräknade utifrån deras publicerade avvikelser och den reala KIX-viktade växelkursnivån vid publiceringsdatumet.

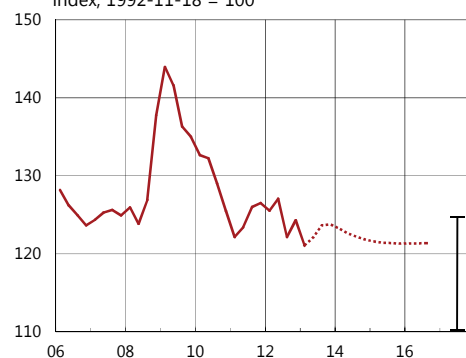
Källor: IMF, Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Tabellen visar att det finns en stor osäkerhet om den reala växelkursens långsiktiga nivå. Exempelvis ligger IMF:s olika modellskattningar mellan 95 och 131, alltså väsentligt starkare och något svagare än dagens nivå. De flesta skattningarna tyder dock på att den långsiktiga nivån är något starkare än dagens nivå. Utifrån dessa skattningar bedömer Riksbanken att ett rimligt intervall för den reala växelkursens långsiktiga nivå för närvarande är mellan 110 och 125 i KIX-termer. Kronan ligger i dagsläget i den svagare delen av detta intervall och därför nära sitt långsiktiga värde, men kommer sannolikt att stärkas något framöver. Denna bedömning är också i linje med IMF, som nyligen drog slutsatsen att kronan fortfarande är något undervärderad, men nära sin långsiktiga nivå.⁴³

Kronans utveckling framöver

Riksbankens bedömning är således att kronan kommer att förstärkas marginellt i reala termer under de närmaste åren (se diagram A27). Eftersom inflationen under samma period väntas vara högre i den KIX-vägda omvärlden än i Sverige (mätt som KPIF) så kommer den nominella växelkursen att förstärkas något mer än den reala kursen (se diagram 1:12). Utvecklingen av kronans värde mot enskilda valutor kan dock se annorlunda ut.

Diagram A27. Real växelkurs, KIX
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Vertikal linje anger intervallet för Riksbankens bedömning av den reala växelkursens långsiktiga nivå. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

⁴² Se "Sveriges ekonomi: Ett långsiktsscenario fram till år 2035" Specialstudie nr 30, Konjunkturinstitutet, 2012, "Sweden, 2012 Article IV Consultation", Country Report nr 12/154, IMF, 2012 och Sellin, Peter (2007), Using a New Open Economy Macroeconomics model to make real and nominal exchange rate forecasts, *Working Paper* nr 213, Sveriges riksbank.

⁴³ "Sweden – 2013 Article IV Consultation: Concluding Statement of the Mission", IMF, 31 maj 2013.

■ APPENDIX

- Tabeller
- Fördjupningar 2011-2013
- Ränτεbeslut 2009-2013
- Ordlista

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport/uppföljning anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2013 kv 2	2013 kv 3	2013 kv 4	2014 kv 3	2015 kv 3	2016 kv 3
Reporänta	1,0	1,0 (0,9)	0,9 (0,9)	1,0 (1,0)	2,0 (2,0)	2,8

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2012	2013	2014	2015
KPI	0,9 (0,9)	0,1 (0,1)	1,3 (1,4)	2,6 (2,7)
KPIF	1,0 (1,0)	0,9 (1,0)	1,4 (1,4)	1,9 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,0 (1,0)	1,2 (1,2)	1,6 (1,5)	2,0 (2,0)
HIKP	0,9 (0,9)	0,5 (0,6)	1,4 (1,4)	1,9 (2,0)

Anm. 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, årsgenomsnitt

	2012	2013	2014	2015
Reporänta	1,5 (1,5)	1,0 (1,0)	1,0 (1,0)	1,9 (1,9)
10-årsränta	1,6 (1,6)	2,1 (1,8)	2,9 (2,5)	3,6 (3,4)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	106,1 (106,1)	103,2 (101,4)	102,3 (101,1)	101,1 (101,2)
Offentligt finansiellt sparande*	-0,6 (-0,7)	-1,2 (-1,3)	-0,8 (-0,6)	0,3 (0,5)

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2012	2013	2014	2015
Euroområdet	0,14	0,47	-0,5 (-0,5)	-0,6 (-0,4)	1,2 (1,2)	1,9 (2,0)
USA	0,19	0,09	2,2 (2,2)	1,8 (2,1)	3,2 (3,2)	3,5 (3,5)
Japan	0,06	0,03	1,9 (2,0)	1,8 (1,1)	1,9 (1,8)	1,2 (1,1)
Kina	0,15	0,08	7,8 (7,8)	7,6 (8,1)	7,6 (8,2)	7,6 (8,2)
KIX-vägd	0,79	1,00	1,0 (1,0)	1,0 (1,3)	2,4 (2,5)	2,9 (3,0)
Världen	1,00	-	3,2 (3,2)	3,2 (3,4)	4,0 (4,1)	4,2 (4,3)

Anm. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen 2012 enligt IMF. Konjunkturinstitutet uppdaterar vikterna för kronindexet KIX i början av varje år. Siffrorna i tabellen är baserade på nya KIX-vikter för 2010 som används för 2013 och ett antagande om att vikterna under kommande prognosår kommer att utvecklas i enlighet med trenden under de tidigare fem åren.

KPI	2012	2013	2014	2015
Euroområdet (HIKP)	2,5 (2,5)	1,5 (1,7)	1,4 (1,4)	1,6 (1,6)
USA	2,1 (2,1)	1,5 (1,6)	2,0 (1,9)	2,7 (2,5)
Japan	0,0 (0,0)	0,1 (0,3)	2,3 (1,3)	2,0 (1,7)
KIX-vägd	2,6 (2,6)	2,0 (2,3)	2,1 (2,1)	2,3 (2,3)

	2012	2013	2014	2015
Styrränta i omvärlden, procent	0,4 (0,4)	0,2 (0,2)	0,2 (0,3)	0,5 (0,6)
Råoljepris, USD/fat Brent	112 (112)	105 (111)	100 (104)	96 (99)
Svensk exportmarknad	1,6 (1,4)	1,2 (2,2)	5,3 (5,7)	6,6 (6,9)

Anm. Exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av 32 länder och täcker cirka 85 procent av svensk exportmarknad. Vikterna utgörs av respektive lands andel av svensk varuexport. Styrränta i omvärlden avser en sammanvägning av USA, euroområdet, Norge och Storbritannien.

Källor: Eurostat, IMF, Intercontinental Exchange, OECD och Riksbanken

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2012	2013	2014	2015
Hushållens konsumtion	1,5 (1,5)	2,5 (2,1)	3,2 (3,0)	3,3 (3,3)
Offentlig konsumtion	0,7 (0,8)	1,0 (1,1)	0,7 (0,7)	1,1 (1,1)
Fasta bruttoinvesteringar	3,2 (3,4)	-3,6 (0,1)	5,1 (5,0)	7,5 (6,9)
Lagerinvesteringar*	-1,1 (-1,1)	0,3 (0,0)	-0,1 (0,2)	0,0 (0,0)
Export	0,8 (0,7)	-0,8 (0,9)	4,5 (5,1)	6,6 (7,0)
Import	0,0 (-0,1)	-2,0 (0,9)	4,7 (5,9)	6,9 (7,4)
BNP	0,7 (0,8)	1,5 (1,4)	2,8 (2,7)	3,6 (3,5)
BNP, kalenderkorrigerad	1,1 (1,2)	1,6 (1,4)	2,9 (2,9)	3,3 (3,2)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	1,5 (1,6)	0,8 (1,3)	2,6 (2,6)	3,3 (3,2)
Nettoexport*	0,4 (0,4)	0,4 (0,1)	0,2 (0,0)	0,3 (0,2)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,7 (7,0)	6,4 (6,9)	6,3 (6,6)	6,2 (6,4)

* 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

	2012	2013	2014	2015
Folkmängd, 16-64 år	0,1 (0,1)	0,2 (0,2)	0,4 (0,2)	0,5 (0,2)
Potentiellt arbetade timmar	0,5 (0,5)	0,5 (0,5)	0,6 (0,5)	0,6 (0,4)
BNP, kalenderkorrigerad	1,1 (1,2)	1,6 (1,4)	2,9 (2,9)	3,3 (3,2)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	0,6 (0,6)	-0,2 (0,4)	1,4 (1,0)	1,3 (1,0)
Sysselsatta, 15-74 år	0,6 (0,6)	0,7 (0,4)	0,7 (0,7)	1,2 (1,3)
Arbetskraft, 15-74 år	0,8 (0,8)	1,0 (0,7)	0,5 (0,3)	0,4 (0,3)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,0 (8,0)	8,2 (8,2)	8,1 (7,8)	7,3 (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 om ej annat anges

	2012	2013	2014	2015
Timlön, KL	3,1 (3,1)	2,8 (2,8)	2,9 (3,1)	3,2 (3,5)
Timlön, NR	3,2 (3,2)	3,2 (3,0)	3,1 (3,4)	3,5 (3,7)
Arbetsgivaravgifter*	0,2 (-0,2)	0,0 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Arbetskostnad per timme, NR	3,4 (3,0)	3,2 (3,0)	3,1 (3,4)	3,5 (3,7)
Produktivitet	0,5 (0,6)	1,7 (1,0)	1,4 (1,9)	2,0 (2,2)
Arbetskostnad per producerad enhet	2,9 (2,4)	1,4 (1,9)	1,7 (1,5)	1,4 (1,5)

* 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 dividerad med totalt antal arbetade timmar, säsongsrensade data. Arbetskostnad per producerad enhet definieras som arbetskostnad dividerad med säsongsrensat förädlingsvärde i fast pris.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Tabell 8. Alternativscenario: lägre råvarupriser

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015
BNP i omvärlden	1,0 (1,0)	2,0 (2,4)	3,1 (2,9)
Styrränta i omvärlden, procent	0,2 (0,2)	-0,1 (0,2)	0,0 (0,5)
Inflation i omvärlden	2,0 (2,0)	1,7 (2,1)	1,9 (2,3)
KPIF	0,9 (0,9)	1,2 (1,4)	1,8 (1,9)
KPI	0,0 (0,1)	0,8 (1,3)	2,4 (2,6)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	103,3 (103,2)	103,8 (102,3)	102,3 (101,1)
BNP-tillväxt	1,5 (1,6)	2,3 (2,9)	3,5 (3,3)
Timgap, procent	-1,7 (-1,7)	-1,2 (-0,9)	-0,4 (-0,2)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,2 (8,2)	8,1 (8,1)	7,3 (7,3)
Reporänta, procent	1,0 (1,0)	0,7 (1,0)	1,5 (1,9)

* Procent av arbetskraften

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Asterisk, anmärkning och källor avser tabell 8-13.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 9. Alternativscenario: lägre råvarupriser och mer expansiv penningpolitik

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015
KPIF	0,9 (0,9)	1,2 (1,4)	1,8 (1,9)
KPI	0,0 (0,1)	0,8 (1,3)	2,6 (2,6)
Timgap	-1,7 (-1,7)	-1,1 (-0,9)	-0,3 (-0,2)
Reporänta, procent	0,9 (1,0)	0,5 (1,0)	1,5 (1,9)

Tabell 10. Alternativscenario: starkare växelkurs, förväntat varaktig

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	102,2 (103,2)	99,4 (102,3)	100,4 (101,1)
KPIF	0,9 (0,9)	1,1 (1,4)	1,9 (1,9)
KPI	0,0 (0,1)	0,7 (1,3)	2,7 (2,6)
Timgap, procent	-1,7 (-1,7)	-1,3 (-0,9)	-0,4 (-0,2)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,2 (8,2)	8,2 (8,1)	7,4 (7,3)
Reporänta, procent	1,0 (1,0)	0,6 (1,0)	1,7 (1,9)

Tabell 11. Alternativscenario: starkare växelkurs, förväntat tillfällig

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	102,2 (103,2)	99,5 (102,3)	100,7 (101,1)
KPIF	0,9 (0,9)	1,3 (1,4)	1,9 (1,9)
KPI	0,0 (0,1)	1,0 (1,3)	2,6 (2,6)
Timgap, procent	-1,7 (-1,7)	-1,1 (-0,9)	-0,3 (-0,2)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,2 (8,2)	8,1 (8,1)	7,3 (7,3)
Reporänta, procent	1,0 (1,0)	0,8 (1,0)	1,8 (1,9)

Tabell 12. Alternativscenario: lägre reporänta

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015
Reporänta, procent	0,9 (1,0)	0,9 (1,0)	1,9 (1,9)
BNP-gap, procent	-1,5 (-1,5)	-0,5 (-0,7)	0,5 (0,2)
Timgap, procent	-1,7 (-1,7)	-0,7 (-0,9)	-0,1 (-0,2)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,2 (8,2)	8,0 (8,1)	7,2 (7,3)
KPI	0,0 (0,1)	1,4 (1,3)	2,8 (2,6)
KPIF	1,0 (0,9)	1,6 (1,4)	2,0 (1,9)

Tabell 13. Alternativscenario: högre reporänta

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015
Reporänta, procent	1,1 (1,0)	1,2 (1,0)	1,9 (1,9)
BNP-gap, procent	-1,6 (-1,5)	-0,9 (-0,7)	0,0 (0,2)
Timgap, procent	-1,7 (-1,7)	-1,0 (-0,9)	-0,4 (-0,2)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,2 (8,2)	8,2 (8,1)	7,4 (7,3)
KPI	0,1 (0,1)	1,3 (1,3)	2,4 (2,6)
KPIF	0,9 (0,9)	1,3 (1,4)	1,8 (1,9)

Fördjupningar 2011-2013⁴⁴

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 statskuld?
- 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** Skuldcrisen i Europa
- 2011 Oktober** Ny avtalsrörelse i ett osäkert ekonomiskt läge

2012

- 2012 Februari** Eurosamarbetet och skuldcrisen
- 2012 Februari** Tillväxtekonomierna och Sveriges export
- 2012 Februari** Förhållandet mellan reporäntan och räntor till hushåll och företag
- 2012 Juli** Skuldcrisen i Europa – Utveckling under våren
- 2012 Juli** Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad
- 2012 Juli** Varför har inflationen varit lägre i Sverige än i euroområdet?
- 2012 Oktober** KIX index avspeglar bättre Sveriges utlandsberoende
- 2012 Oktober** Nya åtgärder för att hantera krisen i euroområdet
- 2012 Oktober** Fortsatt osäkert läge inför avtalsrörelsen 2013
- 2012 Oktober** Har arbetsmarknadens funktionssätt förändrats?

2013

- 2013 Februari** USA undviker stora finanspolitiska åtstramningar
- 2013 Februari** Hushållens balansräkning och den makroekonomiska bedömningen
- 2013 Februari** Perspektiv på penningpolitiska förväntningar och terminräntor

⁴⁴ En förteckning över fördjupningar från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Räntebeslut 2009-2013⁴⁵

Mötesdatum	Beslut (procentenheter)	Reporänta (procent)	Penningpolitisk rapport
2009			
10 februari	-1,00	1,00	Februari 2009
20 april	-0,50	0,50	Penningpolitisk uppföljning
1 juli	-0,25	0,25	Juli 2009
2 september	0	0,25	Penningpolitisk uppföljning
21 oktober	0	0,25	Oktober 2009
15 december	0	0,25	Penningpolitisk uppföljning
2010			
10 februari	0	0,25	Februari 2010
19 april	0	0,25	Penningpolitisk uppföljning
30 juni	+0,25	0,50	Juli 2010
1 september	+0,25	0,75	Penningpolitisk uppföljning
25 oktober	+0,25	1,00	Oktober 2010
14 december	+0,25	1,25	Penningpolitisk uppföljning
2011			
14 februari	+0,25	1,50	Februari 2011
19 april	+0,25	1,75	Penningpolitisk uppföljning
4 juli	+0,25	2,00	Juli 2011
6 september	0	2,00	Penningpolitisk uppföljning
26 oktober	0	2,00	Oktober 2011
19 december	-0,25	1,75	Penningpolitisk uppföljning
2012			
15 februari	-0,25	1,50	Februari 2012
17 april	0	1,50	Penningpolitisk uppföljning
3 juli	0	1,50	Juli 2012
5 september	-0,25	1,25	Penningpolitisk uppföljning
24 oktober	0	1,25	Oktober 2012
17 december	-0,25	1,00	Penningpolitisk uppföljning
2013			
12 februari	0	1,00	Februari 2013
16 april	0	1,00	Penningpolitisk uppföljning

⁴⁵ 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 produktionskatter.

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.

EFSF: European Financial Stability Facility. Europeiska finansiella stabiliseringsfaciliteten är en räddningsfond inrättad för att säkra finansiell stabilitet i Europa genom att erbjuda finansiellt stöd till euroländer.

ESM: European Stability Mechanism. Ett permanent internationellt finansinstitut som euroländerna grundat för att säkra stabiliteten i euroområdet. ESM ersätter de tidigare finansieringsmekanismerna, såsom EFSF.

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

Exportmarknad: Exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av 32 länder och täcker cirka 85 procent av svensk exportmarknad. 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.

Federal Reserve: Den amerikanska centralbanken.

Federal 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.

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.

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.

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.

KIX: Kronindex. Ett index för den svenska kronans växelkurs

KIX-vägd: En sammanvägning av exempelvis BNP, KPI eller växelkurs i euroområdet och 20 länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. KIX-vikter uppdateras löpande.

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.

Listade bostadsräntor: De räntor som Nordea, SBAB, SEB, Swedbank Hypotek, Stadshypotek publicerar, bland annat i dagspressen.

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 fordringar 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.

Refüränta: Den europeiska centralbankens styrränta.

Reporänta: Riksbankens viktigaste styrränta. Den ränta bankerna får betala när de lånar pengar av Riksbanken.

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.

RU-indikator: Ett sammanfattande mått av resursutnyttjande från enkätdata och arbetsmarknadsdata. Indikatorinformationen vägs ihop till ett index med hjälp av principalkomponentsanalys. Indexet, som är själva RU-indikatorn, kan ses som ett vägt genomsnitt av de ingående variablerna.

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.

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

TCW-index: Total competitiveness weights index. Ett index för den svenska kronans växelkurs.

TED-spread: Ursprungligen treasury/euro-dollar-spread. Anger skillnaden mellan interbankränta och ränta på en stats-skuldväxel 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 termiskontraktets löptid.

Tillgångspriser: I huvudsak avses priset på aktier och fastigheter.

Underliggande inflation: Inflationsmått som på olika sätt rensar bort eller viktar om priser på 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 ekonomiska 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



PRODUKTION: SVERIGES RIKSBANK. TRYCK: TMG STHLM AB

ISSN 1654-1049 (tryckt)

ISSN 2000-1932 (online)