



Penningpolitisk rapport

Februari 2014

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 12 februari 2014. 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

- KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **5**
 - Sammanfattning: Konjunkturuppgång i sikte, med fortsatt låg ränta som stöd **5**
 - Högre global tillväxt **7**
 - Goda utsikter för en svensk konjunkturuppgång **11**
 - Penningpolitiska överväganden **16**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **19**
 - Scenario: Kostnadsutvecklingen och inflationen **20**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **27**
 - Finansiella marknader **27**
 - Omvärlden **30**
 - Svensk ekonomi **32**
- FÖRDJUPNINGAR
 - Perspektiv på den låga inflationen **37**
 - Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning **42**
 - Anpassningen i euroområdet: en uppdatering **47**
- APPENDIX **53**
 - Tabeller **54**
 - Fördjupningar 2011–2013 **57**
 - Räntebeslut 2009–2013 **58**
 - Ordlista **59**

■ KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Tillväxten i omvärlden stiger under prognosperioden, understödd av en fortsatt expansiv penningpolitik. BNP-tillväxten i USA väntas bli fortsatt hög och i euroområdet väntas en återhämtning de närmaste åren. Den senaste tidens turbulens på finansiella marknader har haft begränsade spridningseffekter och bedöms inte förhindra en återhämtning i världsekonomin.

Efter drygt ett år med svag tillväxt ser konjunkturutsikterna för svensk ekonomi ljusare ut. Arbetsmarknadsläget har förbättrats och förtroendet hos svenska hushåll och företag har fortsatt att stiga. Detta tillsammans med en gradvis högre omvärldsefterfrågan skapar förutsättningar för tillväxten att ta fart i år, vilket ytterligare förbättrar arbetsmarknaden och leder till stigande resursutnyttjande.

Inflationen är fortsatt låg trots att konjunkturen stärks. Nedgången i inflationen de senaste åren är bred och prisökningarna har varit låga i förhållande till hur företagets kostnader utvecklats. I takt med att efterfrågeläget normaliseras väntas dock företagen i allt högre grad föra över sina kostnader till konsumenterna. KPIF-inflationen bedöms börja stiga mot slutet av året och nå 2 procent under 2015.

Konjunktur- och inflationsutsikterna är väl i linje med bedömningarna i den penningpolitiska uppföljningen i december och riskbilden för hushållens skulder är också ungefär densamma. Därför är reporäntan och reporäntebanan oförändrade. För att ge stöd åt konjunkturen och bidra till att KPIF-inflationen stiger mot 2 procent bedöms det vara lämpligt att låta reporäntan ligga kvar på 0,75 procent fram till början av 2015, när den långsamt börjar höjas. Då har inflationen tagit fart och återhämtningen står på fastare mark. Hushållens höga skuldsättning fortsätter att utgöra en risk för en långsiktigt hållbar utveckling.

Sammanfattning: Konjunkturuppgång i sikte, med fortsatt låg ränta som stöd

■ Stigande tillväxt i omvärlden

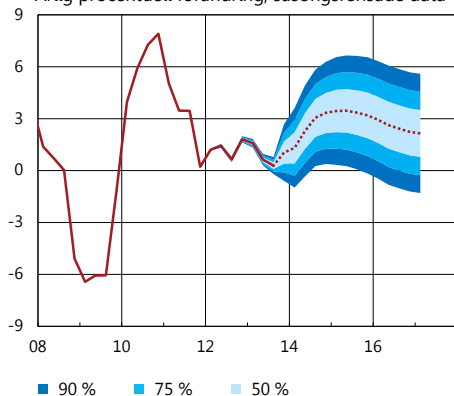
Konjunkturen i omvärlden förbättras samtidigt som inflationstrycket är fortsatt lågt. Efter ett par relativt svaga år väntas tillväxten i de utvecklade ekonomierna tillta. Även tillväxtekonomierna väntas växa i snabbare takt. En långsam normalisering av penningpolitiken har inletts i USA men styrräntorna i de utvecklade ekonomierna väntas förbli låga under hela prognosperioden. På sistone har de finansiella marknaderna präglats av valutaturbulens och börsnedgångar, till viss del kopplat till ekonomiska och politiska utmaningar i ett antal tillväxtekonomier. Detta har haft begränsade spridningseffekter och bedöms inte förhindra en återhämtning i världsekonomin.

USA:s ekonomi fortsätter att växa och Storbritannien och Danmark visar tydliga tecken på återhämtning efter några år med svag tillväxt. I Japan har BNP-tillväxten det senaste året varit stark, understödd av den expansiva ekonomiska politik som regeringen och centralbanken har bedrivit. I Norge har tillväxten däremot dämpats, men väntas gradvis tillta framöver.

I euroområdet syns tecken på att utvecklingen går åt rätt håll. BNP växer igen och i skuldyngda länder fortsätter arbetet med att förbättra konkurrenskraften och hantera statsskulder och svaga ban-

Diagram 1:1. BNP med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

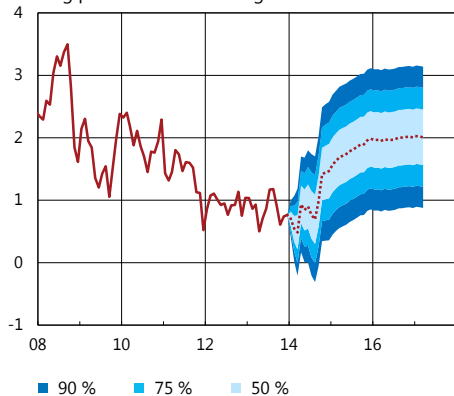


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. För BNP råder det osäkerhet även om utfallen eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:2. KPIF med osäkerhetsintervall

Årlig procentuell förändring

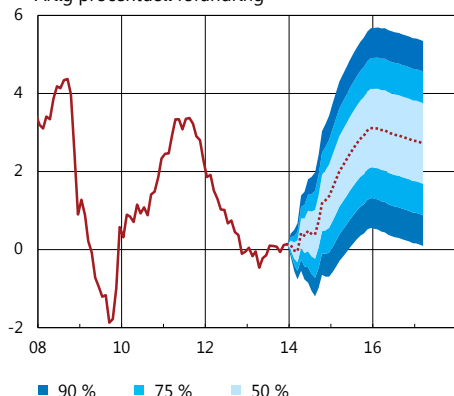


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

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

ker. Men återhämtningen sker långsamt (se fördjupning "Anpassningen i Euroområdet: en uppdatering" i denna rapport). Stora utmaningar kvarstår ännu i flera euroländer med hög skuldsättning i både den privata och den offentliga sektorn.

Kronan har stärkts mot de flesta större valutor sedan den penningpolitiska uppföljningen i december och den förstärkningen bedöms hålla i sig under prognosperioden. Prognosen för växelkursen på längre sikt är dock i stort sett oförändrad jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i december.

■ Goda förutsättningar för svensk konjunkturuppgång

Det syns tecken på en ljusning i svensk ekonomi, både bland hushåll och företag, och BNP-tillväxten väntas ta fart i år (se diagram 1:1). Att hushållen ökar sin konsumtion är viktigt för tillväxten. Hushållen har ett högt sparande som de förväntas dra ner på i takt med att förtroendet stärks. I kombination med stigande sysselsättning, sänkta skatter och låga räntor, bidrar detta till att det finns goda förutsättningar för konsumtionen att öka. En stigande tillväxt i omvärlden bidrar samtidigt till att efterfrågan på svenska exportvaror gradvis ökar, vilket i sin tur leder till en återhämtning inom industrin. I och med att efterfrågan stiger, både i omvärlden och på hemmamarknaden, kommer även tillväxten i investeringarna i näringslivet att ta fart.

Arbetsmarknaden har utvecklats relativt väl de senaste åren. Sysselsättningen och arbetskraften har ökat. Liksom i december är bedömningen att det dröjer till andra halvåret 2014 innan arbetslösheten börjar sjunka tydligt. I slutet av prognosperioden bedöms den uppgå till knappt 6,5 procent.

Inflationen är låg. De flesta delindex i KPI ökade långsammare än normalt under fjolåret (se fördjupning "Perspektiv på den låga inflationen" i denna rapport). Inflationen bedöms dock öka successivt under prognosperioden i takt med att konjunkturen förbättras. Mätt som årlig procentuell förändring är KPIF-inflationen låg fram till slutet av 2014. Därefter tar den fart och når 2 procent under 2015 (se diagram 1:2).

KPI-inflationen, som nu är lägre än KPIF-inflationen, stiger snabbare under prognosperioden beroende på att hushållens bostadsräntor gradvis börjar stiga när reporäntan höjs (se diagram 1:3). Ökningstakten i KPI väntas uppgå till drygt 2,7 procent mot slutet av prognosperioden.

■ Låg ränta tills inflationen tar fart

För att ge stöd åt konjunktoren och bidra till att KPIF-inflationen tar fart bedöms det vara lämpligt att låta reporäntan ligga kvar på nuvarande låga nivå under hela 2014. Den ekonomiska utvecklingen i såväl Sverige som omvärlden har varit väl i linje med Riksbankens senaste prognos. Prognosförändringarna som nu görs är därför små. Reporäntan bedöms, precis som i prognosen i december, ligga kvar på 0,75 procent fram till början av 2015. Då har inflationen tagit fart och återhämtningen står på fastare mark. Reporäntan höjs därefter långsamt till 2,7 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 1:4).

Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst ligger för närvarande på en historiskt hög nivå och bedöms växa ytterligare något under prognosperioden. Hushållens höga skuldsättning fortsätter att utgöra en risk för en långsiktigt hållbar utveckling. För att hantera denna risk behöver flera politikområden samverka.

Högre global tillväxt

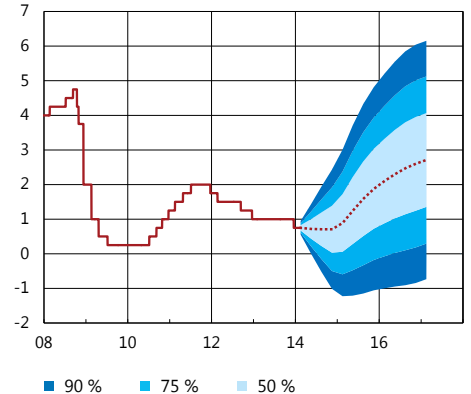
■ Valutaturbulens och fortsatt expansiv penningpolitik

Under den senaste tiden har finansmarknaderna präglats av tillväxtländernas valutaturbulens. Det är dock företrädesvis länder med stora bytesbalansunderskott, finansierade av kortsiktiga kapitalflöden, som drabbats, även om börser i utvecklade ekonomier också påverkats. Större spridningseffekter bedöms inte uppstå så länge som tillväxtförutsättningarna fortsätter att förbättras i de utvecklade ekonomier.

Centralbankernas kommunikation sedan den penningpolitiska uppföljningen i december har bekräftat att de korta räntorna i omvärlden väntas ligga kvar på dagens låga nivåer under lång tid framöver. Federal Reserve har annonserat att styrräntan mycket väl kan tänkas ligga kvar på dagens nivå en längre tid efter att arbetslösheten sjunkit under det annonserade tröskelvärdet på 6,5 procent. Den amerikanska centralbanken har emellertid påbörjat sin nedtrappning av de månatliga obligationsköpen. Hittills har beslut fattats om att minska dessa köp med sammantaget 20 miljarder dollar till 65 miljarder dollar per månad. Förväntningarna bland marknadsaktörerna är att Federal Reserve ska minska obligationsköpen med ytterligare 10 miljarder vid varje kommande möte och avveckla köpen helt under andra halvåret 2014. Normaliseringen av penningpolitiken i framför allt USA innebär, trots den låga styrräntan, att de finansiella förhållandena i omvärlden gradvis kommer att bli stramare. Detta innebär på sikt att räntorna kommer att stiga globalt.

ECB har, å sin sida, förmedlat en beredskap att sänka styrräntan ytterligare om inflationsutsikterna på medellång sikt faller alltför mycket eller om de korta räntorna inom euroområdet stiger för mycket. Chefen för ECB har i ett uttalande också öppnat för möjligheten att under vissa förutsättningar köpa tillgångar direkt från euroområdets banker i syfte att underlätta kreditgivningen.

Diagram 1:4. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent

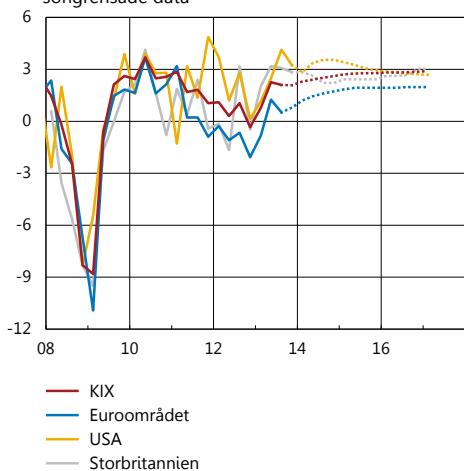


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminräntors prognosfel för perioden 1999 till dess att Riksbanken började publicera prognoser för reporäntan under 2007. Osäkerhetsintervallen tar inte hänsyn till att det kan finnas en nedre gräns för reporäntan. Utfall är dagsdata och prognos avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:5. Tillväxt i olika länder och regioner

Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data

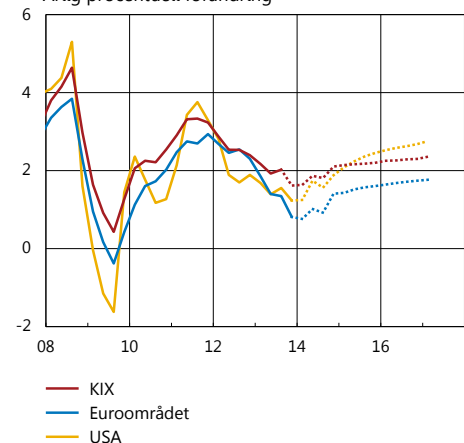


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

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

Diagram 1:6. Inflation i olika länder och regioner

Årlig procentuell förändring



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. KIX-vägd inflation avser HIKP för euroområdet och KPI för övriga länder.

Källor: Bureau of Labor Statistic, Eurostat, nationella källor och Riksbanken

■ Snabbare återhämtning i USA, med minskad osäkerhet kring finans- och penningpolitiken

I USA har BNP-tillväxten varit relativt stark under andra halvan av 2013 och den väntas bli fortsatt hög framöver (se diagram 1:5). Hushållens strävan efter att minska sina skulder väntas inte längre hålla tillbaka tillväxten. Företagens vinster är höga, vilket i kombination med ett relativt starkt förtroende bland företagen skapar goda förutsättningar för att sysselsättningen och investeringarna ska kunna fortsätta öka framöver. Då arbetsmarknaden stärks och inkomsterna ökar bedöms även konsumtionen fortsätta stiga i snabb takt. Samtidigt har osäkerheten om den finanspolitiska inriktningen minskat något då de politiska partierna kommit överens om budgeten för innevarande budgetår. Generellt bedöms finanspolitiken bli mindre åtstramande framöver. Den amerikanska kongressen är nu nära en överenskommelse om en ny nivå för skuldtaket det närmaste året. Riksbankens prognos förutsätter att detta sker.

Jämfört med Riksbankens penningpolitiska uppföljning i december har prognosen för BNP-tillväxten i USA reviderats upp något för 2014 och reviderats ned för åren därefter. Detta beror bland annat på att bedömningen av potentiell BNP-tillväxt reviderats ned en aning då arbetskraftsutbudet utvecklats svagt och antas växa något långsammare framöver än vad som tidigare antagits. Sammantaget väntas BNP-tillväxten bli drygt 3 procent under 2014 och 2015 för att sedan falla tillbaka något. Inflationen, som har varit relativt låg de senaste två åren, väntas stiga gradvis under prognosperioden i takt med att de lediga resurserna i ekonomin minskar (se diagram 1:6). Återhämtningen understöds av att Federal Reserve väntas fortsätta föra en mycket expansiv penningpolitik under hela prognosperioden.

■ Konjunkturen förbättras långsamt i euroområdet

Efter att ha uppvisat negativa tal under ett och ett halvt år blev euroområdets BNP-tillväxt åter positiv andra och tredje kvartalet i fjol. Tillväxttakten väntas långsamt tillta i takt med att förtroendet fortsätter att förbättras (se diagram 1:5). Samtidigt kvarstår stora utmaningar i flera euroländer med hög skuldsättning i både privat och offentlig sektor (se diagram A25 och diagram A26). Flera länder har fortfarande underskott i sina offentliga finanser, vilket, i kombination med den låga BNP-tillväxten, innebär att det tar tid innan skulderna som andel av BNP kan minska. Kreditgivningen i de skuldtyngda euroländerna är också fortfarande svag.

Det återstår även arbete att göra när det gäller de underliggande strukturella problemen i ett antal länder. Flera länder har lyckats sänka sitt relativa kostnadsläge och förbättra sin konkurrenskraft de senaste åren, men ytterligare anpassningar av kostnadsläget är nödvändiga. Ett tecken på att utvecklingen går åt rätt håll är att exporten ökat mer tydligt på senare tid. Det är också positivt att skillnaden mellan långa räntor i till exempel Italien och Spanien jämfört med Tyskland har fortsatt att minska (se diagram 1:7). Företagen i de skuldtyngda länderna möter dock fortfarande betydligt högre räntor än företagen i andra euroländer, vilket bidrar till att hämma utvecklingen framöver. Investeringarnas andel av BNP är också låg i dagsläget (se diagram 1:8) och väntas mycket långsamt återgå till en mer normal nivå. Jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i december har prognosen för tillväxten i euroområdet under 2015 och 2016 reviderats ned marginellt, då anpassningsprocessen i större skuldtyngda ekonomier går långsamt (se fördjupning "Anpassningen i Euroområdet: en uppdatering" i denna rapport).

Den långsamma återhämtningen gör att resursutnyttjandet i euroområdet väntas vara lågt de kommande åren. Inflationen mätt med HIKP, förväntas bli lägre 2014 än 2013 (se diagram 1:6). Den bedöms därefter långsamt stiga under prognosperioden i takt med att resursutnyttjandet successivt ökar. Penningpolitiken förväntas vara fortsatt mycket expansiv.

■ Tydlig återhämtning i Storbritannien och Danmark

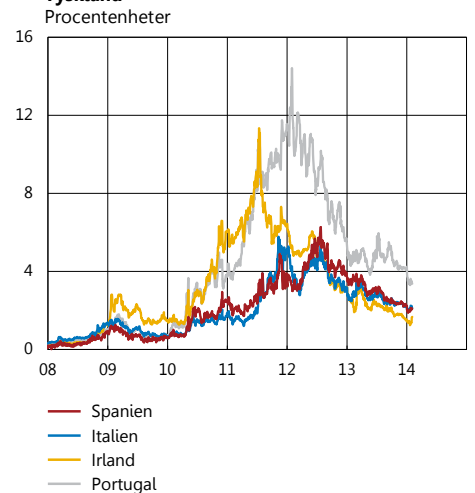
BNP-tillväxten i Storbritannien bedöms bli förhållandevis hög under prognosperioden (se diagram 1:5). Bostadsmarknaden återhämtar sig gradvis och finanspolitiken väntas bli mindre åtstramande, vilket bidrar till en uppgång i den inhemska efterfrågan. Arbetslösheten har fallit och ligger nu nära 7 procent. Produktivitetstillväxten har de senaste åren varit mycket svag men väntas stiga framöver. Detta leder till ett relativt lågt kostnadstryck, vilket bidrar till att inflationen kommer att ligga nära Bank of Englands inflationsmål på 2 procent under resten av prognosperioden. Penningpolitiken väntas förbli expansiv under hela prognosperioden.

I den danska ekonomin har återhämtningen påbörjats efter ett par års svag tillväxt. Till viss del beror detta på att exportefterfrågan har ökat från euroområdet, men att bostadsmarknaden har stabiliserats har troligen också bidragit. Inflationen, som bland annat till följd av skattesänkningar föll ner till historiskt låga nivåer under 2013, visar nu tecken på att ha stabiliserats (se diagram 1:9). De kommande åren väntas inflationstakten stiga till omkring 2 procent.

■ Låg men tilltagande tillväxt i Norge

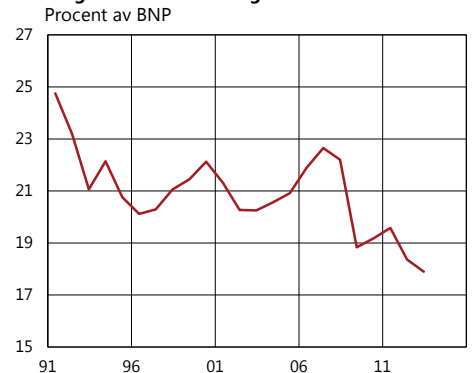
I Norge har tillväxten dämpats, bland annat i spåren av lägre bostadsbyggande och en något långsammare ökning av hushållens konsumtion. Bostadspriserna föll under förra året och väntas, i enlighet med Norges Banks prognos, upphöra att falla under första kvar-

Diagram 1:7. Skillnad i statsobligationsränta mot Tyskland



Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.
Källa: Macrobond

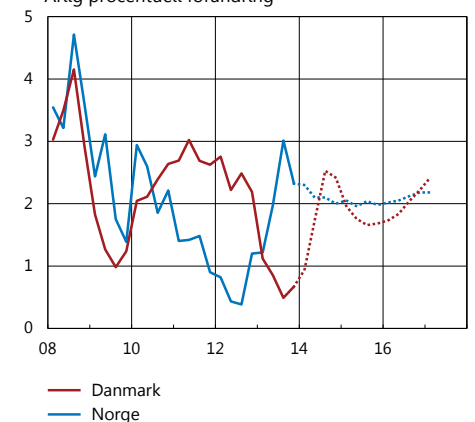
Diagram 1:8. Investeringar i euroområdet



Anm. Data för 2013 baseras på IMF:s prognos för fjärde kvartalet 2013.

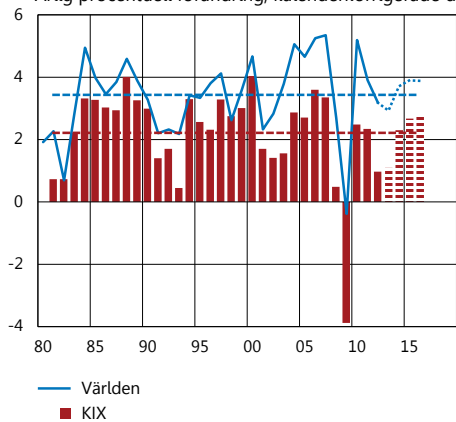
Källa: IMF

Diagram 1:9. Inflation i Danmark och Norge



Källor: Danmarks statistik, Statistisk sentralbyrå och Riksbanken

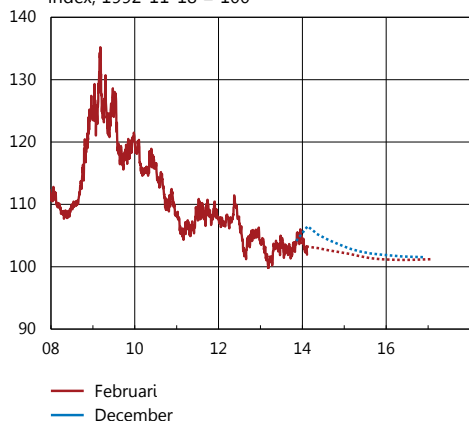
Diagram 1:10. BNP i världen och KIX-vägd BNP
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



Anm. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 1981-2012. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: IMF, nationella källor och Riksbanken

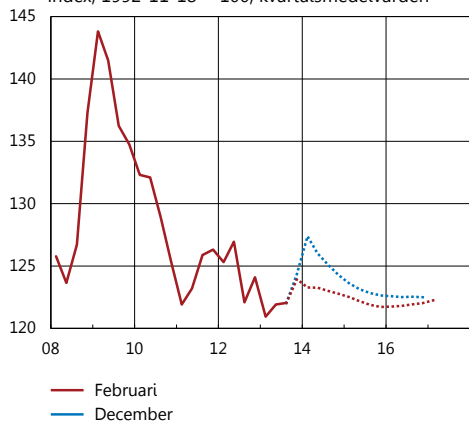
Diagram 1:11. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX
Index, 1992-11-18 = 100



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

Källa: Riksbanken

Diagram 1:12. 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

talet i år för att därefter växa i måttlig takt. Tillväxten under prognosperioden väntas gradvis öka i takt med den globala återhämtningen. Inflationen, som i januari var 2,3 procent, väntas ligga kvar på ungefär denna nivå under prognosperioden (se diagram 1:9). I linje med Norges Banks prognos från december 2013 väntas den norska styrräntan ligga kvar på dagens nivå på 1,5 procent fram till sommaren 2015.

■ Fortsatt förbättring i Japan

I Japan har BNP-tillväxten under 2013 utvecklats starkt, understödd av den mycket expansiva finans- och penningpolitik som bedrivits sedan början av förra året. Tillväxten väntas fortsätta vara relativt hög den närmaste tiden. Efter flera år med deflationsproblem har Japan nu en positiv inflation. Kommande momshöjningar innebär att den väntas stiga ytterligare, för att hamna på knappt 2 procent mot slutet av prognosperioden.

■ God tillväxt framöver i världsekonomin som helhet

Världsekonomin väntas växa med knappt 4 procent per år under 2014–2016. Det är en något högre tillväxt än genomsnittet under de senaste trettio åren, vilket inte är förvånande med tanke på att världsekonomin fortfarande återhämtar sig från en djup lågkonjunktur (se diagram 1:10). Även BNP-tillväxten i omvärlden sammanvägd utifrån den betydelse olika länder har för svensk ekonomi, det vill säga enligt vikter i KIX-index, blir framöver något högre än sitt historiska genomsnitt. Den KIX-vägda BNP-tillväxten väntas bli drygt 2 procent i år, vilket är en förbättring från förra årets tillväxt kring 1 procent. Den uppgår till strax under 3 procent per år 2015 och 2016. Inflationstakten i KIX-vägda termer väntas stiga från strax under 2 procent i år till strax över 2 procent per år i slutet av prognosperioden (se diagram 1:6).

Ett flertal tillväxtekonomier har växt något långsammare under 2013 än under tidigare år. Den ekonomiska tillväxten väntas dock tillta under prognosperioden. I samband med den senaste tidens turbulens på de finansiella marknaderna har dessa länders tillväxtförutsättningar hamnat i fokus. Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i december har Riksbanken reviderat ned tillväxtprognosen för några tillväxtländer som ingår i KIX-aggregatet, till exempel Ryssland, Brasilien och Turkiet. I Kina väntas tillväxten de kommande åren ligga runt 7 procent och inflationen bedöms bli runt 3 procent.

■ Starkare krona

Den svenska kronan har förstärkts sedan det penningpolitiska beskedet i december. Bakom detta ligger en förhållandevis stark ekonomisk utveckling i Sverige och förväntningar om en mer expansiv penningpolitik från ECB som fått skillnaden mellan svenska och tyska obligations- och terminsräntor att öka.

Förstärkningen av kronan har skett främst mot euron, men även mot den amerikanska dollarn. Kronans nominella värde i handels-

vägda termer är därmed något starkare än vad som förväntades vid bedömningen i december. Prognosen för den nominella växelkursen på längre sikt bygger liksom tidigare på en bedömning av hur den reala växelkursen kommer att utvecklas. Riksbankens bedömning är att den reala växelkursen för närvarande ligger i närheten av sin långsiktiga nivå. Kronan väntas under prognosperioden endast förstärkas marginellt, i både nominella och reala termer (se diagram 1:11 och diagram 1:12).

Goda utsikter för en svensk konjunkturupp-gång

■ Ökande inhemsk och internationell efterfrågan driver konjunkturuppgången i Sverige

BNP-tillväxten bedöms ta fart i år. Stämningläget inom de flesta av näringslivets branscher och bland hushållen har stigit och är bättre än normalt (se diagram 3:19). Hushållens konsumtion väntas stiga allt snabbare i år och bostadsinvesteringarna fortsätter att öka snabbt. En stigande tillväxt i omvärlden bidrar samtidigt till att efterfrågan på svensk export gradvis ökar, vilket leder till en återhämtning inom industrin. Med stigande efterfrågan, både från omvärlds- och hemmamarknaden, kommer även tillväxten i investeringarna inom övriga delar av näringslivet att ta fart.

BNP-tillväxten i Sverige väntas uppgå till 2,4 procent i år och 3,6 procent 2015. I takt med att resursutnyttjandet stiger och räntan höjs dämpas sedan tillväxten gradvis mot slutet av prognosperioden. 2016 bedöms BNP växa med 2,8 procent (se tabell 5 och diagram 1:13). Detta är ungefär samma bedömning som i december.

■ Ökad omvärldsefterfrågan lyfter svensk export

Tillväxten i den svenska exportmarknaden har varit dämpad en tid. Detta avspeglas i att svensk export har fallit i kvartalstakt sedan mitten av 2012. I takt med att tillväxten i vår omvärld stiger kommer svensk export att ta fart igen (se diagram 1:14). Tecken på en ljusning syns redan i ökande orderingång inom tillverkningsindustrin.

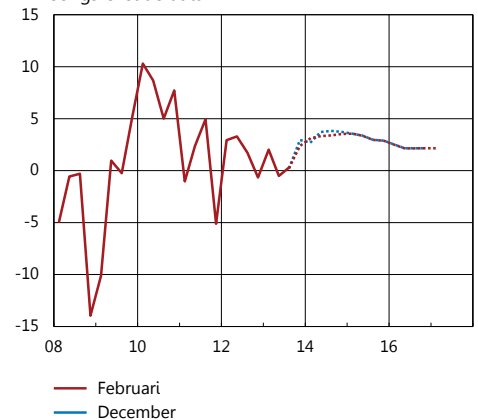
Den svenska importen har också minskat sedan mitten av 2012 i och med att utvecklingen i sektorer som importerar mycket varit dämpad. Tillväxten i både exporten och importen väntas stiga till årliga tillväxttal kring 6-7 procent 2015 och 2016.

■ Goda förutsättningar för stark konsumtionstillväxt

Det finns förutsättningar för en god konsumtionstillväxt framöver. Trots de senaste årens inbromsning i svensk ekonomi har hushållens disponibla inkomster ökat relativt snabbt och sparkvoten har stigit (se diagram 1:15). Sysselsättningen väntas fortsätta stiga, vilket tillsammans med låga räntor och skattesänkningar bidrar till att inkom-

Diagram 1:13. BNP

Kvartalsförändringar i procent, uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:14. Export och svensk exportmarknad

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data

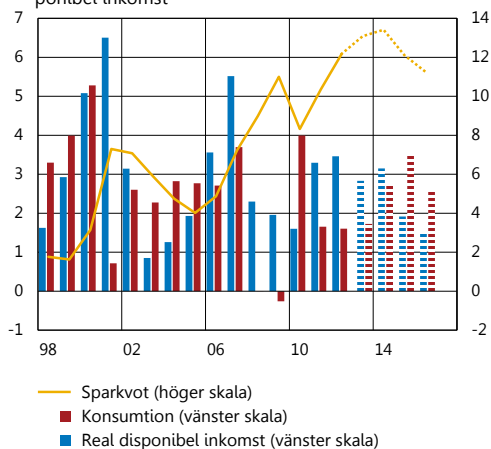


Anm. Index över svensk exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av 32 länder och täcker cirka 85 procent av den totala svenska exportmarknaden.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:15. Hushållens reala disponibla inkomster, konsumtion och sparkvot

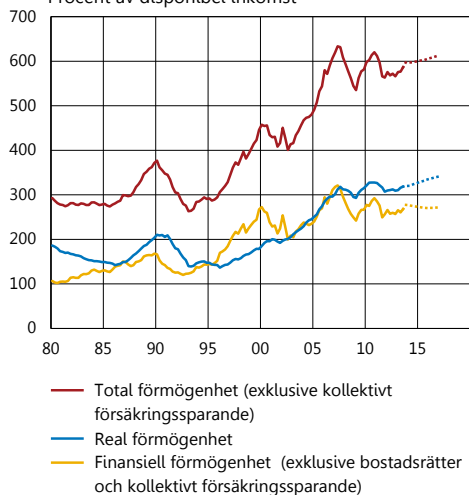
Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



Anm. Sparkvoten är inklusive kollektivt försäkringsparande. Disponibel inkomst är deflaterad med hushållens konsumtionsdeflator.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:16. Hushållens förmögenhet
Procent av disponibel inkomst

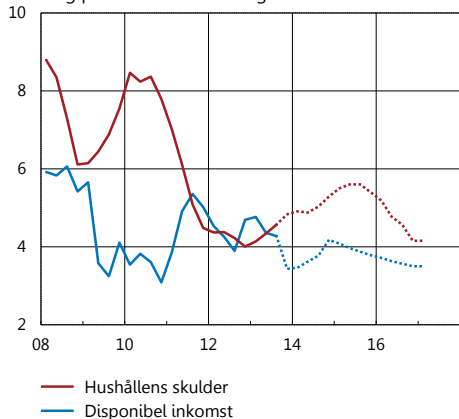


Anm. Det finns ingen regelbunden publicering av officiella data av hushållens totala förmögenhet. Serien avser Riksbankens uppskattning av hushållens finansiella tillgångar och tillgångar i bostäder.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:17. Hushållens skulder och disponibla inkomst

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

terna växer i god takt 2014. Därutöver bidrar låg inflation till att även de reala inkomsterna stiger i god takt.

De gynnsamma förutsättningarna avspeglas i hushållens konfidentsindikator, som sammanfattar hushållens syn på den egna och den svenska ekonomin. Denna är nu högre än sitt historiska genomsnitt (se diagram 3:19). Hushållens konsumtion väntas växa i allt snabbare takt under 2014 och 2015. I takt med att bostadsräntorna sedan stiger dämpas tillväxttakten under 2016 (se diagram 1:15). Hushållens konsumtion ökar snabbare än inkomsterna 2015 och 2016, vilket drar ner sparkvoten under dessa år.

■ Hushållens förmögenhet och skulder ökar

Stigande bostadspriser och aktiekurser bidrog till att hushållens förmögenhet ökade under 2013. Bostadspriserna väntas fortsätta stiga de kommande åren. Högre bostadspriser innebär samtidigt att hushållens skulder ökar, eftersom bostadsköp till stor del finansieras med lån. Under prognosperioden ökar både förmögenheten och skulderna snabbare än inkomsterna. Hushållens totala förmögenhet, som andel av disponibel inkomst, ökar till drygt 600 procent mot slutet av prognosperioden (se diagram 1:16). Samtidigt ökar hushållens skulder något snabbare än deras inkomster (se diagram 1:17). Hushållens skulder som andel av disponibel inkomst stiger till 180 procent och är därmed fortsatt hög i både ett historiskt och ett internationellt perspektiv.

Jämfört med bedömningen i december är skuldkvoten något uppreviderad (se diagram 1:18). Revideringen hänger delvis samman med att SCB, i och med publiceringen av Finansräkenskaperna för tredje kvartalet, reviderade upp utfallet för skulderna första halvåret 2013. Dessutom väntas hushållens inkomster öka något långsammare under prognosperioden. Skulderna väntas de närmaste åren öka i ungefär samma takt som i bedömningen i december.

■ Stigande efterfrågan leder till ökat investeringsbehov

De totala fasta bruttoinvesteringarna utvecklades svagt under 2013. Bostadsinvesteringarna ökade visserligen snabbt men utvecklingen var svag inom övriga delar av näringslivet.

Kapacitetsutnyttjandet är lågt inom tillverkningsindustrin (se diagram 1:19) men väntas stiga i takt med att exporten och produktionen tar fart. Med stigande efterfrågan, både från omvärlds- och hemmamarknaden, tar också investeringstillväxten fart. Denna gynnas dessutom av att räntorna till företagen fortsatt att falla samtidigt som förhållandena på obligationsmarknaden är gynnsamma för företag som utnyttjar marknadsfinansiering. Den positiva bilden av investeringarna stöds av SCB:s investeringsenkät som tyder på en bred uppgång i investeringarna 2014 jämfört med 2013. Även bostadsinvesteringarna väntas fortsätta öka i snabb takt.

Sammantaget väntas de totala investeringarna växa med knappt 4 procent i år och med drygt 7 procent 2015. Därefter väntas investeringstillväxten dämpas något när investeringsvolymerna närmar sig normala nivåer i förhållande till produktionen.

■ Det offentliga sparandet förbättras framöver

I år bedöms den offentliga sektorns finansiella sparande uppvisa ett underskott på 1,7 procent av BNP. De finanspolitiska åtgärder som aviserats bidrar till att sparandet minskar med cirka 0,6 procent av BNP och därmed till att stimulera efterfrågan i svensk ekonomi. Samtidigt gör den starkare konjunkturen att sparandet som andel av BNP bara är något lägre i år än förra året.

Riksbankens prognos för den offentliga sektorns finansiella sparande utgår från aviserade åtgärder och kompletteras med en bedömning baserad på hur finanspolitiken brukar anpassas till konjunkturläget och de mål för politiken som ges av det finanspolitiska ramverket. I takt med att konjunkturen förbättras bedöms det finansiella sparandet förstärkas 2015 och uppvisa ett underskott på 0,6 procent av BNP. Förstärkningen fortsätter 2016 då sparandet bedöms uppgå till 0,1 procent av BNP. Jämfört med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i december har det finansiella sparandet reviderats ned med mellan en och tre tiondelar av BNP (se tabell 3). Det lägre sparandet beror på att intäkterna från företagskatterna har reviderats ned och att utgifterna för transfereringar har reviderats upp.

■ Stort men minskande överskott i bytesbalansen

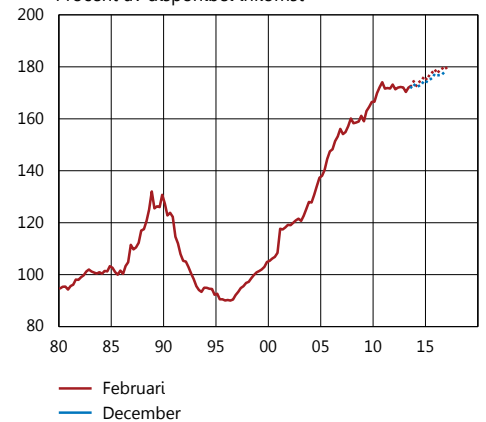
Sverige har uppvisat stora överskott i bytesbalansen sedan mitten av 1990-talet. Bytesbalansen motsvaras av det totala finansiella sparandet, det vill säga totalt sparande minus inhemska investeringar. Överskottet i bytesbalansen betyder alltså att det finansiella sparandet i ekonomin som helhet är högt (se diagram 1:20). I prognosen är det främst hushållssektorn som har ett högt finansiellt sparande.

I slutet av förra året reviderades bytesbalansöverskottet ned 2011–2012. Även om överskottet i bytesbalansen fortsätter att vara relativt stort minskar det med ungefär 1 procentenhet mellan 2012 och 2015 när hushållen drar ned något på sitt sparande samtidigt som företagen ökar sina investeringar (se tabell 5).

■ Fortsatt förbättring på arbetsmarknaden

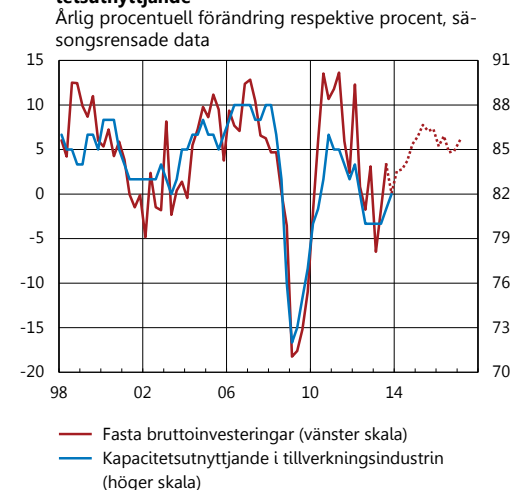
Trots att BNP-tillväxten var relativt svag under 2013 förbättrades läget på den svenska arbetsmarknaden successivt. Både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden steg under fjolåret och arbetslösheten minskade något (se diagram 1:21 och diagram 1:22). Arbetslösheten uppgick till 7,9 procent fjärde kvartalet, vilket var i linje med Riksbankens prognos i den penningpolitiska uppföljningen i december.

Diagram 1:18. Hushållens skulder
Procent av disponibel inkomst



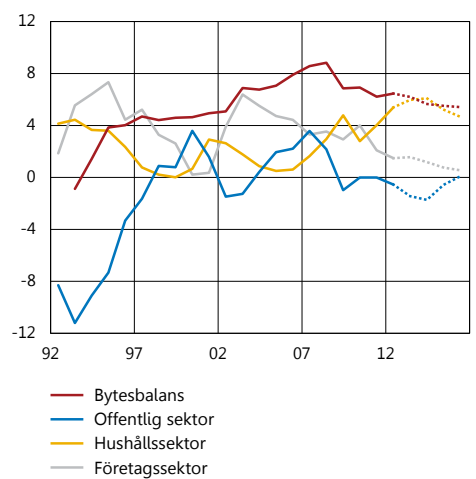
Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster, summerade över de senaste fyra kvartalen.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:19. Fasta bruttoinvesteringar och kapacitetsutnyttjande



Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

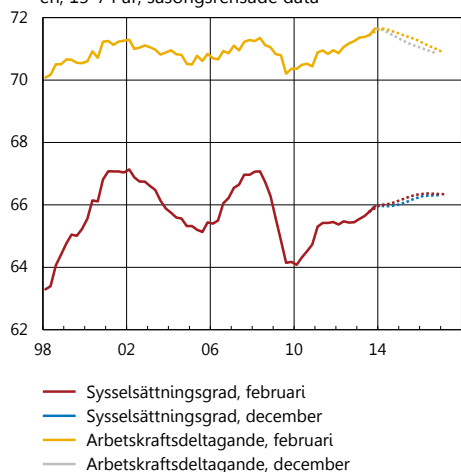
Diagram 1:20. Bytesbalans och finansiellt sparande i olika sektorer
Procent av BNP



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:21. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande

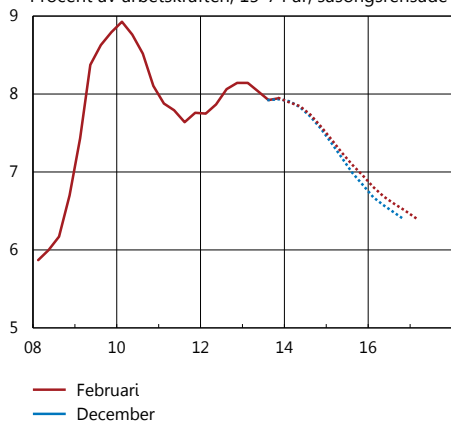
Sysselsättning och arbetskraft i procent av befolkningen, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:22. Arbetslöshet

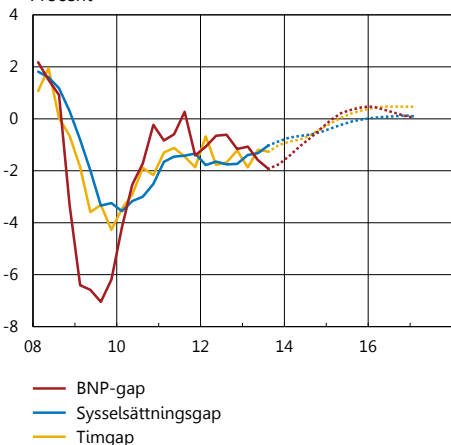
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:23. BNP-gap, sysselsättningsgap och timgap

Procent



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

Källor: SCB och Riksbanken

Indikatorer pekar på att arbetsmarknaden kommer att fortsätta förbättras framöver. Företagen ser allt ljusare på framtiden, vilket avspeglas bland annat i positiva anställningsplaner. I takt med att konjunkturen förstärks de kommande åren stiger efterfrågan på arbetskraft. Nedgången i arbetslösheten motverkas delvis av matchningsproblem som gör att det tar längre tid för arbetslösa och arbetsgivare att hitta varandra (se fördjupning "Perspektiv på utvecklingen på svensk arbetsmarknad" i Penningpolitisk rapport oktober 2013). I slutet av prognosperioden bedöms arbetslösheten uppgå till knappt 6,5 procent, vilket är ungefär i linje med Riksbankens bedömning i december.

Riksbanken har reviderat upp det långsiktiga arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden något jämfört med bedömningen i december. De senaste åren har arbetskraftsdeltagandet utvecklats oväntat starkt. Det demografiska bidraget till arbetskraften har däremot varit svagt, i den meningen att befolkningen i arbetsför ålder (15-74 år) idag i större utsträckning består av grupper som har ett genomsnittligt relativt lågt arbetskraftsdeltagande. Detta har dock motverkats av att det har skett en trendmässig ökning av arbetskraftsdeltagandet i de flesta åldersgrupper. De reformer som genomförts på svensk arbetsmarknad det senaste decenniet bedöms vara en orsak till detta.

■ Resursutnyttjandet är lägre än normalt men stiger framöver

Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet för närvarande är lägre än normalt (se diagram 1:23 och diagram 1:24). Den låga räntan och den goda tillgången till finansiering för företag och hushåll, tillsammans med den högre globala efterfrågan, leder dock till att tillväxten i ekonomin stiger framöver och därmed även sysselsättningen och antalet arbetade timmar. Under senare delen av prognosperioden väntas resursutnyttjandet vara ungefär normalt. Detta är samma bedömning som i december.

■ Löneökningstakten stiger

Under 2014 och 2015 löper ett mindre antal löneavtal ut för cirka 270 000 anställda. Nästa större avtalsrörelse inträffar under 2016, då drygt 420 löneavtal för omkring 2,7 miljoner anställda väntas löpa ut. Nivån på de förbundsvist avtalade löneökningarna i hela ekonomin hamnar, enligt Medlingsinstitutets sammanställning, på i genomsnitt 2,2 procent per år under perioden 2014-2015. Lokal lönebildning och löneglidning bidrar till att utfallen för löneökningarna i hela ekonomin normalt blir högre än vad de förbundsvisa avtalen visar.

Det förbättrade konjunktur- och arbetsmarknadsläget medför att löneökningstakten gradvis stiger under prognosperioden. Löneökningarna i hela ekonomin stiger från knappt 3 procent i år till knappt 3,5 procent 2016 (enligt konjunkturlönestatistiken). Detta är ungefär samma bedömning som i december.

Ökningstakten i arbetsproduktiviteten har varit låg de senaste åren men en förbättring förväntas framöver (se diagram 1:25). 2013 bedöms produktiviteten ha ökat med 0,4 procent. I år väntas ökningen landa på 1,2 procent, för att 2015 stiga ytterligare till 1,9 procent. 2016 minskar produktivitetsökningstakten något till 1,6 procent.

Under 2014 och 2015 bedöms arbetskostnaderna per producerad enhet öka långsammare än under åren 2011 till 2013. Under 2016 stiger dock ökningstakten igen till strax över 2 procent (se diagram 1:25). Prognosen för tillväxten i arbetskostnader per producerad enhet är i stort sett oförändrad jämfört med bedömningen i december.

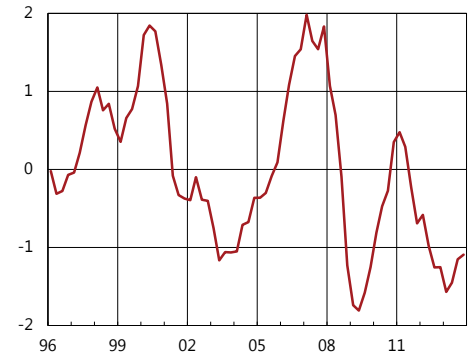
■ Låg inflation det närmaste året

Inflationen blev något högre än väntat i december. Men den är fortfarande låg och väntas vara fortsatt låg enligt samtliga mått det närmaste året (se diagram 1:26). De flesta delindex i KPI ökade långsammare än normalt under fjolåret (se fördjupning "Perspektiv på den låga inflationen" i denna rapport). En viktig förklaring till den låga inflationen bedöms vara att företagen har haft svårt att föra över kostnadsökningar till priser. Detta kan i sin tur bero på att efterfrågan är, och har varit, svagare än normalt. Det senaste årets breda nedgång i inflationen tyder på att det underliggande inflationstrycket är lågt.

En expansiv penningpolitik bidrar till att resursutnyttjandet stiger under prognosperioden, vilket leder till snabbare löneökningar och större möjligheter för företagen att höja sina priser. Därtill väntas ökningstakten i de internationella varupriserna stiga i takt med att världskonjunkturen förbättras. Kronan förstärks något under prognosperioden och väntas vara starkare än i bedömningen från i december, framför allt det närmaste året. Men importpriserna i producentledet (som mäts i svenska kronor) bedöms ändå öka under prognosperioden, efter att ha fallit sedan början av 2012.

Inflationstrycket kommer därmed att öka successivt under prognosperioden. Mätt som årlig procentuell förändring är

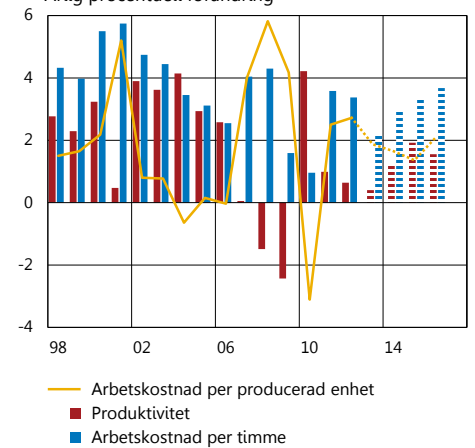
Diagram 1:24. RU-indikatorn
Standardavvikelse



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

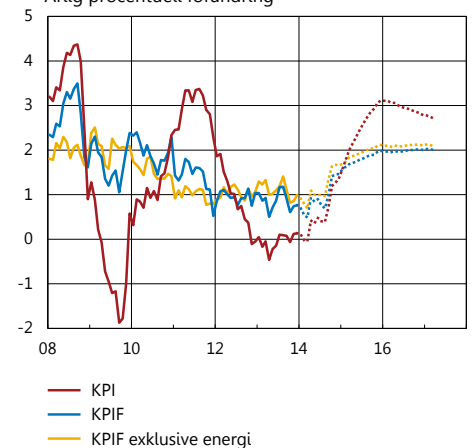
Källor: SCB, Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Diagram 1:25. Kostnadstryck i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

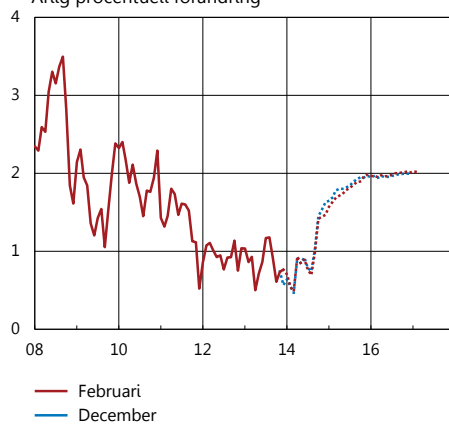
Diagram 1:26. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

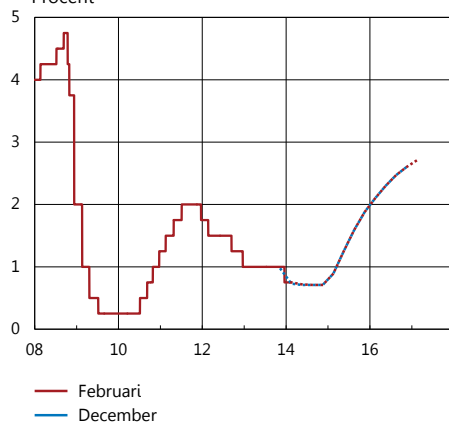
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:27. KPIF
Årlig procentuell förändring



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

Diagram 1:28. Reporänta
Procent



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

KPIF-inflationen låg det närmaste året för att sedan öka relativt snabbt mot slutet av året när de senaste månadernas låga utfall inte längre påverkar den årliga ökningstakten. Därefter väntas KPIF-inflationen fortsätta att stiga gradvis för att nå 2 procent under 2015 (se diagram 1:27). Jämfört med prognosen i december väntas KPIF-inflationen bli något lägre nästa år till följd av att kronan väntas vara något starkare.

När reporäntan börjar höjas bidrar det till att hushållens räntekostnader för bolån stiger. Då ökar KPI-inflationen snabbare än KPIF-inflationen (se diagram 1:26). Ökningstakten i KPI väntas som högst bli drygt 3 procent under slutet av 2015. Därefter sjunker KPI-inflationen sakta ner mot målet. I perioder med stora ränteförändringar ger inflationsmått som inte inkluderar de direkta effekterna av ändrade räntor, som till exempel KPIF, en bättre bild av inflationstrycket än KPI. 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 0,75 procent. Reporäntan väntas vara kvar på denna nivå ungefär ett år (se diagram 1:28). Först i början av 2015 bedöms det vara lämpligt att långsamt börja höja räntan. I slutet av prognosperioden uppgår reporäntan till 2,7 procent. Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i december är reporäntebanan oförändrad.

■ Konjunkturen stärks, men fortsatt låg inflation

Den ekonomiska utvecklingen i såväl Sverige som omvärlden har varit väl i linje med Riksbankens bedömning i den penningpolitiska uppföljningen i december.

Tillväxten i omvärlden stiger under prognosperioden, understödd av en fortsatt expansiv penningpolitik. I USA fortsätter BNP att öka i god takt och i euroområdet sker en gradvis återhämtning. Den senaste tidens turbulens på finansiella marknader har haft begränsade spridningseffekter och bedöms inte förhindra en återhämtning i världsekonomin.

Efter drygt ett år med svag tillväxt ser konjunkturutsikterna för svensk ekonomi ljusare ut. Arbetsmarknadsläget har förbättrats och förtroendet hos svenska hushåll och företag har stigit. Detta tillsammans med en gradvis högre omvärldsefterfrågan skapar förutsättningar för tillväxten att ta fart i år, vilket ytterligare förbättrar arbetsmarknaden och leder till att resursutnyttjandet stiger.

Inflationen är fortsatt låg trots att konjunkturen stärks. Nedgången i inflationen de senaste åren är bred och prisökningarna har varit låga i förhållande till hur företagens kostnader utvecklats. I takt med att efterfrågeläget normaliseras väntas dock företagen i allt högre grad föra över sina kostnader till konsumenterna. KPIF-inflationen bedöms börja stiga mot slutet av året och nå 2 procent under 2015 (se diagram 1:27).

■ Låg ränta tills inflationen tar fart

För att ge stöd åt konjunkturen och bidra till att inflationen tar fart behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv. Reporäntan bedöms därför vara kvar på dagens låga nivå på 0,75 procent i ungefär ett år. I början av 2015 är det lämpligt att långsamt höja reporäntan. Då har inflationen tagit fart och återhämtningen står på fastare mark. I slutet av prognosperioden uppgår reporäntan till 2,7 procent. Prognosen för reporäntan, både nominellt och reallt, är i stort sett oförändrad jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i december (se diagram 1:28 och diagram 1:29).

Den låga inflationen har lett till att de kortsiktiga inflationsförväntningarna har sjunkit och för närvarande är låga (se diagram 1:30). Inflationsförväntningarna på lång sikt har också sjunkit tillbaka något de senaste åren men ligger ändå nära 2 procent. En viktig förutsättning för penningpolitiken är att de långsiktiga inflationsförväntningarna är väl förankrade vid inflationsmålet.

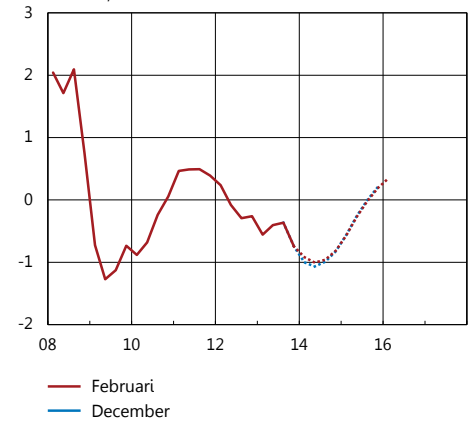
Penningpolitiken har sedan en tid tillbaka handlat om att väga hur låg räntan behöver vara för att inflationen ska närma sig målet tillräckligt snabbt mot de ökade risker förknippade med hushållens höga skuldsättning som en låg ränta kan medföra. I december sänkte Riksbanken reporäntan och reporäntebanan mot bakgrund av att inflationen hade blivit överraskande låg och inflationstrycket bedömdes vara lägre. Bedömningen var att det krävdes en mer expansiv penningpolitik för att inflationen ska nå 2 procent de närmaste åren. Samtidigt kvarstod bedömningen att hushållens skuldsättning fortsatte att utgöra en risk för en långsiktigt hållbar ekonomisk utveckling.

Ny information sedan december bekräftar bilden av att inflationstrycket är lågt även om konjunkturen nu stärks. Det låga inflationstrycket motiverar att penningpolitiken är fortsatt expansiv. Samtidigt bedöms hushållens skulder som andel av deras inkomster stiga något mer i denna prognos än i bedömningen i december.

I prognosen når KPIF-inflationen 2 procent under 2015. En ännu mer expansiv penningpolitik skulle kunna leda till att inflationen når målet något tidigare. Men en lägre ränta skulle också leda till att resursutnyttjandet på sikt blir högre än normalt och att riskerna med hushållens höga skuldsättning ökar ytterligare. Den aktuella reporäntebanan bedöms stimulera den ekonomiska utvecklingen och bidra till att inflationen stiger mot 2 procent samtidigt som den tar hänsyn till de risker som är förknippade med hushållens skuldsättning.

Som beskrivs i fördjupningen "Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning" tyder skattningar på att hushållens skulder som andel av den disponibla inkomsten ökar om räntan sänks, men att effekterna av tillfälliga förändringar av räntan i genomsnitt är ganska små. Sannolikt är dock de effekter på skuldsättningen som skulle uppstå om en ränteförändring uppfattas som varaktig betydligt större. En sådan situation skulle kunna uppstå om hushållens förväntningar om framtida boräntor påverkas i alltför hög grad av det

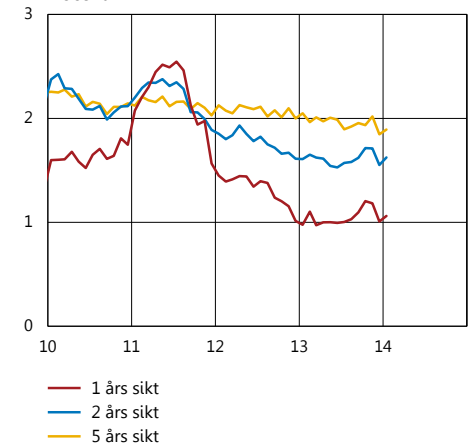
Diagram 1:29. Real reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



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

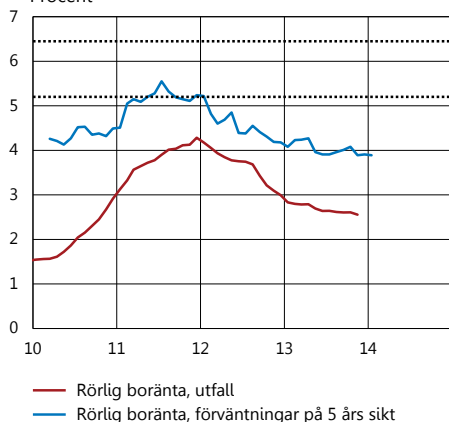
Källa: Riksbanken

Diagram 1:30. Inflationsförväntningar bland penningmarknadens aktörer
Procent



Källa: TNS SIFO Prospera

Diagram 1:31. Rörlig boränta och hushållens boränteförväntningar
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 på ett intervall för skillnaden mellan tremånaders boränta och reporänta på 1,7–2 procentenheter.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

nuvarande låga ränteläget. Enkätundersökningar visar att hushållens förväntningar om boräntor på fem års sikt är lägre än vad som är förenligt med Riksbankens antagande om reporäntan på lång sikt (se diagram 1:31). Detta skulle kunna bidra till en förstärkt trend uppåt i både bostadspriser och skuldsättning. Om hushållen av ett eller annat skäl skulle minska sina skulder snabbt finns risk att efterfrågan och arbetslösheten påverkas kraftigt, vilket kan medföra långvariga svårigheter att stabilisera inflationen runt inflationsmålet.

För att hantera riskerna med hushållens skuldsättning behöver flera politikområden hjälpas åt. Finansinspektionen har fått det huvudsakliga ansvaret för makrotillsynsverktyg i Sverige och vidtagna åtgärder bör på sikt bidra till att öka motståndskraften i det finansiella systemet. Effekterna på hushållens skuldsättning av dessa åtgärder är dock svårbedömda. Om makrotillsynsåtgärder framöver leder till att riskerna förknippade med hushållens skulder minskar skulle de penningpolitiska avvägningar som hänger samman med dessa risker underlättas. Riksbanken kommer, precis som tidigare, att följa och analysera risker och motståndskraft i det finansiella systemet och se hur dessa påverkar den allmänna ekonomiska utvecklingen och därmed penningpolitiken.

■ Osäkerhet i konjunktur- och inflationsutsikter

Utvecklingen i omvärlden och därmed efterfrågan på svensk export fortsätter att vara en viktig källa till osäkerhet i prognosen. Utsikterna för euroområdet har förbättrats, men det återstår fortfarande mycket arbete med att komma till rätta med strukturella problem (se fördjupningen "Anpassningen i euroområdet: en uppdatering"). Den senaste tidens finansiella oro i flera tillväxtekonomier utgör också en källa till osäkerhet. Om situationen i omvärlden skulle förvärras på nytt eller om återhämtningen tvärtom skulle gå snabbare än i prognosen får det konsekvenser för utvecklingen i Sverige och penningpolitiken.

Att inflationen i Sverige varit låg länge och därtill föll överraskande i slutet av fjolåret medför också osäkerhet för prognosen. Inflationen påverkas förutom av konjunkturutvecklingen även av hur växelkursen och företagens inhemska kostnader utvecklas, samt av hur snabbt företagen kan föra över sina kostnadsökningar till konsumentpriserna. Exakt hur dessa faktorer påverkar inflationsutvecklingen är svårt att bedöma och det kan inte uteslutas att inflationen förblir låg under en längre tid eller att det går snabbare när den väl börjar stiga. I kapitel 2 beskrivs ett scenario där företagens vinster ökar snabbare än i huvudscenariot, och hur detta kan leda till både högre eller lägre inflation. En annorlunda inflationsutveckling än i huvudscenariot skulle påverka utformningen av penningpolitiken.

KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker

Inflationen är låg och har fallit gradvis de senaste åren. En delförklaring är att det svaga efterfrågeläget medfört att företagens priser har ökat mindre än deras kostnader. Om priserna stiger långsammare än kostnaderna sjunker normalt företagens vinster. I Nationalräkenskaperna motsvaras detta av att den så kallade vinstandelen sjunker. En starkare efterfrågeutveckling framöver innebär att företagen får större möjligheter att höja priserna. Hur snabbt företagen överför sina kostnadsökningar till konsumentpriserna har dock visat sig svårt att förutse. I detta kapitel beskriver vi ett scenario där vinstandelen stiger snabbare än i huvudscenariot, antingen på grund av en högre efterfrågan eller till följd av en högre produktivitetstillväxt, samt hur penningpolitiken kan komma att reagera på detta. Scenariot illustrerar att en snabbare ökning av vinstandelen kan leda till både högre och lägre inflation, beroende på orsakerna till ökningen.

En rad omständigheter kan leda till en annan ekonomisk utveckling än den som redovisas i huvudscenariot i kapitel 1. Detta speglas på ett övergripande sätt i osäkerhetsintervallen runt prognoserna i diagram 1:1–1:4. I detta kapitel redovisas ett alternativt scenario för den ekonomiska utvecklingen. Syftet är att belysa osäkerheten som råder om den framtida utvecklingen och hur ett alternativt scenario skulle kunna påverka penningpolitiken.

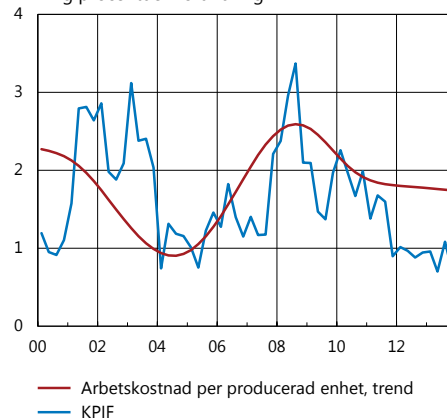
Inflationen har varit låg i Sverige en längre tid.³ I fördjupningen "Perspektiv på den låga inflationen" i denna rapport diskuteras de senaste årens låga inflationstryck. En viktig förklaring till att inflationen varit låg under de senaste åren bedöms vara att företagen har haft svårt att föra över sina kostnadsökningar på konsumenterna (se diagram 2:1). Med andra ord kan prispåslagen, d.v.s. hur mycket priserna överstiger kostnaderna, sägas ha minskat. Om företagens kostnader stiger snabbt i förhållande till värdet på företagens produktion så försämrar lönsamheten, vilket bland annat avspeglas i Nationalräkenskaperna av att vinstandelen faller (se diagram 2:2). Vinstandelen, som är ett mått på företagens lönsamhet, är alltså även ett grovt mått på företagens prispåslag. Att prispåslagen är låga och att vinstandelen faller kan i sin tur bero på att efterfrågan är, och har varit, svagare än normalt samt att osäkerheten om den internationella utvecklingen har varit stor.

Scenariot i detta kapitel fokuserar på hur kostnader och prispåslag kan påverka arbetsmarknaden, inflationen och penningpolitiken de närmaste åren. Scenariot illustrerar hur en snabbare ökning av vinstandelen kan leda till både högre och lägre inflation, beroende på orsakerna till ökningen.

Scenariot redovisas i två versioner. I den första versionen påverkas vinstandelen av en ökning av efterfrågan och i den andra versionen ökar vinstandelen främst till följd av en högre produktivitetstillväxt. I båda fallen stiger företagens vinstandelar precis lika mycket men kostnaderna, inflationen, resursutnyttjandet och penningpolitiken påverkas på olika sätt. I det första fallet stiger inflationen och efterfrågan på både varor och tjänster samt på arbetskraft. I det andra fallet utvecklas inflationen i stället svagare eftersom den högre

Diagram 2:1. Arbetskostnad per producerad enhet och KPIF

Årlig procentuell förändring



Anm. Trend för perioden 1994–2017 kv1. Skattad med ett Hodrick-Prescott-filter (lambda = 1600). KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:2. Vinstandel i hela ekonomin
Procent av förädlingsvärdet



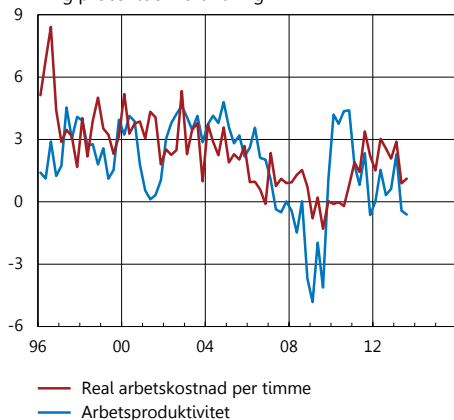
Anm. Vinstandelen avser bruttoöverskottetsandel av det totala förädlingsvärdet i produktionen. Streckad linje avser genomsnitt för perioden 1996 kv1 – 2013 kv3.

Källor: SCB och Riksbanken

³ Flera fördjupningar i de Penningpolitiska rapporterna har handlat om olika faktorer som påverkat inflationen. I fördjupningen "Kostnadsutvecklingen och inflationen" i Penningpolitisk rapport, juli 2013 diskuteras exempelvis företagens kostnader och prissättning.

Diagram 2:3. Real arbetskostnad per timme och arbetsproduktivitet

Årlig procentuell förändring

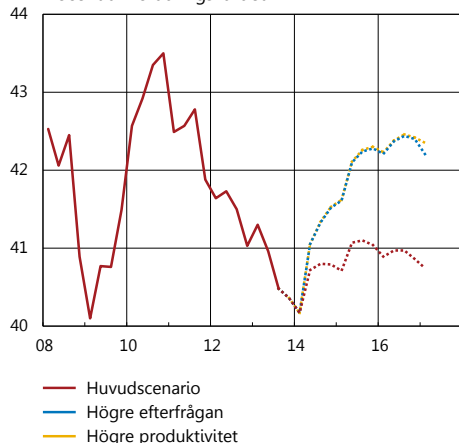


Anm. Real arbetskostnad per timme är definierad som arbetskostnad i hela ekonomin deflaterad med BNP-deflatorn. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, kollektiva avgifter och löneskatter dividerad med totalt antal arbetade timmar, säsongrensade data. Arbetsproduktivitet definieras som produktion per arbetad timme.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:4. Vinstandel i hela ekonomin

Procent av förädlingsvärdet

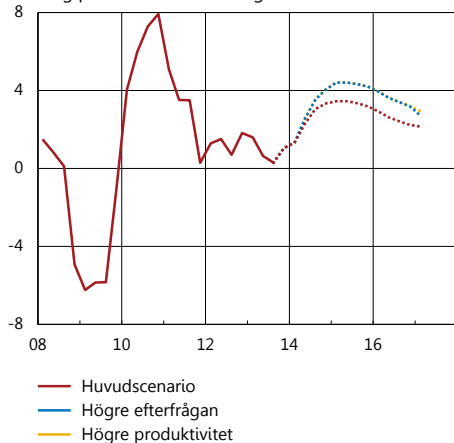


Anm. I alternativen högre efterfrågan och högre produktivitet så stiger vinstandelen lika mycket. Gul linje och blå linje överlappar därför varandra.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:5. BNP

Årlig procentuell förändring



Anm. I alternativen högre efterfrågan och högre produktivitet så stiger BNP lika mycket. Gul linje och blå linje överlappar därför varandra.

Källor: SCB och Riksbanken

produktiviteten gör det möjligt att effektivare utnyttja redan anställd personal vilket ger lägre produktionskostnader. I det första fallet höjs reporäntebanan, relativt huvudscenariot, medan den sänks i det andra fallet. Att göra en korrekt bedömning av vilka effekter en högre vinstandel får bygger således i slutändan på att man gjort en korrekt bedömning av orsakerna bakom ökningen.

Scenariot är konstruerat med Riksbankens makroekonomiska modell Ramses. I modellen bestäms reporäntan av nivån på KPIF-inflationen och resursutnyttjandet.⁴ Men i praktiken tar penningpolitiken även hänsyn till faktorer som den förenklade modellen inte fångar. En sådan faktor är de långsiktiga riskerna med en snabb skulduppbyggnad i hushållssektorn. De resultat som redovisas nedan bygger dock på den penningpolitiska handlingsregeln i Ramses.

Kapitlet avslutas med en diskussion av två olika penningpolitiska handlingsalternativ. I det första är reporäntan högre än i huvudscenariot, medan det omvända gäller i det andra alternativet.

Scenario: Kostnadsutvecklingen och inflationen

Inflationen är för närvarande låg. När den svenska konjunkturen förbättras väntas företagen höja sina priser något mer än vad kostnaderna stiger, vilket innebär att vinstandelen väntas stiga. Sammantaget medför stigande arbetskostnader, importpriser och prispåslag att KPIF-inflationen stiger upp till 2 procent under 2015. Men hur mycket inflationen stiger beror på orsakerna till dagens låga inflation och på hur dessa faktorer utvecklas under prognosperioden. Flera av dessa faktorer är svåra att mäta, så som kostnader och, i synnerhet, i vilken utsträckning företagen för dessa vidare till konsumenterna. Det råder också osäkerhet om orsakerna bakom förändringar i dessa faktorer.

■ Vilka faktorer påverkar inflationen?

Företagens prissättningsbeslut och hur de bearbetar och behandlar information inför dessa beslut utgör en central del i moderna teorier om konjunkturcykler och penningpolitik. Det pris som ett företag sätter på en viss vara eller tjänst kan delas upp i prispåslag och marginalkostnader och utvecklingen av dessa faktorer styr således inflationsutvecklingen. Marginalkostnaderna mäter vad det kostar företaget att producera ytterligare en enhet av den produkt de tillverkar. Marginalkostnaderna påverkas bland annat av rådande arbetsmarknadsläge genom lönebildningen. De påverkas även av ränteläget som är en viktig komponent i kostnaden för att investera. Prispåslaget anger hur mycket det pris som ett företag får betalt för sina produkter eller tjänster överstiger företagets marginalkostnader. Prispåslaget är på så sätt nära relaterat till företagets vinst, och påverkas av konkurrensläget. Samtliga dessa faktorer påverkas dessutom av det rådande konjunkturläget.

⁴ För en beskrivning av Ramses, se Adolfson, Malin, Laséen, Stefan, Christiano, Lawrence, Trabandt, Mathias, och Walentin, Karl, (2013), Ramses II: Model description, *Occasional Paper nr 12*. Sveriges riksbank. I modellen beskrivs penningpolitiken med en enkel handlingsregel där reporäntan beror på inflationens avvikelse från 2 procent och på resursutnyttjandet, mätt med timgapet.

Eftersom det av olika anledningar förekommer vissa trögheter i företagens prissättningsbeteende kommer både rådande omständigheter såväl som förväntningar om framtiden att styra företagens prissättningsbeslut.

Det är svårt att i praktiken mäta marginalkostnader och prispåslag. Ett grovt mått på marginalkostnader ges av arbetskostnader per producerad enhet (se diagram 2:1). Ett grovt mått på prispåslaget ges av den så kallade vinstandelen (se diagram 2:2).⁵ Vinstandelen beror på hur företagens reala arbetskostnader per timme utvecklas i förhållande till arbetsproduktiviteten. Högre produktivitet eller lägre reala arbetskostnader per timme innebär, allt annat lika, att företagens lönsamhet förbättras och att vinstandelen stiger. En förbättrad lönsamhet betyder också att företagets priser stiger relativt mer än företagets kostnader vilket medför att prispåslaget, som det har definierats ovan, också kommer att öka. Vinstandelen kan alltså, utöver att ge ett mått på företagets lönsamhetssituation, även ge ett grovt mått på prispåslaget. Genom att studera data på vinstandelar och arbetskostnader per producerad enhet kan man alltså få en indikation på hur kostnadsläget och prispåslagen varierar över tiden.

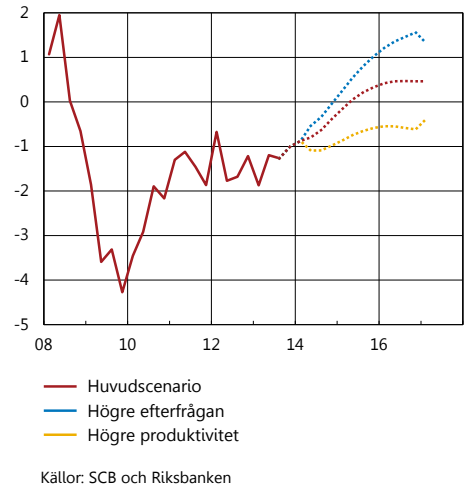
Som framgår av diagram 2:2 varierar vinstandelen över konjunkturcykeln. Den tenderar att vara relativt låg i en lågkonjunktur och relativt hög i en högkonjunktur. Reala arbetskostnader per timme är på kort sikt relativt trögrörliga vilket medför att förändringar i vinstandelen samvarierar med tillväxten i arbetsproduktiviteten (se diagram 2:3). Det finns i sin tur flera förklaringar till variationerna i produktiviteten.

För det första sker framstegen i företagens arbete med effektiviseringar och produktutveckling inte alltid i jämn och kontinuerlig takt. Ibland leder innovationer och nya produktionsmetoder till förbättringar som snabbt anammas av många företag i flera olika branscher. Men ibland tar det i stället lång tid innan förändringarna blir synliga på aggregerad nivå. Skäl som dessa kan bidra till att produktivitetstillväxten varierar över tid. För det andra beror förändringar i produktiviteten på att det tar tid och resurser i anspråk för företagen att anpassa sin personalstyrka till förändringar i konjunkturen. Företag behåller ofta mer personal än de behöver när efterfrågan faller eller växer långsamt eftersom det minskar kostnaderna för personalomsättning (så kallad labour hoarding). När efterfrågan stiger igen kan företagen använda befintlig personal mer effektivt och producera mer utan att antalet arbetade timmar stiger nämnvärt, vilket innebär en högre produktivitetstillväxt.⁶ I och med att reala arbets-

⁵ Enligt teorin (då företagen verkar under så kallad monopolistisk konkurrens) bestäms priserna av prispåslag och marginalkostnader enligt följande: $P = m \times MC$, där P är priset, m är prispåslaget, och MC marginalkostnaden. MC anger hur mycket det kostar företagen att tillverka ytterligare en produkt eller utföra ytterligare en tjänst. Det vanliga är att studera hur arbetsinsatsen måste variera för att ändra produktionen. Marginalkostnaden är då nära relaterad till arbetskostnaden per producerad enhet vilka kan skrivas som $W \times H / Y$ där $W \times H$ anger lönesumman och Y anger real BNP. För att mäta prispåslaget behöver man dividera priset med marginalkostnaderna enligt $m = P / (W \times H / Y)$. Detta uttryck är samma som $1 / \text{löneandelen}$. Om löneandelen är hög innebär detta att prispåslaget, mätt på detta sätt, är lågt. Eftersom förädlingsvärdet definitionsmässigt kan delas upp i lönernas och vinsternas andel är prispåslaget alltså relaterat till vinstandelen enligt $m = 1 / (1 - \text{vinstandelen})$. Om vinstandelen är låg innebär detta alltså även att prispåslaget är lågt.

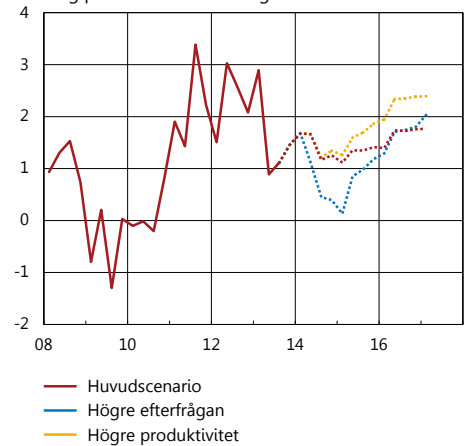
⁶ Se fördjupningen "Hur brukar återhämtningar i produktiviteten se ut?" i Penningpolitisk rapport juli 2010.

Diagram 2.6. Timgap
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

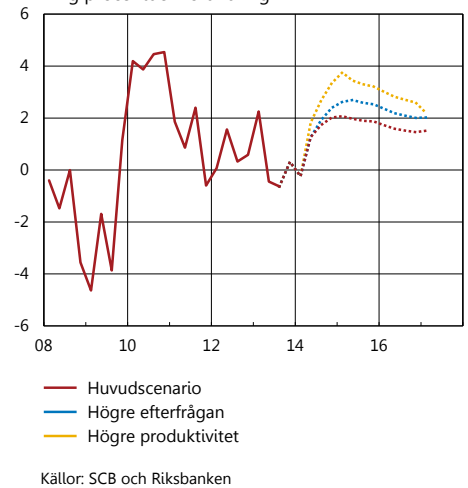
Diagram 2.7. Real arbetskostnad per timme
Årlig procentuell förändring



Anm. Arbetskostnaden per timme är deflaterad med BNP-deflatorn.

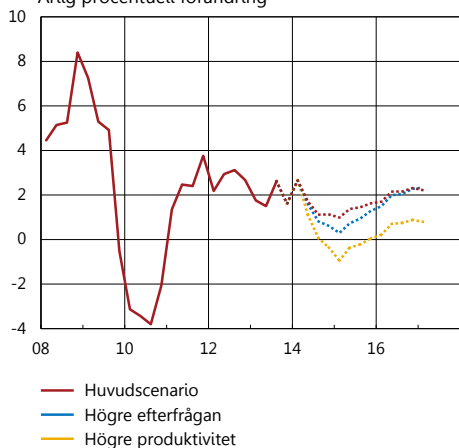
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2.8. Arbetsproduktivitet
Årlig procentuell förändring



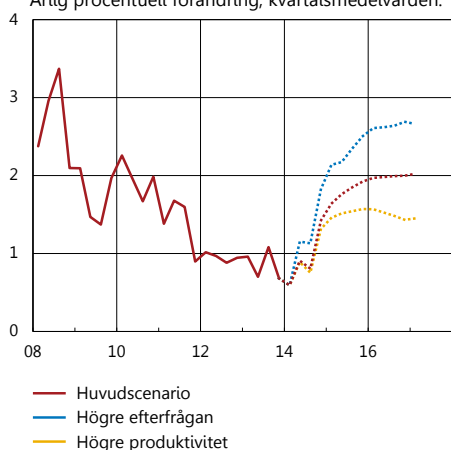
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:9. Arbetskostnad per producerad enhet
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

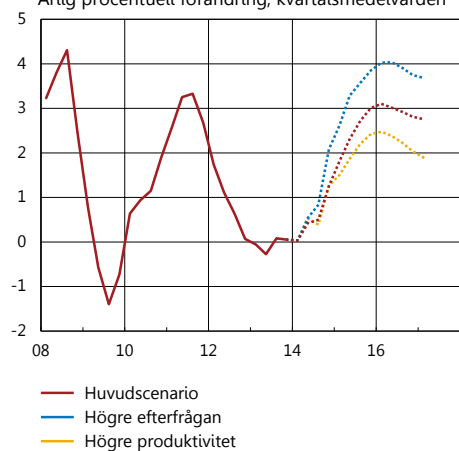
Diagram 2:10. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden.



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:11. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

kostnader per timme är relativt trögrörliga innebär en konjunkturuppgång därför vanligen att vinstandelen ökar.

Hur snabbt vinstandelen stiger varierar dock avsevärt. Att prispåslag och vinstandelar stiger i en konjunkturuppgång kan också få olika effekter på inflationen beroende på hur marginalkostnaderna samtidigt utvecklas.

Av dessa skäl är det svårt både att mäta de faktorer som påverkar inflationen och att veta vilka effekter en given förändring i prispåslaget, eller vinstandelen, har på resursutnyttjande, inflation och reporänta.

■ Stigande efterfrågan innebär en stigande vinstandel och högre inflation

Vinstandelen är låg i dagsläget och i huvudscenariot stiger vinstandelen i hela ekonomin måttligt (se diagram 2:4). I alternativscenariot stiger vinstandelen mer än i huvudscenariot. Till att börja med antar vi att vinstandelen stiger till följd av att efterfrågan stiger snabbare. Hushållens förväntningar om den framtida utvecklingen förbättras i scenariot. Osäkerheten minskar och bättre tillväxtutsikter gör att hushållen och företagen blir mer optimistiska. Detta leder till en högre inhemsk efterfrågan. Konsumtionen och investeringarna växer därför snabbare än i huvudscenariot och sparkvoten blir lägre. För att möta den högre efterfrågan ökar företagen sin produktion och tillväxten blir högre (se diagram 2:5).

När företagen ska öka sin produktion måste de öka insatsen av arbete och kapital. Övertidsarbete blir mer vanligt och en del företag ökar sin personalstyrka. Resursutnyttjandet på arbetsmarknaden stiger snabbare än i huvudscenariot och är högre än normalt under större delen av prognosperioden (se diagram 2:6). Detta medför att den nominella arbetskostnaden per timme stiger snabbare än i huvudscenariot. Den reala arbetskostnaden per timme växer dock långsammare (se diagram 2:7). Att den reala arbetskostnaden per timme stiger långsammare är en förutsättning för att vinstandelen ska stiga snabbare än i huvudscenariot i och med att produktivetsökningen endast är något högre än i huvudscenariot (se diagram 2:8). I takt med att efterfrågan stiger höjer företagen sina prispåslag och även om den nominella arbetskostnaden per producerad enhet växer något långsammare så resulterar detta i att inflationen stiger snabbare än i huvudscenariot (se diagram 2:9 och diagram 2:10). Reporäntan höjs följaktligen mer än i huvudscenariot för att stabilisera KPIF-inflationen runt inflationsmålet och produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor (se till exempel diagram 2:6 och diagram 2:12). KPI-inflationen påverkas direkt av variationen i reporäntan vilket betyder att denna varierar mer än KPIF-inflationen i scenariot (se diagram 2:11).

■ Högre produktivitet innebär en stigande vinstandel och lägre inflation

Vid sidan om variationer i efterfrågan och reala arbetskostnader är förändringar i arbetsproduktiviteten en viktig faktor som påverkar vinstandelen. I den andra versionen av scenariot beskriver vi hur ekonomin utvecklas om den högre vinstandelen i diagram 2:4 genereras av en högre produktivitet snarare än en högre efterfrågan (se diagram 2:8).

Att produktiviteten förbättras innebär att företagen kan producera mer vid en given insats av arbete och kapital. Därmed stiger företagens arbetskostnader per producerad enhet långsammare än i scenariot ovan, samtidigt som vinstandelen stiger (se diagram 2:9). Vid ett lägre kostnadstryck väljer en del företag att sänka sina priser eller att höja dem i långsammare takt. I detta scenario stiger inflationen alltså långsammare än i huvudscenariot trots att vinstandelen stiger. I diagram 2:10 illustreras detta med inflationen mätt med KPIF.

När priserna blir jämförelsevis lägre ökar efterfrågan på företagens produkter. Prisförändringen är alltså viktig för att efterfrågan ska öka och därmed anpassas till den högre produktionsvolym som företagen kan åstadkomma med givna insatsfaktorer. Olika så kallade prisstelheter innebär dock att alla företag inte har möjlighet att omedelbart sänka sina priser när förutsättningarna förändras. Sådana trögheter i prissättningen kan innebära att den genomsnittliga prisförändringen inte blir tillräckligt stor för att efterfrågan fullt ut ska anpassas till de nya förutsättningarna. Den samlade efterfrågan stiger helt enkelt inte lika mycket som produktiviteten. Konsekvensen blir att en del företag drar ned på insatsen av arbetskraft. I diagram 2:6 visas hur resursutnyttjandet på arbetsmarknaden blir lägre än i huvudscenariot.

När vinstandelen stiger på grund av att produktiviteten utvecklas bättre än förväntat finns det anledning för Riksbanken att välja en något lägre bana för reporäntan. Efterfrågan blir därför högre än om reporäntebanan varit oförändrad. Penningpolitiken medverkar alltså till att hålla inflationen och resursutnyttjandet uppe (se diagram 2:12). Att räntan inledningsvis sänks gör att skillnaden mellan KPI-inflationen i produktivitetsscenarioet och i huvudscenariot blir något större än motsvarande skillnad i KPIF-inflationen (jämför diagram 2:11 och diagram 2:10).

Diagram 2:12. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden

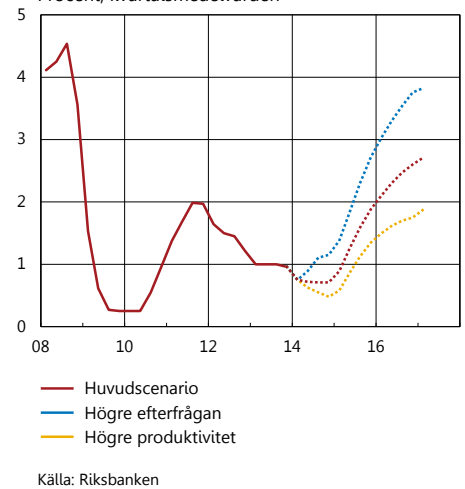
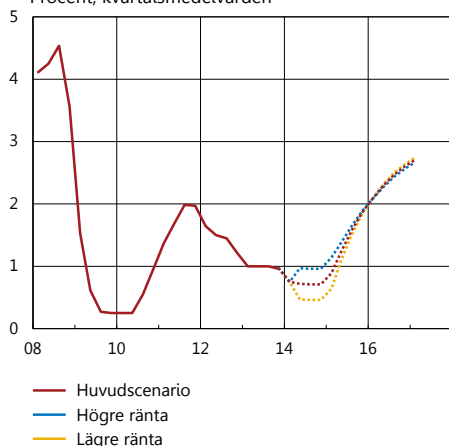
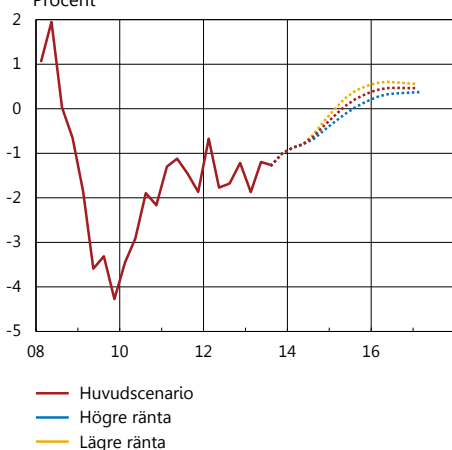


Diagram 2:13. Alternativa reporäntebanor
Procent, kvartalsmedelvärden



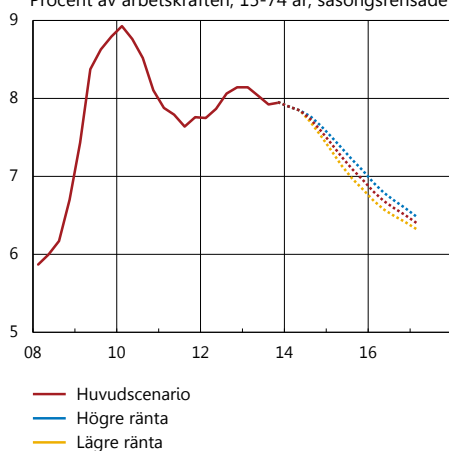
Källa: Riksbanken

Diagram 2:14. Timgap
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

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



Källor: SCB och Riksbanken

■ Penningpolitiken reagerar olika

I de två alternativen med en stigande vinstandel som redovisats här påverkas inflationen och resursutnyttjandet på olika sätt. I fallet med högre efterfrågan stiger inflationen och det finns därför anledning för Riksbanken att välja en något högre bana för reporäntan medan det omvända gäller i fallet med högre produktivitet där inflationen blir lägre. I båda fallen är dock KPIF-inflationens avvikelse från 2 procent större än i huvudscenariot. En ännu högre, respektive en ännu lägre, reporäntebana än de som redovisas i scenariot skulle därför kunna föra KPIF-inflationen tillbaka till målet något snabbare under prognosperioden.

Att avgöra exakt hur penningpolitiken bör reagera i dessa olika alternativ är dock i hög grad en bedömningsfråga. Penningpolitiken tar också hänsyn till andra faktorer. En sådan viktig faktor är risken för att finansiella obalanser ska byggas upp. En alltför snabb skuld tillväxt 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.

Alternativa scenarier för reporäntan

I detta avsnitt visas hur inflationen och resursutnyttjandet skulle kunna komma att utvecklas om Riksbanken skulle följa en annan reporäntebana än den i huvudscenariot.⁷ Två alternativa reporäntebanor visas. I det första alternativet sätts reporäntan 0,25 procentenheter högre i fyra kvartal. I det andra alternativet sätts reporäntan i stället 0,25 procentenheter lägre i fyra kvartal (se diagram 2:13).

■ 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 då 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 (se den blå kurvan i diagram 2:14 och diagram 2:15).

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

⁷ Effekterna av dessa alternativa scenarier för reporäntan är också baserade på Riksbankens makromodell, Ramses. Andra empiriska ansatser skulle kunna leda till andra skattningar av effekterna av en förändring i reporäntan. Effekterna på skuldkvoten är desamma som i fördjupningen "Penningpolitikens effekt på skuldsättningen" i denna rapport.

I och med att resursutnyttjandet sjunker blir löneutvecklingen mer återhållsam. Tillsammans med lägre priser på importerade insatsvaror innebär de lägre lönerna att företagens kostnader minskar. Detta innebär i sin tur att företagen höjer sina priser i långsammare takt med lägre KPIF-inflation som följd (se den blå kurvan i diagram 2:16). Höjda räntor innebär dock att hushållens räntekostnader för bostadslån stiger, vilket gör att effekterna på KPI-inflationen blir mindre inledningsvis (se den blå kurvan i diagram 2:17).

■ 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 kronans växelkurs försvagas. Därmed blir också efterfrågan på svenskproducerade varor och tjänster högre. Sammantaget leder detta till en högre BNP-tillväxt och ett högre resursutnyttjande än i huvudscenariot. En högre efterfrågan leder, med en viss fördröjning, till en högre sysselsättning och en högre löneökningstakt. Samtidigt bidrar försvagningen av kronan till att importerade insatsvaror blir dyrare. Därmed ökar företagens kostnader, vilket i sin tur leder till en högre prisökningstakt. KPIF-inflationen stiger således (se den gula kurvan i diagram 2:16). Inflationen mätt med KPI stiger något mindre på grund av att hushållens räntekostnader faller inledningsvis när reporäntan sänks (se den gula kurvan i diagram 2:17).

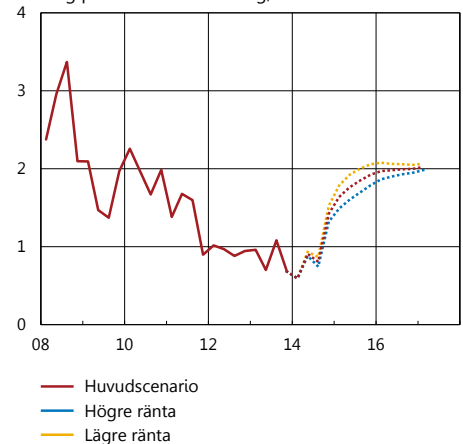
■ Lägre ränta medverkar till högre skulder

En lägre reporänta skulle alltså föra KPIF-inflationen tillbaka till 2 procent något snabbare än i huvudscenariot (se den gula kurvan i diagram 2:16). Samtidigt skulle en lägre reporänta innebära att resursutnyttjandet blir högre än normalt under den senare delen av prognosperioden (se de gula kurvorna i diagram 2:14 och diagram 2:18).

En lägre reporänta skulle dock också leda till att hushållens skuldsättning ökar snabbare (se diagram 2:19). I ett historiskt och internationellt perspektiv är hushållens skuldsättning redan hög. En snabb ökning av skulderna kan, även om den inte anses hota den finansiella stabiliteten, göra att ekonomin blir mer känslig för störningar. Genom att inte sänka reporäntan kan Riksbanken då bidra till att hålla tillbaka skuldökningstakten och därigenom minska riskerna för stora svängningar i inflationen och resursutnyttjandet i framtiden.

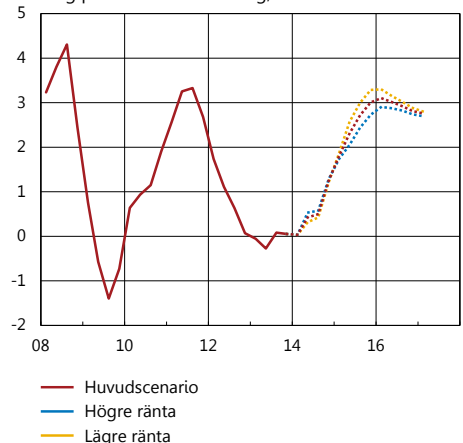
I fördjupningen "Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning" i denna rapport beskrivs en uppskattning av penningpolitikens effekter på skuldsättning och den osäkerhet som är förknippad med dessa beräkningar. Resultaten, som också illustreras i detta kapitel, indikerar att enstaka och tillfälliga förändringar av reporäntan har effekt på skulder och skuldsättningsgraden, men att dessa effekter

Diagram 2:16. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



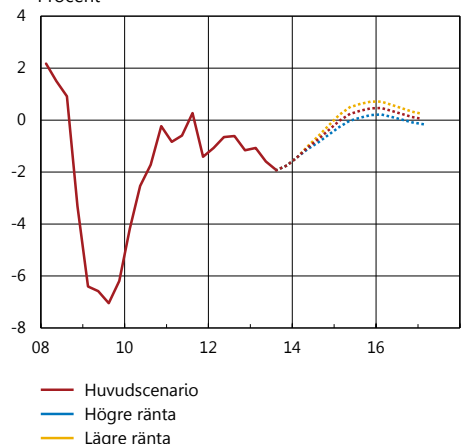
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:17. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



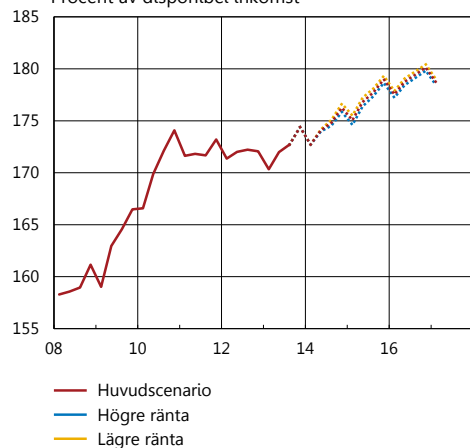
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:18. BNP-gap
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:19. Hushållens skuldkvot
Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

sannolikt är små jämfört med de som skulle uppstå vid en varaktig förändring av räntan. En risk med att hålla reporäntan låg under en längre tid är att detta kan påverka hushållens förväntningar om det framtida ränteläget så att de överskattar hur länge räntorna kommer att vara låga.

En annan viktig aspekt är att resultaten här speglar ett genomsnittligt samband. Det kan vara så att reporäntans effekt på skulderna är annorlunda i exempelvis en lågkonjunktur än i en högkonjunktur eller att räntans nivå kan spela en roll.

■ KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin

I detta kapitel presenteras dels ny information sedan den penningpolitiska uppföljningen i december, dels bedömningen av den ekonomiska utvecklingen de närmaste kvartalen.

Konjunkturåterhämtningen i världsekonomin fortskrider. Exempelvis ökade USA:s BNP snabbare än väntat andra halvåret 2013. Till följd av återhämtningen steg priser på riskfyllda tillgångar i december 2013. Under inledningen av 2014 vände dock många börsindex ned delvis till följd av ekonomiska och politiska utmaningar i flera tillväxtländer.

Förbättringar i den amerikanska ekonomin har medfört att Federal Reserve har inlett en normalisering av penningpolitiken. ECB har däremot meddelat att banken står beredd med ytterligare expansiva åtgärder om de korta räntorna stiger eller inflationsförväntningarna blir för låga.

Svensk BNP-tillväxt var låg tredje kvartalet i fjol, men i den penningpolitiska uppföljningen i december var bedömningen att tillväxten tog fart igen under slutet av 2013. Ny information om bland annat stigande produktion i näringslivet och högre omvärldsefterfrågan bekräftar den bilden.

Arbetsmarknadsläget fortsätter att förbättras med stigande sysselsättning och arbetskraft. Arbetskostnaderna per producerad enhet bedöms ha ökat i normal takt 2013, men inflationen är fortsatt låg. I december var den visserligen något högre än väntat, men till följd av bland annat låga ökning- ar i tjänstepriserna väntas KPIF-inflationen uppgå till under 1 procent första kvartalet 2014.

Finansiella marknader

■ Konjunkturåterhämtningen fortsätter, men finansiell oro har dämpat tillgångspriserna

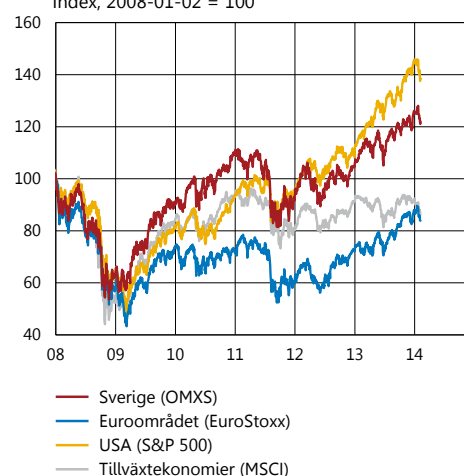
Konjunkturåterhämtningen i världsekonomin fortskrider och priser på riskfyllda tillgångar steg överlag i december 2013. Under inledningen av 2014 vände dock många börsindex ned delvis till följd av ekonomiska och politiska utmaningar i flera tillväxtländer. Detta innebär att breda aktieindex i Sverige, euroområdet och USA ligger på ungefär samma nivåer som vid den penningpolitiska uppföljningen i december, medan ett brett aktieindex för tillväxtländerna är på en lägre nivå (se diagram 3:1).

Federal Reserve beslutade i december att påbörja en nedtrappning av sina tillgångsköp. Prisrörelserna på finansmarknaderna till följd av beslutet blev till en början små, inte minst i ljuset av de stundtals dramatiska svängningarna i priserna under 2013 då förväntningarna om en nedtrappning skiftade vid flera tillfällen.

Under inledningen av 2014 accentuerades den försvagning av flera tillväxtländers valutor som skett 2013. De berörda tillväxtländerna uppvisar sinsemellan olika svagheter såsom exempelvis stora bytesbalansunderskott, stora offentliga underskott och dåligt fungerande inhemska kapitalmarknader. Gemensamt för länderna är att de är känsliga för förändringar i kapitalflödena från omvärlden, vilka i sin tur påverkas av förväntningarna om en normalisering av penningpolitiken i de utvecklade ekonomierna. Sammantaget har indikatorer på risk stigit och statsobligationsräntor i de utvecklade ekonomierna fallit (se diagram 3:2 och diagram 3:3).

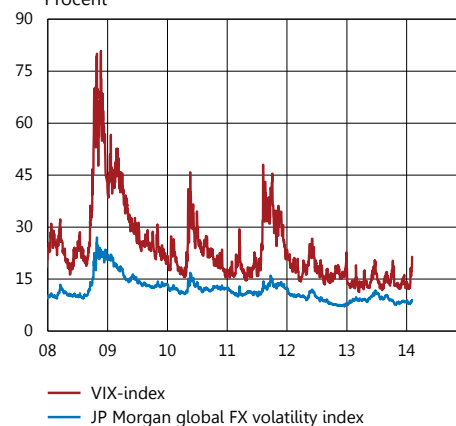
Till de tecken som finns på fortsatt konjunkturåterhämtning hör att skillnaden mellan räntor på exempelvis företagsobligationer och

Diagram 3:1. Börsutveckling
Index, 2008-01-02 = 100



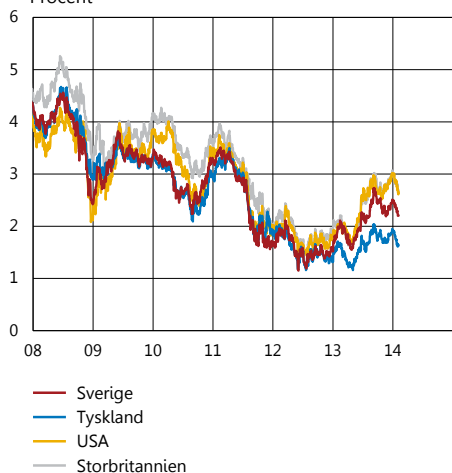
Källor: Macrobond, Morgan Stanley Capital International, Standard & Poor's och STOXX Limited

Diagram 3:2. Volatilitet på aktie- och valutamarknaden
Procent

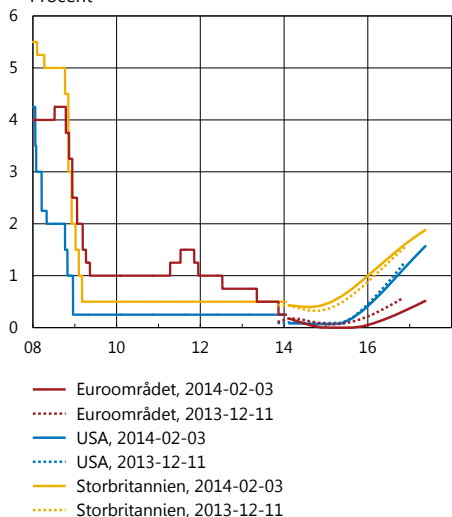


Anm. Implicit volatilitet beräknad från aktieindex- respektive valutaoptionspriser.

Källor: Chicago Board Option Exchange och JP Morgan

Diagram 3:3. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent

Källa: Macrobond

Diagram 3:4. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprisättning
Procent

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

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 3:5. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX
Index, 1992-11-18 = 100

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

Källa: Riksbanken

statsobligationer har fortsatt att krympa i euroområdet och USA. Att dessa så kallade spreadar krymper speglar att utsikterna för företagen blivit ljusare. Vidare har statsobligationsräntorna i flera europeiska skuldkrisländer sjunkit sedan publiceringen av den penningpolitiska uppföljningen i december. Förhållandevis starka indikatorer och ekonomisk statistik från euroområdet har bidragit till utvecklingen den senaste tiden, liksom förväntningarna om att ECB ska fortsätta bidra till återhämtningen med expansiv penningpolitik. Flera skuldkrisländer har lyckats finansiera sig genom nyemissioner på kapitalmarknaderna, bland annat Irland som lämnade sitt stödprogram i december.

■ Världens centralbanker i olika faser

Centralbanker i de utvecklade ekonomierna bedriver fortsatt en expansiv penningpolitik, men befinner sig i olika faser. Medan den amerikanska och den brittiska centralbanken har påbörjat eller förväntas påbörja en normalisering av de senaste årens expansiva penningpolitik, står ECB och den japanska centralbanken redo att vidta ytterligare åtgärder i expansiv riktning.

Den amerikanska ekonomin förbättras och vid möten både i december och januari beslutade Federal Reserve att minska sina köp av statsobligationer och bostadsrelaterade värdepapper, från sammanlagt 85 till 65 miljarder dollar per månad. Förväntningarna bland marknadsaktörerna är att banken framöver minskar tillgångsköpen med ytterligare 10 miljarder per möte. Samtidigt har dock Federal Reserve signalerat att styrräntan kommer att hållas fortsatt låg under en lång tid framöver. Marknadsprissättningen indikerar att den amerikanska styrräntan höjs först andra halvåret 2015 (se diagram 3:4). Den brittiska ekonomin har utvecklats starkare än väntat den senaste tiden, vilket resulterat i att marknadsaktörerna har tidigare lagt förväntningarna om den första styrräntehöjningen från Bank of England.

I kontrast mot detta har ECB-chefen Mario Draghi meddelat att banken står beredd med ytterligare expansiva åtgärder för att uppfylla sitt inflationsmål. ECB har kommunicerat att banken kan komma att agera om de korta räntorna stiger eller inflationsförväntningar på medellång sikt sjunker alltför lågt. ECB höll styrräntan oförändrad i både december, januari och februari, efter räntesänkningen i november. I Japan förutspår marknadsbedömare att den japanska centralbanken kan komma att utöka volymen av sina tillgångsköp från nuvarande nivå, i syfte att nå inflationsmålet på 2 procent.

■ Starkare krona efter bättre svensk statistik

Den svenska kronan har förstärkts mot ett flertal valutor sedan det penningpolitiska beskedet i december, framförallt mot euron. Kronan har förstärkts även mot den amerikanska dollarn, medan de flesta andra valutor har försvagats mot dollarn efter Federal Reserves penningpolitiska besked i december och januari. I konkurrensvägda

termer, det vill säga mätt med KIX, har den svenska kronan nominellt förstärkts med drygt 2 procent (se diagram 3:5). Förstärkningen kan delvis förklaras av att ekonomisk statistik för svensk ekonomi varit något bättre än väntat.

■ Lägre räntor för hushåll och företag

Riksbankens sänkning av styrräntan i december 2013 och förväntningar om att styrräntan ska vara låg under en längre tid, har bidragit till att bolåneinstitutens räntor har sänkts för framför allt bolån med kort löptid (se diagram 3:6). Även räntorna på bolån med längre löptid har sänkts (se diagram 3:7). Hushållen förväntar sig även fortsättningsvis att endast en måttlig höjning av den rörliga bolåneräntan kommer ske under de närmaste fem åren. Därmed ligger hushållens förväntningar lägre än vad som är förenligt med Riksbankens antagande om reporäntan på lång sikt (se diagram 1:31). De för närvarande låga rörliga bolåneräntorna gör att allt fler hushåll den senaste tiden har valt rörlig boränta. Av de nya och omförhandlade bostadslån som togs i december 2013 var omkring tre av fyra till rörlig ränta, vilket är mer än normalt.

Bankernas genomsnittliga utlåningsräntor till företag sjönk i december, till följd av lägre rörlig ränta. Upplåning från bank står för nästan tre fjärdedelar av företagets finansiering. Andelen upplåning från obligationsmarknaderna fortsätter dock att växa gradvis. Kostnaderna för denna marknadsfinansiering har också sjunkit, i linje med den internationella trenden.

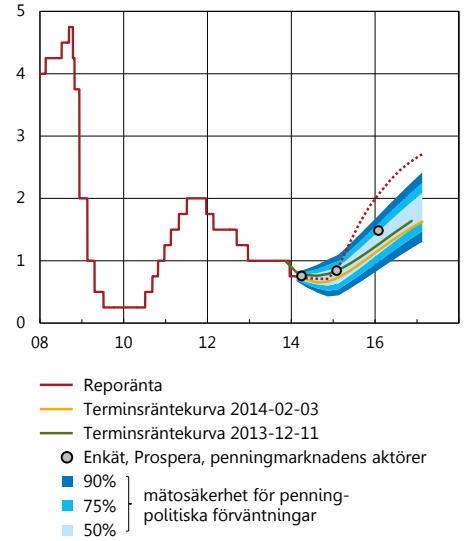
■ Hushållens upplåning ökar och bostadsrättspriserna stiger

I samband med publiceringen av SCB:s finansräkenskaper för tredje kvartalet reviderades utfallet för hushållens skulder upp första halvåret 2013). Därmed var hushållens skuldkvot, det vill säga hushållens skulder i procent av deras inkomster, högre än bedömningen i den senaste penningpolitiska uppföljningen (se diagram 1:18).

För fjärde kvartalet finns det dock tecken på att skuldkvoten steg något långsammare än väntat. Enligt SCB:s finansmarknadsstatistik ökade hushållens upplåning fjärde kvartalet 2013 med knappt 5 procent i årstakt (se diagram 3:8). Lån med småhus som säkerhet ökade något långsammare än genomsnittet. Samtidigt ökade lånen till bostadsrätter, vilka utgör en dryg fjärdedel av den totala bolånestocken, klart snabbare än hushållens totala upplåning.

Upplåningen speglar delvis prisutvecklingen på bostadsmarknaden. I synnerhet bostadsrätter har stigit i pris fjärde kvartalet 2013, enligt Valueguard (se diagram 3:9). Enligt SEB:s boprisindikator fortsätter en bred majoritet av hushållen att förvänta sig stigande bostadspriser framöver.

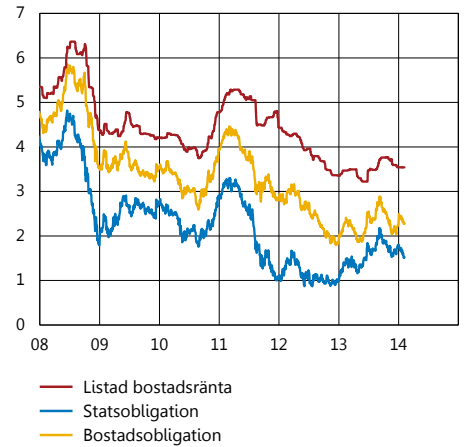
Diagram 3.6. Reporänteförväntningar i Sverige, mätta med terminräntor och enkätundersökning
Procent



Anm. Terminräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta. Eftersom varken enkäter eller terminräntor är exakta mätt på penningpolitiska förväntningar illustreras mätosäkerheten med ett intervall.

Källor: Macrobond, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

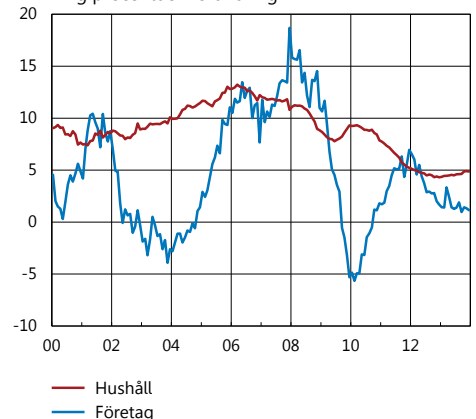
Diagram 3.7. Svensk bostadsränta samt stats- och bostadsobligationsräntor, 5 års löptid
Procent



Anm. Listad bostadsränta är ett genomsnitt av de räntor som Nordea, SBAB, SEB, Swedbank Hypotek och Stadshypotek publicerar bland annat i dagspressen.

Källor: Macrobond och Riksbanken

Diagram 3.8. Utlåning till hushåll och företag
Årlig procentuell förändring

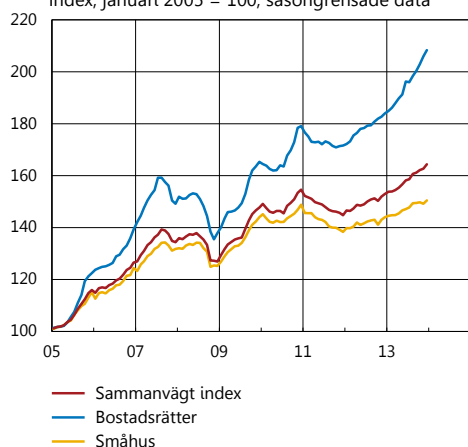


Anm. Utlåning till hushåll och företag enligt finansmarknadsstatistiken.

Källa: SCB

Diagram 3:9. Bostadspriser

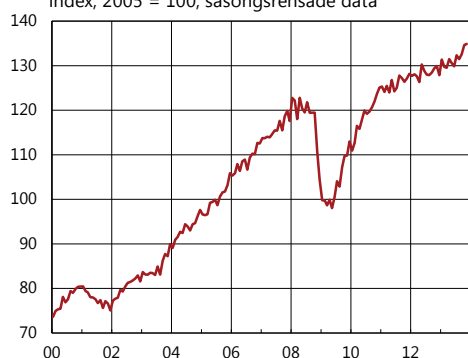
Index, januari 2005 = 100, säsongrensade data



Källor: Valueguard och Riksbanken

Diagram 3:10. Världshandeln

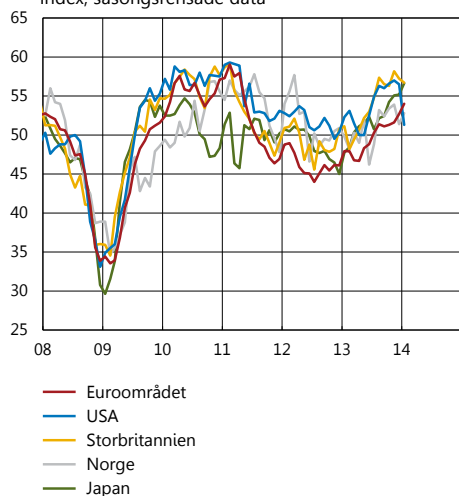
Index, 2005 = 100, säsongrensade data



Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Diagram 3:11. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin

Index, säsongrensade data



Anm. Värden över 50 indikerar tillväxt.

Källor: Institute for Supply Management och Markit Economics

Enligt Konjunkturbarometern i januari 2014 har företagens finansieringsmöjligheter över lag förbättrats under det senaste året. Trots detta var företagens upplåningstakt enligt Finansmarknadsstatistiken lägre i november och december 2013, än den var i genomsnitt under fjolåret. Enligt Almis låneindikator för december förväntar sig emellertid en majoritet av bankcheferna att utlåningen till företagen ökar första kvartalet 2014, vilket kan tyda på att företagens upplåningstakt kommer att stiga framöver.

Omvärlden

■ Stigande världshandel, men blandad utveckling för globala förtroendeindikatorer

Världshandeln, som har växt långsamt en längre tid, ökade väsentligt under slutet av 2013 (se diagram 3:10). Det var framför allt en ökad import från utvecklade ekonomier som bidrog till den snabbare tillväxten i världshandeln. Indikatorer såsom globala exportorder och JP Morgans globala inköpschefsindex tyder på att världshandeln ökar även första kvartalet 2014.

Indikatorer för utvecklade ekonomier såsom euroområdet, Japan och Storbritannien tyder generellt på ökad ekonomisk aktivitet första kvartalet (se diagram 3:11). Detta gäller även USA, även om inköpschefsindex föll i januari. I några av de viktigaste tillväxtländerna visar indikatorerna dock inte någon tydlig uppgång i konjunkturen. I Kina har exempelvis inköpschefsindex fallit den senaste tiden (se diagram 3:12). Flera tillväxtländer står inför betydande ekonomiska och politiska utmaningar, vilket har bidragit till viss turbulens på de finansiella marknaderna den senaste tiden.

■ Euroområdet – konjunkturen förbättras långsamt

Reviderade data bekräftade att BNP i euroområdet ökade med knappt 1 procent i uppräknad årstakt under tredje kvartalet 2013 (se diagram 3:13). Industriproduktionen steg betydligt i november efter ett svagt utfall i oktober. Detaljhandels omsättning föll under fjärde kvartalet som helhet. Både hushållens och företagens förtroende fortsätter att stiga från låga nivåer. Sammantaget bekräftar inkommande statistik bilden av en långsam återhämtning i euroområdet under slutet av 2013 och inledningen av 2014.

Europas banksystem har fortfarande inte helt återhämtat sig efter krisen och bräckligheten hämmar BNP-tillväxten, bland annat eftersom den har medfört relativt strama kreditvillkor för hushåll och företag. Enkätundersökningar det senaste året tyder dock på att allt färre banker har fortsatt åtstramningarna och fjärde kvartalet 2013 var kreditvillkoren nära nog oförändrade jämfört med föregående kvartal. Utöver de strama kreditvillkoren möter hushåll och företag i vissa av euroområdets länder väsentligt högre utlåningsräntor än vad som är fallet i övriga länder. Diskussionerna om euroområdets fördjupade samarbete kring banksektorn, med en gemensam tillsyn och

en gemensam bankakut, har fortsatt de senaste månaderna. Under 2014 planeras en genomlysning av bankerna för att reda ut hur stort behovet av kapitaltillskott är i sektorn.

Den låga ekonomiska aktiviteten i euroområdet, tillsammans med tidigare valutaförstärkning och fallande energipriser, har medfört att inflationen är fortsatt låg. I januari uppgick HIKP-inflationen till 0,7 procent, enligt preliminär statistik. Den underliggande inflationen uppgick till 0,8 procent (se diagram 3:14). Nedgången i inflationen sedan den penningpolitiska uppföljningen i december har varit i linje med Riksbankens prognos.

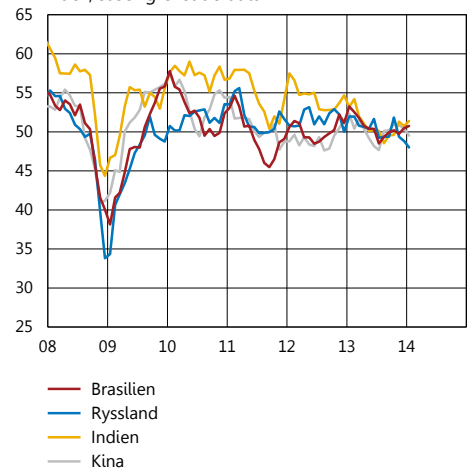
■ USA – återhämtningen fortsätter

Konjunkturåterhämtningen i USA har fortsatt i något snabbare takt än prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i december. BNP-tillväxten tredje kvartalet har reviderats upp, från 3,6 till 4,1 procent i uppräknad årstakt (se diagram 3:13). Även fjärde kvartalet växte BNP något snabbare än väntat. Hushållens konsumtion var överraskande hög och bidrog till att BNP-tillväxten enligt preliminär statistik var 3,3 procent i uppräknad årstakt. Dessutom har de politiska parterna nu träffat en överenskommelse om budgeten för innevarande budgetår, vilket minskar osäkerheten om finanspolitiken och risken för att den på kort sikt dämpar återhämtningen. Den amerikanska kongressen är också nära en överenskommelse om en höjning av den federala statens skuldtak.

I spåren av den fortsatta återhämtningen beslutade den amerikanska centralbanken i december att inleda en avtrapning av sina månatliga tillgångsköp. Fortfarande är dock inflationen låg, i december 1,1 procent mätt med deflatorn för privat konsumtion (se diagram 3:14). Rensad för livsmedel och energi var ökningstakten något högre. Den låga inflationen, i kombination med lediga resurser i den amerikanska ekonomin, gör att penningpolitiken väntas förbli mycket expansiv under prognosperioden, vilket stödjer återhämtningen i USA.

Till de faktorer som ligger bakom konjunkturuppgången räknas också situationen på bostadsmarknaden som huvudsakligen har fortsatt att förbättras. Det är positivt för hushållen, bankerna och byggbranschen. Försäljningen av nya bostäder steg i höstas till den högsta nivån sedan 2008 och huspriserna har fortsatt att stiga. Vidare fortsätter arbetsmarknaden totalt sett att förbättras. Sysselsättningen har ökat, även om tillväxten dämpats av ovanligt kallt väder (se diagram 3:15). Arbetslösheten har fallit och uppgick i januari till 6,6 procent. Den minskande arbetslösheten är dock inte bara ett resultat av stigande sysselsättning, utan också av att arbetskraftsdeltagandet har sjunkit.

Diagram 3:12. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin i tillväxtländer
Index, säsongrensade data

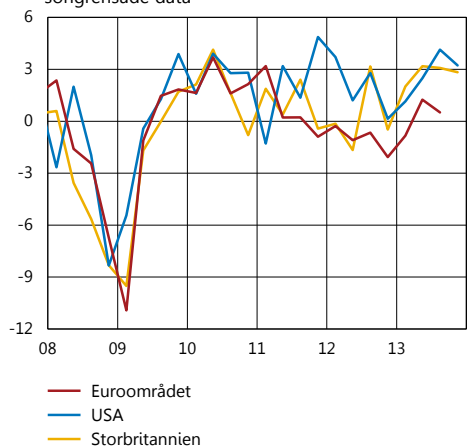


Anm. Värderna över 50 indikerar tillväxt.

Källor: China Federation of Logistics & Purchasing och Market Economics

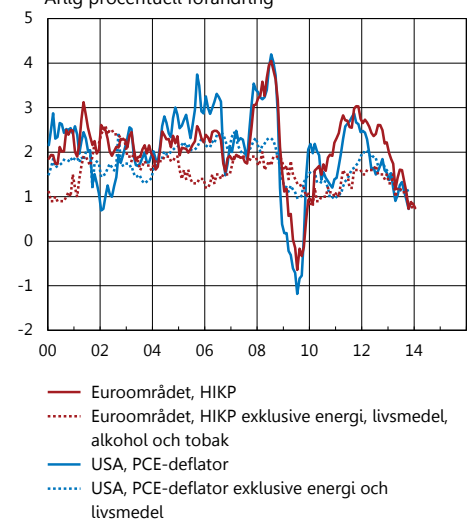
Diagram 3:13. BNP i omvärlden

Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

Diagram 3:14. Konsumentpriser i omvärlden
Årlig procentuell förändring

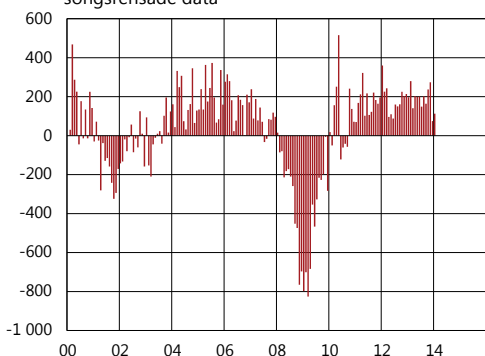


Anm. PCE står för privata konsumtionsutgifter.

Källor: Bureau of Economic Analysis och Eurostat

Diagram 3:15. Sysselsättning i USA

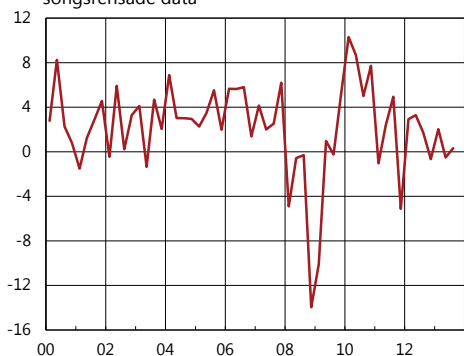
Månadsförändringar, antal tusen arbetstillfällen, säsongrensade data



Källa: Bureau of Labor Statistics

Diagram 3:16. BNP i Sverige

Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källa: SCB

Diagram 3:17. Barometerindikatorn

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



— Barometerindikatorn
 - - - Medelvärde
 +/- en standardavvikelse

Källa: Konjunkturinstitutet

■ Gradvis förbättring på andra viktiga exportmarknader

Det ekonomiska läget i Storbritannien väntas bli ytterligare lite bättre under inledningen av 2014. Där var tillväxten länge låg, samtidigt som man hade problem med en hög inflation. Den utvecklingen har nu vänt då BNP-tillväxten var tydligt positiv samtliga kvartal under fjolåret (se diagram 3:13). I december 2013 hade inflationen kommit ned till 2,0 procent. Även i Danmark var BNP-tillväxten positiv andra och tredje kvartalet 2013. Återhämtningen väntas ha fortsatt under slutet av 2013 och inledningen av 2014.

I Norge bromsade BNP-tillväxten däremot in något 2013, men från och med första kvartalet 2014 väntas den gradvis stiga mot mer normala tillväxttakter. Under andra halvåret 2013 sjönk bostadspriserna i Norge. Den norska centralbanken bedömer att priserna upphör att falla första kvartalet 2014, men noterar samtidigt att ett mer omfattande fall i bostadspriserna skulle innebära risker för såväl tillväxten som bankernas vinster.

■ Positiv inflation i Japan och ombalansering i Kina

Efter att ha varit negativ under större delen av de senaste femton åren, blev den underliggande inflationen i Japan positiv fjärde kvartalet 2013. Inflationen väntas stiga ytterligare under andra kvartalet på grund av de kommande momshöjningarna i april. Även om BNP-tillväxten i Japan mattades av något tredje kvartalet, tyder en förbättring av företagens förtroende på att ekonomin har goda förutsättningar att växa snabbare under inledningen av 2014. Exempelvis har inköschefsindex sedan snart ett år tillbaka indikerat tillväxt i industrin (se diagram 3:11).

I Kina fortsätter politiken att syfta till att ombalansera ekonomin så att tillväxten drivs mer av privat konsumtion och mindre av investeringar och export. BNP-tillväxten mattades av till 7,4 procent i uppräknad årstakt fjärde kvartalet 2013. Tillväxten var något långsammare än vad som väntades i den senaste penningpolitiska uppföljningen, men utfallet ska ses i ljuset av det relativt starka BNP-utfallet tredje kvartalet. Lite svagare utfall i industriproduktionen och en dämpning av inköschefsindex i december 2013 och januari 2014 tyder på att tillväxten kommer att fortsätta mattas första kvartalet (se diagram 3:12). Utvecklingen i Kina har bidragit till att dämpa marknadsförväntningarna på tillväxten även i andra tillväxtländer.

Svensk ekonomi

■ Högre BNP-tillväxt de närmaste kvartalen

Svensk BNP ökade med endast 0,3 procent i uppräknad årstakt tredje kvartalet 2013 (se diagram 3:16). Men utsikterna för svensk ekonomi är ljusare. En expansiv finans- och penningpolitik bidrar till att hushållens inkomster ökar relativt mycket och ger förutsättningar för en hög tillväxt i konsumtionen den närmaste tiden. Samtidigt bidrar den

gradvisa återhämtningen i omvärlden till att svensk export åter börjar växa 2014.

Förtroendet hos hushåll och företag har stigit och är nu högre än normalt. Barometerindikatorn, som omfattar både företags- och hushållsenkäten i Konjunkturbarometern, var i januari klart högre än sitt historiska genomsnitt, vilket tyder på att stämningläget i svensk ekonomi är bättre än normalt (se diagram 3:17). Förtroendet i näringslivet har stärkts på bred front och för första gången på närmare tre år ligger alla sex sammanfattande konfidensindikatorer i linje med eller över sina historiska genomsnitt. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin har stigit något sedan utfallet för november och låg i januari på sin högsta nivå sedan första halvåret 2011. Inköpscheferna i tjänstebranscherna tror också på tillväxt framöver. Enligt Riksbankens företagsundersökning för januari 2014 är konjunkturläget i nuläget varken bra eller dåligt, och i stort sett oförändrat jämfört med i september 2013. Företagen bedömer dock att riskerna har minskat och för första gången sedan 2010 är dessa lägre än normalt. Däremot steg produktionsindex i både industrin och tjänstebranscherna endast svagt under det fjärde kvartalet 2013 (se diagram 3:18).

Sammantaget väntas svensk BNP-tillväxt stiga från 2,4 procent fjärde kvartalet 2013 till 3,1 procent första kvartalet 2014, i uppräknad årstakt.

■ Goda förutsättningar för fortsatt konsumtionstillväxt

Under tredje kvartalet 2013 ökade hushållens konsumtion med 1,3 procent i uppräknad årstakt. Hushållens inkomster ökade också under fjolåret och sparkvoten ligger alltså kvar på en hög nivå. Detta innebär att det finns utrymme för hushållen att öka sin konsumtion framöver.

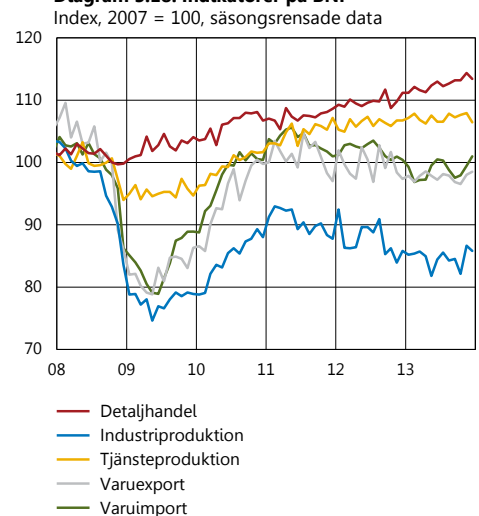
Hushållens förtroende är enligt Konjunkturbarometerens konfidensindikator högre än sitt historiska snitt, även om det minskade något i januari (se diagram 3:19). Omsättningen i detaljhandeln minskade något i december men ökade sammantaget under fjärde kvartalet (se diagram 3:18). Samtidigt pekar SCB:s indikator över hushållens konsumtion på en svag utveckling fjärde kvartalet, som delvis hänger samman med fallande energikonsumtion i december till följd av det varma vädret. Hushållens konsumtion bedöms växa snabbare första kvartalet 2014.

■ Investeringarna har vänt uppåt igen

Investeringarna ökade med 5 procent i uppräknad årstakt under tredje kvartalet 2013. Ökningen berodde främst på att tillväxten i bostadsinvesteringarna var fortsatt hög (se diagram 3:20).

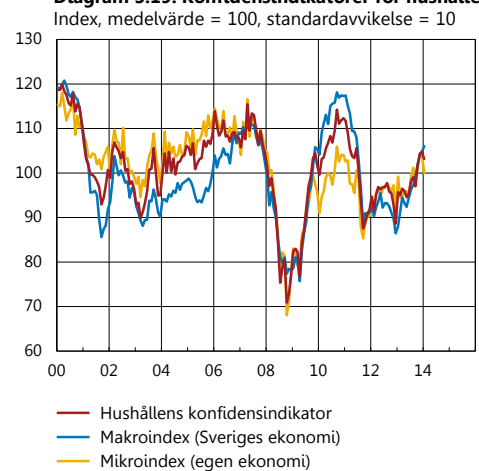
Inom övriga näringslivet har investeringarna dock varit dämpade. Riksbankens företagsundersökning bekräftar den bilden, men investeringsplanerna på ett halvårs sikt signalerar ökade investeringar. Det finns fler tecken på att investeringarna börjar öka igen under 2014. SCB:s investeringsenkät från oktober visar att investeringarna i

Diagram 3:18. Indikatorer på BNP



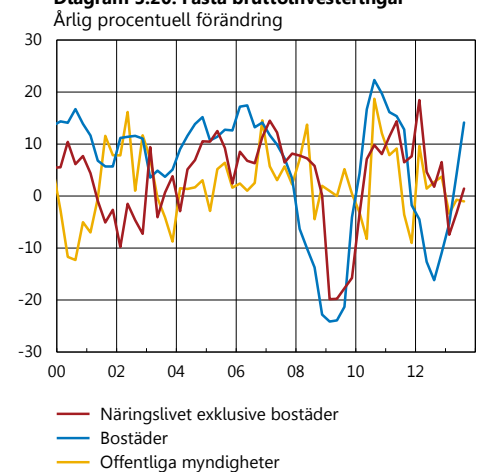
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:19. Konfidensindikatorer för hushållen



Källa: Konjunkturinstitutet

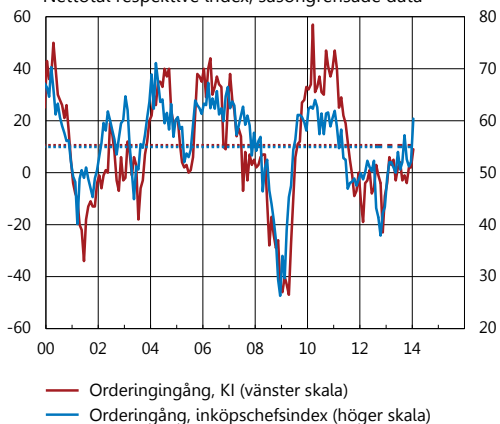
Diagram 3:20. Fasta bruttoinvesteringar



Källa: SCB

Diagram 3:21. Exportordergång inom tillverkningsindustrin

Nettotal respektive index, säsongrensade data



Anm. Nettotal definieras som skillnaden mellan andelen företag som uppgett en ökning av exportordergången och andelen företag som uppgett en minskning. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 1996-2013.

Källor: Konjunkturinstitutet och Swedbank/Silf

Diagram 3:22. Sysselsättningsgrad och arbetslöshet

Procent, säsongrensade data

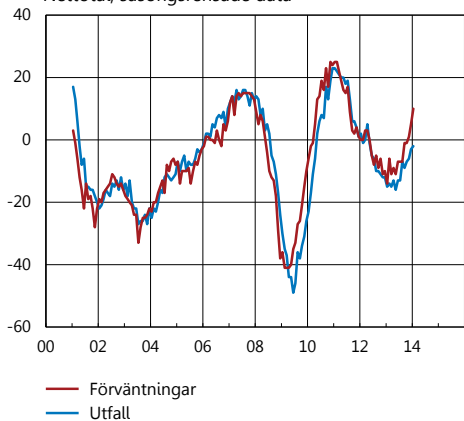


Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Sysselsättningsgrad mäts som procent av befolkningen, medan arbetslöshet mäts som procent av arbetskraften. Avser 15-74 år.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:23. Anställda i näringslivet

Nettotal, säsongrensade data



Anm. Nettotal definieras som skillnaden mellan andelen företag som uppgett en ökning av antalet anställda och andelen företag som uppgett en minskning. Värdet över noll indikerar ökning.

Källa: Konjunkturinstitutet

näringslivet planeras öka 2014. Dessutom visar Konjunkturbarometern för januari 2014 att kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin steg för andra kvartalet i följd och det innebär att investeringarna sannolikt behöver öka för att man ska kunna möta den stigande efterfrågan framöver.

Det tredje kvartalet 2013 minskade företagen sina lager kraftigt. Under fjärde kvartalet tyder företagens omdömen i Konjunkturbarometern på att de varit relativt nöjda med sina lagervolymer och företagen antas ha återgått till en mer normal lageruppbyggnad. Förändringen från lagerneddragning till lageruppbyggnad medför att bidraget från lagren till BNP-tillväxten blir stort under fjärde kvartalet.

■ Exporten börjar stiga efter lång svacka

Exporten minskade med drygt 3 procent i uppräknad årstakt tredje kvartalet 2013, vilket var det femte kvartalet i följd med negativ utveckling. Exporten väntas ha fallit också fjärde kvartalet. Varuexporten enligt SCB:s utrikeshandelsstatistik steg dock fjärde kvartalet 2013, men från låga nivåer (se diagram 3:18). De svenska exportföretagens orderstock och orderingång är något lägre än normalt enligt Konjunkturbarometern (se diagram 3:21). Orderingången steg dock i januari, vilket bekräftas av inköpschefsindex.

Tillväxten i svensk exportmarknad tog fart redan under 2013, allteftersom den globala BNP-tillväxten steg. Exportmarknaden växte snabbare än väntat tredje kvartalet 2013 och även fjärde kvartalet bedöms tillväxten varit marginellt högre än prognosen i den senaste penningpolitiska uppföljningen. Den växande exportmarknaden, tillsammans med att indikatorerna har förbättrats, bedöms medföra att den svenska exporten börjar öka igen första kvartalet 2014.

Svensk import har också utvecklats svagt den senaste tiden och under tredje kvartalet 2013 minskade importen med 4,6 procent i uppräknad årstakt. Utrikeshandelsstatistiken tyder dock på att varuimporten vände upp under det fjärde kvartalet (se diagram 3:18). Omslaget i lagerinvesteringarna bedöms vara en av faktorerna bakom vändningen.

■ Sysselsättningen har ökat och efterfrågan på arbetskraft fortsätter stiga framöver

Fjärde kvartalet 2013 steg både sysselsättningsgraden och arbetskraftsdeltagandet i linje med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i december. Detta innebär att även arbetslösheten utvecklades som väntat, och låg kvar på drygt 7,9 procent (se diagram 3:22).

Indikatorer på arbetskraftsefterfrågan ger över lag bilden av ett fortsatt förbättrat läge på arbetsmarknaden första kvartalet 2014. Vissa indikatorer har förbättrats överraskande mycket i december och januari. Konjunkturbarometern visar att företagen i stora delar av näringslivet nu förväntar sig att öka antalet anställda under det första kvartalet (se diagram 3:23). Att företagen ser ljusare på framtiden avspeglas också i att antalet varsel har minskat det senaste året. Men

än så länge pekar inte alla indikatorer på att sysselsättningen ska stiga betydligt på kort sikt. Exempelvis tecknas en något mörkare bild i Riksbankens företagsundersökning för januari 2014. Där intervjuas stora företag och hos dessa finns i stället totalt sett ett visst behov av att minska antalet anställda första kvartalet 2014.

Sammantaget tyder utfall och indikatorer på att sysselsättningen fortsätter stiga första kvartalet 2014. Trots detta bedöms arbetslösheten endast minska marginellt den närmaste tiden, eftersom också antalet i arbetskraften väntas fortsätta öka. Jämfört med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen från december, väntas sysselsättningen och arbetskraften på kort sikt öka marginellt snabbare medan arbetslösheten i stort sett inte reviderats.

■ Kostnadstrycket steg 2013

Enligt SCB:s konjunkturlönestatistik ökade lönerna under perioden januari till och med november i fjol med i genomsnitt 2,4 procent i årlig procentuell förändring. Statistiken är fortfarande preliminär och enligt Medlingsinstitutet är lönerna enligt 2013 års nya löneavtal utbetalda för omkring fyra av fem anställda i näringslivet. När samtliga retroaktiva löneutbetalningar har förts in i statistiken för helåret 2013 bedöms timlönerna i hela ekonomin ha ökat med 2,6 procent.

Statistik för oktober och november indikerar dock att timlönerna mätt enligt nationalräkenskaperna inte ökade lika mycket som väntat fjärde kvartalet 2013.⁸ De totala arbetskostnaderna per timme bedöms ha ökat ännu långsammare än timlönerna. Samtidigt väntas arbetsproduktiviteten ha stigit något, efter att ha fallit under andra och tredje kvartalet. Sammantaget innebär detta att arbetskostnaderna per producerad enhet väntas ha ökat endast svagt under det fjärde kvartalet i fjol. Därmed beräknas arbetskostnaderna per producerad enhet ha ökat med totalt 1,8 procent 2013 (se diagram 3:24).

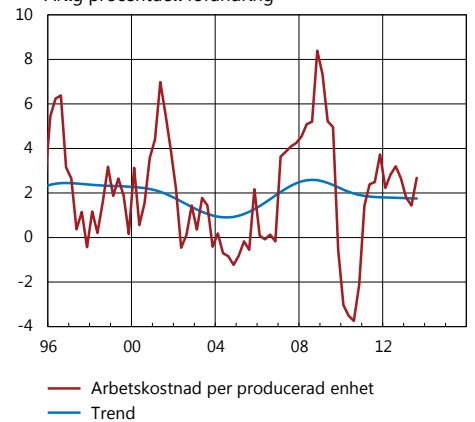
■ Inflationen är låg i nuläget

I december ökade KPI med 0,1 procent mätt som årlig procentuell förändring, alltså lika mycket som i november (se diagram 3:25). Den låga ökningstakten hänger samman med att hushållens räntekostnader för bolån har sjunkit, främst till följd av att reporäntan successivt har sänkts.

Men även när effekten av sjunkande räntekostnader rensas bort, så är inflationen låg för närvarande. Ökningstakten i KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, var 0,8 procent i december. KPIF-inflationen rensad för energiprisförändringar var något högre, 1,0 procent. Utfallen för samtliga dessa tre inflationsmått var något högre än prognosen i den penningpolitiska uppföljningen från december. En förklaring till att utfallet blev något högre än prognos var en oväntat stor prisuppgång på utrikes resor, en del av KPI där säsongsvariationen har blivit betydligt större de senaste åren.

⁸ Timlönerna enligt nationalräkenskaperna innehåller en del komponenter som inte ingår i konjunkturlönestatistikens lönemått, såsom olika löneformåner, bonusar m.m. Detta medför att löneutvecklingen enligt dessa två källor vanligtvis skiljer sig åt.

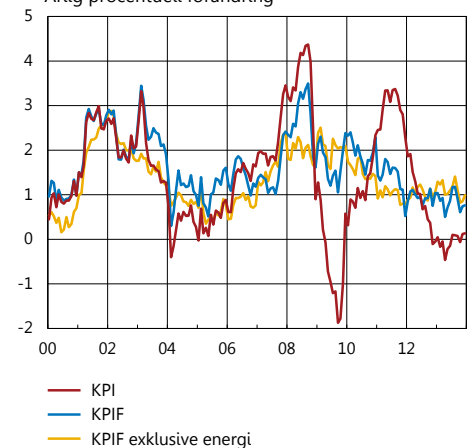
Diagram 3:24. Arbetskostnad per producerad enhet
Årlig procentuell förändring



Anm. Trend för perioden 1994–2017 kv1. Skattad med ett Hodrick-Prescott-filter (lambda = 1600).

Källor: SCB och Riksbanken

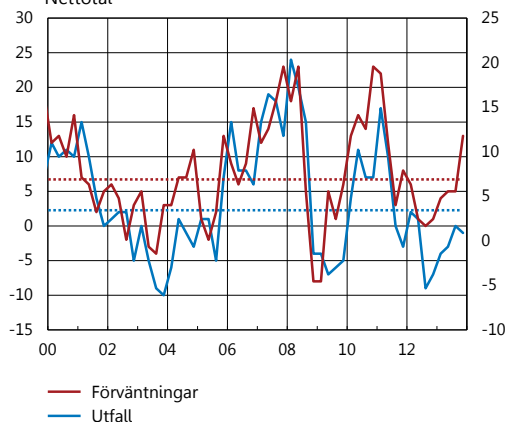
Diagram 3:25. Konsumentpriser
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

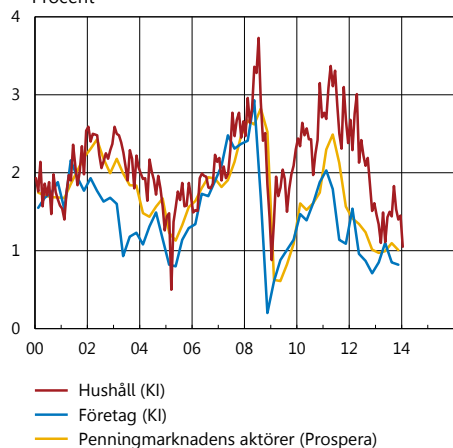
Källa: SCB

Diagram 3:26. Företagens försäljningspriser
Nettotal

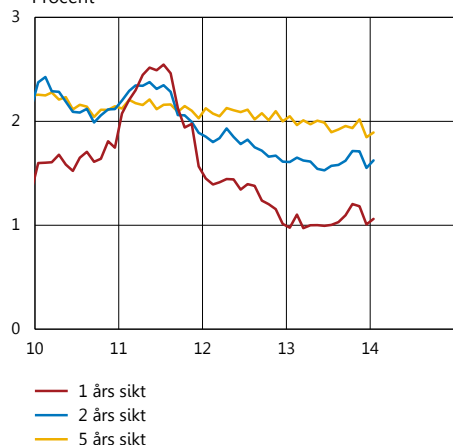


Anm. Nettotal definieras som skillnaden mellan andelen företag som uppgett en ökning av försäljningspriserna och andelen företag som uppgett en minskning. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 1996–2013.

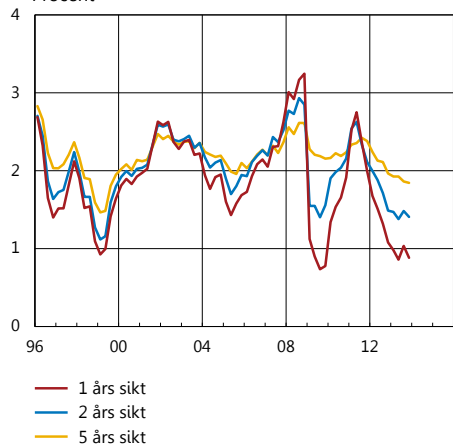
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:27. Inflationförväntningar på ett års sikt
Procent

Anm. Hushåll är på månadsfrekvens, övriga på kvartalsfrekvens.
Källor: Konjunkturinstitutet och TNS SIFO Prospera

Diagram 3:28. Inflationförväntningar bland penningmarknadens aktörer
Procent

Källa: TNS SIFO Prospera

Diagram 3:29. Inflationförväntningar bland samtliga tillfrågade aktörer
Procent

Källa: TNS SIFO Prospera

Varupriserna har tenderat att falla över tid och de senaste åren har minskningarna varit särskilt tydliga. Prisökningstakten på varor blev dock successivt mindre negativ under 2013. Årstakten i december var -0,5 procent, det vill säga i linje med snittet sedan 2000 (se diagram A2).⁹ Tjänstepriserna har ökat med nära 2 procent i genomsnitt per år sedan 2000, men 2013 var ökningstakten betydligt lägre (se diagram A2). I december uppgick den till 1,0 procent, vilket dock var högre än i novembermätningen. Ökningstakten i tjänstepriserna bedöms vara lägre än normalt även första kvartalet 2014, vilket bidrar till att KPIF-inflationen är fortsatt låg.

Enligt Riksbankens företagsundersökning för januari 2014 kommer det låga pristrycket i ekonomin att bestå den närmaste tiden, med endast en knapp övervikt för de företag i näringslivet som planerar att höja sina priser första kvartalet 2014. Precis som i september 2013 planerar dock en tydlig majoritet att höja sina priser det närmaste året, när väl efterfrågan tillåter. Både företagsintervjuerna och producentprisindex pekar på att prisutvecklingen i producentledet för konsumtionsvaror har varit dämpad 2013. Konjunkturbarometern indikerar ändå sedan mer än ett år tillbaka att en majoritet av näringslivets företag räknar med att höja sina priser, men dessa förväntningar har inte infriats utan de utfall företagen allteftersom rapporterat i följande publikationer av Konjunkturbarometern har varit klart lägre (se diagram 3:26). Andelen företag som räknar med att höja försäljningspriserna närmaste månaderna steg kraftigt i januari.

■ Inflationförväntningarna väl förankrade på lång sikt

Enligt Konjunkturbarometern som publicerades i januari förväntar sig hushållen att inflationstakten uppgår till 1,1 procent om 12 månader (se diagram 3:27). Detta innebär att de kortsiktiga inflationförväntningarna har fallit tillbaka sedan publiceringen av den senaste penningpolitiska uppföljningen. Konjunkturbarometern visar att även företagens inflationförväntningar på ett års sikt har sjunkit något den senaste tiden (se diagram 3:27). Enligt Prosperas månadsundersökning som publicerades i januari har inflationförväntningarna bland penningmarknadens aktörer stigit marginellt sedan den penningpolitiska uppföljningen i december (se diagram 3:28).

De kortsiktiga inflationförväntningarna samvarierar normalt med den faktiska inflationen, medan de långsiktiga förväntningarna brukar ligga förankrade nära Riksbankens inflationsmål på två procent. Enligt Prosperas undersökning förväntar sig penningmarknadens aktörer att inflationstakten uppgår till 1,1 procent om ett år, 1,6 procent om två år och 1,9 procent om fem år. Prosperas kvartalsvisa undersökning som vänder sig till flera grupper av aktörer visade fjärde kvartalet 2013 att inflationförväntningarna bland samtliga tillfrågade uppgår till 0,9 procent om ett år, 1,4 procent om två år och 1,8 procent om fem år (se diagram 3:29).

⁹ I fördjupningen "Perspektiv på den låga inflationen" i denna rapport analyseras bland annat den långsamma ökningen i tjänstepriserna.

■ Perspektiv på den låga inflationen

Inflationen blev under fjolåret oväntat låg. Priserna i de flesta undergrupper i KPI ökade långsammare än normalt och inflationen blev tydligt lägre än vad såväl Riksbanken som andra prognosmakare förväntat sig. Till exempel ökade tjänstepriserna långsammare under 2013. Eftersom förändringar i tjänstepriserna tenderar att vara förhållandevis varaktiga bedöms denna nedgång bidra till att hålla tillbaka inflationen under hela 2014. Mot den här bakgrunden reviderade Riksbanken i december ned prognosen för inflationen. Inflationsutvecklingen tycks inte fullt ut kunna förklaras av normala samband med arbetskostnader per producerad enhet och importpriser. Detta kan bero på att efterfrågan har varit svagare än normalt och att osäkerheten om den internationella utvecklingen har varit stor under en lång tid. Under prognosperioden väntas efterfrågeläget normaliseras och osäkerheten minska. Det bör därför bli lättare för företagen att höja priserna.

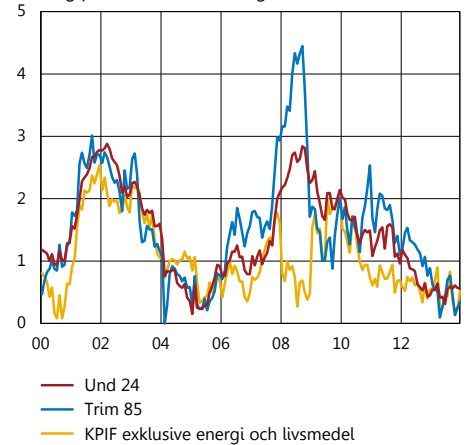
Svag prisutveckling i flera undergrupper

Inflationen är för närvarande låg. Samtliga inflationsmått ligger nu på nivåer som är under sina historiska genomsnitt. Även mått på den underliggande inflationen har sjunkit trendmässigt sedan 2012 eller tidigare, vilket tyder på en bred nedgång i inflationen (se diagram A1).

Det är vanligt att dela upp KPI i varor, tjänster, energi, livsmedel och räntekostnader. Energi- och livsmedelspriser i konsumentledet påverkas i hög grad av råvaruprisutvecklingen på världsmarknaden, vilket motiverar att man ibland vill studera dessa undergrupper separat. Utvecklingen i räntekostnadskomponenten är speciell eftersom den påverkas av förändringar i reporäntan. Kostnaderna utvecklas också olika i olika branscher. Det kostnadsmått som oftast används för att förklara företagets prissättning över tid är arbetskostnader per producerad enhet. Dessa bestäms av utvecklingen i både löner och produktivitet. Arbetskostnader per producerad enhet ökar normalt snabbare i tjänstebanscher än i varubanscher eftersom löneökningarna är ungefär desamma i de olika branscherna medan produktiviteten växer långsammare i tjänstesektorn.¹⁰ Detta är en av huvudförklaringarna till att tjänstepriserna i KPI tenderar att öka snabbare än varupriserna (se diagram A2).¹¹

För de flesta komponenter ökade priserna relativt långsamt under fjolåret (se diagram A2 och diagram A3). Alla undergrupper utom varor hade långsammare prisökningar 2013 än 2012. Varupriserna sjönk visserligen både 2012 och 2013, men fallet dämpades under fjolåret. Av tabell A1 framgår att ökningstakten i energipriserna och

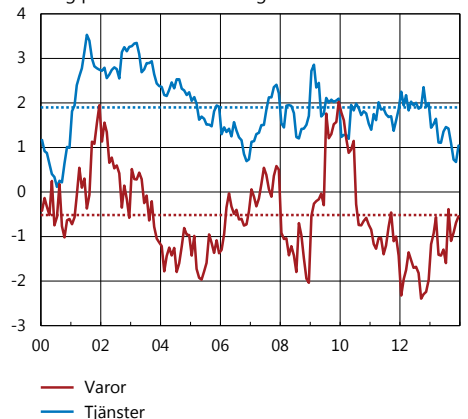
Diagram A1. Mått på underliggande inflation
Årlig procentuell förändring



Anm. Und 24 och Trim 85 är statistiska mått beräknade utifrån KPI uppdelat på cirka 70 undergrupper. Und 24 är sammanvägd med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen. I Trim 85 har de 7,5 procent högsta och de 7,5 procent lägsta årliga prisförändringarna exkluderats.

Källor: SCB och Riksbanken

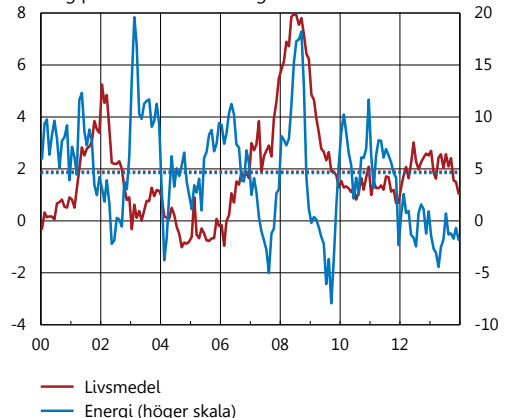
Diagram A2. Varu- och tjänstepriser
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000-2013.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A3. Livsmedels- och energipriser
Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000-2013.

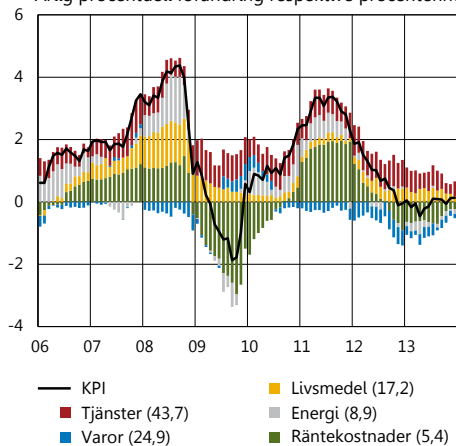
Källor: SCB och Riksbanken

¹⁰ Sedan 1998 har lönerna ökat med i genomsnitt 3,3 procent i tjänstesektorn och 3,4 procent i industrin. En viktig faktor bakom de snarlika ökningstakterna inom olika sektorer är den svenska lönebildningsmodellen. Sedan industriavtalets tillkomst i slutet av 1990-talet har industrins kollektivavtal kommit att fungera som ett riktmärke för övriga avtalsområden på den svenska arbetsmarknaden.

¹¹ För en mer utförlig diskussion om företagens kostnader och prissättning se fördjupningen "Kostnadsutvecklingen och inflationen" i *Penningpolitisk rapport*, juli 2013.

Diagram A4. Bidrag till ökningstakten i KPI

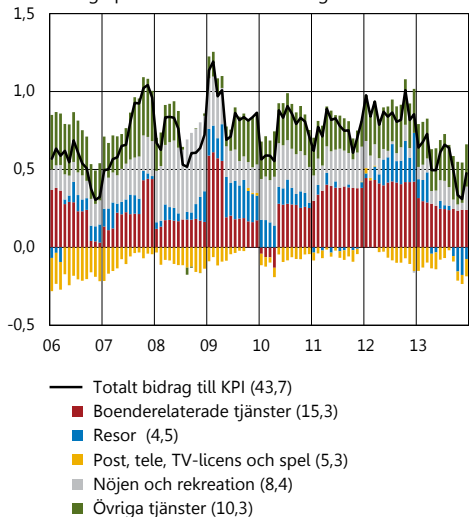
Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Anm. Siffror inom parentes avser vikt i KPI uttryckt i procent.
Källa: SCB och Riksbanken

Diagram A5. Tjänstepriser

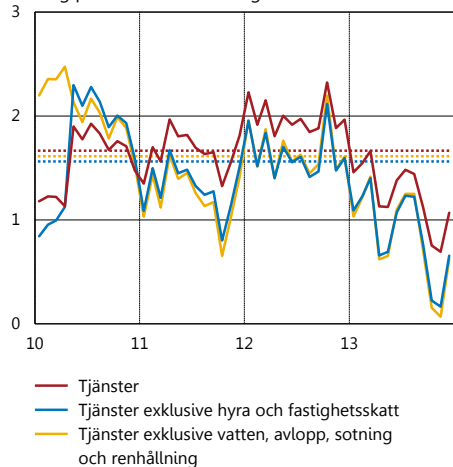
Bidrag i procentenheter till ökningstakten i KPI



Anm. Siffror inom parentes avser vikt i KPI uttryckt i procent.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A6. Tjänstepriser

Årlig procentuell förändring



Anm. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000-2013.
Källor: SCB och Riksbanken

speciellt räntekostnaderna har varierat mer än ökningstakten i övriga priser sedan 2000. Tjänstepriserna är den minst volatila undergruppen. Att ökningstakten i tjänstepriserna varierar mindre än till exempel energi- och varupriser beror bland annat på att kostnaderna i tjänstebranscherna i mindre utsträckning påverkas av volatiliteten i växelkursen och importerade insatsvaror. Tjänstepriserna har visserligen också ett betydande importinnehåll, men andelen import är större i varor än i tjänster.

Tabell A1. Utvecklingen i KPI och dess komponenter

Årlig procentuell förändring

	Vikt Procent	Genomsnitt (per år)			Standard- avvikelse
		2000- 2012	2012	2013	
Tjänster	43,7	2,0	2,0	1,2	0,7
Varor	24,9	-0,5	-1,9	-1,0	1,0
Livsmedel	17,2	1,9	2,2	2,1	2,0
Energi	8,9	5,1	0,2	-1,7	5,1
Räntekostnader	5,4	3,0	6,1	-9,9	18,6
KPI	100	1,5	0,9	0,0	1,3

Källor: SCB och Riksbanken

De olika komponenternas bidrag till ökningstakten i KPI

I diagram A4 visas bidraget till ökningstakten i KPI från de fem undergrupperna. Positiva staplar indikerar ett positivt bidrag till förändringen i KPI under de senaste tolv månaderna medan staplar under nollstrecket indikerar ett negativt bidrag. Bidraget kan tolkas som den årliga ökningstakten i de olika komponenterna multiplicerat med deras respektive vikter i KPI. Det negativa bidraget från räntekostnader är tydligt under 2013 och beror på att reporäntan sänktes under 2012 och 2013 vilket har bidragit till successivt lägre boräntor under de senaste åren. Priser på varor och energi bidrog också negativt till förändringen i KPI under fjolåret medan utvecklingen av priserna på livsmedel och tjänster gav ett positivt bidrag.

Tjänstepriserna ökade med i genomsnitt cirka 2 procent per år mellan åren 2008 och 2012. Under det senaste året har dock ökningstakten fallit successivt och uppgick till 1 procent i december 2013. Den grupp av tjänstepriser som har gett det största positiva bidraget till förändringstakten i KPI under de senaste åren är boenderelaterade tjänster såsom hyror, vatten, avlopp, renhållning och sotning. Det bidraget minskade dock något under 2013. Liksom tidigare år föll priserna inom gruppen post, tele, TV-licens och spel. Prisutvecklingen på resor var volatil, speciellt under slutet av 2013, men bidraget var i genomsnitt svagt positivt sett över hela året (se diagram A5).

Det positiva bidraget till KPI har minskat i samtliga tjänsteprisgrupper 2013 jämfört med 2012. I diagram A6 visas den årliga ökningstakten dels i den aggregerade tjänsteprisgruppen, dels när hyra och andra boenderelaterade tjänster har exkluderats. Samtliga mått i diagram A6 visar att prisökningstakten har dämpats under 2013 och de ligger tydligt under sina historiska genomsnitt. Detsamma gäller om man exkluderar andra priser såsom post och tele och resor.

Varupriserna fortsatte att falla under fjolåret men förändringstakten blev allt mindre negativ. Den var i december nära ett historiskt genomsnitt mätt från 2000. Liksom tidigare år har prisutvecklingen på teknikprodukter bidragit till att hålla ned prisökningstakten på varor (se diagram A7). Under 2013 har också hushållsrelaterade varor såsom hushållstextilier, möbler och andra inredningsartiklar samt hushållsapparater bidragit till en lägre prisökningstakt. Prisutvecklingen på kläder och skor har varit volatil under året men har i genomsnitt bidragit positivt (se diagram A7). De flesta grupper i varuaggregatet har utvecklats på ett likartat sätt och tyder på att prisfallet har dämpats under 2013.

Livsmedelspriserna har sammantaget bidragit positivt till den allmänna prisökningstakten (se diagram A8).¹² Livsmedel rensat för olika mindre prisgrupper uppvisar en likartad utveckling som livsmedelsaggregatet. Trots att de internationella råvarupriserna på livsmedel föll under hela 2013 syntes ingen tydlig dämpning av priserna i producent- och konsumentledet förrän mot slutet av året.

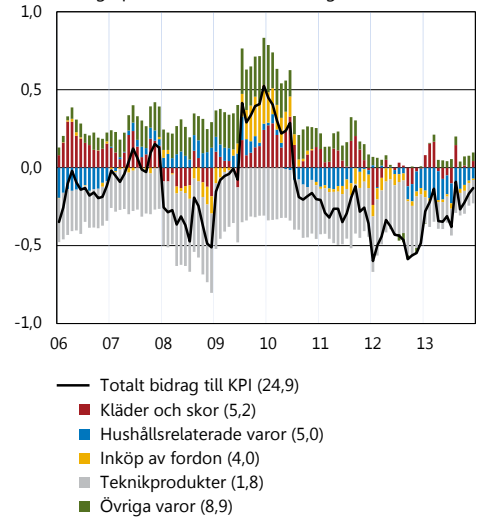
Nedgången i prisökningstakten för olika varor och tjänster i KPI är alltså bred. De flesta undergrupper ökade relativt långsamt under fjolåret i förhållande till historiska genomsnitt och i förhållande till åren 2011 och 2012. Tjänsteprisernas utveckling under 2013 sticker ut, eftersom ökningstakten i den komponenten har varit relativt stabil under de senaste åren. Ökningstakten i tjänstepriserna har inte varit så låg sedan 2007. Man kan fråga sig om den lägre ökningstakten i tjänstepriserna kan leda till en mer utdragen period med låg inflation. Tenderar en dämpning av prisökningstakten för tjänster att bli mer varaktig än för andra prisgrupper?

Hur varaktig är prisökningstakten i de olika komponenterna

Diagram A9 illustrerar ett mått på graden av varaktighet, eller så kallad persistens, i prisökningstakten i de olika komponenterna. Måttet beräknas utifrån skattade parametrar i en tidseriemodell. De olika prisgrupperna är uttryckta i årlig procentuell förändring och modelleras var och en för sig. Diagrammet visar hur snabbt prisökningstakten i de olika komponenterna tenderar att återvända till sin ursprungsnivå efter en förändring. Om en variabel uppvisar en hög grad av persistens tenderar en återgång till den ursprungliga ökningstakten att ta lång tid. Om persistensen istället är låg går anpassningen snabbare. Som framgår av resultatens uppvisar räntekostnader den högsta graden av persistens enligt detta mått. Först efter

Diagram A7. Varupriser

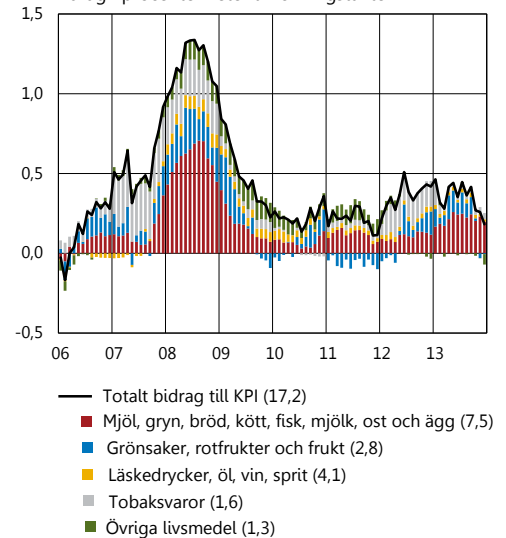
Bidrag i procentenheter till ökningstakten i KPI



Anm. Siffror inom parentes avser vikt i KPI uttryckt i procent.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A8. Livsmedelspriser

Bidrag i procentenheter till ökningstakten i KPI

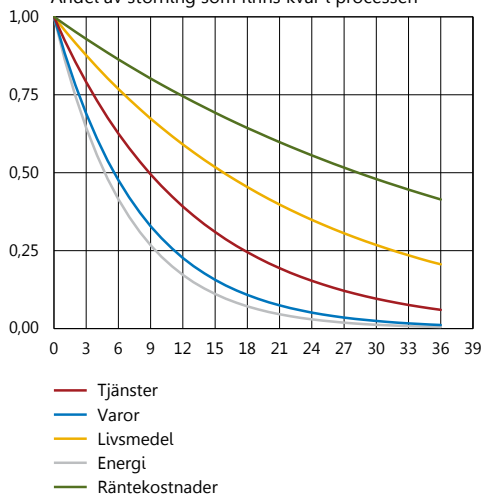


Anm. Siffror inom parentes avser vikt i KPI uttryckt i procent.
Källor: SCB och Riksbanken

¹² Den prisgrupp inom livsmedel som gav det största positiva bidraget under 2013 var köttvaror följt av mjölk, ost och ägg. Kaffe, te och kakao har samtidigt bidragit till en lägre prisökningstakt på livsmedel.

Diagram A9. Grad av varaktighet

Andel av störning som finns kvar i processen

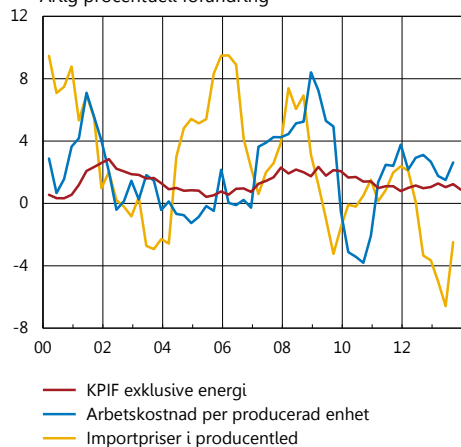


Anm. Horisontell axel indikerar antal månader.

Källa: Riksbanken

Diagram A10. KPIF exklusive energi, arbetskostnad per producerad enhet och importpriser i producentled

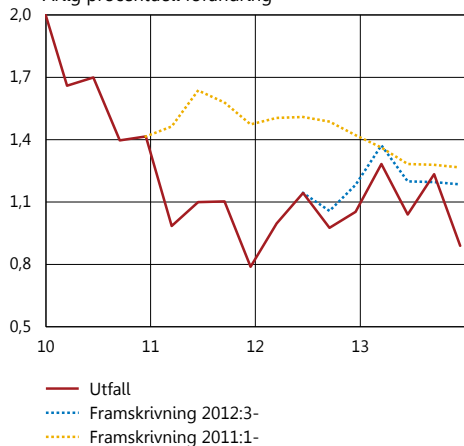
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Diagram A11. Utfall och prognos av KPIF exklusive energi

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

cirka 30 månader har halva effekten av en störning försvunnit. Resultatet beror på att en förändring i boräntorna per konstruktion påverkar denna komponent under en mycket lång tid, eftersom cirka hälften av stocken av bolån utgörs av bundna bostadslån. Även prisökningstakten på livsmedel uppvisar en hög grad av persistens. Energi-komponenten uppvisar den lägsta graden av persistens. Halva effekten av en störning har försvunnit redan efter 5 månader. Även prisökningstakten för varor har en låg grad av persistens, medan skattningarna tyder på att tjänstepriser har en något högre persistens.¹³ Enligt resultaten har halva effekten av en störning försvunnit efter 6 månader för varupriser och efter 9 månader för tjänstepriser.

Resultaten antyder att nedgången i prisökningstakten på tjänster den senaste tiden kan bidra till att hålla tillbaka inflationen den närmaste tiden, eftersom förändringar i tjänstepriserna tenderar att vara något mer varaktiga än förändringar i varupriserna. Men skillnaden är liten och den här typen av skattningar är osäkra.¹⁴

Går inflationsutvecklingen det senaste året att förklara utifrån vanliga historiska samband?

Sedan 2011 har arbetskostnaderna per producerad enhet stigit med drygt 2 procent per år. Samtidigt har importpriserna fallit under det senaste året, även om förändringstakten har blivit allt mindre negativ (se diagram A10).

Ett sätt att undersöka om inflationsutvecklingen går att förklara med hjälp av dessa variabler är att skatta ett historiskt samband där arbetskostnader per producerad enhet och importpriser ingår som förklarande variabler. Skattningen kan sedan användas för att skriva fram inflationen utifrån utvecklingen i de förklarande variablerna. I diagram A11 visas utfallet och framskrivningarna av KPIF exklusive energi de senaste tolv respektive sex kvartalen.¹⁵ Ökningstakten i detta inflationsmått har blivit lägre den senaste tiden än vad genomsnittliga samband visar. Detta tyder på att företagen i mindre utsträckning än normalt har fört över sina kostnadsökningar på konsumenterna.

Ett annat sätt att undersöka om företagen har fört över sina kostnader är att titta på utvecklingen av den så kallade vinstandelen.¹⁶ Vinstandelen i näringslivet representerar den del av förädlingsvärdet som inte utgörs av arbetskostnader. Om priserna stiger långsammare än kostnaderna sjunker normalt företagets vinster. I Nationalräkenskaperna motsvaras detta av att vinstandelen sjunker.¹⁷

¹³ Om tidsseriemodellerna istället skattas på data för perioden januari 1995 till december 2008 blir skillnaden i persistens mellan varu- och tjänstepriser mycket liten.

¹⁴ Modellen är en så kallad autoregressiv modell av första ordningen, AR(1). Skattningsperioden är januari 2000 till december 2013.

¹⁵ KPIF påverkas direkt av utvecklingen i energipriser och räntor, därför används istället det underliggande inflationsmålet KPIF exklusive energi i analysen. Regressioner för kvartalsförändringen i KPIF exklusive energi har skattats från 1995 till och med fjärde kvartalet 2010 respektive andra kvartalet 2012. De skattade sambanden används sedan för att göra framskrivningar från och med första kvartalet 2011 respektive tredje kvartalet 2012. Förklarande variabler är arbetskostnader per producerad enhet och importpriser i producentledet uttryckta som fyra kvartals glidande medelvärde av den kvartalsvisa procentuella förändringen.

¹⁶ Med vinstandel avses bruttoöverskottets andel av förädlingsvärdet i näringslivet enligt nationalräkenskaperna och beräknas som 1 minus arbetskostnadens andel av det totala förädlingsvärdet i löpande pris. För en mer utförlig diskussion om vinstandelen och inflationsutvecklingen se kapitel 2 i denna rapport.

¹⁷ Eftersom insatsförbrukning inte inkluderas i förädlingsvärdet motsvaras kostnader i detta fall enbart av arbetskostnader.

I nuläget är vinstandelen i näringslivet lägre än sitt historiska genomsnitt. Detsamma gäller om man studerar olika sektorer separat (se diagram A12). Vinstandelen är speciellt låg i varuproducerande branscher, där den svaga konjunkturen i omvärlden och kronans tidigare förstärkning har inneburit minskade exportintäkter. Enkät svar från Konjunkturinstitutets Konjunkturbarometer visar också att företagen är mindre nöjda med vinstläget nu än normalt (se diagram A13). En tolkning av detta är att företagen är försiktiga med att höja priser när konjunkturen är svag i Sverige och i omvärlden. Detta bekräftar bilden av att företagen inte har fört över kostnadsökningar till konsumentpriserna.

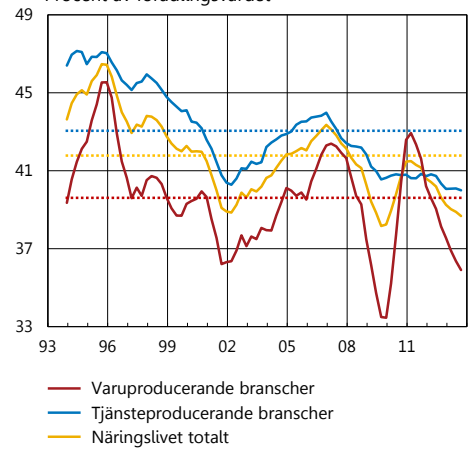
Inflationen stiger under prognosperioden

Nedgången i prisökningstakten i KPI är bred. De flesta undergrupperna ökade långsamt under fjolåret, men tjänsteprisernas utveckling under 2013 sticker ut eftersom ökningstakten i den komponenten har varit relativt stabil under de senaste åren. I december reviderade Riksbanken ned prognosen för inflationen. Förändringar i tjänstepriserna tenderar att vara något mer varaktiga än förändringar i till exempel varupriser. Nedgången bedömdes därmed bidra till att hålla tillbaka inflationen under 2014.

Den låga inflationen tycks inte fullt ut kunna förklaras av normala samband med arbetskostnader per producerad enhet och importpriser. En viktig förklaring till den låga inflationen bedöms vara att företagen på grund av det svaga efterfrågeläget har haft svårt att höja sina priser i samma takt som deras kostnader har ökat. Denna bild stöds av Riksbankens företagsundersökningar där företagen uppger att prisökningarna har dämpats som en följd av en svag efterfrågan och hård prispress.

I Riksbankens prognos stiger vinstandelen i näringslivet de kommande åren (se diagram A14). Detta sammanfaller dels med en konjunkturrell uppgång i produktivitetstillväxten, dels med en starkare efterfrågan som medger högre prispåslag. Inflationen bedöms därför stiga successivt.

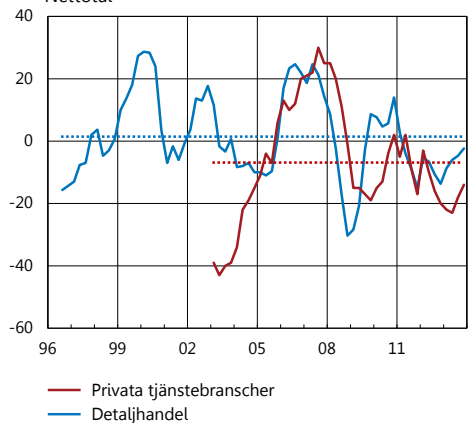
Diagram A12. Vinstandelar i näringslivet
Procent av förädlingsvärdet



Anm. Fyra kvartals glidande medelvärde. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 1994-2013.

Källa: SCB

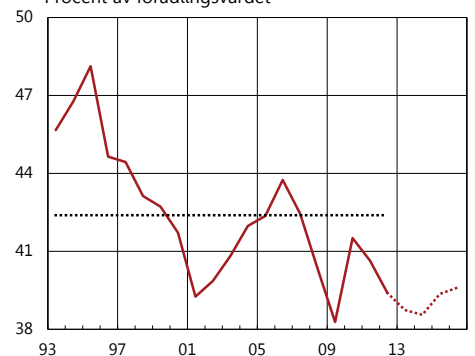
Diagram A13. Lönsamhetsomdöme
Nettotal



Anm. Netttotal definieras som skillnaden mellan andelen företag som uppgett en ökning av lönsamheten och andelen företag som uppgett en minskning. Streckade linjer avser genomsnitt för perioderna 1996 kv3 - 2013 kv4 respektive 2003 kv1 - 2013 kv4.

Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram A14. Vinstandel i näringslivet
Procent av förädlingsvärdet

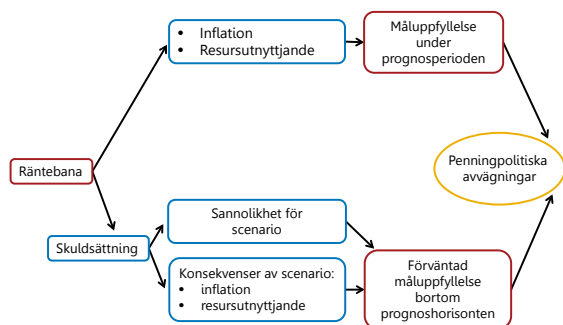


Anm. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 1993-2012 och Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken

■ Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning

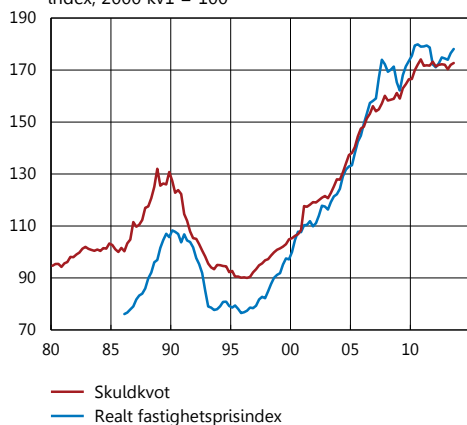
Diagram A15. Schematisk skiss över penningpolitisk avvägning med hänsyn till hushållens skuldsättning



Källa: Riksbanken

Diagram A16. Hushållens skulder och reall fastighetsprisindex

Procent av disponibel inkomst respektive index, 2000 kv1 = 100



Anm. Fastighetsprisindex deflaterad med KPIF och sedan beräknad som index 2000 kv1 = 100.

Källor: SCB och Riksbanken

En aktuell fråga i den penningpolitiska diskussionen handlar om hur penningpolitiken ska förhålla sig till uppbyggnaden av finansiella obalanser. Den finansiella krisen har i flera länder visat att dessa obalanser ofta rättas till på ett abrupt och drastiskt sätt och att de realekonomiska kostnaderna kan bli mycket stora. I Sverige har diskussionen främst handlat om hushållens skuldsättning, som ökat kraftigt de senaste 15 åren. Riksbanken har tidigare resonerat kring varför det kan finnas skäl för penningpolitiken att beakta obalanser och redovisat en enkel tankeram för hur det kan gå till i praktiken. Ett första steg i en sådan analys är att uppskatta hur förändringar i reporäntan påverkar hushållens skulder. I ett andra steg görs en bedömning av hur mycket detta i sin tur påverkar risker för ogynnsamma utfall i framtiden. Denna fördjupning fokuserar på det första av dessa steg och visar en kvantifiering av sambandet mellan reporäntan och hushållens skulder.

Penningpolitiken kan behöva beakta långsiktiga risker

Sedan 1990-talet har Riksbanken bedrivit vad som brukar kallas för en flexibel inflationsmålpolitik. Detta innebär att Riksbanken stabiliserar inflationen kring målet på 2 procent samtidigt som man strävar efter att stabilisera produktion och sysselsättning kring långsiktigt hållbara utvecklingsbanor.¹⁸ Frågeställningen om penningpolitiken även ska ta hänsyn till uppbyggnaden av finansiella obalanser har diskuterats en längre tid. Den finansiella krisen 2008-2009 innebar att denna diskussion fördjupades, både i Sverige och i omvärlden.

I en fördjupning i den penningpolitiska rapporten i juli 2013 beskrevs att en hög skuldsättning kan göra ekonomin mer sårbar så att effekten av en störning blir stor.¹⁹ Vid riktigt stora störningar och en snabb uppbyggnad av skulder kan dessutom den finansiella stabiliteten komma att hotas, något som också tydliggjordes i flera länder under den finansiella krisen. I fördjupningsrutan beskrevs en enkel tankeram för hur penningpolitiken kan behöva beakta de risker som är förknippade med obalanser som, bland annat, kan uppkomma genom en hög skuldsättning, se diagram A15. En viktig fråga i detta sammanhang är hur penningpolitiken påverkar skuldsättningen.²⁰ I denna fördjupning diskuterar vi därför hur man kan mäta reporäntans effekt på hushållens skulder och hur stora dessa effekter kan tänkas vara.

¹⁸ Se *Penningpolitiken i Sverige*, 2010. Sveriges riksbank.

¹⁹ Se *Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen. Fördjupning i Penningpolitisk rapport*, februari 2013. Sveriges riksbank.

²⁰ En annan viktig fråga som behandlades i fördjupningen i den penningpolitiska rapporten i juli 2013 var hur mycket riskerna ökar med en högre skuldsättning. Denna fråga behandlas dock inte i denna fördjupning.

Kopplingen mellan realräntan, huspriser och skulder

Hushållens skuldsättning hänger nära samman med husprisernas utveckling eftersom köp av bostäder oftast finansieras med lån. I diagram A16 framgår exempelvis att både huspriser och hushållens skuldsättning ökade trendmässigt från mitten av 1990-talet, men har stannat av i samband med finanskrisens utbrott. Det finns en rad olika faktorer som förklarar att både huspriser och skuldsättning har ökat. Förändringar i skatter, ett förhållandevis lågt byggande och demografiska faktorer har bidragit.²¹ En annan viktig förklaring är att realräntan har sjunkit sedan mitten av 1990-talet. Av diagram A17 framgår att både den långa reala statsobligationsräntan och den långa reala bolåneräntan efter skatt har fallit sedan mitten av 1990-talet. Eftersom detta till stor del har varit en varaktig förändring av realräntan bör detta ha haft en stor effekt på både huspriser och skulder. Anledningen är att huspriser och skulder inte bara bestäms av dagens reala ränta utan även på förväntningar om den framtida realräntan. Det spelar därför en stor roll om förändringen i realräntan upplevs som tillfällig eller varaktig.²²

Ett sätt att illustrera den effekt på skuldkvoten som skulle kunna uppstå om realräntan varaktigt förändras, är att beräkna denna i en modell. I diagram A18 visas hur ett sådant samband mellan den långsiktiga reala räntan och den långsiktiga skuldkvoten kan se ut.²³ Enligt denna typ av beräkning kan en förändring av den långsiktiga reala räntan ha en betydande effekt på skuldkvoten, särskilt om realräntan redan är låg. I modellen ökar den långsiktiga skuldkvoten från drygt 150 procent till nästan 200 procent om den långsiktiga realräntan minskar från två procent till en procent.

Hushållens skulder och förändringar av reporäntan

På lång sikt bestäms realräntan av den genomsnittliga produktivitetstillväxten i ekonomin och inte av penningpolitiken. På kortare sikt så kommer dock en förändring av reporäntan att påverka realräntan, eftersom den allmänna prisnivån anpassar sig långsamt. Hur mycket detta i sin tur påverkar utvecklingen av skuldsättningen beror dels på hur varaktig hushållen uppfattar att ränteförändringen kommer att vara, dels på hur lång horisont hushållen har för sitt bostadsägande och skuldsättning. Om hushållen uppfattar förändringen i räntan som tillfällig och har en lång horisont för sitt ägande av bostaden så bör effekterna av ränteförändringen på skuldsättningen bli ganska små.²⁴

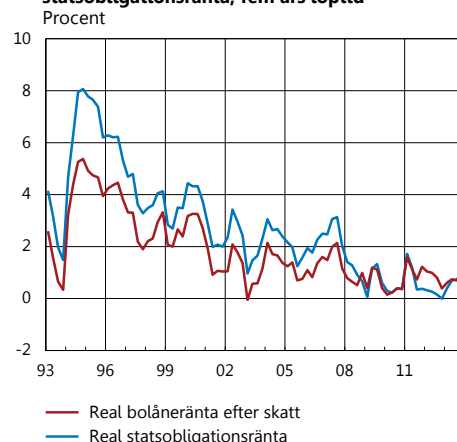
²¹ Se Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, 2011. Sveriges riksbank. Se även Hansen Sten, Förklaringar till utvecklingen av hushållens skuldsättning sedan mitten av 1990-talet. *Samverkansrådets analysgrupp underlagspromemoria PM 1*. Finansinspektionen. Se också Alsterlind Jan, Ulf Holmberg, Kristian Jönsson, Björn Lagerwall och Jakob Winstrand, Risker för makroekonomin och den finansiella stabiliteten av utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna. *Samverkansrådets analysgrupp underlagspromemoria PM 6*. Sveriges riksbank.

²² Se Svensson Lars E. O. (2013), "The Effect on Housing Prices of Changes in Mortgage Rates and Taxes", *Working Paper*, Swedish Institute for Financial Research. Se också Alsterlind Jan, Ulf Holmberg, Kristian Jönsson, Björn Lagerwall och Jakob Winstrand, Risker för makroekonomin och den finansiella stabiliteten av utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna. *Samverkansrådets analysgrupp underlagspromemoria PM 6*. Sveriges riksbank.

²³ Beräkningarna är gjorda i den jämviktsmodell som presenteras i Walentin Karl (2013), "Housing collateral and the monetary transmission mechanism", under publicering i *Scandinavian Journal of Economics*. Själva jämviktsrelationen i denna modell gäller mellan realräntan och skulderna som andel av BNP. Genom att anta en konstant relation mellan hushållens disponibla inkomster och BNP har resonemanget översatt till ett samband mellan realränta och skuldkvot, här uttryckt som andel av de disponibla inkomsterna.

²⁴ Se Svensson Lars E. O. (2013), "Leaning Against the Wind Leads to a Higher (Not Lower) Household Debt-to-GDP Ratio", *Working paper*, Swedish Institute for Financial Research.

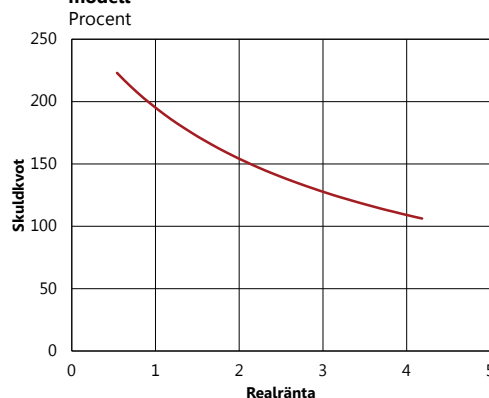
Diagram A17. Real bolåneränta efter skatt och real statsobligationsränta, fem års löptid



Anm. Räntorna definierade som ex-post realränta, mätt med den faktiska årtiga förändringen av KPIF.

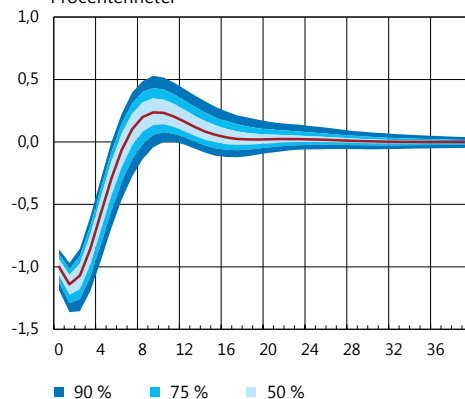
Källa: Riksbanken

Diagram A18. Sambandet mellan långsiktig skuldkvot och långsiktig realränta i en allmän jämviktsmodell



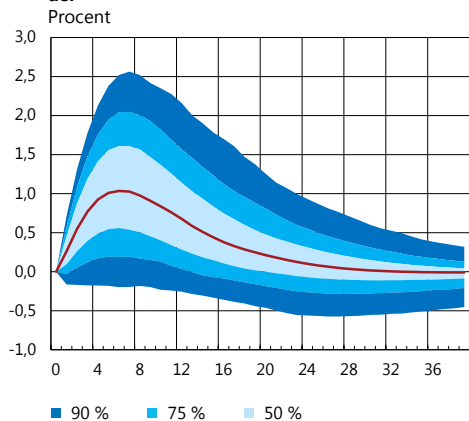
Källa: Riksbanken

Diagram A19. Förändring av reporäntan



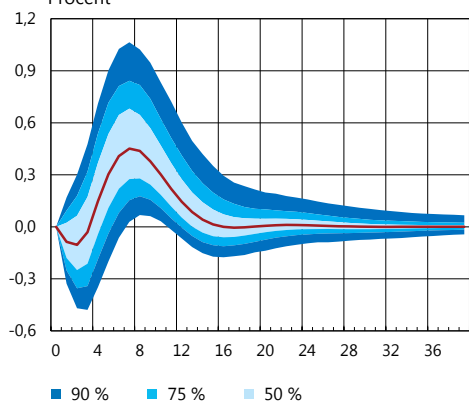
Anm. Diagrammet visar effekten på reporäntan av en oförväntad sänkning med en procentenhet under ett kvartal. De blå fälten visar 90, 75 respektive 50 procentiga osäkerhetsintervall för denna effekt. Den horisontella axeln avser antal kvartal efter att chocken inträffar.

Källa: Riksbanken

Diagram A20. Förändring av hushållens reala skulder

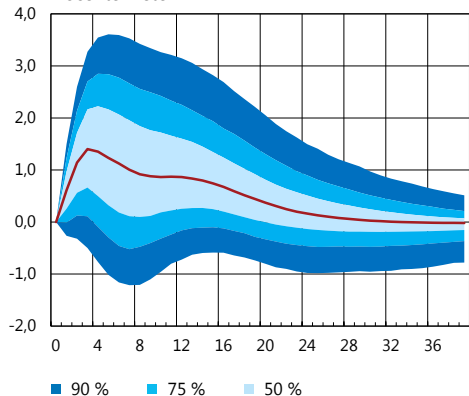
Anm. Diagrammet visar effekten på reala skulder av en oförväntad sänkning av reporäntan med en procentenhet under ett kvartal. De blå fälten i figuren visar 90, 75 respektive 50 procentiga osäkerhetsintervall för denna effekt. Den horisontella axeln avser antal kvartal efter att chocken inträffar.

Källa: Riksbanken

Diagram A21. Förändring av BNP

Anm. Diagrammet visar effekten på real BNP av en oförväntad sänkning av reporäntan med en procentenhet under ett kvartal. De blå fälten i figuren visar 90, 75 respektive 50 procentiga osäkerhetsintervall för denna effekt. Den horisontella axeln avser antal kvartal efter att chocken inträffar.

Källa: Riksbanken

Diagram A22. Förändring av skulderna i relation till hushållens disponibelinkomster

Anm. Diagrammet visar effekten på skuldkvoten av en oförväntad sänkning av reporäntan med en procentenhet under ett kvartal. De blå fälten i figuren visar 90, 75 respektive 50 procentiga osäkerhetsintervall för denna effekt. Skuldkvoten är omvandlad till skulder i förhållande till de disponibla inkomsterna genom att anta att reporäntans effekt på disponibelinkomsterna är samma som för BNP. Responsen är sedan omvandlad från procent till procentenheter genom att multiplicera med en skuldkvot som i utgångsläget antas vara 173 procent. Den horisontella axeln avser antal kvartal efter att chocken inträffar.

Källa: Riksbanken

Om hushållen å andra sidan uppfattar (rätt eller fel) att ränteförändringen är varaktig, eller har en kort horisont för sitt ägande, kan effekterna bli större.²⁵ Ett extremfall är att hushållen uppfattar förändringen som permanent, vilket kan resultera i mycket stora effekter enligt diagram A18. För att se hur det förhåller sig i praktiken måste man analysera faktiska data över hushållens skulder.

En metod för att mäta reporäntans effekt på skulderna

Ett vanligt sätt att undersöka vilken effekt en förändring av styrräntan har på variabler som BNP-tillväxt och inflation är att använda en tidsseriemodell. Slutsatsen av denna typ av analys brukar vara att både BNP och inflation stiger under en tid efter en tillfällig sänkning av styrräntan.²⁶ Med hjälp av denna metod kan man på samma sätt även analysera styrräntans effekter på andra variabler, som exempelvis hushållens skulder.

Riksbanken använder olika metoder för att mäta reporäntans effekt på såväl tillväxt och inflation som på skulder. En av dessa metoder är den tidsseriemodell som redovisas i en studie av Laséen och Strid (2013).²⁷ Modellen är en vektorautoregressiv (VAR) modell som inkluderar utländska variabler (som är viktiga för en liten öppen ekonomi som den svenska), (real) BNP, KPIF-inflation, reala huspriser och reala skulder samt reporäntan.²⁸ Analysen visar att effekten på BNP av en förändring av reporäntan liknar den man får i Riksbankens makromodell Ramses.²⁹

Hur stor blir då effekten i VAR-modellen av en förändring av reporäntan på hushållens skulder? Diagram A19 visar en sänkning av reporäntan med en procentenhet som gradvis går tillbaka. I diagram A20-diagram A22 visas effekterna av den oförväntade, tillfälliga förändringen av reporäntan.³⁰ Vilka effekter detta får på de reala skulderna visas i diagram A20. Där syns att sänkningen av reporäntan medför att de reala skulderna ökar som mest med ungefär en procent. Effekten på skulderna är långvarig men inte permanent.³¹

I diagram A21 framgår att BNP ökar som mest med cirka 0,5 procent då reporäntan sänks på det sätt som visas i Diagram A19. Skuldkvoten, uttryckt som skulder i relation till hushållens disponibelinkomster ökar med nästan 1,5 procentenheter som mest då reporäntan sänks med en procentenhet, se diagram A22.

²⁵ Resonemanget här gäller främst efterfrågan på krediter. Det kan även vara så att också utbudet på krediter kan påverkas om banker och andra finansiella intermediärer uppfattar ränteförändringar som mer varaktiga än vad de i själva verket är.

²⁶ Christiano Lawrence J, Martin Eichenbaum och Charles L. Evans (1998), "Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?", *Handbook of Macroeconomics Volume 1A*. North-Holland Elsevier.

²⁷ Se Laséen Stefan och Ingvar Strid (2013), "Debt Dynamics and Monetary Policy: A Note", *Working Paper* nr 283. Sveriges riksbank.

²⁸ I VAR-modellen används en metod för att identifiera effekten av penningpolitiken som är vanlig inom den akademiska litteraturen och beskrivs i Laséen och Strid (2013). Kortfattat bygger denna metod på en s.k. Choleski uppdelning av modellens kovariansmatris. Variablem utom inflationen uppträder dessutom i nivå, vilket innebär att penningpolitiken, enligt dessa identifierande antaganden, inte har någon långsiktig effekt på real BNP, reala skulder eller reala huspriser. Däremot kommer penningpolitiken att påverka själva prisnivån även om inflationstakten går tillbaka till den ursprungliga.

²⁹ Se Adolfson Malin, Stefan Laséen, Lawrence Christiano, Mathias Trabandt och Karl Walentin (2013), "Ramses II – Model Description", *Occasional paper* nr 12. Sveriges riksbank.

³⁰ Resultaten här bygger på den analys som presenteras i Laséen och Strid (2013).

³¹ I dynamiska modeller tenderar själva experimentet att spela roll för hur stora effekter det blir fråga om. Detta är en ofta underskattad orsak till att det kan råda skillnader mellan resultat i olika studier.

Hur säker kan man vara på modellens resultat?

Analysmetoder som använder historiska data för att exempelvis mäta effekten av penningpolitiken tenderar att vara osäkra, och det finns en rad olika källor till denna osäkerhet.

En anledning är att den tidsperiod man studerar kan vara avgörande för hur stora effekter man får. Som en robusthetskontroll har modellen även skattats över olika långa tidsperioder. Detta ändrar dock inte resultaten i någon avsevärd mening. Inte heller olika definitioner av skulder eller andra förändringar av modellen ser ut att påverka resultaten märkbart.³²

Det finns även andra källor till osäkerhet. I diagram A19-diagram A22 visar de blå fälten i figurerna den osäkerhet om reporäntans effekt som beror på att modellens parametrar måste skattas. De hel-dragna linjerna visar den mest troliga effekten men de blå fälten i figurerna illustrerar att effekten både kan bli större och mindre. I diagram A22 syns att det finns en hel del osäkerhet i resultaten för effekten på skuldkvoten. Det går inte att utesluta att kvoten till och med kan falla då reporäntan sänks, men det mest troliga är att den ökar.³³

I diskussioner om penningpolitiken har det framkommit argument för att en sänkning av reporäntan skulle minska skuldkvoten.³⁴ Detta resonemang bygger på att reporäntans effekt är relativt stor på inflation och BNP medan reporäntans effekt på skulder är liten. Det här resonemanget verkar dock inte stämma särskilt väl med mönstren i faktisk data.³⁵ Även om resultaten från modellen inte utesluter denna typ av resonemang så indikerar analysen av faktiska skulldata snarare åt att man lånar så pass mycket mer när räntan sänks så att denna effekt överväger de positiva effekterna på BNP, och skuldkvoten ökar.³⁶

Modellen kan underskatta reporäntans effekt på skulderna

De effekter som reporäntan har på skulderna enligt de här skattningsarna bygger på att förändringen i reporäntan är tillfällig. Enligt argumenten ovan skulle en varaktig förändring av räntan få en mycket större effekt på skuldsättningen. En risk med att hålla reporäntan låg under en längre tid är att detta kan påverka hushållens förväntningar om det framtida ränteläget så att de överskattar hur länge räntorna kommer att vara låga. I ett sådant fall kan reporäntans effekter mer likna de som redovisas i diagram A18. Per konstruktion fångar modellen endast den normala, kortsiktiga, effekten och riskerar då att underskatta effekten av reporänteförändringar på skulderna (och även på andra variabler).

³² Se Laséen och Strid (2013) för en diskussion.

³³ Själva boräntemarginalen kan också påverka skulderna. Detta visas i Walentin Karl (2013), "Business Cycle Implications of Mortgage Spreads", *Working Paper* nr 275. Sveriges riksbank.

³⁴ Se Svensson Lars E. O. (2013), "Leaning Against the Wind Leads to a Higher (Not Lower) Household Debt-to-GDP Ratio", *Working paper*, The Institute for Financial Research.

³⁵ Se Laséen och Strid (2013) för en diskussion av detta. VAR-modellens resultat ligger i linje med Iacoviello Matteo och Raoul Minetti (2008), "The Credit Channel of Monetary Policy: Evidence from the Housing Market", *Journal of Macroeconomics*, Vol. 53 No. 8, s. 69-96. Författarna undersöker bland annat hur skulder reagerar på en förändring av penningpolitiken i Finland, Tyskland, Norge och Storbritannien.

³⁶ Resultaten tyder på att hushållen aktivt väljer skuldnivå, belåningsgrad, refinansiering och amorteringar och att dessa val kan styras av cykliska faktorer. Se Hui, Michael Michaux, och Nikolai Roussanov (2013), Houses as ATMs? "Mortgage Refinancing and Macroeconomic Uncertainty", *NBER Working Paper* No. 19421 för en diskussion om vilka faktorer som bestämmer de amerikanska hushållens finansieringsbeslut.

En annan viktig aspekt är att resultaten här speglar ett genomsnittligt samband. Det kan vara så att reporäntans effekt på skulderna är annorlunda i exempelvis en lågkonjunktur än i en högkonjunktur eller att räntans nivå kan spela en roll. Analyser som baseras på en genomsnittlig effekt kan då lätt leda fel.

Flera politikområden behöver samverka för att minska riskerna med skuldsättningen

I en fördjupningsruta i den penningpolitiska rapporten i juli 2013 diskuterades hur penningpolitiken kan behöva väga in risker som är förknippade med finansiella obalanser, exempelvis hög skuldsättning.³⁷ Om penningpolitiken har en tillräckligt stor inverkan på skulderna kan den bidra till att minska de långsiktiga riskerna för ekonomin. Det är därför viktigt att bilda sig en uppfattning om hur stor effekt en förändring av reporäntan har på skulderna.

Denna fördjupning redogör för en uppskattning av hur reporäntan påverkar skulder. Resultaten tyder på att en sänkning av reporäntan ökar både hushållens reala skulder och real BNP och att förändringen i skulderna normalt överstiger förändringen av BNP så att skuldkvoten stiger när reporäntan sänks. Enligt skattningarna skulle större förändringar i reporäntan kunna påverka kvoten med ett antal procentenheter under en begränsad tid.

Hushållens skulder är idag på en hög nivå och förväntas stiga ytterligare. För att hantera de risker som är förknippade med hushållens skuldsättning behöver flera politikområden samverka. Framväxten av makrotillsyn som ett nytt politikområde innebär nya möjligheter att motverka risker.³⁸ Men kunskapen om makrotillsynsverktygens effektivitet är ännu relativt begränsad. I takt med att olika makrotillsynsåtgärder vidtas ökar dock kunskapen om vilka åtgärder som är mest effektiva och om hur olika politikområden bäst samverkar.

³⁷ Se Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen. Fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, juli 2013. Sveriges riksbank.

³⁸ Se Makrotillsyn och penningpolitik. Fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, oktober 2013. Sveriges riksbank.

■ Anpassningen i euroområdet: en uppdatering

BNP i euroområdet växer igen men vägen till en långsiktig hållbar situation är lång. Den här fördjupningen granskar hur långt man har kommit i anpassningen av obalanserna inom området med fokus på konkurrenskraft, offentliga finanser och banker. Genomgången visar att de länder som är eller har varit föremål för stödprogram har tagit steg i rätt riktning men att stora anpassningsbehov kvarstår. Därför finns det anledning att förvänta sig en förhållandevis svag tillväxt i euroområdet under de närmaste åren.

Stora obalanser i flera euroländer

Under åren före den globala finansiella krisen uppvisade några av euroländerna stora och växande bytesbalansunderskott (se diagram A23). Värdet av dessa länders samlade konsumtion och investeringar översteg med andra ord värdet av deras egen produktion i allt större utsträckning.³⁹ Länderna kunde finansiera underskotten eftersom tillgången på utländskt kapital var god. Det resulterade främst i en privat skulduppbyggnad, men i vissa länder, till exempel Grekland och Portugal, växte även den offentliga skulden. Penningpolitiken, som utformades för euroområdet som helhet, kunde inte motverka det kostnadstryck som uppstod i länderna med stora kapitalinflöden och på flera håll uppstod dessutom en ohållbar fastighetsprisutveckling.

I den globala finanskrisens spår minskade tillgången på kapital i dessa länder. Räntorna steg, fastighetsmarknaderna kraschade i flera länder och de offentliga underskotten steg snabbt. Ett antal euroländer befann sig sedan i en situation med en mycket svag nettoställning mot utlandet⁴⁰ (se diagram A24) med en hög offentlig och privat skuldsättning (se diagram A25 och diagram A26), svaga balansräkningar i banksektorn och en försämrad konkurrenskraft till följd av de alltför snabba kostnadsökningarna. De senaste åren har många länder försökt komma till rätta med denna situation.

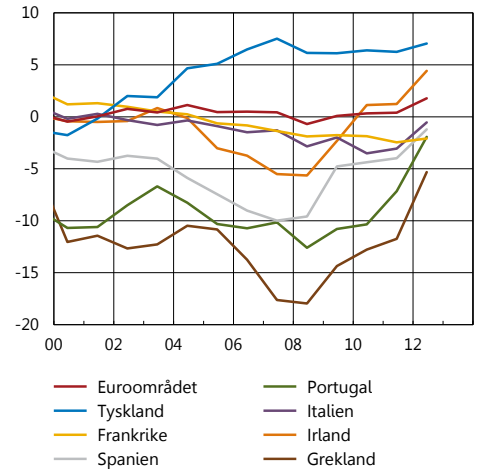
I den här fördjupningen analyseras hur långt de mest utsatta euroländerna har kommit i anpassningen av konkurrenskraft, offentliga finanser och bankernas balansräkningar.⁴¹ I fokus står de länder som är eller har varit föremål för stödprogram, det vill säga Grekland, Irland, Portugal och Spanien; samt Italien som har en del problem som påminner om de övriga ländernas, inte minst en hög offentlig skuldkvot. I det nedanstående kallas dessa fem länder för de skuldtyngda länderna. Vid några tillfällen kommenteras även utvecklingen

³⁹ Bytesbalansen är ett mått på ett lands nettosparande mot omvärlden. Den kan uttryckas som skillnaden mellan bruttonationalinkomsten och summan av konsumtion och investeringar (plus nettot av löpande transfereringar som bland annat innefattar EU-avgifter, livsmedels- och katastrofbistånd). Den uttrycks ofta som summan av nettot av exporten och importen av varor och tjänster och nettot av faktorinkomster till och från utlandet (plus nettot av löpande transfereringar). För en närmare beskrivning, se Sparsamma hushåll har skapat ett stort överskott i den svenska bytesbalansen. Fördjupning i *Konjunkturläget*, mars 2011. Konjunkturinstitutet.

⁴⁰ Nettoställningen mot utlandet är skillnaden mellan ett lands samlade tillgångar i utlandet och dess samlade skulder till utlandet. Förutom olika typer av låneinstrument ingår valutareserv, aktier och finansiella derivat. Nettoställningen mot utlandet påverkas främst av bytesbalansaldot och värdeförändringen i befintliga tillgångar och skulder.

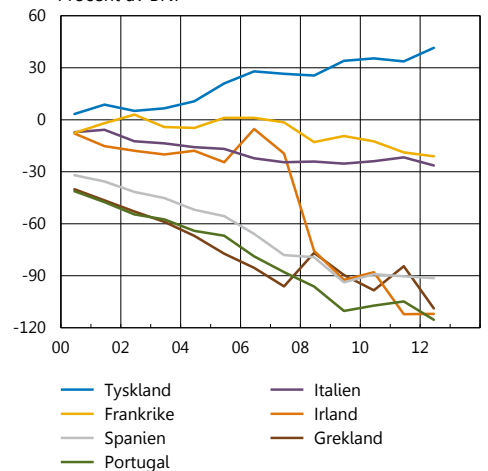
⁴¹ Se också tidigare fördjupningar om problemen i euroområdet i de penningpolitiska rapporterna i juli 2010; juli och oktober 2011; samt i februari, juli och oktober 2012.

Diagram A23. Bytesbalans
Procent av BNP



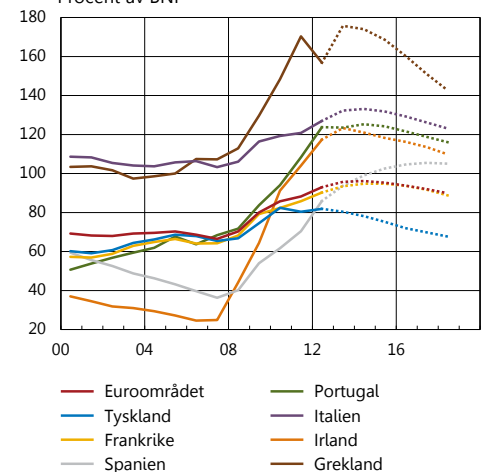
Källa: EU-kommissionen

Diagram A24. Nettoställning mot utlandet
Procent av BNP



Källa: Eurostat

Diagram A25. Offentliga skulder
Procent av BNP

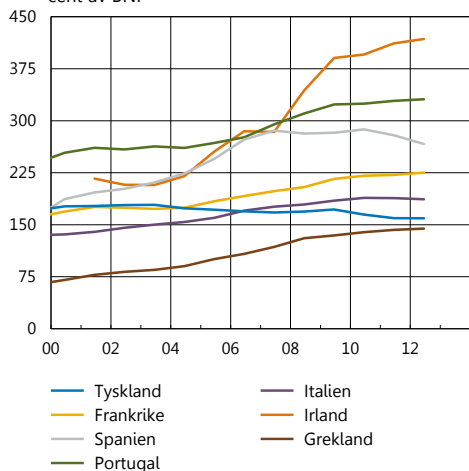


Anm. Streckade linjer avser prognos från IMF.

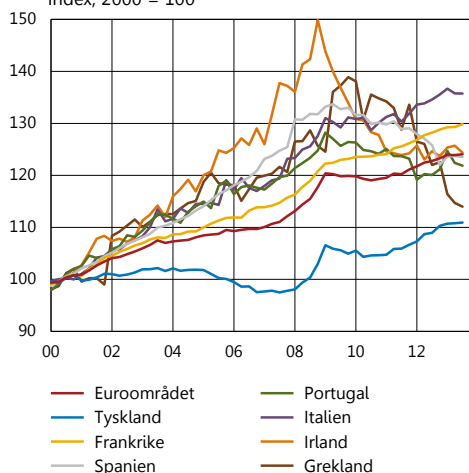
Källor: Eurostat och IMF

Diagram A26. Privata skulder

Hushålls och icke-finansiella företags skulder som procent av BNP



Källa: OECD

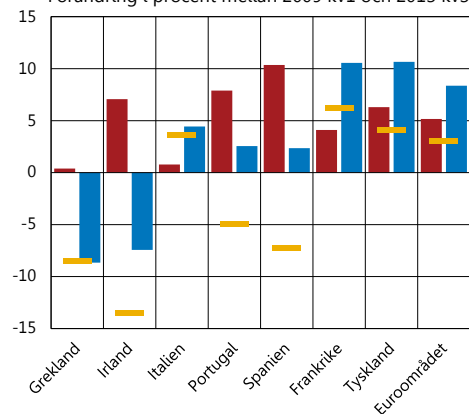
Diagram A27. Arbetskostnad per producerad enhet
Index, 2000 = 100

Anm. Data för Grekland är säsongrensade av Riksbanken.

Källor: OECD och Riksbanken

Diagram A28. Bidrag till arbetskostnaden per producerad enhet

Förändring i procent mellan 2009 kv1 och 2013 kv3



■ Produktivitet
■ Arbetskostnad per timme
■ Arbetskostnad per producerad enhet

Anm. Data för Grekland är säsongrensade av Riksbanken.

Källor: OECD och Riksbanken

i Frankrike eftersom landet utgör en betydande del av euroområdets ekonomi och i likhet med de skuldtyngda länderna upplevt en försämring av sin nettoställning mot utlandet.

Konkurrenskraften har förbättrats

För att de skuldtyngda länderna ska kunna åstadkomma en återhämtning baserad på ökad efterfrågan på inhemskt producerade varor och tjänster, och samtidigt stärka sin nettoställning mot utlandet, krävs en varaktig minskning av kostnaderna för att producera internationellt handlade varor och tjänster i dessa länder jämfört med i omvärlden, det vill säga en förbättring av dessa länders konkurrenskraft.⁴²

Alla sätt att mäta konkurrenskraft är behäftade med problem. Därför är det nödvändigt att skapa sig en samlad bild utifrån flera indikatorer.⁴³ En indikator på hur ett lands konkurrenskraft förändras är utvecklingen av arbetskostnaden per producerad enhet i landet relativt andra länder. Arbetskostnaden per producerad enhet påverkas av löneutvecklingen, övriga lönerelaterade kostnader såsom arbetsgivaravgifter och av produktivitetens utvecklingen. Sedan början av 2009 har arbetskostnaden per producerad enhet sjunkit i stödprogramländerna jämfört med euroområdet som helhet (se Diagram A27). En viktig bidragande förklaring är utvecklingen av arbetskostnaderna per timme. De har sjunkit i Grekland och Irland, medan de i Portugal och Spanien har stigit mindre än i euroområdet som helhet (se diagram A28). Även produktivetsförbättringar har bidragit till nedgången i arbetskostnaden per producerad enhet. Detta gäller inte minst Spanien där företagen gjort mycket stora sysselsättningsneddragningar. Italien, som haft en relativt svag produktivetsutveckling, och Frankrike, som haft relativt stora ökningar i sina arbetskostnader per timme, har enligt det här måttet båda förlorat konkurrenskraft sedan 2009.

Utvecklingen i BNP-deflatorn relativt omvärlden kan också fungera som ett mått på konkurrenskraften hos inhemskt producerade varor och tjänster.⁴⁴ Diagram A29 visar hur de skuldtyngda länderna sedan den globala finanskrisen påbörjat en prisanpassning i förhållande till det övriga euroområdet, där den kraftigaste anpassningen skett på Irland. Även enligt detta mått har anpassningen i stödprogramländerna kommit en bit på väg de senaste åren, medan vare sig Italien eller Frankrike uppvisar någon förstärkning av sin konkurrenskraft relativt euroområdet som helhet.

Förändringar i konkurrenskraften kan också ge avtryck i handelsbalansen. Ju bättre konkurrenskraft desto mer attraktiv är landets export för omvärlden samtidigt som importerade varor och tjänster blir relativt sett mindre attraktiva. De skuldtyngda ländernas handels-

⁴² För en diskussion om möjliga definitioner på begreppet konkurrenskraft, se Konjunkturinstitutet (2012), En jämförelse av nationell konkurrenskraft i Sverige och Finland, fördjupnings-PM nr 19.

⁴³ För en diskussion och utvärdering av olika konkurrenskraftsmått, se Ca' Zorzi, Michele och Schnatz, Bernd (2007), Explaining and forecasting Euro area exports: which competitiveness indicator performs best? Working Paper nr 833, European Central Bank.

⁴⁴ BNP-deflatorn är ett prisindex som täcker alla varor och tjänster som produceras i ett land. Den procentuella förändringen i BNP-deflatorn är skillnaden mellan den procentuella förändringen av BNP i löpande priser och den procentuella förändringen av BNP i fasta priser.

balanser har förbättrats tydligt sedan början av 2011 och är nu positiva på de flesta håll (se diagram A30). En del av handelsbalansförbättringen har att göra med en låg importefterfrågan som förklaras av de skuldtyngda ländernas svaga inkomstutveckling snarare än relativpriserändringar. Diagram A31 pekar dock på att även ökade exportvolymen bidragit till utvecklingen.

Sammantaget ter det sig som om konkurrenskraften förbättrats i de euroländer som har svagast nettoställning mot utlandet, tillika de länder som är eller har varit föremål för stödprogram. Samtidigt ser Frankrike ut att ha förlorat konkurrenskraft relativt euroområdet som helhet. Italien uppvisar en viss återhämtning av handelsbalans och export men inte några tecken på att ha stärkt sin position i termer av arbetskostnader och priser.

Konkurrenskraften antas fortsätta förbättras till följd av de reformer som genomförts i flera av de skuldtyngda länderna.⁴⁵ Det är dock önskvärt med ytterligare reformer som kan leda till varaktiga produktivetsförbättringar. Med tanke på att det tenderar att vara svårt att åstadkomma nominella lönesänkningar, så kommer den fortsatta anpassningen också att underlättas när efterfrågan stärks och inflationen stiger i euroområdet som helhet. En del av produktivetsförbättringarna som uppnåtts kan dock vara ett resultat av att så många har blivit arbetslösa under krisen. I takt med att arbetslösheten faller tillbaka till mer normala nivåer finns en risk att produktivetsutvecklingen blir betydligt svagare framöver.

Privat och offentligt finansiellt sparande har ökat

Processen att minska den privata skuldsättningen har påbörjats i de skuldtyngda länderna. Den privata skuldens andel av BNP växte inte lika snabbt under 2012 som åren innan och har börjat minska i Spanien (se diagram A26).

Mest i fokus för de senaste årens oro på de finansiella marknaderna har dock varit behovet av att minska budgetunderskotten och stabilisera den offentliga skuldsättningen (se diagram A25). På många håll har det genomförts omfattande finanspolitiska åtstramningar, vilket reflekteras i förbättringar av det konjunkturjusterade offentliga primärsaldot (se diagram A32).⁴⁶ Det mest extrema fallet är Grekland som gick från ett konjunkturjusterat primärsaldo på -14 procent av potentiell BNP 2009 till ett positivt konjunkturjusterat primärsaldo 2012.

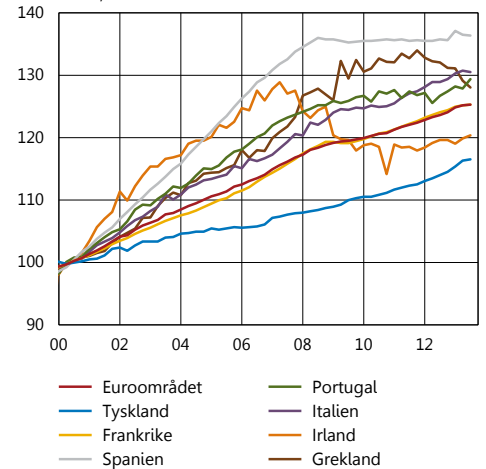
Den offentliga skuldsättningen i förhållande till BNP har dock fortsatt att stiga, delvis till följd av svag BNP-tillväxt. Mot bakgrund av en något bättre BNP-utveckling och givet IMF:s prognoser för resultatet av planerade budgetåtgärder sker dock en stabilisering av den offentliga skuldkvoten i de aktuella länderna under 2013 eller 2014,

⁴⁵ Exempelvis reformer som syftar till en större efterfrågekänslighet i lönebildningen samt liberaliseringar och ökad konkurrensutsättning, till exempel i tjänstesektorn.

⁴⁶ Eftersom såväl den offentliga sektorns inkomster och utgifter som nämnarens storlek (alltså nivån på BNP) varierar med konjunkturen, är det önskvärt att försöka åstadkomma en konjunkturjustering för att få en uppfattning om den underliggande finanspolitiska inriktningen.

Diagram A29. BNP-deflator

Index, 2000 = 100

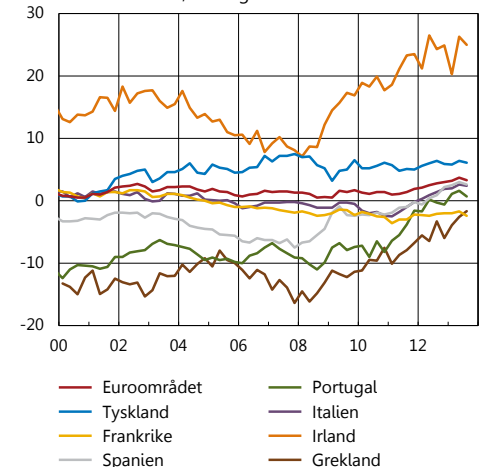


Anm. Data för Grekland är säsongrensade av Riksbanken.

Källor: OECD och Riksbanken

Diagram A30. Handelsbalans

Procent av BNP, säsongrensade data

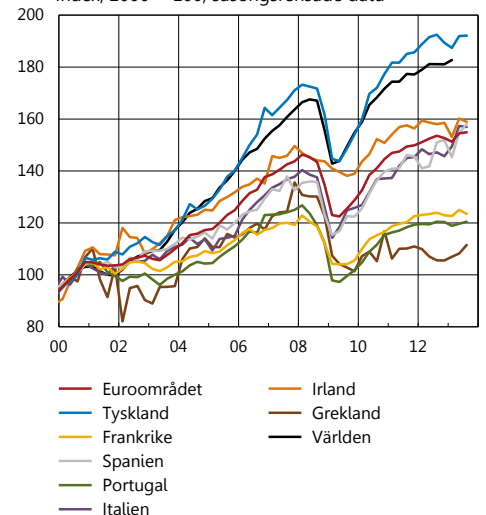


Anm. Data för Grekland är säsongrensade av Riksbanken.

Källor: Eurostat och Riksbanken

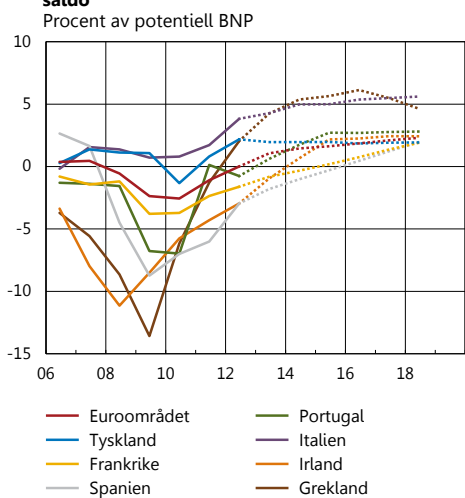
Diagram A31. Exportvolymen

Index, 2000 = 100, säsongrensade data



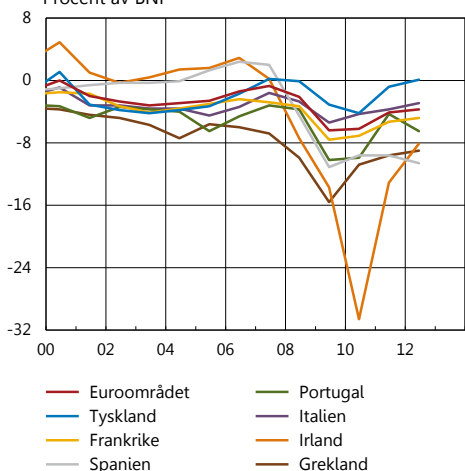
Anm. Data för Grekland är säsongrensade av Riksbanken.

Källor: Eurostat och Riksbanken

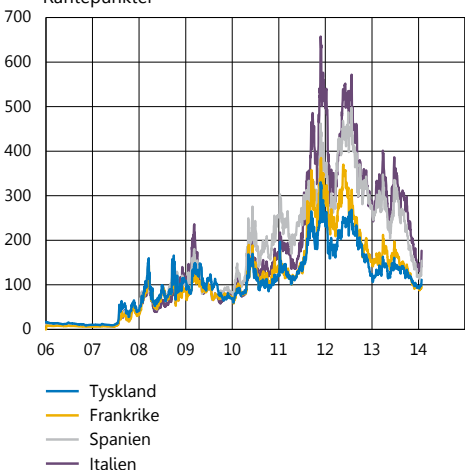
Diagram A32. Konjunkturjusterat offentligt primärsaldo

Anm. Budgetsaldo justerat för konjunktoren minus räntenetto. Till grund ligger IMF:s bedömningar av potentiell BNP och konjunktorens effekter på offentliga inkomster och utgifter. Streckade linjer avser prognos från IMF.

Källa: IMF

Diagram A33. Offentligt finansiellt sparande

Källa: Eurostat

Diagram A34. Femåriga CDS-premier för banker

Anm. Diagrammet avser ett urval av stora banker i varje land.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

med undantag för i Spanien där stabiliseringen av skuldkvoten förväntas dröja till 2017 (se diagram A25).⁴⁷

De budgetförstärkningar som väntas under de närmaste åren (se diagram A32) är inte obetydliga och kommer i de flesta fall efter en period då kraftiga åtstramningar redan genomförts. För att få en uppfattning om hur pass unika budgetsaneringar av den här omfattningen är så kan man studera den finanspolitiska historia för en stor grupp länder som finns samlade i en databas sammanställd av IMF.⁴⁸ Med utgångspunkt i underskotten 2009 så har de flesta länderna i databasen någon gång åstadkommit de budgetförstärkningar som väntas i Italien och Frankrike medan de i Portugal och Spanien har få motsvarigheter. De väntade budgetförstärkningarna i Grekland och Irland är särskilt stora i ett historiskt perspektiv. En varaktig minskning av skuldkvoten kräver också att man efter åren av åtstramningar undviker nya underskott. Detta belyser vilka utmaningar de skuldtyngda länderna i euroområdet står inför.

Bankerna återhämtar sig men utlåningsräntorna ligger kvar på höga nivåer

Den globala finanskrisen bidrog till att många låntagares betalningsförmåga försämrades, i synnerhet i de skuldtyngda länderna. I en del länder föll också bostadspriserna. Många bankers balansräkningar försvagades i och med detta drastiskt, vilket gjorde att deras möjligheter till marknadsfinansiering försvårades (se diagram A34) och att de blev mer återhållsamma i sin kreditgivning (se diagram A35). De starka finansiella länkarna mellan banker och stater, genom bankernas innehav av statspapper och staternas roll som implicita garantier för de inhemska banksystemen, gjorde att problemen för de skuldtyngda ländernas banker förvärrades när skuldkrisen i Europa blossade upp 2011.

Den nödvändiga förstärkningen av bankernas kapitaltäckning kan ske genom privata och offentliga kapitaltillskott, genom ackumulerade vinster eller genom att minska utlåningen. I samtliga skuldtyngda länder, och även i Frankrike, har offentliga kapitaltillskott förekommit. Samtidigt har många bankers stora placeringar av likvida medel i de egna ländernas statsobligationer genererat stora vinster i takt med att räntorna på dessa sjunkit tillbaka.

De oklarheter kring värdet på bankers tillgångar som föranlett ECB att, inför sitt övertagande av tillsynen av systemviktiga banker i euroområdet, förbereda en genomlysning av dessa under 2014, gör det svårt att i dagsläget bedöma hur balansräkningarnas status förändrats på senare år. Ett tecken på förbättring är dock att de skuldtyngda ländernas bankers lån hos ECB minskar. Ett annat är att deras upplåningskostnader mätta med CDS-premier har fallit tillbaka till nivåerna före skuldkrisen (se diagram A34), vilket kan vara ett resultat av att andra marknadsaktörer nu upplever dessa banker som mindre riskfyllda motparter än för ett par år sedan.

⁴⁷ Se *Fiscal Monitor*, oktober 2013. International Monetary Fund.

⁴⁸ För en närmare beskrivning av denna "Public Finances in Modern History Database" och hur den kan användas för detta ändamål, se Box 1 i *Fiscal Monitor*, oktober 2013. International Monetary Fund.

Ett kvardröjande problem sedan den akuta fasen av skuldskrisen är att företag i de skuldtyngda länderna får betala en avsevärt högre ränta på banklån än man gör i Frankrike och Tyskland (se diagram A36) vilket dämpar investeringarna. Det finns förhoppningar om att denna så kallade finansiella fragmentering skall kunna minska framöver, bland annat som ett resultat av den genomgång av banktillgångar som företas av ECB under 2014. Samtidigt kan den genomgången leda till nya utmaningar beroende på hur stora behov av kapitaltillskott som hittas, eftersom de gemensamma stödfonderna har begränsade möjligheter att bidra.

Slutsatser

I euroområdet växer åter BNP och Riksbanken räknar med en långsam återhämtning medan det sker en anpassning av de obalanser som byggdes upp under åren före den globala finanskrisen. Det har dock tagits tydliga steg i rätt riktning i de länder som varit föremål för stödprogram.

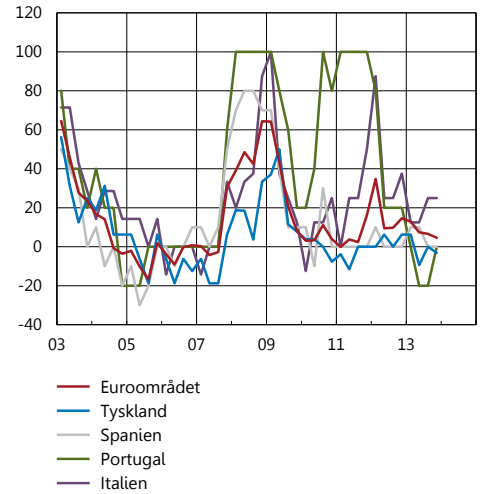
Konkurrenskraften har förbättrats, och fortsatta varaktiga förbättringar kan uppnås med stöd av såväl arbetsmarknadsreformer som reformer syftande till förbättrad konkurrens på marknaderna för varor och tjänster.

De offentliga finanserna har genomgått kraftiga förstärkningar även om det svaga konjunkturläget gör att skuldkvoterna på de flesta håll inte börjat stabiliseras förrän under innevarande år.

Bankerna har kommit en bit på väg i återställandet av sina balansräkningar och deras finansieringskostnader har sjunkit tillbaka sedan den akuta skuldskrisen. Återhämtningen i de skuldtyngda länderna hämmas dock av att räntorna till företag ännu är på betydligt högre nivåer än i exempelvis Tyskland och Frankrike.

Anpassningen går dock långsamt, i synnerhet i Italien och Frankrike, och kommer att verka återhållande på BNP-tillväxten i euroområdet som helhet under de närmaste åren.

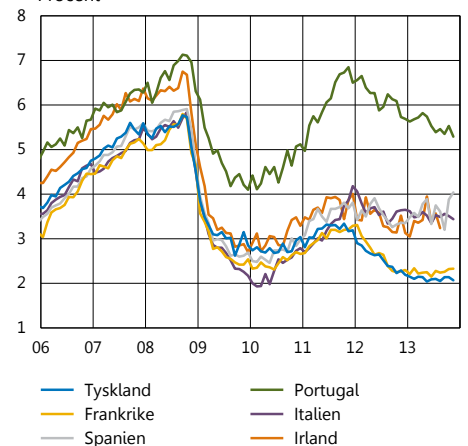
Diagram A35. Återhållsamhet i kreditgivning
Nettotal



Anm. Netttotal definieras som skillnaden mellan andelen banker som uppgett en mer respektive mindre stram kreditgivning jämfört med föregående period.

Källa: ECB

Diagram A36. Räntor på osäkrade lån till företag
Procent



Anm. Avser nya och omförhandlade lån oavsett löptid.

Källa: ECB

■ Appendix

- Tabeller
- Fördjupningar 2011-2013
- Ränitebeslut 2009-2013
- Ordlista

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport/uppföljning anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2013 kv 4	2014 kv 1	2014 kv 2	2015 kv 1	2016 kv 1	2017 kv 1
Reporänta	1,0	0,8 (0,7)	0,7 (0,7)	0,9 (0,9)	2,1 (2,1)	2,7

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2012	2013	2014	2015	2016
KPI	0,9	0,0 (-0,1)	0,6 (0,6)	2,5 (2,5)	3,0 (3,0)
KPIF	1,0	0,9 (0,8)	0,9 (1,0)	1,8 (1,8)	2,0 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,0	1,1 (1,1)	1,1 (1,1)	1,9 (2,0)	2,1 (2,1)
HIKP	0,9	0,4 (0,4)	0,9 (0,9)	1,8 (1,8)	2,0 (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	2016
Reporänta	1,5	1,0 (1,0)	0,7 (0,7)	1,4 (1,4)	2,4 (2,4)
10-årsränta	1,6	2,1 (2,1)	2,6 (2,6)	3,4 (3,4)	4,0 (4,0)
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	106,1	103,0 (103,1)	102,8 (104,9)	101,6 (102,4)	101,1 (101,6)
Offentligt finansiellt sparande*	-0,5	-1,4 (-1,4)	-1,7 (-1,5)	-0,6 (-0,5)	0,1 (0,3)

* 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	2016
Euroområdet	0,14	0,47	-0,6	-0,4 (-0,4)	1,2 (1,1)	1,8 (1,9)	1,9 (2,1)
USA	0,19	0,08	2,8	1,9 (1,8)	3,3 (3,0)	3,3 (3,5)	2,9 (3,4)
Japan	0,06	0,03	1,4	1,6 (1,6)	1,9 (1,8)	1,1 (1,1)	1,2 (1,2)
Kina	0,15	0,07	7,8	7,6 (7,7)	7,3 (7,4)	7,0 (7,0)	7,0 (7,0)
KIX-vägd	0,79	1,00	1,0	1,1 (1,1)	2,3 (2,4)	2,7 (2,8)	2,8 (3,0)
Världen (PPP-vägd)	1,00	-	3,2	2,9 (3,0)	3,7 (3,8)	3,9 (4,0)	3,9 (4,1)

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen 2012 enligt IMF. Konjunkturinstitutet uppdaterar vikterna för kronindexet KIX i början av varje år, med tre års eftersläpning. Siffrorna i tabellen är baserade på nya KIX-vikter för 2011 som används för 2014 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	2016
Euroområdet (HIKP)	2,5	1,4 (1,3)	1,0 (1,1)	1,5 (1,5)	1,7 (1,7)
USA	2,1	1,5 (1,5)	1,6 (1,6)	2,3 (2,3)	2,6 (2,4)
Japan	0,0	0,4 (0,3)	3,2 (3,2)	2,0 (2,0)	1,7 (1,7)
KIX-vägd	2,6	1,9 (1,9)	1,8 (1,9)	2,2 (2,2)	2,3 (2,3)

	2012	2013	2014	2015	2016
Styrränta i omvärlden, procent	0,4	0,2 (0,2)	0,3 (0,2)	0,4 (0,4)	1,0 (1,0)
Råoljepris, USD/fat Brent	111,8	108,8 (108,8)	105,3 (108,8)	100,6 (103,3)	96,5 (97,8)
Svensk exportmarknad	1,6	1,5 (1,3)	5,4 (5,4)	6,4 (6,5)	6,8 (7,0)

Anm. Styrränta i omvärlden avser en sammanvägning av USA, euroområdet, Norge och Storbritannien.

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

Tabell 5. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2012	2013	2014	2015	2016
Hushållens konsumtion	1,6	1,7 (1,8)	2,8 (2,7)	3,5 (3,5)	2,6 (2,6)
Offentlig konsumtion	0,3	1,2 (1,2)	0,8 (0,8)	1,2 (1,2)	1,1 (1,1)
Fasta bruttoinvesteringar	3,3	-1,2 (-1,2)	3,7 (4,3)	7,2 (7,5)	5,4 (5,4)
Lagerinvesteringar*	-1,2	-0,1 (-0,1)	0,3 (0,3)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Export	0,7	-1,7 (-1,7)	2,2 (2,3)	6,5 (6,6)	6,7 (6,7)
Import	-0,6	-2,2 (-2,2)	3,1 (3,0)	6,9 (6,9)	7,2 (7,2)
BNP	0,9	0,9 (0,9)	2,4 (2,5)	3,6 (3,7)	2,8 (2,8)
BNP, kalenderkorrigerad	1,3	0,9 (0,9)	2,5 (2,6)	3,4 (3,5)	2,5 (2,6)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	1,5	0,9 (0,9)	2,3 (2,3)	3,4 (3,5)	2,6 (2,6)
Nettoexport*	0,6	0,1 (0,1)	-0,2 (-0,2)	0,2 (0,3)	0,2 (0,2)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,5	6,2 (6,3)	5,7 (5,9)	5,5 (5,8)	5,4 (5,7)

* 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	2016
Folkmängd, 16-64 år	0,6	0,6 (0,6)	0,7 (0,7)	0,7 (0,7)	0,7 (0,7)
Potentiellt arbetade timmar	0,5	0,5 (0,5)	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)
BNP, kalenderkorrigerad	1,3	0,9 (0,9)	2,5 (2,6)	3,4 (3,5)	2,5 (2,6)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	0,6	0,5 (0,5)	1,3 (1,4)	1,4 (1,4)	1,0 (1,0)
Sysselsatta, 15-74 år	0,6	1,1 (1,1)	1,2 (1,1)	1,1 (1,0)	0,9 (1,0)
Arbetskraft, 15-74 år	0,8	1,1 (1,1)	0,9 (0,8)	0,4 (0,3)	0,3 (0,3)
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,0	8,0 (8,0)	7,8 (7,8)	7,2 (7,1)	6,6 (6,5)

* 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	2016
Timplön, KL	3,0	2,6 (2,5)	2,8 (2,7)	3,1 (3,2)	3,4 (3,4)
Timplön, NR	3,1	2,2 (2,6)	2,9 (2,9)	3,3 (3,4)	3,7 (3,7)
Arbetsgivaravgifter*	0,3	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
Arbetskostnad per timme, NR	3,4	2,2 (2,5)	2,9 (2,9)	3,3 (3,4)	3,7 (3,7)
Produktivitet	0,6	0,4 (0,4)	1,2 (1,2)	1,9 (2,0)	1,6 (1,6)
Arbetskostnad per producerad enhet	2,7	1,8 (2,1)	1,8 (1,6)	1,4 (1,3)	2,1 (2,1)

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, sociala 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: kostnadsutvecklingen och inflationen, högre efterfrågan

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt. Huvudscenario inom parentes.

	2014	2015	2016
Vinstandel, procent	41,0 (40,6)	42,1 (41,0)	42,4 (40,9)
BNP-tillväxt	2,9 (2,5)	4,3 (3,4)	3,5 (2,5)
Real arbetskostnad per timme	0,9 (1,4)	0,8 (1,3)	1,6 (1,7)
Timgap, procent	-0,4 (-0,7)	0,7 (0,1)	1,4 (0,5)
Arbetsproduktivitet	1,3 (0,6)	2,6 (0,6)	2,1 (0,6)
Arbetskostnad per producerad enhet	1,4 (1,7)	0,8 (1,4)	2,0 (2,1)
KPIF	1,2 (0,9)	2,3 (1,8)	2,6 (2,0)
KPI	0,9 (0,6)	3,0 (2,5)	3,5 (3,0)
Reporänta, procent	1,0 (0,7)	2,1 (1,4)	3,4 (2,4)

Tabell 9. Alternativscenario: kostnadsutvecklingen och inflationen, högre produktivitet

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt. Huvudscenario inom parentes.

	2014	2015	2016
Vinstandel, procent	41,0 (40,6)	42,1 (41,0)	42,4 (40,9)
BNP-tillväxt	2,9 (2,5)	4,3 (3,4)	3,6 (2,5)
Real arbetskostnad per timme	1,5 (1,4)	1,6 (1,3)	2,3 (1,7)
Timgap, procent	-1,0 (-0,7)	-0,7 (0,1)	-0,6 (0,5)
Arbetsproduktivitet	1,9 (0,6)	3,4 (0,6)	2,8 (0,6)
Arbetskostnad per producerad enhet	0,9 (1,7)	-0,4 (1,4)	0,6 (2,1)
KPIF	0,9 (0,9)	1,5 (1,8)	1,5 (2,0)
KPI	0,4 (0,6)	1,8 (2,5)	2,0 (3,0)
Reporänta, procent	0,6 (0,7)	1,0 (1,4)	1,6 (2,4)

Tabell 10. Alternativscenario: högre reporänta

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt. Huvudscenario inom parentes.

	2014	2015	2016
Reporänta, procent	0,9 (0,7)	1,5 (1,4)	2,3 (2,4)
BNP-gap, procent	-1,0 (-0,9)	0,0 (0,3)	0,1 (0,3)
Timgap, procent	-0,7 (-0,7)	-0,1 (0,1)	0,3 (0,5)
Arbetslöshet, 15-74 år*	7,8 (7,8)	7,3 (7,2)	6,7 (6,6)
KPIF	0,9 (0,9)	1,6 (1,8)	1,9 (2,0)
KPI	0,6 (0,6)	2,3 (2,5)	2,8 (3,0)

Tabell 11. Alternativscenario: högre reporänta

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt. Huvudscenario inom parentes.

	2014	2015	2016
Reporänta, procent	0,5 (0,7)	1,3 (1,4)	2,4 (2,4)
BNP-gap, procent	-0,8 (-0,9)	0,5 (0,3)	0,5 (0,3)
Timgap, procent	-0,6 (-0,7)	0,3 (0,1)	0,6 (0,5)
Arbetslöshet, 15-74 år*	7,7 (7,8)	7,1 (7,2)	6,5 (6,6)
KPIF	1,0 (0,9)	1,9 (1,8)	2,1 (2,0)
KPI	0,5 (0,6)	2,6 (2,5)	3,1 (3,0)

Fördjupningar 2011-2013⁴⁹

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 arbetsmarkandens 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
- 2013 Juli** Finansiella obalanser i den penningpolitiska bedömningen
- 2013 Juli** Kostnadsutvecklingen och inflationen
- 2013 Juli** Ett långsiktigt perspektiv på kronan
- 2013 Oktober** Förväntad nedtrappning av amerikanska centralbankens tillgångsköp
- 2013 Oktober** Perspektiv på utvecklingen på svensk arbetsmarknad
- 2013 Oktober** Makrotillsyn och penningpolitik

⁴⁹ En förteckning över fördjupningar från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Räntebeslut 2009-2013⁵⁰

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
2 juli	0	1,00	Juli 2013
4 september	0	1,00	Penningpolitisk uppföljning
23 oktober	0	1,00	Oktober 2013
16 december	-0,25	0,75	Penningpolitisk uppföljning

⁵⁰ 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.

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

ESRB: European Systemic Risk Board. Europeiska systemrisknämnden ansvarar för makrotillsynen av det finansiella systemet inom EU.

Ekometrisk 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 funds rate: Federal Reserves styrränta.

Federal Reserve: Den amerikanska centralbanken.

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.

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

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

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 värdetförändringar 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.

Säsongsrensning: 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



MIX
Pepper från
ansvarfulla källor
FSC® C113148

PRODUKTION: SVERIGES RIKSBANK. TRYCK: TMG STHLM AB

ISSN 1654-1049 (tryckt)

ISSN 2000-1932 (online)