



Penningpolitisk rapport

Oktober 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 27 oktober 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 **5**
 - Långsam återhämtning i omvärlden **7**
 - I Sverige fortsätter konjunkturåterhämtningen **12**
 - Penningpolitiska överväganden **18**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **21**
 - Scenario: Svagare utveckling i euroområdet **22**
 - Scenario: Starkare omvärld **25**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **27**
 - Finansiella marknader **27**
 - Omvärlden **31**
 - Svensk ekonomi **34**
- FÖRDJUPNINGAR
 - Penningpolitik när styrräntan är nära noll **39**
 - Revideringar av nationalräkenskaperna **41**
 - Låga globala räntor **43**
 - Hushållens räntekänslighet **47**
- Appendix **53**
 - Tabeller **54**
 - Fördjupningar 2012–2014 **57**
 - Räntebeslut 2010–2014 **58**
 - Ordlista **59**

■ KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Konjunkturer i omvärlden som helhet väntas långsamt fortsätta att förbättras men skillnaden mellan regioner är alltså stor. Konjunkturutsikterna för USA och Storbritannien är goda medan återhämtningen i euroområdet väntas bli ännu långsammare än i tidigare bedömning. Även prognoserna för det globala inflationstrycket är nedreviderade och flera av världens centralbanker väntas föra en mycket expansiv penningpolitik ytterligare en tid.

I Sverige fortsätter konjunkturer att förbättras, framför allt driven av hushållens konsumtion och bostadsinvesteringar. Även framöver väntas konsumtionen vara en viktig drivkraft för tillväxten. Exporten har hämmats av den svaga utvecklingen i euroområdet men stärks framöver i linje med omvärldskonjunkturer. Arbetsmarknaden fortsätter stärkas de kommande åren och arbetslösheten sjunker tydligt.

Trots att såväl BNP som sysselsättning har ökat i relativt god takt det senaste året har inflationen fortsatt att bli lägre än väntat. Då inflationstrycket också bedöms bli lägre än i tidigare prognos behöver penningpolitiken nu bli ännu mer expansiv för att inflationen ska stiga mot målet. Riksbankens direktion har beslutat att sänka reporäntan till noll procent och reporäntan behöver vara kvar på denna nivå tills inflationen tydligt tagit fart. Först i mitten av 2016 bedöms det därför vara lämpligt att börja höja reporäntan. Med detta låga ränteläge, under en lång tid, blir det allt mer brådskande för andra politikområden att hantera riskerna med hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden.

Sammanfattning

■ Gradvis men ojämn återhämtning i världsekonomin

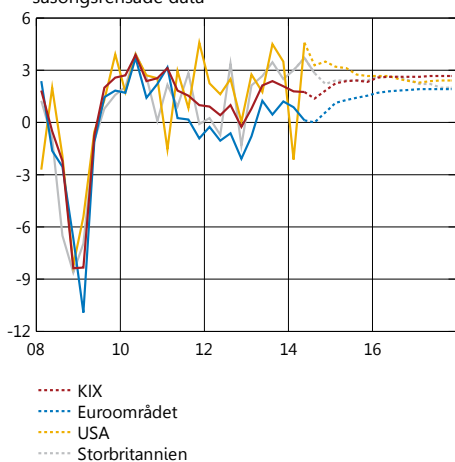
Världsekonomin kännetecknas sedan en tid tillbaka av en återhämtning som dels går långsamt, dels går i olika takt i olika länder och regioner. I euroområdet är tillväxten låg, tyngd av bland annat höga offentliga och privata skulder. Tillväxten i den tyska ekonomin har mattats av, vilket delvis kan relateras till konflikten i Ukraina som har påverkat tysk export. Tysklands förmåga att vara draglok för tillväxten i euroområdet har därmed försvagats. I Kina har tillväxten bromsats in något men är alltså förhållandevis hög. I andra stora tillväxtländer, som Ryssland och Brasilien, har tillväxten stannat av. I USA och Storbritannien är läget emellertid det motsatta. Deras ekonomier väntas växa i god takt under prognosperioden.

Inflationen i världsekonomin är i dagsläget låg till följd av bland annat en svag efterfrågan, som även har bidragit till lägre olje- och livsmedelspriser. Inflationen väntas dock stiga något under prognosperioden i takt med att den globala efterfrågan gradvis ökar.

Mot bakgrund av den generellt dämpade efterfrågan och den låga inflationen bedriver centralbankerna runt om i världen en mycket expansiv penningpolitik. De befinner sig dock i olika faser. ECB kan komma att öka stimulanserna ytterligare, medan det enligt marknadens prissättning är mest troligt att Federal Reserve och Bank of England börjar höja styrräntan under andra halvåret 2015.

Sammantaget väntas världsekonomin växa med drygt 3 procent i år och knappt 4 procent per år 2015 till 2017. Det är en något lägre prognos än den som gjordes i den penningpolitiska uppföljningen

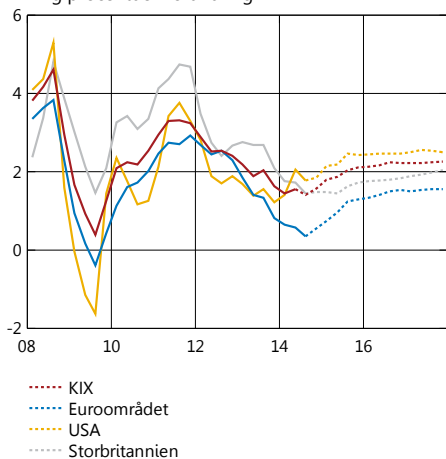
Diagram 1:1. Tillväxt i olika länder och regioner
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



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

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

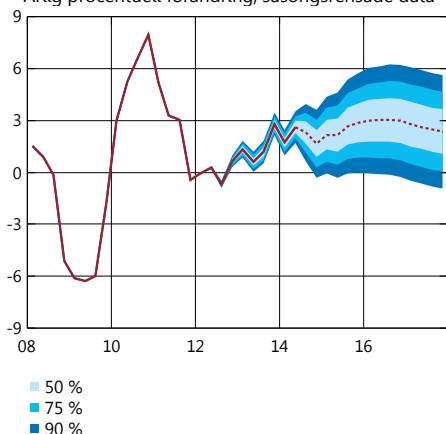
Diagram 1:2. Inflation i olika länder och regioner
Årlig procentuell förändring



Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Vid beräkning av KIX-vägd inflation används HIKP för euroområdet och KPI för övriga länder. För euroområdet visas inflation mätt med HIKP och för USA och Storbritannien mätt med KPI.

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

Diagram 1:3. 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

från september. Nedrevideringen är framför allt en följd av att utvecklingen i euroområdet bedöms bli svagare.

BNP-tillväxten sammanvägd utifrån olika länders betydelse för svensk handel, KIX, väntas också bli lägre än i bedömningen i september. Den svaga utvecklingen i euroområdet, som är av stor betydelse för Sverige, bidrar till att den KIX-vägd tillväxten blir långsammare än tillväxten i världsekonomin. Den KIX-vägd tillväxten bedöms uppgå till knappt 2 procent i år, drygt 2 procent 2015 och cirka 2,5 procent mot slutet av prognosperioden (se diagram 1:1).

Inflationstakten i KIX-vägd termer förväntas stiga något då det globala resursutnyttjandet ökar, från 1,5 procent i år till drygt 2 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 1:2).

■ Återhämtningen fortsätter i Sverige

Den långsamma återhämtningen i omvärlden avspeglas sedan en tid i en dämpad svensk export. Däremot har inhemska delar av efterfrågan som hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna ökat förhållandevis snabbt. I takt med att efterfrågan från omvärlden tilltar väntas även exporten och investeringarna öka allt snabbare. BNP-tillväxten väntas uppgå till 1,9 procent i år och 2,7 procent nästa år (se diagram 1:3).

Sysselsättningen och antalet arbetade timmar har ökat förhållandevis snabbt under året. Samtidigt är arbetslösheten fortsatt hög som ett resultat av att även inströmningen till arbetskraften varit hög. Den successivt starkare konjunkturen bidrar till att arbetsmarknaden stärks ytterligare och arbetslösheten väntas sjunka mer påtagligt de kommande åren. I slutet av 2017 bedöms arbetslösheten uppgå till 6,5 procent.

Inflationen är låg och har upprepade gånger under det senaste året blivit lägre än förväntat. I september överraskade inflationen återigen på nedsidan. Detta tyder på att det inhemska inflationsstrycket inte bara är mycket lågt utan också lägre än bedömningen i september. Tillsammans med ett svagare internationellt pristryck innebär detta att inflationen väntas bli lägre även under de närmaste två åren. Till nedrevideringen bidrar även fallande drivmedelspriser. Det bedöms nu ta längre tid innan inflationen når 2 procent, trots en mer expansiv penningpolitik. I takt med att resursutnyttjandet stiger väntas lönerna och priserna öka snabbare. Även importpriserna bedöms öka och bidra till att inflationen stiger. KPIF-inflationen väntas nå 2 procent första halvåret 2016 (se diagram 1:4). När reporäntan så småningom höjs stiger dagens mycket låga bostadsräntor och KPI-inflationen ökar snabbare än KPIF. 2017 väntas KPI öka med över 3 procent per år (se diagram 1:5).

■ Nollränta tills inflationen tydligt tagit fart

Trots att såväl BNP som sysselsättning har ökat i relativt god takt det senaste året har inflationen fortsatt att bli lägre än väntat och inflationstrycket bedöms också bli lägre än i tidigare bedömning. Penningpolitiken behöver därför bli ännu mer expansiv för att inflationen ska stiga mot målet och Riksbankens direktion har beslutat att sänka reporäntan till noll procent. Reporäntan behöver vara kvar på denna låga nivå tills inflationen tydligt tagit fart. Först i mitten av 2016 bedöms det därför vara lämpligt att börja höja reporäntan (se diagram 1:6). Med detta låga ränteläge, under en lång tid, blir det allt mer brådskande för andra politikområden att hantera riskerna med hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden.

Långsam återhämtning i omvärlden

Ökad osäkerhet på finansiella marknader

Den långsamma globala återhämtningen och de relativt svaga tillväxtutsikterna har påverkat de finansiella marknaderna den senaste tiden. Efterfrågan på riskfyllda tillgångar har minskat, flertalet aktie-marknader har utvecklats svagt och osäkerheten, mätt med volatilitetsindex, har stigit.

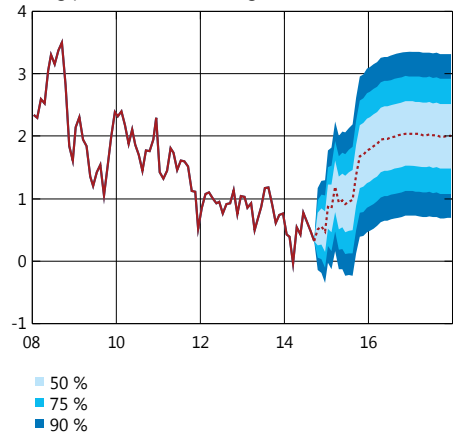
På räntemarknaden återspeglas osäkerheten i ett skift i efterfrågan från mer riskfyllda obligationer till statsobligationer med hög kreditvärdighet, vilket har inneburit att ränteskillnaden mellan dessa tillgångar har ökat. Den senaste tidens turbulens på de finansiella marknaderna riskerar att påverka olika förtroendeindikatorer i ekonomin. Marknadsaktörers generella bild är dock att rörelserna har varit oväntat stora i förhållande till den information som inkommit den senaste tiden. Detta skulle kunna tala för att osäkerheten är mer tillfällig.

■ Fortsatt expansiv penningpolitik men olika förutsättningar

Världens centralbanker fortsätter att föra en expansiv penningpolitik med mycket låga styrräntor. Tillväxtutsikterna och förväntningarna på centralbankerna skiljer sig dock åt i olika länder och regioner. Mot bakgrund av den förhållandevis goda utvecklingen i USA förväntas Federal Reserve avsluta sina tillgångsköp under hösten 2014. Den globala tillväxtoron och osäkerheten på de finansiella marknaderna har dock resulterat i att marknadsprissättningen indikerar en första styrräntehöjning under hösten 2015, några månader senare än vad som förväntades i september. I Storbritannien har ekonomin fortsatt att utvecklas väl men även här har förväntningarna på en första styrräntehöjning flyttats framåt i tiden. Prissättningen på marknaden indikerar en första höjning under inledningen av hösten 2015.

På grund av den svagare utvecklingen i euroområdet sänkte ECB sin styrränta till 0,05 procent och inlåningsräntan till -0,20 procent i

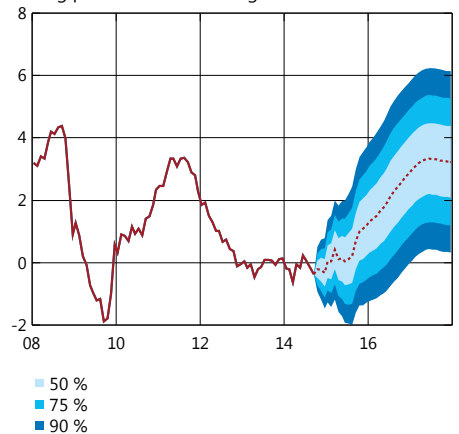
Diagram 1:4. KPIF med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

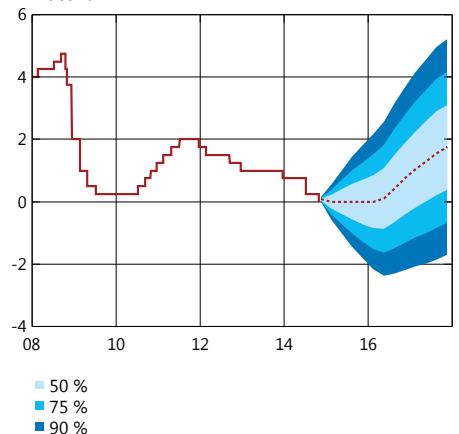
Diagram 1:5. KPI med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

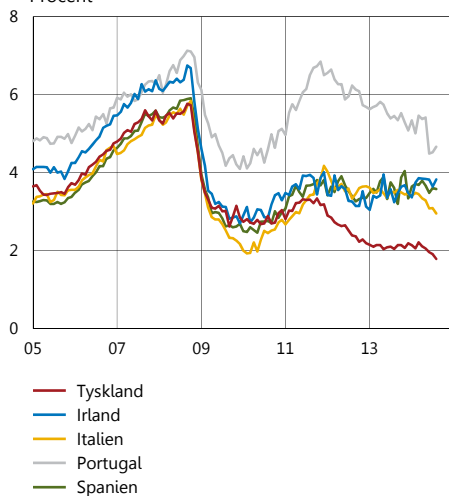
Diagram 1:6. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel samt på riskpremiejusterade terminsräntors 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 1:7. Utlåningsräntor till företag i euroområdet
Procent



Anm. MFI:s utlåning till icke-finansiella företag, nya avtal.
Källa: ECB

början av september. Samtidigt annonserade ECB ytterligare stödåtgärder i form av två program för köp av bolånerelaterade värdepapper, så kallade asset-backed securities (ABS) och säkerställda obligationer. Dessa ska förstärka de riktade fyraåriga lånefaciliteterna, de så kallade TLTRO-lånen, som har till syfte att stärka bankutlåningen. Den senaste tidens låga inflation och svaga tillväxt har också ökat marknadens förväntningar på att ECB ska genomföra ytterligare stimulanser. Trots den penningpolitiska stimulansen bedöms inflationen understiga ECB:s mål om en inflation under men nära 2 procent de kommande åren. Först mot slutet av 2017 väntas ECB börja höja styrräntan.

■ Fortsatt dämpad tillväxt i euroområdet

Euroområdet fortsätter att utvecklas svagt. Inbromsningen av tillväxten under första halvåret beror på att den globala efterfrågan sjunkit, samtidigt som aktiviteten i den inhemska ekonomin tyngs av den pågående anpassningen nedåt av privata och offentliga skulder och av långsammare pris- och löneökningar i syfte att förbättra konkurrenskraften. Ökad osäkerhet kopplat till geopolitisk osäkerhet har också påverkat investeringsviljan och exporten. Särskilt oroande är att Tyskland visar tydliga tecken på att ha tappat fart. Frankrikes ekonomi tycks fortsätta stagnera under andra halvåret i år, tyngd av strukturella problem och en svag arbetsmarknad. Italien har redan haft två kvartal med fallande BNP, och långsamt reformarbete gör att konjunkturutsikterna ser dystra ut. Av de större ekonomierna är det endast Spanien som uppvisar en positiv utveckling. Landet drar nu fördel av de ambitiösa reformer som genomförts på en rad områden sedan skuldskrisen bröt ut.

Det saknas en tydlig inhemsk dragkraft för tillväxten i euroområdet, som därför i stor utsträckning är beroende av omvärlden för att tillväxten ska ta fart. Den senaste tidens försvagning av euron, som accentuerats sedan början av september, väntas med någon fördröjning få en viss positiv effekt på exportvolymerna. Detta uppväger dock sannolikt bara delvis den svagare inhemska efterfrågan i euroområdet.

Höga offentliga och privata skulder i många euroländer har bidragit till att återhämtningen gått betydligt långsammare än vad som historiskt sett skulle betraktas som en normal återhämtning. Även jämfört med utvecklingen efter tidigare stora bankkriser verkar återhämtningen ta längre tid. Att företag och hushåll i problemtyngda länder fortfarande möter betydligt högre räntor än i andra euroländer försvårar återhämtningen (se diagram 1:7). Euroområdet har ännu inte kommit lika långt i sin skuldanpassning som USA och processen antas fortgå under de kommande åren och dämpa tillväxten, om än i allt mindre utsträckning.

Flera faktorer väntas bidra till att en långsam återhämtning i euroområdet ändå inleds. Kreditgivningen antas komma igång igen samtidigt som finanspolitiken blir mindre åtstramande. Exporten

väntas understödjas av den svagare växelkursen, och lägre energipriser väntas ge ett ökat konsumtionsutrymme. En viktig förutsättning för att tillväxten ska ta fart är att reform- och skuldanpassningsprocessen i euroområdet fortskrider.

Banksektorn i euroområdet har stärkt sin kapitalposition väsentligt vilket talar för att kreditgivningen så småningom förbättras. ECB publicerade nyligen en genomgång av kvaliteten på tillgångarna hos de 130 största bankerna i euroområdet och stresstester av bankernas balansräkningar. Granskningen, som baseras på hur balansräkningarna såg ut vid slutet av 2013, visade på ett kapitalunderskott på totalt 25 miljarder euro i 25 av de deltagande bankerna. Tolv av dessa banker har redan tagit in nytt kapital under 2014, medan de övriga har nio månader på sig att täcka underskotten på sammanlagt 10 miljarder euro.

ECB:s långfristiga riktade refinansieringstransaktioner (TLTRO) väntas underlätta kreditgivningen framöver, även om effekten kan antas bli något mindre än vad som antogs i juliprognosen mot bakgrund av den låga tilldelningen vid det första lånetillfället i september. Investeringarna, som även tyngts av osäkerhet om konjunkturen och geopolitisk oro, väntas därmed långsamt börja öka då det finns ett uppdämt investeringsbehov efter den utdragna lågkonjunkturen. Att företagen kommit en bit på väg med sin skuldanpassning bidrar också.

Dessa åtgärder behöver kompletteras med fortsatta strukturella reformer på bland annat arbetsmarknaden och inom tjänstesektorn. Även om vissa framsteg har gjorts, till exempel i Spanien, så går reformprocessen trögt överlag. Prognosen bygger på att reformprocessen fortskrider i samma takt som tidigare men för att på sikt få en ännu starkare tillväxt skulle det behövas mer ambitiösa reformer.

Den privata konsumtionen antas gynnas av en uppgång i de reala disponibla inkomsterna, som stiger till följd av en gradvis förbättring på arbetsmarknaden och en låg inflation. Arbetslösheten beräknas dock ändå vara hög under hela prognosperioden. Efter flera år av stora åtstramningar väntas finanspolitiken bli i stort sett neutral under prognosperioden.

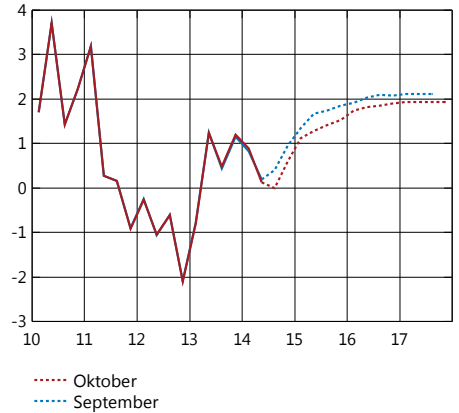
Sammantaget antas BNP-tillväxten i euroområdet bli fortsatt svag. Först mot slutet av 2016 väntas BNP i euroområdet nå tillbaka till de nivåer som rådde före finanskrisen. BNP-tillväxten antas uppgå till 0,9 procent 2015 och stiga till 1,9 procent i slutet av prognosperioden. Jämfört med bedömningen i september har prognosen för euroområdet reviderats ned (se diagram 1:8).

■ Låg inflation i euroområdet

HIKP-inflationen i euroområdet antas ha bottnat på 0,3 procent i september. En faktor som särskilt dämpat inflationen är att energi- och livsmedelpriserna fallit relativt snabbt. Lågt resursutnyttjande och pågående kostnadsanpassningar i de problemtyngda länderna för att förbättra konkurrenskraften bedöms fortsätta att hålla ned

Diagram 1:8. BNP i euroområdet

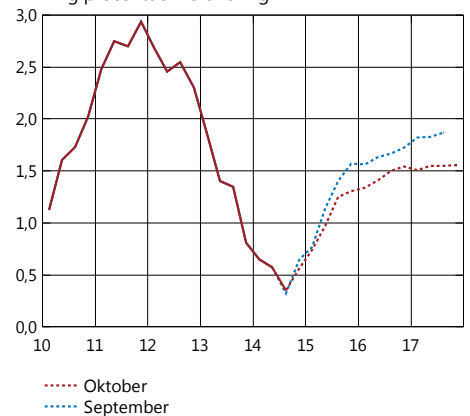
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: Eurostat och Riksbanken

Diagram 1:9. Inflation i euroområdet

Årlig procentuell förändring



Anm. Inflation mätt med HIKP.

Källor: Eurostat och Riksbanken

inflationen de kommande åren. Försvagningen av euron på senare tid medför visserligen att energipriserna, trots ett lägre oljepris i dollar, väntas ge ett något större positivt bidrag till HIKP-inflationen under 2015–2016 än vad som antogs i september. Effekten motverkas dock av att det svagare efterfrågeläget gör att företagen antas acceptera lägre vinstmarginaler under en längre tid. Inflationsimpulserna från arbetsmarknaden är också mycket svaga samtidigt som inflationsförväntningarna har fortsatt att falla tillbaka.

Sammantaget väntas HIKP-inflationen stiga över 1 procent först i mitten av 2015 och väntas i slutet av 2017 uppgå till endast 1,5 procent. Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i september är inflationsprognosen nedreviderad, framför allt på lite längre sikt (se diagram 1:9).

■ USA:s ekonomi relativt stark

I USA har ekonomin återhämtat sig efter den svaga inledningen på året och indikatorer tyder på att tillväxten de kommande kvartalen blir fortsatt god. Företagens förtroende är på en hög nivå, orderingången är stark, vinsterna är höga och kreditvillkoren har förbättrats. Arbetsmarknaden fortsätter samtidigt att förbättras med stigande sysselsättning och sjunkande arbetslöshet. Den successiva återhämtningen på arbetsmarknaden bedöms ge ökade inkomster för hushållen, vilket bidrar till en fortsatt ökning av konsumtionen och en fortsatt försiktig förbättring på bostadsmarknaden.

Bedömningen av den amerikanska ekonomin är i stort sett densamma som i den penningpolitiska uppföljningen i september. BNP-tillväxten väntas öka från drygt 2 procent i år till i genomsnitt 3 procent 2015 och 2016. Mot slutet av prognosperioden dämpas tillväxten något i takt med att ekonomin närmar sig fullt resursutnyttjande (se diagram 1:1). Inflationen bedöms bli något lägre den närmaste tiden i och med att energipriserna sjunkit. Under senare delen av året väntas den dock börja stiga för att mot slutet av nästa år närma sig Federal Reserves inflationsmål (se diagram 1:2). Återhämtningen understöds av en fortsatt expansiv penningpolitik.

■ God tillväxt på viktiga exportmarknader

I Storbritannien bedöms BNP-tillväxten bli 3 procent i år för att därefter avta gradvis under prognosperioden (se diagram 1:1). Den inhemska efterfrågan väntas bli fortsatt stark de kommande åren till följd av låga räntor, mindre stram finanspolitik och stigande reala inkomster hos hushållen. I takt med att den globala tillväxten stiger ökar även exporten snabbare. Inflationen har reviderats ned något i år och nästa år men bedöms vara i linje med Bank of Englands inflationsmål på 2 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 1:2).

Den norska ekonomin har ett resursutnyttjande och en arbetslöshet nära normala nivåer. Företagen i Norges Banks regionala nätverk förväntar sig en stabil produktionstillväxt de närmaste kvartalen. Efter en period av svaga bostadsinvesteringar väntas dessa börja

stiga något snabbare framöver. Detta tillsammans med en gradvis starkare omvärld och något mindre sparbenägna konsumenter gör att den norska BNP-tillväxten gradvis närmar sig de senaste två decenniernas genomsnitt på strax under 3 procent. Prognosen för inflationen ligger något under målet på 2,5 procent under prognosperioden.

I Danmark pågår en långsam och ryckig återhämtning, hämmad av en svag exportmarknad men understödd av en fortsatt förbättring av situationen på bostadsmarknaden. BNP-tillväxten ökar gradvis i takt med återhämtningen i euroområdet som stärker efterfrågan på dansk export. Därtill väntas danska hushåll framöver se mindre behov av att fortsätta dra ned på sina skulder. Detta bidrar till att hushållens konsumtion ökar i snabbare takt. Under den senare delen av prognosperioden väntas BNP växa med runt 2 procent per år. Inflationen är låg i nuläget till följd av det svaga resursutnyttjandet, men stiger gradvis och väntas nå 2 procent under 2016.

■ Avmattning i Kina men fortsatt hög tillväxt

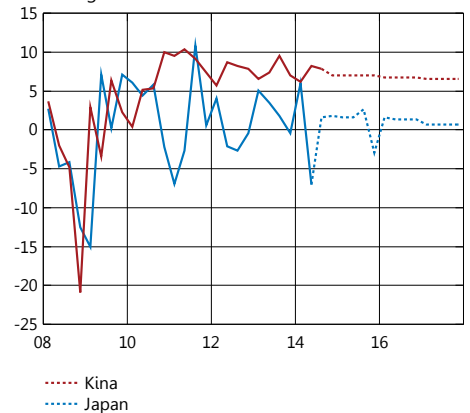
I Kina pågår en omställning av ekonomin där tillväxten blir mindre beroende av investeringar och export, och mer inriktad mot privat konsumtion. I kombination med myndigheternas åtgärder för att dämpa kreditväxten väntas detta hålla tillbaka BNP-tillväxten de kommande åren. Regeringens finanspolitiska stimulansåtgärder i våras ledde till en stark BNP-tillväxt under andra kvartalet, men effekterna av dessa klingar av och tillväxten väntas bromsa in något. Kinas BNP-tillväxt beräknas gradvis dämpas från drygt 7 procent i år och nästa år till ungefär 6,5 procent 2017 (se diagram 1:10). Inflationen väntas stiga till knappt 3 procent under prognosperioden (se diagram 1:11).

Utsikterna för flera andra tillväxtekonomier har försämrats under året. Exempelvis har tillväxtprognosen för Brasilien reviderats ned jämfört med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i september. I Ryssland väntas tillväxten bli i det närmaste obefintlig 2014 och 2015, till stor del till följd av händelseutvecklingen i Ukraina och de sanktioner som följt. Den nedgång i oljepriset som har skett sedan i våras har också påverkat den ryska ekonomin negativt.

I Japan har tillväxten gynnats av en mycket expansiv ekonomisk politik. Momshöjningen i april innebar dock att många hushåll tidigarelade sina inköp till det första kvartalet, vilket bidrog till att BNP sjönk kraftigt under andra kvartalet. Återhämtningen efter momshöjningen har gått långsammare än väntat, vilket visar på en underliggande svaghet i den japanska ekonomin och fortsatta behov av strukturella reformer. Prognosen för BNP-tillväxten 2014 är därför något nedreviderad och bedöms understiga 1 procent per år under hela prognosperioden (se diagram 1:10). Inflationen väntas ligga nära de 2 procent som utgör den japanska centralbankens inflationsmål (diagram 1:11).

Diagram 1:10. BNP i Kina och Japan

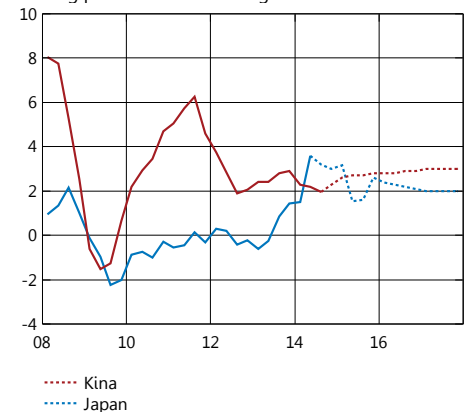
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: Japanese Cabinet Office, National Bureau of Statistics of China och Riksbanken

Diagram 1:11. KPI i Kina och Japan

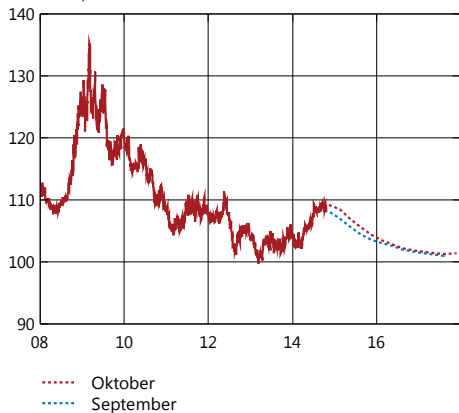
Årlig procentuell förändring



Källor: National Bureau of Statistics of China, Statistics Bureau of Japan och Riksbanken

Diagram 1:12. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18 = 100

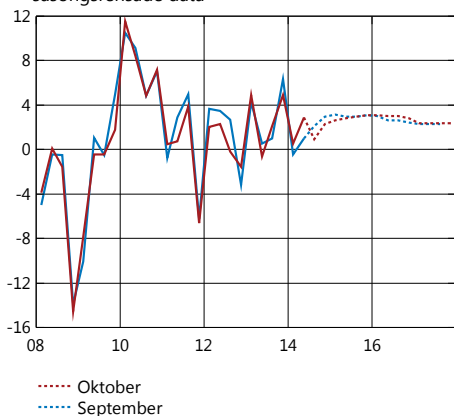


Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:13. BNP

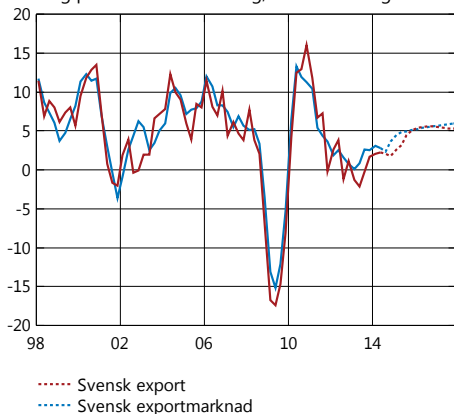
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



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

■ Relativt svag krona förstärks gradvis

Den svenska kronan har varit i stort sett oförändrad sedan den penningpolitiska uppföljningen i september, både i nominella och reala termer. Kronan har därmed blivit kvar på en svagare nivå sedan Riksbanken sänkte styrräntan i juli. I termer av enskilda valutor har den fortsatt att försvagas mot den amerikanska dollarn och det brittiska pundet, men stärkts något mot euron. De senaste månaderna har rörelserna på valutamarknaden varit relativt stora, vilket främst återspeglats i en dollarförstärkning mot flertalet valutor.

Dollarförstärkningen bedöms bestå de närmaste kvartalen och påverkar kronans växelkurs i handelsvägda termer. Tillsammans med Riksbankens sänkning av reporäntan resulterar det under de närmaste kvartalen i en något svagare krona jämfört med prognosen i september. Under prognosperioden förväntas dock kronan gradvis stärkas, både i nominella och reala termer, då den reala växelkursen i dagsläget bedöms vara svagare än sin långsiktiga nivå (se diagram 1:12).

I kapitel 2 studeras scenarier där kronan antingen stärks eller försvagas i samband med en påtagligt svagare utveckling än väntat i euroområdet.

I Sverige fortsätter konjunkturåterhämtningen

■ Stark hushållssektor och successivt starkare export

Det andra kvartalet fick BNP-tillväxten förnyad fart efter en svag inledning på året. Hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna ökade snabbt. Även exporten ökade men då importtillväxten var betydligt högre bidrog nettoexporten negativt till BNP-tillväxten. De nya beräkningarna från nationalräkenskaperna i september har lett till att BNP-nivån nu är högre än tidigare, men har i mindre utsträckning påverkat tillväxttakten (se fördjupning "Revideringar av nationalräkenskaperna"). De kommande kvartalen väntas konsumtionen fortsätta öka i god takt. En successivt starkare omvärld innebär också att exporten och näringslivets övriga investeringar blir allt viktigare för BNP-tillväxten från och med nästa år.

BNP-tillväxten väntas uppgå till 1,9 procent i år och 2,7 procent nästa år. Under 2016 och 2017 växer BNP med 3,3 respektive 2,3 procent (se tabell 5). Jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i september väntas BNP-tillväxten bli något högre i år, till följd av högre utfall, men något lägre 2015 till följd av svagare omvärld (se diagram 1:13).

■ Gradvis högre export

Exporttillväxten har varit förhållandevis svag de senaste åren. Detta beror delvis på att investeringstillväxten hos många av Sveriges viktigaste handelspartners har varit dämpad och på sammansättningen av vår export, med en stor andel insats- och investeringsvaror. I takt

med att investeringarna och tillväxten i omvärlden tar fart väntas exporten öka snabbare. Jämfört med tidigare återhämtningsfaser ökar dock både exportmarknaden och svensk export långsammare (se diagram 1:14).

En starkare efterfrågan på såväl hemma- som exportmarknaden framöver innebär även att efterfrågan på importerade varor och tjänster ökar. I år väntas importen öka snabbare än exporten och nettoexporten drar därmed ned BNP-tillväxten. Åren 2015–2017 väntas skillnaden i tillväxttakter mellan export och import bli mindre och bidraget från utrikeshandeln till tillväxten bli nära noll. Kronans försvagning i år bidrar till denna utveckling.

■ Bostadsinvesteringarna kvar på en hög nivå

Bostadsinvesteringarna har ökat med cirka 25 procent första halvåret i år jämfört med samma period föregående år. Samtidigt har näringslivets övriga investeringar utvecklats svagt. Att tillväxten i investeringarna inom näringslivet är dämpad hänger samman med att exporten ännu inte tagit riktig fart. Låga räntor och gynnsamma finansieringsvillkor talar för att näringslivets övriga investeringar börjar öka när efterfrågan breddas och resursutnyttjandet stiger. Bostadsinvesteringarna väntas ligga kvar kring dagens höga nivå, men inte stiga särskilt mycket och lämnar därför ett allt mindre bidrag till investeringstillväxten framöver.

■ Fortsatt god tillväxt i konsumtionen

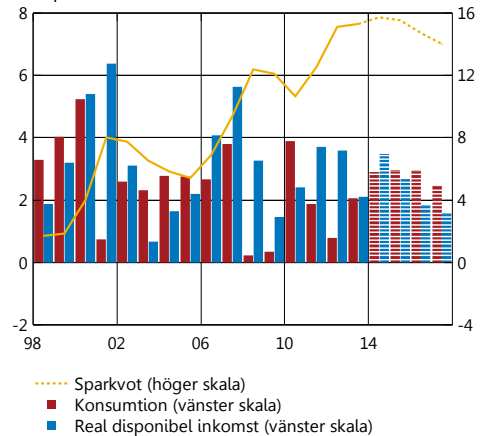
Stämningläget hos hushållen, enligt Konjunkturinstitutets konfidensindikator, är gott vilket avspeglas i snabbt stigande bostadspriser och en snabb tillväxt i konsumtionen andra kvartalet. Trots detta är hushållens sparande som andel av inkomsterna fortsatt högt efter att ha stigit de senaste åren. I de nya nationalräkenskaperna reviderades hushållens inkomster och sparande upp markant. Den nya högre nivån bedöms inte påverka utvecklingen av konsumtionen framöver i någon större grad (se fördjupning "Revideringar av nationalräkenskaperna"). Allteftersom konjunkturen stärks väntas hushållens förtroende stiga ytterligare och försiktighetssparandet minska. Hushållen bedöms därmed fortsätta att konsumera i relativt god takt trots att penning- och finanspolitiken sammantaget väntas bli något mindre expansiv de kommande åren. Det dämpar hushållens disponibla inkomster (se diagram 1:15). En större andel av hushållens inkomster kommer att gå till att betala räntor när räntorna så småningom stiger (se fördjupning "Hushållens räntekänslighet").

■ Högt skuldsatta hushåll

De senaste månaderna har bostadspriserna och hushållens skuldsättning ökat allt snabbare. Låga räntor i kombination med ett begränsat utbud av bostäder väntas bidra till att bostadspriserna fortsätter stiga också de kommande åren. Detta bidrar till att hushållens förmögen-

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

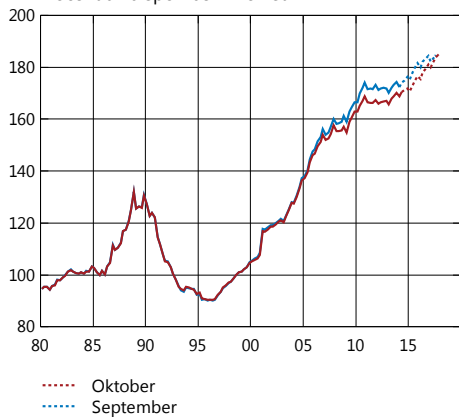
Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



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

Källor: SCB och Riksbanken

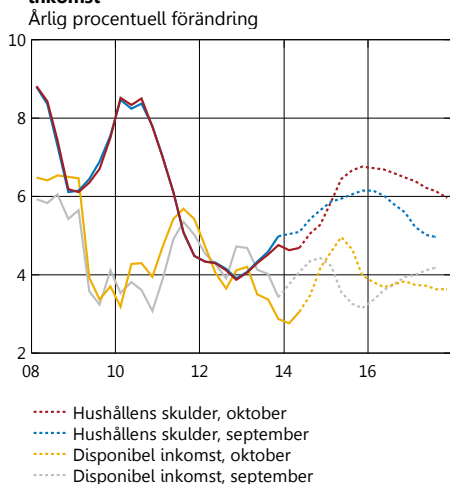
Diagram 1:16. Hushållens skulder
Procent av disponibel inkomst



Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster. Summerade över de senaste fyra kvartalen.

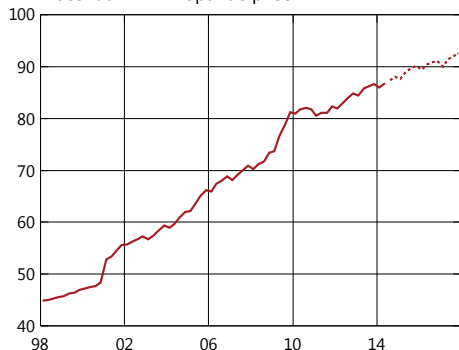
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:17. Hushållens skulder och disponibla inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:18. Hushållens skulder
Procent av BNP i löpande priser



Anm. Hushållens totala skulder som andel av BNP. Summerade över de senaste fyra kvartalen.

Källor: SCB och Riksbanken

het ökar men leder också till att deras skulder ökar eftersom bostadsköp till stor del finansieras med lån.

Hushållens skuldsättning är hög i ett historiskt och internationellt perspektiv.³ Efter att skulderna som andel av disponibel inkomst legat relativt still sedan mitten av 2010 har de åter börjat stiga det senaste året (se diagram 1:16). De kommande åren beräknas skulderna öka snabbare än inkomsterna, vilket innebär att skuldkvoten stiger. Jämfört med bedömningen i september väntas den lägre reporäntan bidra till att tillväxten i skulderna blir något högre de kommande åren (se diagram 1:17). Som andel av disponibel inkomst uppgår skuldkvoten till 185 procent i slutet av 2017. Hushållens skulder stiger även som andel av BNP (se diagram 1:18).

■ Stramare finanspolitik

Det finansiella sparandet för 2013 uppgick till $-1,3$ procent av BNP. Underskottet växer under 2014 och bedöms uppgå till $-2,3$ procent av BNP. Det finansiella sparandet stärks normalt i en konjunkturuppgång och i prognosen förbättras sparandet gradvis till $-0,4$ procent av BNP 2017. Riksdagen har ännu inte beslutat om någon statsbudget för 2015. Riksbanken utgår ifrån att den nya regeringen genomför de åtgärder som har aviserats i budgetpropositionen. Detta innebär skattehöjningar motsvarande omkring 25 miljarder kronor för att finansiera utgiftsökningar i samma storleksordning, bland annat i form av ökade utgifter för skolan och en höjning av taket i arbetslöshetsförsäkringen. Regeringen antas därefter vidta budgetförstärkningar på totalt 20 miljarder kronor 2016 och 2017. Finanspolitiken väntas därmed dämpa tillväxten något under prognosperioden. En strikt tolkning av det budgetpolitiska ramverket skulle, liksom i bedömningen i september, motivera ännu mer åtstramande finanspolitik för att det finansiella sparandet tydligare skulle närma sig överskottsmålet. Riksbanken kommer successivt att anpassa sina antaganden för finanspolitiken i takt med att budgetåtgärderna blir kända.

■ Bytesbalansen och det privata sparandet minskar

Det överskott i bytesbalansen som Sverige har haft i snart 20 år motsvaras av att det totala finansiella sparandet är högt (se diagram 1:19). De senaste åren har sparandet varit högt i hushållssektorn samtidigt som det varit svagt i företagssektorn och negativt i offentlig sektor. De kommande åren väntas hushållen dra ner på sitt sparande, och stigande investeringar innebär att företagssektorn gör det samma. Det offentliga sparandet går emellertid motsatt riktning och ökar gradvis dessa år. Sammantaget minskar överskottet i bytesbalansen de kommande åren, från 5,6 procent 2014 till 4,6 procent 2017.

³ Som andel av disponibel inkomst är skuldkvoten nu dock lägre än tidigare till följd av SCB:s nya beräkningar av hushållens disponibla inkomster (se fördjupning "Revideringar av nationalräkenskaperna").

■ Arbetsmarknaden fortsätter att stärkas

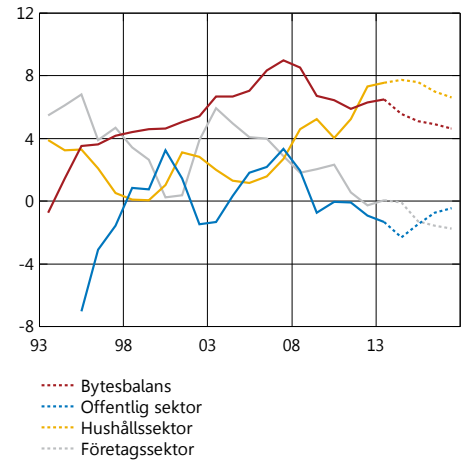
Systemställningen fortsatte att öka i god takt det tredje kvartalet. Att arbetskraftsdeltagandet är högt innebär dock att arbetslösheten minskar långsammare. Framåtblickande indikatorer för efterfrågan på arbetskraft, som till exempel antalet lediga jobb, tyder på att arbetsmarknaden fortsätter att stärkas under resten av året. I förhållande till den mer dämpade BNP-tillväxten har utvecklingen på arbetsmarknaden i år varit stark.

I takt med att konjunkturen stärks 2015–2017 ökar efterfrågan på arbetskraft. Systemställningen väntas därmed stiga och arbetslösheten faller mer markant. Mot slutet av prognosperioden bedöms systemställningsgraden i åldern 15–74 år, det vill säga systemställda som andel av befolkningen i denna åldersgrupp, uppgå till 66,5 procent (se diagram 1:20). Arbetslösheten har då fallit till 6,5 procent (se diagram 1:21).

Den svagare tillväxten i Sverige och omvärlden innebär att arbetade timmar och systemställning väntas öka marginellt långsammare de närmaste åren jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i september. Arbetslösheten sjunker därmed tillbaka något långsammare.

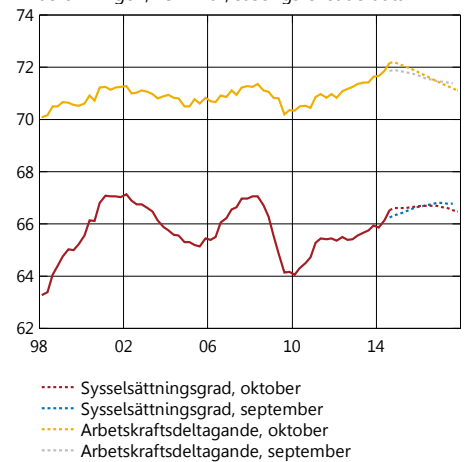
Den arbetsföra befolkningen (15–74 år) beräknas under de närmaste åren växa mer än tidigare förväntat, till följd av att Migrationsverket har reviderat upp sin prognos för asylinvandringen. Därmed har också Riksbankens bedömning av utbudet av arbetskraft reviderats upp. Tillskottet till arbetskraften blir dock inte lika stort som själva befolkningsökningen. Detta beror på att sammansättningen av befolkningen ändras så att grupper med ett lägre genomsnittligt arbetskraftsdeltagande utgör en större andel. Även arbetslösheten blir högre under prognosperioden eftersom arbetskraften i högre grad kommer att bestå av grupper som i dagsläget står längre ifrån arbetsmarknaden. Sammantaget bidrar den nya bedömningen av befolkningsutvecklingen till att Riksbankens prognos för arbetslösheten har reviderats upp under prognosperioden.

Diagram 1:19. Bytesbalans och finansiellt sparande i olika sektorer
Procent av BNP



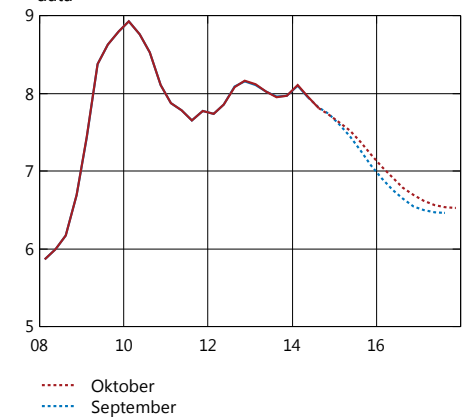
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:20. Systemställningsgrad och arbetskraftsdeltagande
Systemställning och arbetskraft i procent av befolkningen, 15–74 år, säsongrensade data



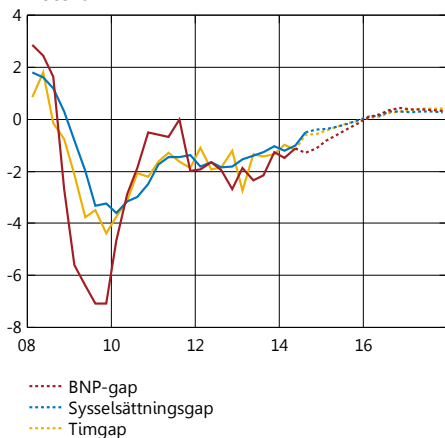
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:21. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, 15–74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

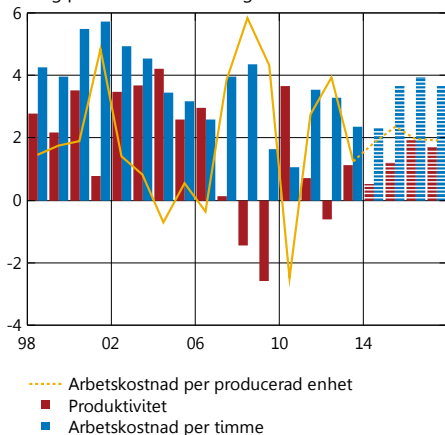
Diagram 1:22. BNP-gap, sysselsättningsgap och timgap
Procent



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

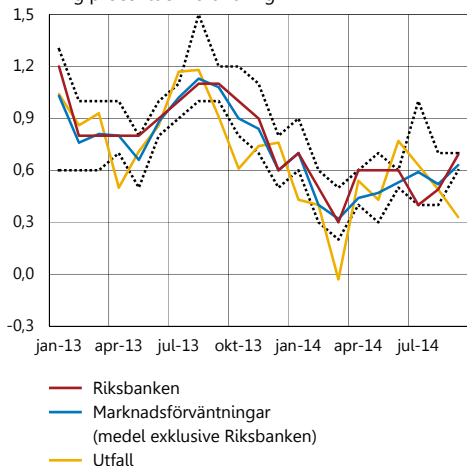
Källor: SCB och Riksbanken

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



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:24. Riksbankens och marknadens kortsiktsprognoser för KPIF-inflation
Årlig procentuell förändring



Anm. Riksbankens KPIF-prognoser enligt senast publicerad prognos och marknadsförväntningar, jämfört med utfall. Riksbankens siffror är inte helt jämförbara med marknadsaktörernas förväntningar, eftersom Riksbankens prognoser ofta är äldre. Streckade linjer avser de högsta och lägsta prognoserna hos samtliga prognosmakare.

Källor: Bloomberg, SCB och Riksbanken

■ Resursutnyttjandet lägre än normalt

Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet i ekonomin är lägre än normalt i dagsläget, men att det har stigit något det senaste året. Exempelvis ökar antalet vakanser, det vill säga lediga jobb som skulle kunna tillsättas omedelbart, samtidigt som rekryteringstiderna är längre än förra året. Kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin ger en mer splittrad bild. Enligt Konjunkturbarometern är kapacitetsutnyttjandet lågt, men enligt motsvarande statistik från SCB är det ungefär normalt. Arbetslösheten väntas minska under återstoden av 2014, men Riksbanken bedömer att det finns lediga resurser på arbetsmarknaden och förbättringen kan därmed ske utan att det uppstår någon större brist på arbetskraft. Uppdaterade nationalräkenskaper visar att resursutnyttjandet i termer av BNP-gap sedan 2012 förmodligen har varit lägre än Riksbanken tidigare bedömt.

Det mycket låga ränteläget tillsammans med en högre global och inhemsk efterfrågan bidrar till att resursutnyttjandet stiger under åren som kommer (se diagram 1:22). Under loppet av 2015 bedöms resursutnyttjandet bli ungefär normalt, vilket är i linje med prognosen i september.

■ Löneökningstakten stiger gradvis

Enligt Medlingsinstitutets sammanställning uppgår de avtalade löneökningarna till 2,2 procent i år och 2,3 procent 2015. Nästa stora avtalsrörelse äger rum under 2016, då löneavtal för närmare 2,8 miljoner anställda löper ut. Förutom bedömningar av framtida löneavtal är konjunktur- och arbetsmarknadsutvecklingen viktiga faktorer för Riksbankens prognoser för löneutvecklingen framöver. Under prognosperioden bedöms löneökningstakten i hela ekonomin gradvis stiga när konjunktur- och arbetsmarknadsläget förbättras. Löneökningarna i hela ekonomin, enligt konjunkturlönestatistiken, bedöms stiga från 3 procent i år till 3,5 procent 2017. Arbetskostnaderna per timme bedöms öka med mellan 3,5 och 4 procent per år 2015–2017.

Produktivitetstillväxten i svensk ekonomi är svag i år men bedöms bli något starkare nästa år. Mot slutet av prognosperioden väntas produktiviteten växa med ungefär 1,8 procent per år, vilket är i linje med ett historiskt genomsnitt sedan 1994. Sammantaget innebär detta att tillväxten i arbetskostnaderna per producerad enhet hamnar på omkring 2 procent 2017 (se diagram 1:23). Prognosen för det inhemska kostnadstrycket för innevarande år är något nedreviderad jämfört med bedömningen i september.

■ Inflationen stiger långsamt

Inflationen är låg och uppgick mätt med KPIF till 0,3 procent i september medan KPI-inflationen uppgick till -0,4 procent. En viktig förklaring till den låga inflationen bedöms vara att företagen har haft svårt att föra över sina kostnadsökningar till priserna. En av

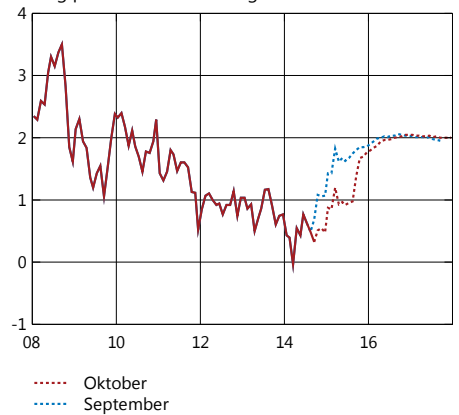
Riksbanken nyligen genomförd enkätundersökning om företagens prissättningsbeteende bekräftar bilden av pressade marginaler hos många företag. Förklaringar som företagen lyfter fram är att efterfrågan är svagare och att konjunkturläget är mer osäkert än normalt. Det finns också tecken på att prisökningarna hållits tillbaka av strukturella faktorer, som en ökande konkurrens. Denna bild stöds av Riksbankens ordinarie företagsundersökning.

Inflationen har under det senaste året blivit överraskande låg i förhållande till såväl Riksbankens som andra bedömares prognoser (se diagram 1:24). I september var prisökningstakten åter oväntat låg i flertalet undergrupper av KPI. Den breda nedgången i inflationen och de återkommande nedrevideringarna av inflationsprognosen tyder på att det underliggande inflationstrycket är mycket lågt och lägre än i tidigare bedömningar. Detta tillsammans med lägre inflation och svagare konjunkturutveckling i omvärlden innebär sammantaget att det bedöms ta längre tid innan inflationen når 2 procent i förhållande till prognosen i september. Jämfört med prognosen i september väntas KPIF-inflationen bli lägre framför allt under det närmaste året, trots en mer expansiv penningpolitik. Till nedrevideringen bidrar även fallande drivmedelspriser till följd av ett lägre oljepris. KPIF-inflationen når 2 procent under första halvåret 2016 (se diagram 1:25).

Inflationen stiger dock under prognosperioden (se diagram 1:26). Flera faktorer talar för det. Den expansiva penningpolitiken bidrar till att efterfrågan i ekonomin ökar och att resursutnyttjandet stiger gradvis de kommande åren. Detta leder i sin tur till snabbare löneökningar och större möjligheter för företagen att höja sina priser. Även inflationstakten i omvärlden väntas stiga. Trots att kronan förstärks bedöms importpriserna i producentledet (som mäts i svenska kronor) därmed fortsätta att öka under prognosperioden, efter att ha fallit under 2012 och 2013.

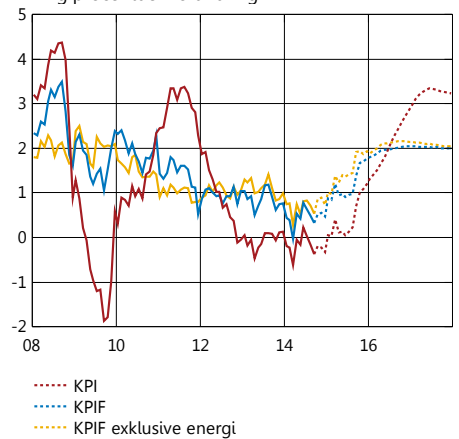
Hushållens räntekostnader för bolån som i dagsläget är låga stiger när reporäntan så småningom börjar höjas. Då ökar KPI-inflationen snabbare än KPIF-inflationen. Ökningstakten i KPI väntas som högst bli knappt 3,5 procent i mitten av 2017 (se diagram 1:27). I perioder med stora ränteförändringar ger 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.

Diagram 1:25. KPIF
Årlig procentuell förändring



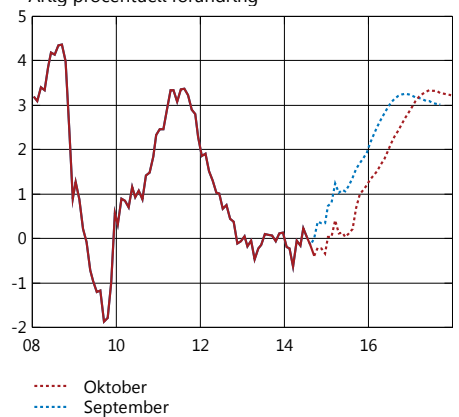
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

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

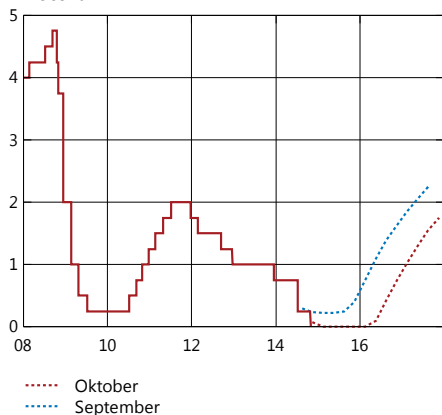


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:27. KPI
Årlig procentuell förändring

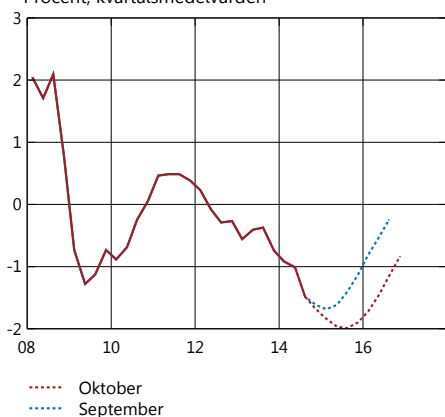


Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:28. Reporänta
Procent

Anm. Utfall är dagsdata och prognoser avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

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.

Källor: SCB och Riksbanken

Penningpolitiska överväganden

Riksbankens direktion har beslutat att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter till noll procent. Reporäntan bedöms ligga kvar på denna nivå till mitten av 2016, varefter den långsamt höjs till 1,75 procent mot slutet av 2017. Både den nominella och reala räntan är betydligt lägre än i bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i september (se diagram 1:28 och 1:29). Det främsta skälet till att räntan och räntebanan sänks är att inflationstrycket nu bedöms bli lägre. En mer expansiv penningpolitik behövs för att inflationen ska stiga och inflationsförväntningarna förbli förankrade vid målet. Den låga räntan ger fortsatt stimulans åt konjunkturen samtidigt som riskerna med hushållens höga skuldsättning ökar.

■ Konjunkturen förbättras men inflationen är för låg

I omvärlden som helhet väntas konjunkturen långsamt fortsätta att förbättras. Konjunkturutsikterna för USA och Storbritannien är goda men återhämtningen i euroområdet väntas bli ännu långsammare än i tidigare bedömning. Även prognoserna för det globala inflationstrycket är nedreviderade och flera av världens centralbanker väntas föra en mycket expansiv penningpolitik ytterligare en tid.

I Sverige stärks konjunkturen, framför allt drivet av konsumtion och bostadsinvesteringar. Exporten har hämmats av den svaga utvecklingen i euroområdet, men ökar framöver i linje med omvärldskonjunkturen. Arbetsmarknaden fortsätter förbättras de kommande åren och arbetslösheten sjunker tydligt.

Trots att såväl BNP som sysselsättning har ökat i relativt god takt det senaste året har inflationen upprepade gånger blivit lägre än förväntat. I september överraskade inflationen återigen på nedsidan. Detta tyder på att det inhemska inflationstrycket inte bara är mycket lågt utan också lägre än bedömningen i september. Tillsammans med ett svagare internationellt pristryck innebär detta att inflationen väntas bli lägre under de närmaste två åren. Till nedrevideringen bidrar även fallande drivmedelspriser. Det bedöms nu ta längre tid innan inflationen når 2 procent, trots en mer expansiv penningpolitik (se diagram 1:25–1:28). Den låga räntan stimulerar efterfrågan och bidrar till att KPIF-inflationen stiger gradvis, och når 2 procent första halvåret 2016.

■ Nollränta tills inflationen tydligt tagit fart

I takt med att inflationen under de senaste åren blivit överraskande låg har reporäntan sänkts (se diagram 1:28). När nu inflationstrycket bedöms bli än lägre sänks reporäntan ytterligare, till noll procent, och reporäntebanan revideras ned påtagligt. Att penningpolitiken i Sverige blir än mer expansiv ökar efterfrågan i hela ekonomin vilket bidrar till ett högre inflationstryck. Den mycket expansiva penningpolitiken kan även bidra till att inflationsförväntningarna förbli förankrade runt 2 procent genom att sända en tydlig signal att penningpolitiken är inriktad på att inflationen ska närma sig

inflationens målet. Förankrade inflationsförväntningar underlättar för hushåll och företag att fatta ekonomiska beslut, samtidigt som inflationsmålet kan fortsätta vara utgångspunkten i lönebildningen.

Reporäntan behöver vara kvar på en mycket låg nivå tills inflationen närmar sig målet. Först i mitten av 2016 bedöms det därför vara lämpligt att börja höja reporäntan. Då har KPIF-inflationen stigit ett tag och är nära 2 procent, BNP-tillväxten har varit relativt hög i drygt ett år och arbetslösheten har fallit. Reporäntan stiger gradvis och når 1,75 procent mot slutet av 2017. Det är en ovanligt låg reporänta i ett skede då konjunkturen är god, resursutnyttjandet är nära sin normala nivå och KPIF-inflationen är 2 procent.

■ Riskerna med hushållens skuldsättning måste hanteras

Den låga räntan ger fortsatt stimulans åt konjunkturen och bidrar även till att trenden med stigande bostadspriser och skuldsättning hos hushållen förstärks. Denna trend medför en risk för att ekonomin utvecklas på ett sätt som inte är långsiktigt hållbart. Om hushållen av ett eller annat skäl skulle minska sina skulder snabbt kan efterfrågan och arbetslösheten påverkas kraftigt. I så fall kan det också medföra långvariga svårigheter att stabilisera inflationen runt inflationsmålet. Att reporäntan nu sänks ytterligare för att få upp inflationen ökar riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Ett högre ränteläge skulle minska denna risk men skulle också öka risken för att inflationen förblir alltför låg och att inflationsmålets roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen försvagas.

Med det låga ränteläget, under en lång tid, blir det allt mer brådskande för andra politikområden att hantera riskerna med hushållens skuldsättning och utvecklingen på bostadsmarknaden. Den viktigaste effekten av de makrotillsynsåtgärder som hittills har vidtagits bedöms vara att motståndskraften i det svenska banksystemet stärks, medan effekten på hushållens skuldsättning bedöms vara liten. För att minska riskerna för en långsiktigt ohållbar utveckling krävs åtgärder som riktas direkt mot hushållens efterfrågan på krediter. Ansvar för detta vilar på regeringen och andra myndigheter.

Exempel på åtgärder som bör övervägas är skärpta amorteringskrav, skärpt bolånetak, ändrad avdragsrätt för ränteutgifter och att sunda minimivåer införs i de kvar-att-leva-på-kalkyler som är en del av bankernas kreditprövning. Dessutom är det viktigt att reformer som leder till en bättre fungerande bostadsmarknad genomförs.

■ Osäkerhet i konjunktur- och inflationsutsikterna

Den mycket expansiva penningpolitiken och en gradvis återhämtning i omvärlden väntas leda till att efterfrågan i Sverige ökar under de närmaste åren. Då kan företagen höja sina priser och i större utsträckning föra över sina kostnadsökningar till konsumenterna, och därmed väntas inflationen stiga. Det är dock osäkert hur snabbt inflationen kommer att stiga, i synnerhet mot bakgrund av att inflationen under en längre tid har utvecklats svagare än väntat.

Utvecklingen i omvärlden utgör också en källa till osäkerhet i prognosen. Tillväxten i exempelvis den tyska ekonomin har saktat in och flera indikatorer pekar på en svag utveckling i flera länder framöver. Prognosen för BNP-tillväxten i omvärlden är därför nedreviderad jämfört med bedömningen i september. Det kan inte uteslutas att tillväxten blir ännu lägre än vad som nu antas. I kapitel 2 i denna rapport presenteras scenarier där tillväxten i euroområdet blir en annan än i huvudscenariot, och där effekterna på svensk ekonomi beror av vad som händer med växelkursen.

Den senaste tidens utveckling av bostadspriser och skulder, tillsammans med det ännu lägre ränteläget, pekar mot en snabbare skuldökning framöver än bedömningen i september. I prognosen stiger därför hushållens skulder som andel av den disponibla inkomsten nu snabbare under de närmaste åren. En ännu snabbare ökning i bostadspriser och skulder skulle göra ekonomin ännu känsligare för störningar och därmed ytterligare öka riskerna förknippade med hushållens skuldsättning. Hanteringen av dessa risker är nu en fråga för andra politikområden.

Ändras förutsättningarna för penningpolitiken kan denna behöva anpassas. Skulle penningpolitiken behöva bli mer expansiv handlar det i första hand om att senarelägga en första höjning av reporäntan.

Vissa centralbanker som har sänkt sin styrränta till nivåer nära noll har även använt sig av kompletterande åtgärder för att göra penningpolitiken än mer expansiv.⁴ Reporäntan har nu sänkts till noll procent och Riksbanken bedömer att läget i svensk ekonomi inte motiverar kompletterande penningpolitiska åtgärder i dagsläget. Men om förutsättningarna skulle ändras så har Riksbanken samma möjligheter som andra centralbanker att vidta ytterligare åtgärder för att öka stimulansen i penningpolitiken.

⁴ Se fördjupning "Penningpolitik när styrräntan är nära noll" i denna rapport.

■ KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker

Konjunkturåterhämtningen i omvärlden fortsätter. Hur utvecklingen blir framöver är dock förknippad med osäkerhet. I euroområdet, som har stor betydelse för Sverige, är tillväxten tyngd av bland annat höga offentliga och privata skulder. En sämre omvärldsutveckling än i huvudscenariot skulle medföra en lägre exportefterfrågan i Sverige och därmed ett lägre resursutnyttjande. Om kronan samtidigt förstärks, kan följden bli att såväl resursutnyttjandet som inflationen i Sverige blir påtagligt lägre än i huvudscenariot. I ett sådant scenario behöver penningpolitiken bli mer expansiv och reporäntan förbli noll under en längre period. Om kronan i stället försvagas blir effekterna på den svenska ekonomin mer begränsade.

Tillväxten i omvärlden kan också bli högre än i huvudscenariot. Skulle till exempel konjunkturen i USA bli starkare än väntat kan detta bidra till att optimismen i omvärlden ökar snabbare. I ett sådant scenario stiger resursutnyttjandet och inflationen snabbare även i den svenska ekonomin. Hur penningpolitiken då reagerar beror på hur inflationsutsikterna påverkas. Ett lite högre inflationstryck skulle i dagsläget inte medföra några förändringar i penningpolitiken.

Det råder alltid osäkerhet kring den framtida ekonomiska utvecklingen. Detta illustreras på ett övergripande sätt av osäkerhetsintervallen runt prognoserna i diagram 1:3–1:6. Dessa osäkerhetsintervall baseras på Riksbankens historiska prognosfel. I detta kapitel diskuteras mer ingående den osäkerhet som rör utvecklingen i omvärlden. Här beskrivs två alternativa ekonomiska scenarier för omvärlden och de effekter dessa kan tänkas få på den svenska ekonomin och på penningpolitiken. Det första scenariot belyser en svagare omvärldsutveckling med starkare respektive svagare växelkurs. Det andra scenariot illustrerar en starkare omvärldsutveckling. Scenarierna är konstruerade med hjälp av Riksbankens makroekonomiska modell Ramses.⁵ I modellen beaktas inte möjligheten att använda okonventionella penningpolitiska åtgärder. Penningpolitiken i scenarierna omfattar därmed endast förändringar i reporäntan.

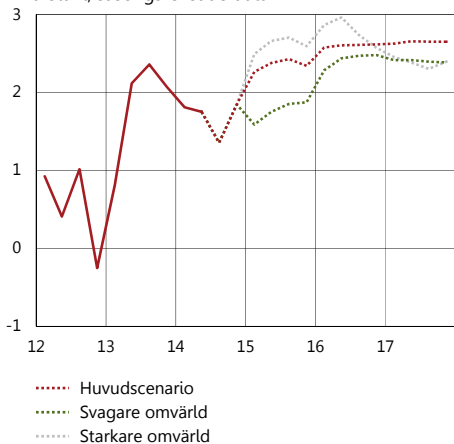
I huvudscenariot antas att tillväxten i omvärlden i KIX-vägda termer stiger under 2015 och därefter stabiliseras runt 2,5 procent. Även tillväxten i euroområdet, som varit svag under 2014, antas stiga i början av nästa år och därefter långsamt fortsätta att förbättras. Skulderna i euroområdet är dock fortsatt höga, samtidigt som genomförandet av strukturella reformer i exempelvis Frankrike och Italien dröjer. Företag och hushåll i problemtyngda länder möter fortfarande högre räntor än i andra euroländer, vilket försvårar återhämtningen. En viktig förutsättning för att tillväxten ska utvecklas som i huvudscenariot är att euroländerna vidtar nödvändiga strukturella reformer och åtgärder för skuldanpassning. De politiska utmaningarna är emellertid stora och tillväxtutsikterna för de kommande åren är mycket osäkra.

I det första scenariot antas att omvärldsutvecklingen blir svagare än i huvudscenariot. De stora offentliga och privata skulderna i euroområdet hämmar efterfrågan mer än väntat och den förväntade tillväxtuppgången under 2015 uteblir. Den vacklande utvecklingen i

⁵ För en beskrivning av modellen, se M. Adolfson, S. Laséen, L. Christiano, M. Trabandt och K. Walentin, "Ramses II: Model description", *Occasional Paper nr 12*, 2013, Sveriges riksbank.

Diagram 2:1. BNP i omvärlden

KIX-vägd, kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongsrensade data

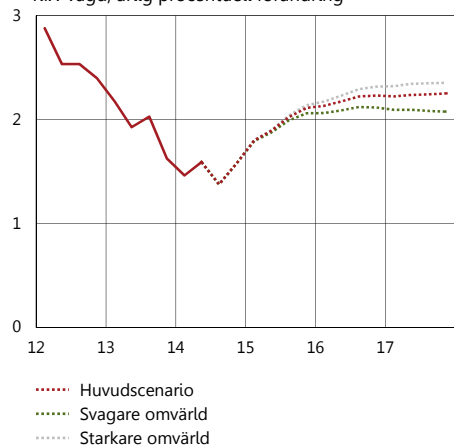


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:2. Inflation i omvärlden

KIX-vägd, årlig procentuell förändring

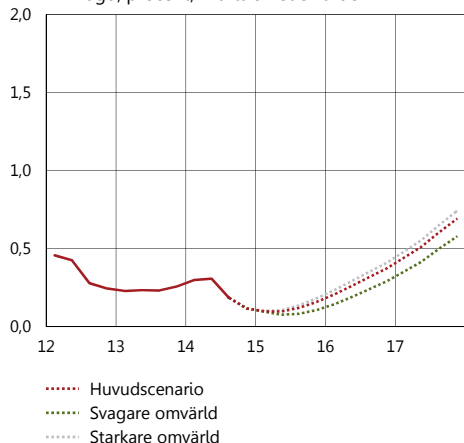


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källor: Nationella källor, OECD och Riksbanken

Diagram 2:3. Styrränta i omvärlden

KIX-vägd, procent, kvartalsmedelvärden



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

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

eurområdet och avsaknaden av reformer i utsatta länder skapar därtill ökad osäkerhet. ECB annonserade nyligen nya stödåtgärder och marknadens förväntningar är att dessa kommer att följas upp med ytterligare stimulanser under 2015. Men världens centralbanker möter i dagsläget skilda tillväxtutsikter, och Federal Reserve förväntas istället avsluta sina tillgångsköp vid nästa penningpolitiska möte. Mot denna bakgrund kan kronans växelkurs bli både svagare och starkare än i huvudscenariot. I det första alternativscenariot beskrivs hur en svagare internationell efterfrågan kan tänkas få olika effekter på den svenska ekonomin, beroende på vad som händer med växelkursen. Ur ett penningpolitiskt perspektiv är riskerna störst om en svagare omvärldsutveckling åtföljs av en starkare växelkurs som ytterligare dämpar tillväxten och inflationen i Sverige. Ett sådant förlopp skulle innebära att Riksbanken behöver hålla reporäntan på noll under en längre period än i huvudscenariot för att få en inflation i linje med målet. Om växelkursen istället försvagas blir effekterna av den svagare utvecklingen mer begränsade.

I det andra alternativscenariot illustreras istället effekterna av en starkare omvärldsutveckling. De stora offentliga skulderna i euroområdet får mindre hämmande effekter på privatekonomin än vad som antas i huvudscenariot. Samtidigt fortsätter den goda tillväxten i USA och Storbritannien, vilket gör att optimismen i omvärlden ökar. Detta skapar en högre internationell efterfrågan på svenska varor, samtidigt som konsumentförtroendet och investeringsviljan ökar även i Sverige. Eftersom växelkursen då sannolikt förstärks mer än i huvudscenariot dämpas dock den positiva konjunkturutvecklingen och effekterna på inflationen blir förhållandevis små. Inflationen blir något högre än i huvudscenariot, men detta föranleder inte någon höjning av räntan. Då det underliggande inflationstrycket för närvarande är mycket lågt, förblir penningpolitiken mycket expansiv i syfte att säkerställa att inflationsförväntningarna förblir förankrade runt 2 procent och att inflationen stabiliseras runt målet.

Scenario: Svagare utveckling i euroområdet

Återhämtningen i euroområdet går alltjämt långsamt. I många euroländer är skulderna fortsatt höga och den pågående skuldanpassningen väntas fortsätta dämpa tillväxten under de kommande åren. Genomförandet av strukturreformer i vissa av euroländerna har dragit ut på tiden, vilket skapar osäkerhet kring tillväxtutsikterna.

I detta scenario får osäkerheten kring den framtida ekonomiska utvecklingen till följd att hushåll och företag blir mer återhållsamma med konsumtion och investeringar. Om reformerna dröjer ytterligare och problemen på de finansiella marknaderna består kan efterfrågan under prognosperioden bli lägre än i huvudscenariot. Detta leder till lägre tillväxt i Sveriges handelsviktade omvärld (se diagram 2:1). Även inflationen i omvärlden blir då något lägre (se diagram 2:2). Penningpolitiken i omvärlden kan inte fullt ut parera den svaga utvecklingen, främst på grund av att styrräntorna i euroområdet redan är låga.

Detta ökar risken för att återhämtningen i tillväxten ska fördröjas ytterligare och få kännbara internationella spridningseffekter. Men världens centralbanker har för närvarande olika förutsättningar och exempelvis Federal Reserve och Norges Bank har större möjligheter att agera för att parera spridningseffekter av en nedgång i euroområdet. Sammantaget blir omvärldens styrränta lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:3).

Följderna för den svenska ekonomin påverkas i betydande grad av vad som händer med växelkursen. I ett läge där effekterna av omvärldens penningpolitik är svåra att förutse är samtidigt kronkursens framtida utveckling mycket osäker.⁶

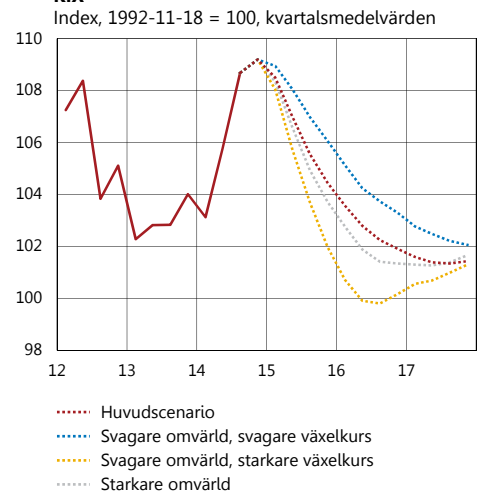
■ Ökad osäkerhet kring den ekonomiska utvecklingen globalt ger svagare krona

Om osäkerheten i euroområdet skapar oro på de finansiella marknaderna, och penningpolitiken i omvärlden inte kan stävja denna, är det rimligt att förvänta sig större marknadsrörelser globalt. Turbulens på finansmarknaderna leder ofta till starkare preferenser hos investerarna för mer likvida valutor. Efterfrågan på svenska kronor skulle då sannolikt minska, vilket skulle leda till att växelkursen blir svagare än i huvudscenariot (se diagram 2:4). Detta är också vad som ofta observerats i tider av ekonomisk oro. Till exempel försvagades kronan med 20 procent i samband med finanskrisen 2008.

Lägre tillväxt i omvärlden minskar efterfrågan på svensk export: dels minskar omvärldens totala efterfrågan, dels gör en lägre inflation i omvärlden att varor och tjänster producerade utomlands blir billigare än svenska exportvaror. Båda dessa effekter drar ned den svenska exporten (se diagram 2:5). Därtill sjunker konsumtion och investeringar då konsumentförtroendet och investeringsviljan faller till följd av den ökade osäkerheten. När efterfrågan på svenska varor och tjänster minskar efterfrågar företagen inte lika mycket arbetskraft och arbetslösheten blir därmed högre. Lägre konsumtion och investeringar gör också att importen blir lägre.

Nedgången i importtillväxten förstärks ytterligare av den svagare växelkursen. En svagare krona gör att importen blir dyrare och att inhemskt producerade varor därmed blir relativt sett billigare. Svenska företag, som använder importerade varor som insatsvaror i produktionen, tjänar då på att minska andelen importerade och istället öka andelen inhemskt producerade insatsvaror. Detta dämpar delvis nedgången i efterfrågan på arbetskraft och uppgången i arbetslösheten blir sammantaget ganska liten (se diagram 2:6). Den svagare kronan gör samtidigt att svensk export blir billigare utomlands, vilket delvis motverkar den minskade exportefterfrågan. Sammantaget blir BNP-tillväxten och resursutnyttjandet lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:7 och 2:8). Men med en relativt sett svagare krona får vi alltså två motsatta effekter på exporten, vilket gör att den

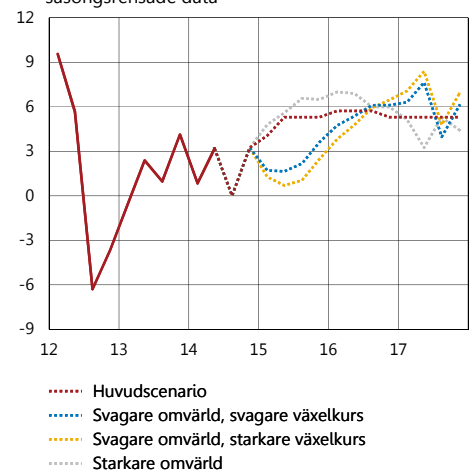
Diagram 2:4. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX



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

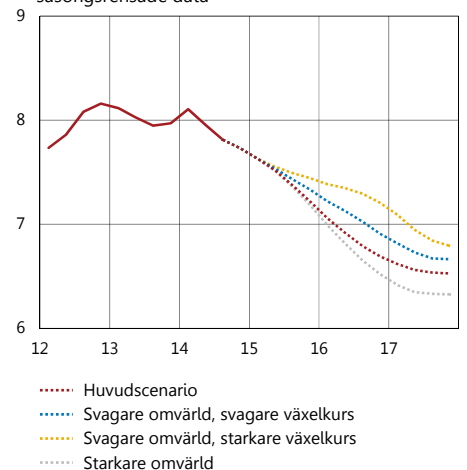
Källa: Riksbanken

Diagram 2:5. Export
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:6. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data

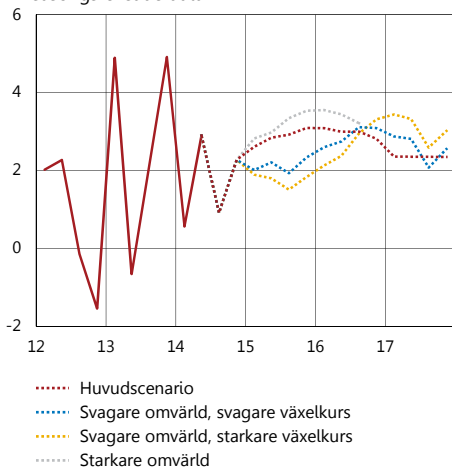


Källor: SCB och Riksbanken

⁶ Till detta kommer osäkerhet om hur stora effekter en förändring i växelkursen får på inflationen och resursutnyttjandet i Sverige. I Penningpolitisk rapport, oktober 2012 diskuteras vilka faktorer som påverkar storleken på dessa effekter.

Diagram 2:7. BNP

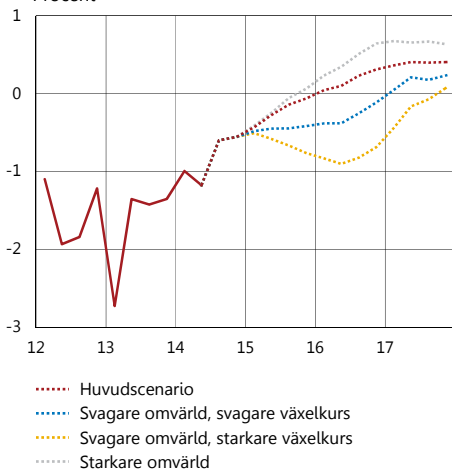
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:8. Timgap

Procent



Källor: SCB och Riksbanken

negativa efterfrågeeffekten inte blir lika stor som den skulle bli i fallet där en kronförsvagning inte inträffar.

När importen blir dyrare blir det också dyrare att konsumera och investera i Sverige. Kostnaderna för företag som använder importerade insatsvaror blir högre, vilket leder till en snabbare prisökningstakt. Men ett lägre resursutnyttjande och en något mer återhållsam löneutveckling håller tillbaka prisökningstakten. Sammantaget blir inflationen i Sverige något lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:9). De två motsatta effekterna på inflationen gör dock att förändringarna i inflationsprognosen blir förhållandevis små.

Med en något lägre inflation och ett lägre resursutnyttjande behöver penningpolitiken bli mer expansiv. Detta innebär att en första höjning av reporäntan skjuts ytterligare framåt i tiden. Reporäntan blir därmed något lägre än i huvudscenariot under andra halvan av prognosperioden (se diagram 2:10).

■ En starkare krona dämpar resursutnyttjandet och inflationen ytterligare

Om effekterna på de finansiella marknaderna av en försämrad utveckling i euroområdet inte blir fullt lika stora, kan den lägre BNP-tillväxten och inflationen i omvärlden få andra effekter på växelkursen. Om oron på så vis blir något mer begränsad kan internationella investerare omläggning till mer likvida valutaplaceringar utebli. En mer expansiv penningpolitik i euroområdet i form av ytterligare stödåtgärder från ECB skulle dessutom kunna försvaga euron gentemot andra valutor. Då euron har en betydande vikt i den svenska handelsviktade växelkursen, skulle detta kunna tala för en sammanlagd förstärkning av den svenska kronan. Sverige har dessutom, i ett internationellt perspektiv, relativt starka statsfinanser och goda framtidsutsikter för den ekonomiska utvecklingen. Detta skulle kunna leda till en ökad efterfrågan på svenska kronor, vilket skulle bidra till att växelkursen förstärks. Om så sker kan följderna för den svenska ekonomin skilja sig på ett betydande sätt från vad som beskrivits ovan. I återstoden av detta scenario beskrivs effekterna på den svenska ekonomin av en lika stor försämring av omvärldsutvecklingen som tidigare, men med en starkare växelkurs än i huvudscenariot (se diagram 2:4).

Om en sämre utveckling i omvärlden åtföljs av en kraftigare förstärkning av växelkursen än vad som antas i huvudscenariot, skulle situationen kunna bli mer bekymmersam ur ett penningpolitiskt perspektiv. Lägre omvärldsefterfrågan skulle, liksom i ovanstående beskrivning, ge upphov till en svagare exportefterfrågan. Ett minskat konsumentförtroende och en dämpad investeringsvilja skulle få negativa konsekvenser för svensk konsumtion och svenska investeringar. Som en följd av detta blir också importen lägre. Den starkare kronan gör nu emellertid importvaror billigare än svenska varor, vilket betyder att det blir mer fördelaktigt för svenska företag att byta ut inhemskt producerade insatsvaror mot import. Detta dämpar

delvis nedgången i importen. Men den starkare kronan innebär också, enligt samma mekanism, att svenska varor blir dyrare i omvärlden och därmed efterfrågas mindre, med ytterligare försvagning av exporten som följd (se diagram 2:5).

En lägre efterfrågan på svenska varor och tjänster gör att företagen efterfrågar mindre arbetskraft. Den högre andelen importerade insatsvaror i produktionen bidrar också till detta. Den samlade effekten på arbetslöshet och resursutnyttjande blir nu betydligt kraftigare än i scenariot där den svagare omvärldsutvecklingen åtföljs av en svagare krona (se diagram 2:6 och 2:8). Detta gör också att löneutvecklingen påverkas mer, med en än mer återhållen löneökningstakt som följd.

Sammantaget minskar efterfrågan på svenska varor mer än i fallet med en svagare krona, både inhemskt och via minskad export (se diagram 2:7). Den billigare importen sänker pristrycket hos svenska företag som använder utländskt producerade insatsvaror. Med ett lägre inhemskt lönetryck och billigare importvaror blir inflationsstrycket i Sverige tydligt lägre än i huvudscenariot (se diagram 2:9). Penningpolitiken behöver då bli än mer expansiv för att KPIF-inflationen ska närma sig 2 procent. I denna version av alternativscenariot skjuts därför en första höjning av reporäntan fram till början av 2017. Räntan höjs därefter gradvis och förblir betydligt lägre än i huvudscenariot under resten av prognosperioden (se diagram 2:10).

Scenario: Starkare omvärld

Det finns även faktorer som talar för att utvecklingen kan bli bättre än i huvudscenariot. Om ekonomisk-politiska åtgärder som stärker förtroendet bland hushåll och företag i euroområdet vidtas i exempelvis Frankrike och Italien kan återhämtningen i regionen åter ta fart. De stora offentliga skulderna i euroområdet kan också visa sig vara mindre hämmande för privatekonomin än vad som antas i huvudscenariot. Vidare är förtroendet hos företagen i USA mycket högt och den amerikanska arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Även Storbritanniens ekonomi bedöms förbli stark de kommande åren. Ifall utvecklingen i dessa ekonomier skapar mer optimism i världsekonomin kan den ekonomiska utvecklingen bli starkare än vad som antas i huvudscenariot.

I detta alternativscenario illustreras effekterna av att förtroendet i omvärlden stiger snabbare, vilket bland annat ger en starkare efterfrågan i euroområdet. Produktionen i omvärlden, i handelsvägda termer, stiger snabbare än i huvudscenariot och inflationen blir högre (se diagram 2:1 och 2:2). Trots att tillväxten blir högre i euroområdet kommer inflationen fortfarande vara låg och resursutnyttjandet vara svagt under prognosperioden. Därför antas effekterna på penningpolitiken bli mycket små. Omvärldens handelsvägda styrränta höjs därmed endast marginellt snabbare än i huvudscenariot (se diagram 2:3).

Diagram 2:9. KPIF

Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

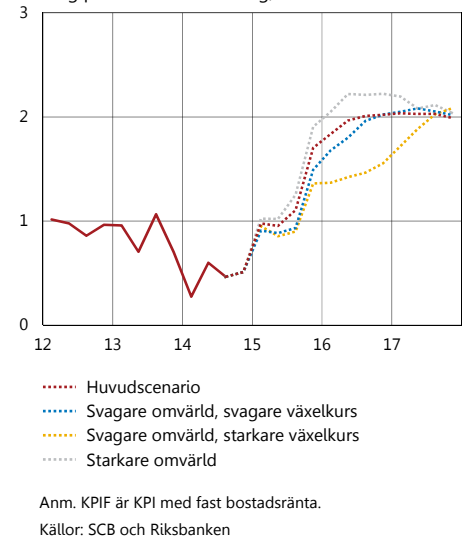
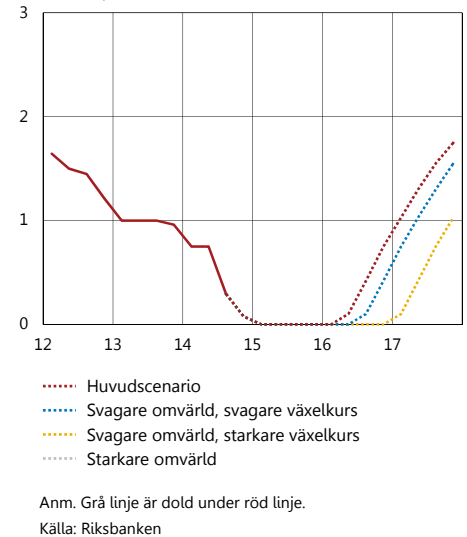


Diagram 2:10. Reporänta

Procent, kvartalsmedelvärden



■ Starkare tillväxt globalt ger skjuts åt svensk ekonomi

Det starkare förtroendet hos hushåll och företag globalt får sannolikt en stabiliserande effekt på de finansiella marknaderna. Effekterna på den svenska ekonomin i detta scenario blir då de omvända jämfört med scenariot ovan. Ett starkare förtroende globalt medför en ökad optimism även i den svenska ekonomin. Investeringsviljan hos företagen tilltar, samtidigt som ett ökat förtroende bland hushållen får konsumtionen att växa snabbare. Därmed ökar även importen.

Med högre tillväxt i omvärlden ökar efterfrågan på svensk export (se diagram 2:5). En högre efterfrågan på svenska varor och tjänster gör att företagen i Sverige efterfrågar mer arbetskraft, vilket minskar arbetslösheten något (se diagram 2:6).

■ God tillväxt i Sverige medför att kronan stärks

En starkare utveckling i utlandet och en åtföljande högre svensk tillväxt skulle sannolikt medföra att kronan stärks mer än i huvudscenariot. Detta gör importvaror billigare och gör det mer fördelaktigt för svenska företag att ersätta inhemskt producerade insatsvaror med importerade. Detta driver på uppgången i importen ytterligare. Samtidigt blir priserna på svenska varor, i utländsk valuta räknat, högre och ökningen i exporten dämpas därmed något. Den sammantagna effekten blir en starkare svensk BNP-tillväxt och ett högre resursutnyttjande (se diagram 2:7 och 2:8). Men med en starkare omvärldsekonomi och en starkare krona har vi, liksom i alternativscenariot med svagare omvärld och svagare växelkurs ovan, två motsatta effekter på exporten och importen. Ökningen i den svenska tillväxten dämpas därmed något jämfört med fallet där en kronförstärkning inte inträffar.

■ Svensk penningpolitik förblir oförändrad

När växelkursen stärks blir priserna på importerade insatsvaror lägre än i huvudscenariot, vilket håller nere företagets kostnader. Men ett högre resursutnyttjande och högre löner gör samtidigt att företagets kostnader stiger snabbare. Den slutgiltiga effekten på inflationen blir positiv men tämligen liten, då den positiva effekten från högre importpriser och starkare löneutveckling delvis motverkas av växelkursförstärkningen (se diagram 2:9). Att inflationen blir något högre skulle normalt tala för en högre reporänta än i huvudscenariot. Men eftersom inflationen under en längre tid varit låg och det är viktigt att inflationsförväntningarna förblir förankrade vid målet på 2 procent, skulle ett lite högre inflationstryck i dagsläget inte medföra några förändringar i penningpolitiken (se diagram 2:10). Reporäntebanan skulle, i en situation som denna, bli densamma som i huvudscenariot i syfte att säkerställa att inflationen når målet och att inflationsförväntningarna förblir förankrade runt 2 procent.

■ KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin

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

Den globala konjunkturen fortsätter att vara svag, men utsikterna för tillväxten skiljer sig mycket åt mellan flera av de stora ekonomierna. I euroområdet stagnerade ekonomin det andra kvartalet samtidigt som den amerikanska ekonomin växte starkt. De finansiella marknaderna präglas av oro kring framtida tillväxt, vilket den senaste tiden har bidragit till lägre priser på riskfyllda tillgångar.

Samtidigt som Federal Reserve förväntas avsluta sina tillgångsköp i oktober och därmed gå mot en mindre expansiv politik sänkte ECB styrräntan ytterligare i september och har därtöver presenterat nya expansiva åtgärder.

Den svenska BNP-tillväxten fortsätter att till stor del förklaras av utvecklingen i inhemsk efterfrågan, och då särskilt hushållens konsumtion. Tillväxten det andra kvartalet var något starkare än normalt, men statistik över utrikeshandeln, industriproduktionen och detaljhandeln tyder på en något svagare utveckling det tredje kvartalet. Arbetsmarknadsläget förbättras de kommande kvartalen, men eftersom både sysselsättningen och arbetskraftsdeltagandet ökar blir nedgången i arbetslösheten måttlig.

Inflationen i september var överraskande låg och betydligt lägre än Riksbankens tidigare prognos. Mätt med KPIF förväntas inflationen öka något under årets sista månader, men den underliggande utvecklingen är fortfarande svag.

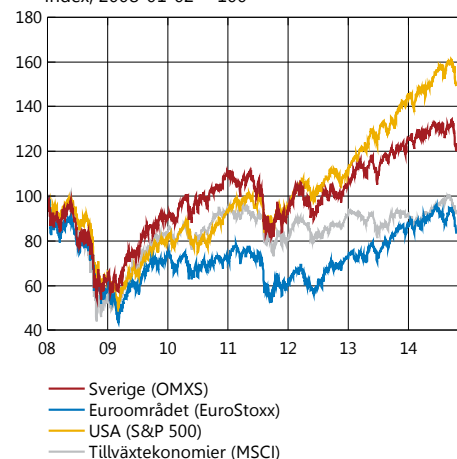
Finansiella marknader

■ Osäkra tillväxtutsikter ger oro på de finansiella marknaderna

Konjunkturen i omvärlden har utvecklats svagt sedan den penningpolitiska uppföljningen i september samtidigt som skillnaderna i tillväxt mellan olika regioner blir allt mer tydliga. Den geopolitiska osäkerheten till följd av de pågående konflikterna i Ukraina, Syrien och Irak består, men bedöms hittills ha haft begränsad påverkan på de finansiella marknaderna.

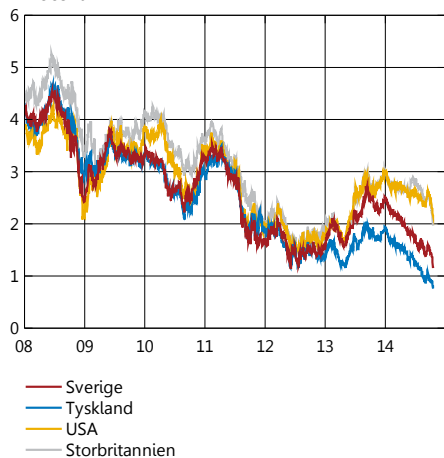
Ökad osäkerhet kring de globala tillväxtutsikterna bedöms däremot ha bidragit till att efterfrågan på riskfyllda tillgångar har minskat den senaste tiden. Sedan den penningpolitiska uppföljningen i september har aktiepriser i Sverige och omvärlden fallit och på flera aktiemarknader är årets börsuppgångar i stort sett uttraderade (se diagram 3:1). På räntemarknaden återspeglas osäkerheten i ett skift i efterfrågan från mer riskfyllda obligationer till statsobligationer med hög kreditvärdighet, vilket har inneburit att ränteskillnaden mellan dessa tillgångar har ökat. Den ökade osäkerheten syns även i mått som mäter den finansiella volatiliteten. VIX-index, som mäter volatiliteten i det breda amerikanska börsindexet S&P500, har till exempel stigit till den högsta nivån på nästan tre år. De senaste årens starka börsutveckling, fallande räntor och låga volatilitet har samtidigt bidragit till att väcka farhågor för att risker håller på att byggas upp i det finansiella systemet.⁷

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

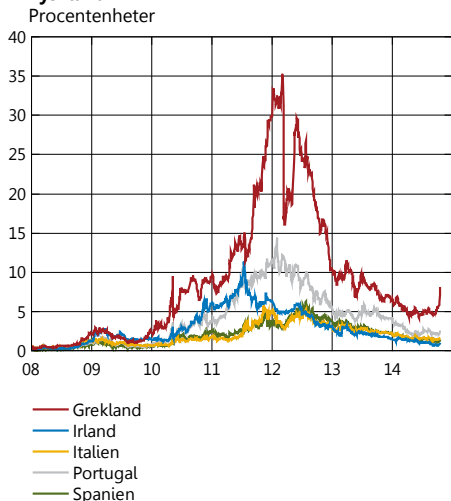


Källor: Macrobond, Morgan Stanley Capital International, Standard & Poor's och STOXX Limited

⁷ Se till exempel World Economic Outlook från oktober, där IMF för en diskussion kring oron för att marknaden underskattar riskerna förknippade med den makroekonomiska utvecklingen.

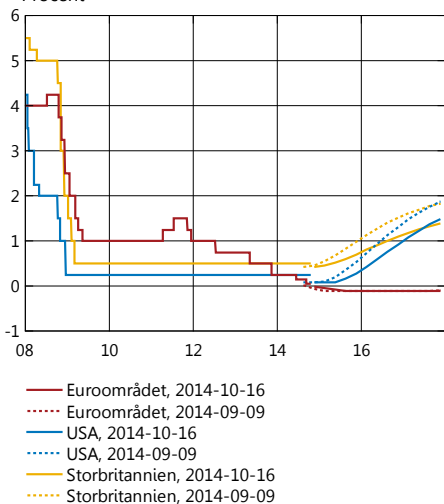
Diagram 3:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent

Källa: Macrobond

Diagram 3:3. Skillnad i statsobligationsränta mot Tyskland
Procentenheter

Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.

Källa: Macrobond

Diagram 3:4. Styrräntor och ränteförväntningar enligt terminsprissättning
Procent

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

Källor: Macrobond och Riksbanken

■ Priset på olja har fallit kraftigt

Världsmarknadspriserna på olja har fallit snabbt sedan den penningpolitiska uppföljningen i september. Priset på Brentolja har sjunkit från drygt 100 dollar per fat till under 90 dollar per fat. Det fallande priset förklaras sannolikt av en kombination av utbuds- och efterfrågefaktorer. USA har ökat sin produktion av skifferolja kraftigt och minskat sin oljeimport samtidigt som OPEC-länderna har upprätthållit sina produktionsvolymerna. Svagare tillväxtutsikter i Kina och euroområdet kan samtidigt förväntas ha bidragit till en lägre efterfrågan på olja. Den internationella energiorganisationen IEA justerade i sin senaste rapport också ned prognosen för efterfrågan på olja under 2014 och 2015, vilket fick priset att falla ytterligare.

■ Mycket låga statsobligationsräntor

Sedan årsskiftet har räntorna på långa statsobligationer fallit, i synnerhet i många europeiska länder och Sverige men även i USA och Storbritannien trots mer gynnsamma tillväxtutsikter (se diagram 3:2). Den senaste tidens oro kring globala tillväxtutsikter har bidragit till att förstärka denna utveckling och resulterat i att marknadsaktörer har flyttat fram bedömningen om när Federal Reserve och Bank of England höjer sina styrräntor. I Europa har räntorna också påverkats av stigande förväntningar på att ECB ska vidta ytterligare åtgärder.

I början av september presenterade ECB en rad nya stimulansåtgärder, vilket tillsammans med sänkta prognoser för tillväxten i euroområdet har fått den tyska tioårsräntan att sjunka till en rekordlåg nivå. Förväntningar på ytterligare åtgärder från ECB har bidragit till fortsatt låga räntor i stora delar av Europa, men den senaste tidens ökade osäkerhet har inneburit en viss ränteuppgång i flera länder. Framför allt har räntorna i Grekland stigit efter förnyad oro bland investerare. Detta då landet uttryckt planer på att lämna sitt stödpaket i förtid samtidigt som det politiska läget är fortsatt osäkert (se diagram 3:3).

■ Centralbanker i otakt

Efter flera år av mycket expansiv penningpolitik har den allmänna bedömningen varit att det närmar sig en tid då några av de större centralbankerna förväntas påbörja styrräntehöjningar. Vid räntemötet i september fortsatte Federal Reserve att trappa ned sina tillgångsköp som förväntas vara helt avslutade i oktober. Man meddelade fortsatt att styrräntan kommer att hållas låg under en lång tid, men ledamöternas medianprognos för styrräntan justerades upp för såväl 2015 som 2016. Den senaste tiden har dock global tillväxtoro och finansiell osäkerhet bidragit till att marknaden förväntar sig att den amerikanska styrräntan börjar höjas vid en senare tidpunkt. Terminsprissättningen indikerar att höjningen sker först under hösten 2015 (se diagram 3:4).

I Storbritannien har den ekonomiska utvecklingen fortsatt att förbättras, men låga inflationsutfall har bidragit till att den första

höjningen av styrräntan förväntas ske senare även där. Terminsprissättningen indikerar en första höjning under inledningen av hösten 2015 (se diagram 3:4).

ECB har vidtagit ytterligare expansiva åtgärder i spåren av fallande inflationsförväntningar och låg tillväxt. I september sänkte ECB styrräntan från 0,15 till 0,05 procent, och kommunicerade samtidigt att man därmed nått en nedre gräns för styrräntan. Samtidigt annonserades två program för tillgångsköp.⁸ Enligt ECB:s kommunikation kan detta, tillsammans med det redan lanserade TLTRO-programmet, komma att innebära att balansräkningen ökar till den nivå som rådde i början av 2012. Efter räntemötet i september har ECB publicerat bankernas deltagande i den första auktionen (av åtta) inom ramen för TLTRO-programmet. Deltagandet blev klart lägre än marknadens förväntningar, men väntas istället öka vid det andra lånetillfället i december, när den planerade översynen och stresstester av det europeiska banksystemet är genomförda. Enligt terminsprissättningen utgår marknadsaktörer från att styrräntan lämnas oförändrad under lång tid (se diagram 3:4).

■ Svenska terminsräntor indikerar lägre reporänta

Beslutet att lämna räntan oförändrad i september var i linje med marknadens förväntningar. De svenska terminsräntorna har därefter skiftat ned efter publiceringen av det överraskande låga inflationsutfallet för september. Av marknadens prissättning framgår att man tror på en räntesänkning till 0,15 procent i oktober och med stor sannolikhet en ännu lägre ränta längre fram (se diagram 3:5). Terminsprissättningen indikerar därefter att reporäntan kommer att vara oförändrad fram till i mitten av 2016, vilket i stort sett är i linje med Riksbankens prognos för reporäntan. Enligt Prosperas enkät från september ligger förväntningarna på reporäntenivån på två års sikt något högre än marknadsprissättningen och Riksbankens reporäntebana. Dessa förväntningar är dock uppmätta före det överraskande låga inflationsutfallet i september.

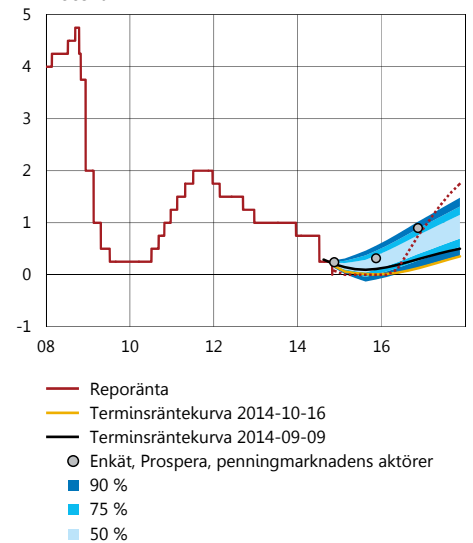
■ Kronan kvar på en svagare nivå

I handelsvägda termer har kronan varit i stort sett oförändrad sedan den penningpolitiska uppföljningen i september (se diagram 3:6). I bilaterala termer har kronan dock fortsatt att försvagas mot den amerikanska dollarn och det brittiska pundet medan den har förstärkts något mot euron. De relativt små rörelserna i handelsvägda termer innebär dock att kronan fortfarande är kvar kring de svagare nivåer som noterades efter reporäntesänkningen i juli.

■ Låga räntor till hushåll och företag

Räntorna till hushåll och företag föll i samband med att reporäntan sänktes i juli och har därefter varit i stort sett oförändrade. I augusti

Diagram 3:5. Reporänteförväntningar i Sverige, mätta med terminsräntor och enkätundersökning
Procent



Anm. Terminsräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagläneränta. Enkäter och terminsräntor är olika mått på penningpolitiska förväntningar. Intervallt illustrerar den historiska skillnaden mellan Prosperas enkätundersökning och den justerade terminsräntekurvan.

Källor: Macrobond, TNS Sifo Prospera och Riksbanken

Diagram 3:6. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX
Index, 1992-11-18 = 100

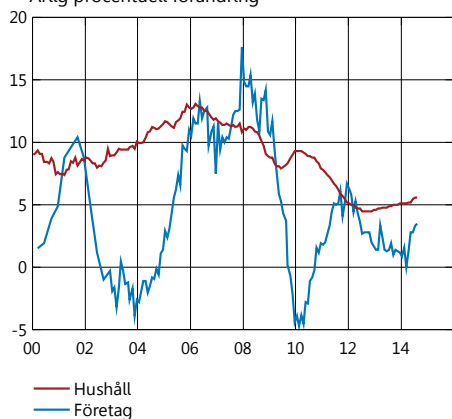


Anm. KIX är en sammanvägning av länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden.

Källa: Riksbanken

⁸ Ett program inom vilket ECB avser köpa så kallade asset-back securities (ABS) och ett program som rymmer köp av säkerställda obligationer.

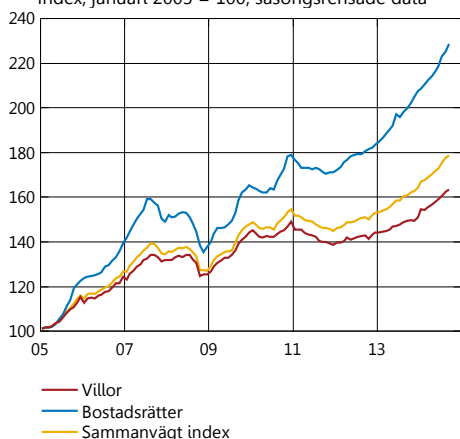
Diagram 3:7. Utlåning till hushåll och företag
Årlig procentuell förändring



Anm. MFI:s utlåning till hushåll och icke-finansiella företag enligt finansmarknadsstatistiken justerat för omklassificeringar samt köpta och sålda lån från 2006.

Källa: SCB

Diagram 3:8. Priser på småhus och bostadsrätter
Index, januari 2005 = 100, säsongrensade data



Källor: Valueguard och Riksbanken

var såväl den genomsnittliga bolåneräntan som den genomsnittliga bankräntan till företag 2,2 procent. Andelen nya bostadslån med rörlig ränta uppgår till drygt 70 procent.

Räntorna på svenska företagsobligationer har fortsatt att falla i linje med lägre statsobligationsräntor och företagen lånar, nästan oberoende av kreditrating, billigare på obligationsmarknaden än via banklån. Möjligheten att få billig marknadsfinansiering fortsätter att återspeglas i en hög tillväxttakt i värdepapperslånen men de senaste månaderna har även bankupplåningen ökat. I augusti var den årliga tillväxttakten i bankernas kreditgivning till icke-finansiella företag 3,5 procent (se diagram 3:7).

Det finns också tecken på att kredit- och finansieringsvillkoren för företag har blivit mindre strama. Antalet blacolån har ökat de senaste månaderna vilket indikerar att företagen behöver mindre säkerheter för att få låna. Även enkätundersökningar som Konjunkturbarometern och Almis låneindikator tyder på att finansieringsvillkoren för företagen lättar den närmaste tiden.

■ Fortsatt stigande bostadspriser

Hushållens efterfrågan på krediter fortsätter att öka men den årliga tillväxttakten var oförändrad på 5,6 procent i augusti (se diagram 3:7). Ökningstakten för bostadslånen, som utgör drygt 80 procent av den totala utlåningen till hushållen, fortsatte dock att tillta. Detta förklaras främst av att utlåningen med bostadsrätter som säkerhet ökade med drygt 9 procent i årstakt. Men även utlåningen med säkerhet i småhus, som står för en majoritet av bolånemarknaden, ökade med drygt 4 procent i årstakt.

Enligt statistik från Valueguard fortsätter samtidigt prisökningstakten på bostadsrätter och villor att stiga och i september var årstakterna 14,5 respektive 9,4 procent (se diagram 3:8). Även SCB:s fastighetsprisindex indikerar högre bostadspriser och under det andra kvartalet steg priserna på småhus med 5 procent i årstakt. Enligt SEB:s boprisindikator har hushållen dock blivit något mindre optimistiska i sin bedömning av bostadsprisernas utveckling. En stor majoritet förväntar sig fortfarande stigande bostadspriser framöver, men i oktober föll indikatorn tillbaka något från den senaste tidens rekordnivåer.

Omvärlden

■ Ojämn återhämtning i världsekonomin

Tillväxten i världsekonomin var fortsatt dämpad under det andra kvartalet i år och utvecklades något svagare än bedömningen i september. Indikatorer, såsom exportordergång enligt inköpschefsindex, tyder på att utvecklingen kan komma att bli svag i flera länder även under andra halvåret.

De nationella variationerna är emellertid stora. Den amerikanska och brittiska ekonomin utvecklas väl samtidigt som konjunkturen i euroområdet är fortsatt svag (se diagram 3:9). Även den japanska ekonomin utvecklas svagt efter en momshöjning tidigare under året. I några av de viktigaste tillväxtländerna, såsom Kina, Ryssland och Brasilien, tycks den ekonomiska aktiviteten också ha dämpats.

■ Fortsatt svag konjunktur i euroområdet

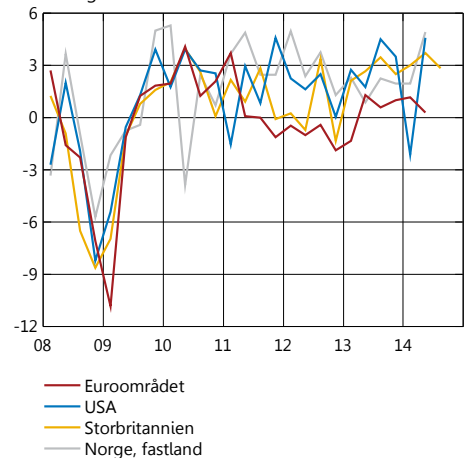
I euroområdet stagnerade ekonomin under andra kvartalet i år efter fyra kvartal av svag tillväxt. Hushållens konsumtion fortsatte visserligen att stärkas och även nettoexporten gav ett positivt bidrag till BNP-tillväxten, men detta motverkades av fallande investeringar och ett negativt lagerbidrag.

Enkätbaserade konjunkturindikatorer för hushåll och företag, tillsammans med inkommande statistik, tyder på att ekonomin kommer fortsätta att stagnera under tredje kvartalet och börja växa försiktigt först under fjärde kvartalet. Den ekonomiska avmattningen har därmed blivit kraftigare än vad som antogs i den penningpolitiska uppföljningen i september. Särskilt oroande är den svaga utvecklingen i Tyskland, där industriproduktion, export och ordergång föll kraftigt i augusti. Inköpschefsindex inom tillverkningsindustrin i Tyskland föll dessutom betydligt i september men steg därefter i oktober. De låga förväntningarna hos tyska investerare kvarstår och försämrades också påtagligt i oktober, enligt ZEW-indexet. Samma mönster med svagare förtroendeindikatorer ses i andra länder (se diagram 3:10). Utvecklingen innefattar även tjänstesektorn. En faktor som i närtid kan motverka en ytterligare försvagning av euroområdets ekonomi är att hushållens konsumtion bedöms ge ett visst positivt bidrag till BNP-tillväxten även under tredje kvartalet. Konsumentförtroendet ökade svagt i oktober och detaljhandels omsättning var oväntat stark i augusti. Den negativa effekten på BNP från fallande export dämpas också av att en lägre inhemsk efterfrågan minskar importen.

Den senaste tidens fallande börskurser och stigande räntor tyder på att det ekonomiska läget i euroområdet är mycket bräckligt. Det finns också fortfarande tecken på att banksystemet och den penningpolitiska transmissionsmekanismen inte fungerar tillfredsställande. Finansmarknaderna är alltjämt fragmentiserade och företag i de krisdrabbade länderna möter högre räntor än vad företag i de andra euroländerna gör. Kreditvillkoren har länge varit strama,

Diagram 3:9. BNP i omvärlden

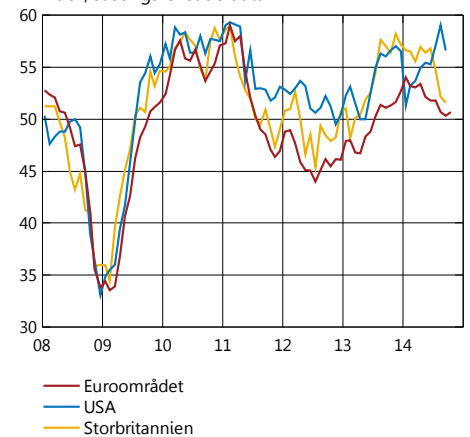
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



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

Diagram 3:10. Inköpschefsindex tillverkningsindustrin

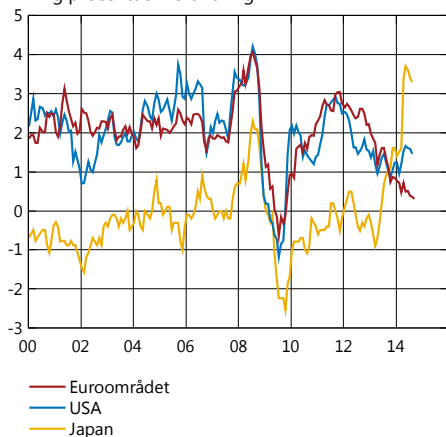
Index, säsongrensade data



Anm. Värderna över 50 indikerar tillväxt.

Källor: Institute for Supply Management och Markit Economics

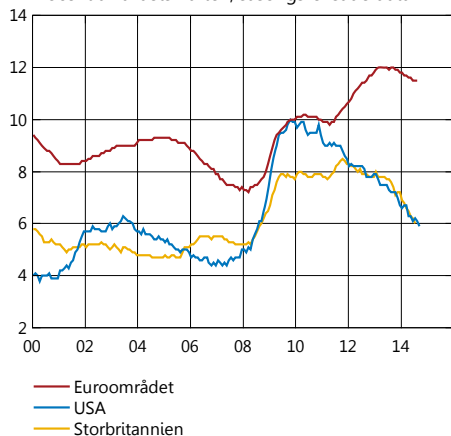
Diagram 3:11. Konsumentpriser i omvärlden
Årlig procentuell förändring



Anm. Euroområdet avser HIKP, USA avser PCE-deflatorn och Japan avser KPI.

Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och Statistics Bureau of Japan

Diagram 3:12. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



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

framför allt för små och medelstora företag i de krisdrabbade länderna, vilket tillsammans med en svag efterfrågan under flera år har bidragit till att kreditgivningen har minskat i dessa länder. Det finns dock tecken på att kreditmarknaden håller på att stabiliseras. Bankutlåningen till icke-finansiella företag fortsatte visserligen att falla i augusti men takten i nedgången har minskat de senaste månaderna. Förbättringen beror framför allt på utvecklingen i Tyskland, Frankrike, Österrike och Spanien. Utlåningen till hushåll fortsatte att öka i långsam takt i augusti, med positiva ökningstal i Tyskland och Frankrike medan den alltjämt faller på årsbasis i de tidigare krisländerna. Bankernas kreditgivning blev något mindre stram under andra kvartalet, vilket sannolikt gynnar kredittillväxten framöver.

HIKP-inflationen i euroområdet har fortsatt att dämpas och uppgick till 0,3 procent i september, vilket är den lägsta nivån sedan oktober 2009 och i linje med Riksbankens bedömning i september (se diagram 3:11). Nedgången är delvis relaterad till de fortsatt fallande energipriserna men även den underliggande inflationen föll något. Både tjänstepriser och icke-energirelaterade varor bidrog till lägre underliggande inflation. Företagens anställningsplaner enligt EU-kommissionens barometer indikerar en fortsatt hög arbetslöshet, vilket dämpar inflationsimpulser från arbetsmarknaden.

■ Stark tillväxt i USA

Den ekonomiska utvecklingen i USA är fortsatt positiv och BNP ökade med 4,6 procent i uppräknad årstakt under andra kvartalet (se diagram 3:9). Tillväxten är något högre än vad som framkom i det preliminära utfallet, vilket i huvudsak beror på att investeringarna har ökat mer än vad man tidigare trott.

Tillväxtutsikterna fortsätter att vara gynnsamma de närmaste kvartalen. Industriproduktionen och orderingången följer en stigande trend och företagets förtroende är enligt inköpschefsindex alltjämt högt. För hushållens konsumtion och konsumentförtroendet har den positiva trenden fortsatt de senaste månaderna och sammantaget tyder indikatorerna på att BNP-tillväxten blir något över 3 procent det tredje kvartalet, uppräknat till årstakt.

På bostadsmarknaden har antalet påbörjade bostadsbyggen mattats av under de senaste månaderna. Förtroendet bland bostadsbyggare har dock samtidigt ökat, vilket tyder på att återhämtningen på bostadsmarknaden fortsätter, om än i en försiktig takt. Sysselsättningen ökade med 248 000 personer i september, vilket var mer än väntat och arbetslösheten sjönk med två tiondelar till 5,9 procent (se diagram 3:12). Arbetskostnaderna per producerad enhet, mätt som årlig procentuell förändring, ökade något under första halvåret men ökningstakten är fortfarande låg i ett historiskt perspektiv. Andra mått på lönekostnader har stigit något de senaste månaderna men tillväxttaktarna är alltjämt betydligt lägre än normalt.

Inflationen, mätt med deflatorn för privat konsumtion, föll till 1,5 procent i augusti (se diagram 3:11). Nedgången förklaras i

huvudsak av lägre energipriser. Inflationen exklusive energi- och livsmedelspriser var oförändrad på 1,5 procent.

■ Stabil utveckling i Storbritannien och Norge

I Storbritannien fortsätter återhämtningen och tillväxten har varit i linje med eller över det historiska genomsnittet de senaste sex kvartalen. Återhämtningen är bred då produktionen i samtliga sektorer i ekonomin har haft en positiv trend det senaste året. Från andra till det tredje kvartalet ökade BNP med 2,8 procent i uppräknad årstakt (se diagram 3:9). Arbetsmarknaden har fortsatt att utvecklas starkt och arbetslösheten minskade till 6 procent i juli (se diagram 3:12). Även om hushållens och företagens optimism har dämpats de senaste månaderna är förtroendet högre än normalt, vilket talar för en fortsatt god tillväxt på kort sikt. Exporten har dock dämpats, något som sannolikt kan förklaras av den svaga tillväxten i bland annat euroområdet och av att pundet har förstärkts det senaste året. Inflationen har samtidigt fallit något och var 1,2 procent i september. Låga löneökningar och fallande producent- och importpriser på senare tid förväntas bidra till att inflationen förblir relativt låg på kort sikt.

I Norge växte BNP under andra kvartalet med 4,9 procent jämfört med första kvartalet, uppräknat till årstakt (se diagram 3:9). Tillväxten berodde bland annat på en tillfälligt hög produktion inom fiske- och energisektorerna. Arbetslösheten är låg och stabil samtidigt som bostadspriserna och omsättningen på bostadsmarknaden har ökat det senaste halvåret efter en tillfällig nedgång. KPI-inflationen har de senaste månaderna varit något lägre än Norges Banks mål på 2,5 procent.

■ Tydliga tecken på inbromsning i Kina

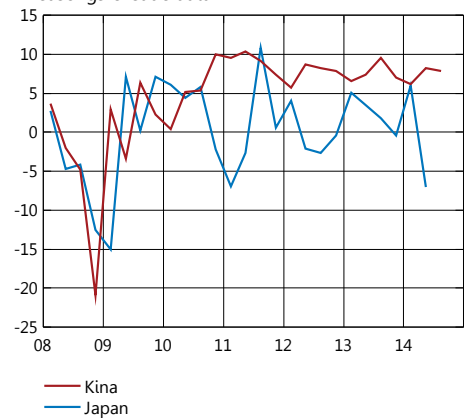
I Kina ökade BNP under tredje kvartalet med 7,8 procent, jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt (se diagram 3:13). Tillväxten har saktat ned något vilket beror på att investeringar i tillverkningsindustrin och fastigheter har dämpats samtidigt som kredit-tillväxten har minskat de senaste månaderna. Tillväxten i industriproduktionen vände upp igen i september, efter en period av något svagare utfall. Exporten har ökat de senaste månaderna, men importen har samtidigt utvecklats svagt, vilket tyder på att den inhemska efterfrågan är svag. Ett ytterligare tecken på en svagare inhemska efterfrågan är att detaljhandeln har växt i en långsammare takt än tidigare. Vissa finanspolitiska reformer har trätt i kraft den senaste tiden, bland annat riktade stöd för småföretag, mindre strikta krav för bolån och en ny budgetlag som begränsar de lokala myndigheternas möjligheter till lån utanför budgetramarna.

■ Tillväxten i Japan tyngs fortfarande av momshöjningen

Momshöjningen i april slog hårt mot den japanska ekonomin och BNP föll med 7,1 procent från första till andra kvartalet, uppräknat till

Diagram 3:13. BNP i Kina och Japan

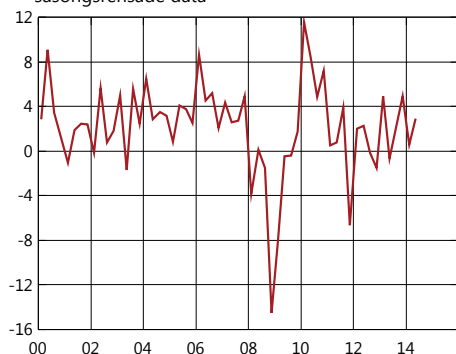
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källor: State National Bureau of Statistics China och Statistics Bureau of Japan

Diagram 3:14. BNP i Sverige

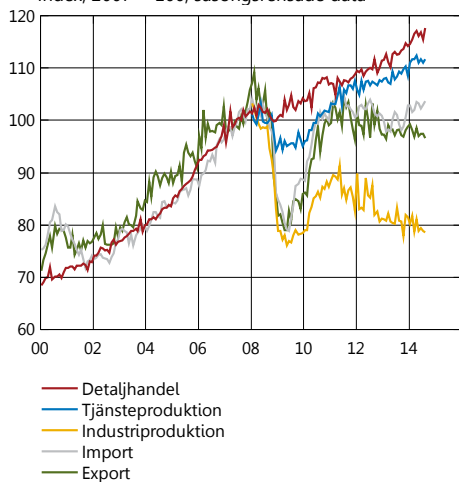
Kvartalsförändring i procent uppräknad till årstakt, säsongrensade data



Källa: SCB

Diagram 3:15. Månadsstatistik för produktion och efterfrågan

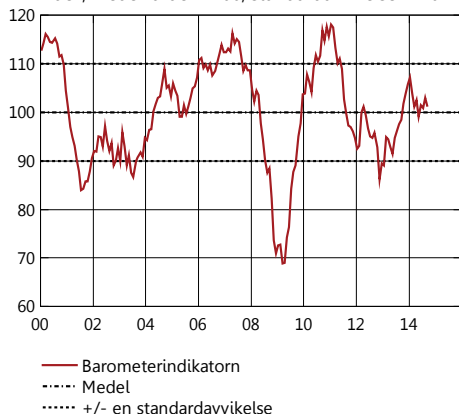
Index, 2007 = 100, säsongrensade data



Källa: SCB

Diagram 3:16. Barometerindikatorn

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Källa: Konjunkturinstitutet

årstakt (se diagram 3:13). Återhämtningen därefter har varit långsam. Industriproduktionen har minskat och exporten har utvecklats svagt trots att den japanska yenen har försvagats mot dollarn. Under de senaste månaderna har dock företagets förtroende förbättrats. KPI-inflationen har ökat till följd av momshöjningen och var 3,3 procent i augusti.

Svensk ekonomi

Den svenska ekonomin återhämtar sig efter den ekonomiska krisen men resursutnyttjandet är fortfarande lägre än normalt. Den globala lågkonjunkturen har inneburit att tillväxten i stor utsträckning förklaras av den inhemska efterfrågan. Sysselsättningen ökar, men ett stigande arbetskraftsdeltagande innebär att arbetslösheten minskar långsamt. Inflationen har samtidigt fortsatt att utvecklas påtagligt svagt, mycket till följd av det låga resursutnyttjandet i Sverige och på viktiga exportmarknader.

■ Inhemsk efterfrågan central för utvecklingen

Svensk BNP ökade med 2,9 procent i uppräknad årstakt från det första till det andra kvartalet 2014 (se diagram 3:14), vilket var en högre tillväxt än i Riksbankens bedömning i september. Tillväxten beror främst på en ökning i hushållens konsumtion och fortsatt snabbt växande bostadsinvesteringar. Utvecklingen i utrikeshandeln var dock svag och bidrog negativt till tillväxten.

Nationalräkenskaperna är omlagda i enlighet med regelverket ENS 2010. Detta har bland annat inneburit att SCB har justerat upp svensk BNP. Sammantaget bedöms SCB:s justeringar till följd av omläggningen ha små effekter på Riksbankens tillväxtprognoser. För en mer detaljerad beskrivning, se fördjupningen "Revideringar av nationalräkenskaperna".

Den inhemska efterfrågan bedöms vara fortsatt viktig för tillväxten. Indikatorer ger en blandad bild av utvecklingen, där enkätbaserade data generellt indikerar tillväxttal i linje med ett historiskt genomsnitt, samtidigt som framför allt månadsdata för produktion och utrikeshandel tecknar en något svagare bild av utvecklingen (se diagram 3:15).

Barometerindikatorn, som sammanfattar stämningläget bland hushåll och företag, föll tillbaka något i september, men är fortfarande på en nivå som indikerar att den svenska ekonomin växer i linje med ett historiskt genomsnitt (se diagram 3:16). Såväl byggsektorns som detaljhandelns förtroende ökade åter efter en nedgång i augusti och med undantag för privata tjänstenärings var samtliga delindex i barometerindikatorn från september något högre än sina historiska genomsnitt. Riksbankens företagsundersökning i september tyder också på en fortsatt tillväxt, även om osäkerheten tycks ha ökat och framtidsutsikterna framstår som något mer pessimistiska än i undersökningen från i maj.

Med utgångspunkt i publicerad statistik för det tredje kvartalet bedöms BNP sammantaget växa med knappt 1 procent jämfört med föregående kvartal, uppräknat till årstakt. Motsvarande tillväxt det fjärde kvartalet bedöms bli något högre, omkring 2,3 procent, då viktiga förtroendeindikatorer fortsatt indikerar en tillväxt i linje med ett historiskt genomsnitt.

■ Hushållens konsumtion viktig drivkraft för tillväxten

Utvecklingen i hushållens konsumtion har förklarat en betydande del av tillväxten det senaste året. Det andra kvartalet växte konsumtionen med drygt 5 procent jämfört med föregående kvartal och uppräknat till årstakt.

Hushållens förtroende, mätt med Konjunkturinstitutets konfidensindikator, ökade åter i september efter en nedgång i augusti (se diagram 3:17). Sammantaget är förtroendet på en nivå strax över ett historiskt genomsnitt. Detaljhandelns försäljning ökade i augusti efter några månader av svagare utveckling.

Sammantaget bedöms den höga tillväxten under det andra kvartalet följas av en något mer dämpad konsumtionstillväxt det tredje kvartalet. Under andra halvåret 2014 växer hushållens konsumtion därmed med ungefär 2,5 procent, uppräknat till årstakt.

■ Dämpad exporttillväxt

Den svaga utvecklingen i omvärlden har inneburit att svensk export har vuxit långsammare än normalt och bidragit till att återhämtningen efter finanskrisen har blivit utdragen. Även det andra kvartalet präglades av en dämpad tillväxt i exporten. Jämfört med det första kvartalet växte exporten med drygt 3 procent, uppräknat till årstakt.

Enkätbaserade indikatorer som tillverkningsindustrins ordergång enligt Konjunkturbarometern och inköpschefsindex, tecknar bilden av en export som växer i linje med ett historiskt genomsnitt (se diagram 3:18). Samtidigt tyder SCB:s månadsstatistik för utrikeshandeln med varor i juli och augusti på en svag utveckling det tredje kvartalet. Sammantaget bedöms detta bidra till att exporten blir oförändrad det tredje kvartalet. Mot slutet av 2014 väntas exporten dock växa i en mer normal takt.

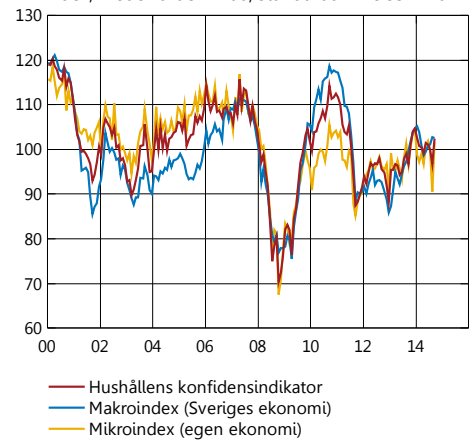
■ Hög tillväxt i bostadsinvesteringarna

Bostadsinvesteringarna växer snabbt i ett historiskt perspektiv och har varit centrala för att förklara det senaste årets tillväxt i fasta bruttoinvesteringar (se diagram 3:19). Näringslivets övriga investeringar har däremot bidragit negativt till investeringstillväxten.

Tillväxten i bostadsinvesteringarna mattas av efter en tid med hög tillväxt. Under helåret 2014 bedöms bostadsinvesteringarna ändå öka med drygt 20 procent.

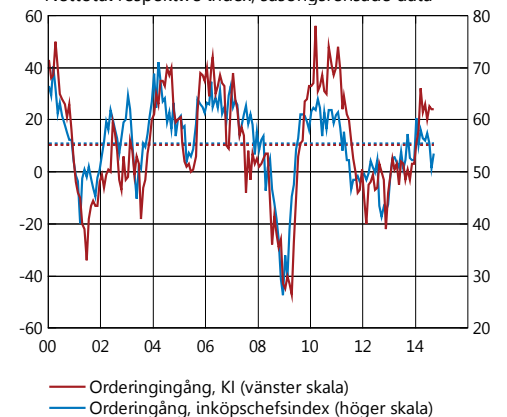
Riksbankens företagsintervjuer i september tyder samtidigt på något svagare framtidsutsikter. Tillsammans med den fortsatt tröga exportutvecklingen ger detta stöd åt bilden att näringslivets övriga

Diagram 3:17. Konfidensindikatorer för hushåll
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



Källa: Konjunkturinstitutet

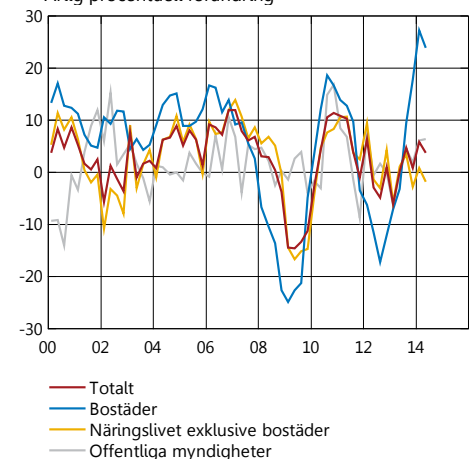
Diagram 3:18. Exportordergång inom tillverkningsindustrin
Nettotal respektive index, säsongrensade data



Anm. Netttotal 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 2000 till senaste utfall.

Källor: Konjunkturinstitutet och Swedbank/Silf

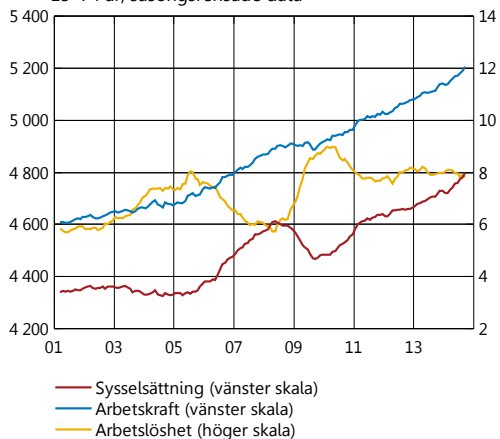
Diagram 3:19. Fasta bruttoinvesteringar
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Diagram 3:20. Sysselsatta, arbetskraft och arbetslöshet

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

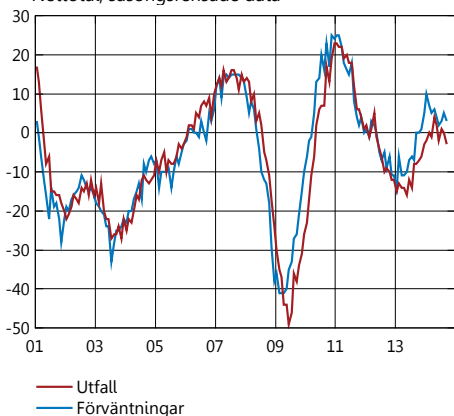


Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:21. Anställda i näringslivet förväntningar och utfall

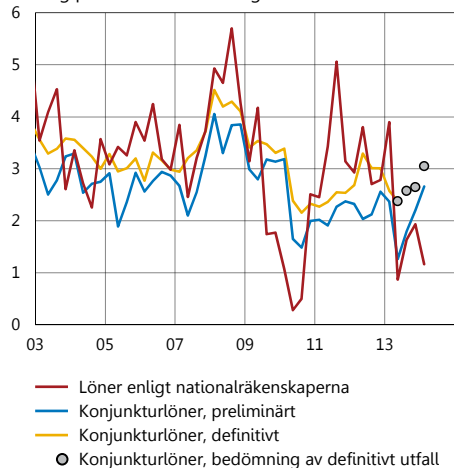
Nettotal, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:22. Löner enligt nationalräkenskaperna och enligt konjunkturlönestatistiken

Årlig procentuell förändring



Anm. Konjunkturlönestatistiken de senaste 12 månaderna är preliminära och revideras vanligen upp. De grå punkterna i diagrammet visar Riksbankens bedömning av det slutliga utfallet enligt statistiken.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

investeringar fortsätter att öka i måttlig takt den närmaste tiden. Det tredje och fjärde kvartalet 2014 bedöms de fasta bruttoinvesteringarna sammantaget, uppräknat till årstakt, växa med 2 respektive 3,6 procent jämfört med föregående kvartal.

■ Antalet sysselsatta ökar

Arbetsmarknadsläget fortsätter att utvecklas positivt i många avseenden (se diagram 3:20). Antalet arbetade timmar stiger trots den måttliga BNP-tillväxten och nyinkommen information innebär en mindre upprevidering av sysselsättningsstillväxten 2014 jämfört med Riksbankens bedömning i september. Samtidigt bedöms arbetskraftsdeltagandet vara något högre och nedgången i arbetslösheten blir därmed långsam den närmaste tiden, helt i linje med Riksbankens prognos i september.

AKU för augusti och september tyder på att antalet arbetade timmar ökade snabbare än väntat det tredje kvartalet. Men den dämpade BNP-tillväxten bedöms innebära att antalet arbetade timmar endast ökar marginellt under fjärde kvartalet och prognosen för helåret 2014 är därmed i stort sett densamma som i den penningpolitiska uppföljningen i september. Samtidigt visade AKU att sysselsättning och arbetskraft ökade snabbare det tredje kvartalet än vad som förväntades i föregående prognos.

Indikatorer för efterfrågan på arbetskraft tyder sammantaget på fler sysselsatta och färre arbetslösa den närmaste tiden. Antalet nyanmälda lediga platser till Arbetsförmedlingen ökar betydligt och bilden av att de lediga jobben blir fler får också stöd av SCB:s konjunkturstatistik över vakanser. Däremot ser näringslivets anställningsplaner svaga ut, enligt både Konjunkturbarometern för september och Riksbankens företagsundersökning i september (se diagram 3:21). Sammantaget bedöms ändå arbetsmarknadsläget förbättras något även under det fjärde kvartalet.

■ Måttlig tillväxt i arbetskostnader per producerad enhet

Enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet har lönerna i hela ekonomin under årets sju första månader ökat med i genomsnitt 2,7 procent uttryckt i årlig procentuell förändring (se diagram 3:22). Statistiken är fortfarande preliminär och revideras vanligtvis upp när retroaktiva utbetalningar tillkommer. Prognoser för de närmaste månaderna samt för revideringar av den hittills inkomna statistiken innebära att lönerna bedöms öka med 3,0 procent i år.⁹

Revideringen av nationalräkenskaperna (se fördjupningen "Revideringar av nationalräkenskaperna") har bland annat inneburit att produktivitetstillväxten är något högre och tillväxten i arbetskostnaderna per producerad enhet något lägre det första halvåret 2014 än i Riksbankens tidigare bedömning. Under andra halvåret 2014 bedöms tillväxten i timlöner och arbetskostnader per timme vara högre än

⁹ Urvalet, som delvis byts i januari varje år, är 5854 företag i konjunkturlönestatistikens undersökning för näringslivet 2014. Enligt Medlingsinstitutets beräkningar för identiska företag och samtliga företag i undersökningen är effekten av urvalsrotationen ovanligt stor i år, omkring +0,3 procentenheter.

under första halvåret samtidigt som produktiviteten utvecklas ungefär som under första halvåret. Tillväxten i arbetskostnaderna per producerad enhet blir därmed något högre under andra halvåret och uttryckt i årlig procentuell förändring uppgår den till ungefär 1,7 procent för helåret 2014, vilket ändå är mindre än vad Riksbanken bedömde i september.

■ Överraskande låg inflation

Inflationen sjönk överraskande mycket i september. KPI föll med 0,4 procent mätt som årlig procentuell förändring, vilket innebar en minskning jämfört med augusti (se diagram 3:23). Den mycket låga inflationen mätt med konsumentprisindex hänger delvis samman med att hushållens räntekostnader för bolån har sjunkit, vilket i sin tur beror på att reporäntan gradvis blivit allt lägre.

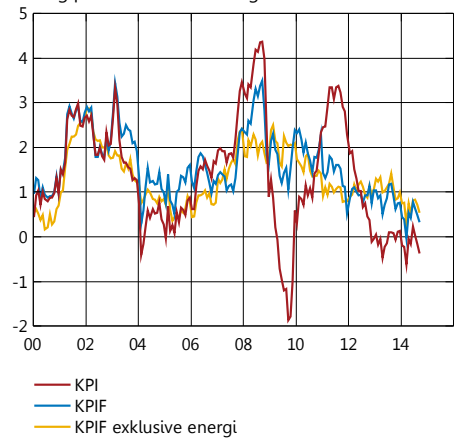
Men inflationen är låg även när man bortser från effekten av sjunkande räntekostnader. Den årliga ökningstakten i KPIF, det vill säga KPI med fast bolåneränta, var 0,3 procent i september. Om hänsyn inte heller tas till energiprisförändringar var KPIF-inflationen något högre, 0,5 procent. Utfallen för samtliga dessa tre inflationsmått är betydligt lägre än vad Riksbanken prognostiserade i den penningpolitiska uppföljningen i september.

Varupriserna har tenderat att sjunka över tiden, men föll särskilt tydligt under 2012 efter en betydande förstärkning av kronan. Prisökningstakten på varor blev dock successivt mindre negativ under 2013 och har legat nära ett historiskt genomsnitt hittills under 2014. Denna utveckling hänger också till viss del samman med att växelkursen försvagats på senare tid. Årstakten sjönk i september till -1,0 procent (se diagram 3:24). Ökningstakten i tjänstepriserna uppgick till i genomsnitt cirka 2 procent per år mellan åren 2008 och 2012, men dämpades tydligt under 2013. Nedgången var tydlig i de flesta tjänsteprisgrupper. I september var den årliga ökningstakten 0,9 procent. (se diagram 3:24).

Flera faktorer har bidragit till den låga inflationen. Efterfrågan och resursutnyttjandet har varit lägre än normalt efter den globala finansiella krisen och därigenom bidragit till låga prispåslag, både i omvärlden och i Sverige. Den dämpade globala efterfrågan har även bidragit till att energipriserna har utvecklats svagt de senaste åren, vilket har påverkat inflationsutvecklingen i Sverige. Därutöver föll råvarupriserna på livsmedel under 2013 vilket har bidragit till att livsmedelspriserna i konsumentledet har ökat långsamt en tid.

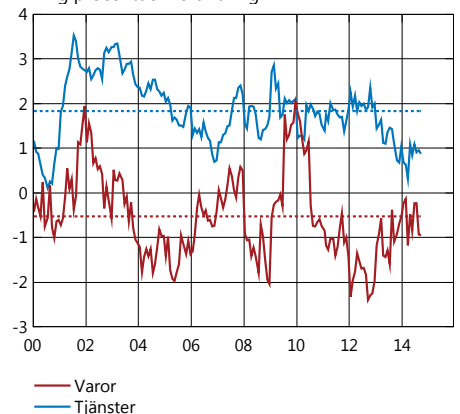
Det överraskande låga inflationsutfallet bedöms endast i liten utsträckning bero på tillfälliga effekter. Inflationen bedöms därmed bli fortsatt låg under det sista kvartalet 2014. Kronan har visserligen försvagats det senaste året och importpriserna i producentledet har ökat de senaste månaderna. Men samtidigt har priserna på drivmedel fallit, livsmedelspriserna ökar svagt i konsumentprisindex och underliggande mått visar inte på någon uppgång i inflationen (se diagram 3:25).

Diagram 3:23. Konsumentpriser
Årlig procentuell förändring



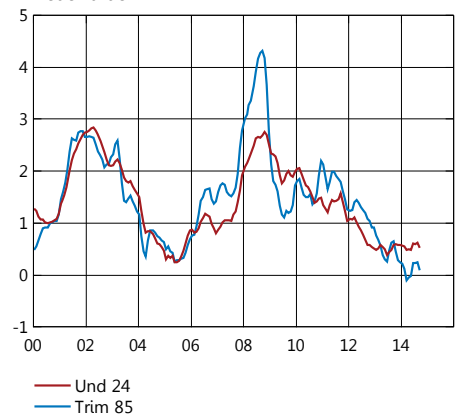
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.
Källa: SCB

Diagram 3:24. Varu- och tjänstepriser
Årlig procentuell förändring



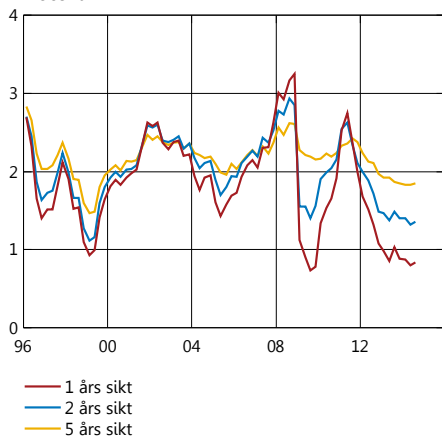
Anm. Streckade linjer avser genomsnitt för perioden 2000 till senaste utfall.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:25. Mått på underliggande inflation
Årlig procentuell förändring, tre månaders glidande medelvärde



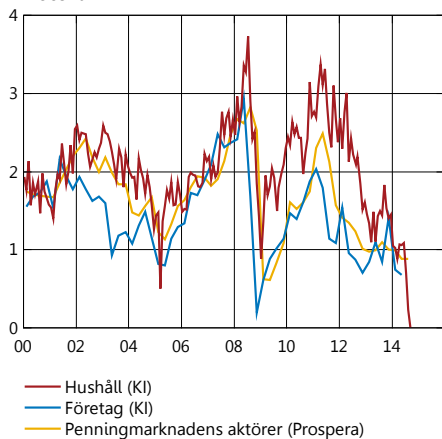
Anm. Und 24 och Trim 85 är statistiska mått beräknade utifrån KPI uppdelat på cirka 70 undergrupper. Und 24 är sammanvägd med vikter justerade för den historiska standardavvikelsen. I Trim 85 har de 7,5 procent högsta och de 7,5 procent lägsta årliga prisförändringarna exkluderats.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:26. Inflationförväntningar bland samtliga tillfrågade aktörer
Procent



Källa: TNS Sifo Prospera

Diagram 3:27. Inflationförväntningar på ett års sikt
Procent



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

Källor: Konjunkturinstitutet och TNS Sifo Prospera

■ Väl förankrade inflationsförväntningar på lång sikt

Enligt undersökningar från Konjunkturinstitutet och TNS Sifo Prospera har inflationsförväntningarna fallit de senaste åren. I TNS Sifo Prosperas kvartalsvisa undersökning bland penningmarknadens aktörer, arbetsmarknadens parter och inköpschefer i industrin och handeln från september var inflationsförväntningarna på ett års sikt på 0,8 procent, på två års sikt på 1,4 procent och på fem års sikt på 1,8 procent (se diagram 3:26). Sammantaget innebär detta i princip oförändrade inflationsförväntningar jämfört med publiceringen i juni. I den månadsvisa undersökningen, där endast penningmarknadens aktörer tillfrågas, var förväntningarna på inflationen marginellt högre om ett respektive två år. Samtidigt ökade förväntningarna på fem års sikt marginellt för andra månaden i rad och uppgick till 1,8 procent.¹⁰

Enligt Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer för september var hushållens inflationsförväntningar på ett års sikt 0,0 procent i augusti (se diagram 3:27). I den senaste kvartalsvisa konjunkturbarometern för juli var företagens förväntningar på inflationen om ett år 0,7 procent.

De historiska inflationsförväntningarna samvarierar med den faktiska inflationen och de rådande förväntningarna är inte lägre än vad som motiveras av den aktuella inflationsnivån. Även inflationsförväntningarna på fem års sikt samvarierar med den aktuella inflationstakten men i mindre utsträckning än förväntningarna på kortare sikt. Förväntningarna på fem års sikt, 1,8 procent enligt TNS Sifo Prosperas kvartalsundersökning, ligger i linje med vad som är förenligt med den faktiska inflationsnivån.

¹⁰ TNS Sifo Prosperas månadsundersökning publicerades innan det överraskande låga inflationsutfallet för oktober publicerades.

■ Penningpolitik när styrräntan är nära noll

Vad kan centralbanken göra för att ytterligare stimulera ekonomin när styrräntan är nära noll? Denna fördjupning går igenom olika åtgärder som centralbanker världen över har vidtagit de senaste åren. Reporäntan har nu sänkts till noll och Riksbanken bedömer att läget i svensk ekonomi inte motiverar kompletterande penningpolitiska åtgärder i nuläget. Men om förutsättningarna skulle ändras har Riksbanken samma möjlighet som andra centralbanker att vidta ytterligare åtgärder för att öka stimulansen i penningpolitiken.

Under finanskrisen 2008–2009 sänkte många centralbanker sina styrräntor mycket kraftigt, i flera fall till nivåer nära noll, för att motverka konjunkturedgången och låg inflation. För att ytterligare stimulera ekonomin har dessutom flera centralbanker valt att vidta kompletterande penningpolitiska åtgärder. Dessa åtgärder syftar främst till att göra penningpolitiken mer expansiv. Men exakt vilka åtgärder som har vidtagits beror på vilka problem centralbanken har velat lösa.

Åtgärder för att påverka räntor med lång löptid

Ett sätt att göra penningpolitiken mer expansiv när man inte kan sänka styrräntan är att pressa ned marknadsräntor med längre löptid, om dessa av olika skäl är relativt höga. Detta kan ske antingen genom att påverka förväntningarna om framtida korta räntor, eller genom direkta köp av obligationer.

För att påverka förväntningarna har vissa centralbanker valt att kommunicera hur länge styrräntan ska hållas låg eller under vilka omständigheter som styrräntan kan börja höjas. Exempelvis har Bank of Canada, Federal Reserve och Bank of England vid olika tillfällen använt sådan "forward guidance". På liknande sätt använder Riksbanken sin räntebana för att kommunicera att räntan väntas vara låg under en längre tid.

Flera centralbanker, däribland Federal Reserve och Bank of England, har också köpt stora mängder obligationer och på så sätt expanderat sin balansräkning. Syftet var inte endast att pressa ned räntorna på de obligationer som centralbanken köpte utan även på andra typer av obligationer. När centralbanken köper stora mängder stats- eller bostadsobligationer kan de som tidigare investerade i dessa obligationer i stället förmodas öka sina investeringar i andra värdepapper. På så sätt kan utbudet av riskkapital eller krediter någon annanstans i ekonomin öka och detta kan då pressa ned räntorna även på dessa marknader.

Åtgärder för att förbättra genomslaget av penningpolitiken

När Riksbanken sänkte reporäntan och räntebanan under inledningen av finanskrisen indikerade marknadsräntor att perioden med låga räntor skulle bli kortare än Riksbankens egen bedömning. För att penningpolitiken skulle få avsedd effekt erbjöd Riksbanken därför under 2009 lån till bankerna med fast och låg ränta.

ECB har nyligen lanserat ett program med stora och billiga lån till banksektorn för att öka utlåningen till hushåll och företag, eftersom denna utlåning länge varit svag. Liksom Riksbankens åtgärder 2009 syftar detta till att öka effektiviteten i penningpolitiken.

Centralbanker har sedan finanskrisen även köpt olika typer av finansiella tillgångar för att förbättra marknadens funktionssätt. Till exempel började Federal Reserve köpa stora mängder bostadsobligationer när dessa marknader hotade att helt slå igen, vilket hade kunnat få allvarliga konsekvenser för kreditförsörjningen till hushållen.

Åtgärder för att påverka växelkursen

Ytterligare ett sätt att göra penningpolitiken mer expansiv är att intervensera på valutamarknaden i syfte att bromsa en kraftig förstärkning eller åstadkomma en försvagning av växelkursen. Efter den finansiella krisen stärktes den schweiziska francen kraftigt mot i stort sett alla valutor. Växelkursförstärkningen ansågs hota den schweiziska exporten och därigenom utgöra en stor risk för den makroekonomiska utvecklingen. Inflationen riskerade att bli mycket låg då priserna på importerade varor föll kraftigt. När förstärkningen av valutan nådde 40 procent införde centralbanken ett växelkursgolv mot euron, som tydligt kommunicerades till marknaden. I Tjeckien annonserade centralbanken i november 2013 att man skulle genomföra interventioner på valutamarknaden för att försvaga värdet på den egna valutan gentemot euron. Detta skedde mot bakgrund av att ekonomin utvecklades svagt och inflationen föll.

Situationen i Sverige är annorlunda

I nuläget är förhållandena i Sverige annorlunda än i andra länder där centralbanker vidtagit kompletterande penningpolitiska åtgärder. Finansiella marknader och finanssektorn i stort fungerar relativt väl, utlåningen till hushåll och företag ökar, räntor på både kort och lång löptid är låga och kronan är inte anmärkningsvärt stark. Den ekonomiska utvecklingen är dessutom relativt god, BNP ökar i normal takt och sysselsättningen stiger. Samtidigt är inflationen för låg. Reporäntan har därför sänkts till noll procent och väntas ligga kvar på denna nivå tills inflationen tydligt tagit fart. Den mycket expansiva penningpolitiken stimulerar efterfrågan och bidrar till att KPIF-inflationen stiger och når 2 procent första halvåret 2016. Riksbanken bedömer därför att läget i svensk ekonomi inte motiverar kompletterande penningpolitiska åtgärder i dagsläget. Men om förutsättningarna skulle ändras har Riksbanken samma möjlighet som andra centralbanker att vidta ytterligare åtgärder för att öka stimulansen i penningpolitiken.

Revideringar av nationalräkenskaperna

När den ordinarie beräkningen av det andra kvartalet publicerades rapporterade SCB för första gången nationalräkenskaperna enligt det nya regelverket ENS 2010. Justeringar gjorda till följd av omläggningen och andra historiska revideringar, innebär bland annat att den svenska BNP-nivån nu är drygt 5 procent högre. Då en stor del av revideringarna bygger på definitionsmässiga förändringar bedöms dessa inte ha någon större ekonomisk betydelse eller inverkan på Riksbankens prognos.

Ny definition av investeringar ger högre historisk BNP

I och med publiceringen av nationalräkenskaperna det andra kvartalet gick SCB över till att rapportera enligt det nya regelverket ENS 2010.¹¹ Samtidigt reviderades nationalräkenskaperna, bland annat till följd av nya helårsberäkningar för 2012.

Sammantaget har dessa förändringar inneburit att den historiska BNP-nivån är uppjusterad med i genomsnitt ungefär 5 procent (se diagram A1). Detta förklaras till stor del av att kostnader för forskning och utveckling (FoU) redovisas som investeringar enligt det nya regelverket. En direkt följd av denna förändring är att investeringarnas andel av BNP nu är högre än tidigare (se diagram A2). Även en ny klassificering av kostnader för militär utrustning bidrar till uppjusteringen, men i betydligt mindre omfattning. En annan konsekvens av dessa förändringar är att vinstandelen i ekonomin blir högre (se diagram A3). Detta då den högre BNP-nivån till stor del motsvaras av en ökad produktion i näringslivet samtidigt som antalet arbetade timmar inte har justerats.

Nya beräkningar innebär lägre BNP-tillväxt 2012 och högre disponibla inkomster

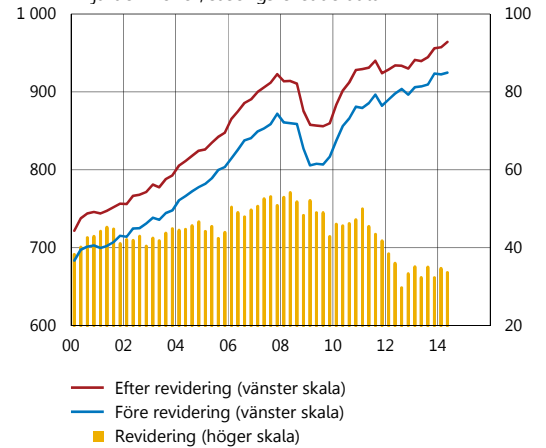
SCB har utöver omläggningen av nationalräkenskaperna genomfört en allmän översyn av nationalräkenskaperna, som bland annat inkluderar nya helårsberäkningar för 2012. Detta har inneburit att den historiska tillväxten i BNP är något annorlunda jämfört med tidigare, bland annat med relativt stora nedrevideringar av den inhemska efterfrågan under 2012 (se diagram A4).

Då antalet arbetade timmar i princip inte har förändrats ger förändringarna i BNP-tillväxten upphov till en lägre produktivitetstillväxt 2010–2012 och en något högre produktivitetstillväxt under första halvåret 2014. Detta innebär samtidigt att tillväxten i arbetskostnaden per producerad enhet har förändrats i motsatt riktning och är en dryg procentenhet högre 2012 men ungefär en halv procentenhet lägre det första halvåret 2014 (se diagram A5).

En annan konsekvens av de nya beräkningarna är att hushållens disponibla inkomster är högre än tidigare (se diagram A6). Detta påverkar bland annat aggregerade mått som hushållens spar- och

Diagram A1. BNP

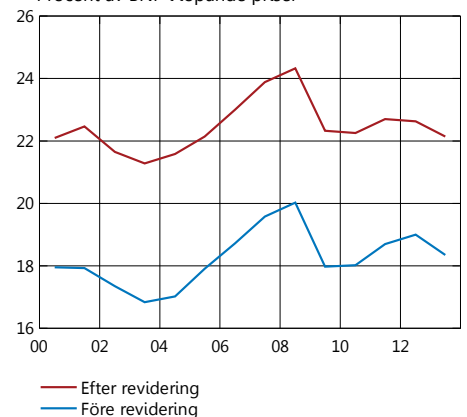
Miljarder kronor, säsongrensade data



Källa: SCB

Diagram A2. Fasta bruttoinvesteringar

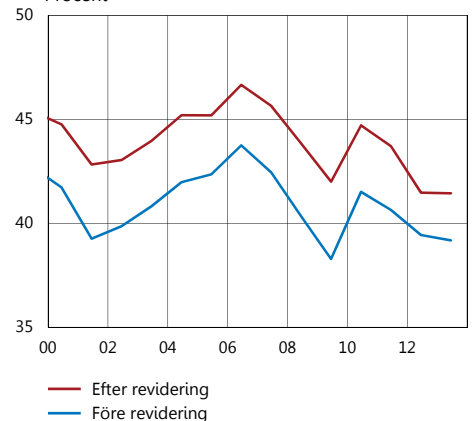
Procent av BNP i löpande priser



Källa: SCB

Diagram A3. Vinstandel i ekonomin

Procent

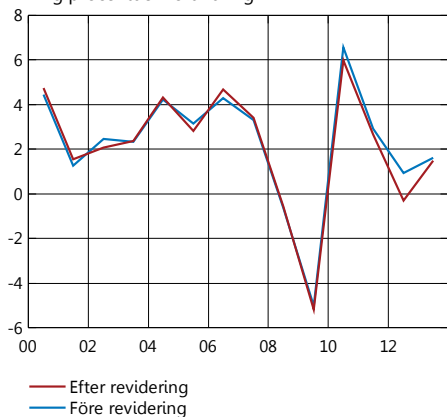


Källa: SCB

¹¹ Nationalräkenskaperna styrs av regelverket System of National Accounts (SNA) som utarbetas i FN:s regi. Regelverket uppdateras löpande och anpassas till den ekonomiska utvecklingen. Inom EU styrs nationalräkenskaperna av ENS (Europeiska national- och regionalräkenskapssystemet), vilket är en anpassning av SNA till europeiska förhållanden.

Diagram A4. BNP

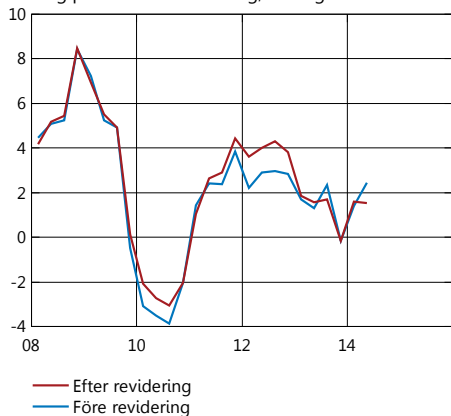
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Diagram A5. Arbetskostnad per producerad enhet

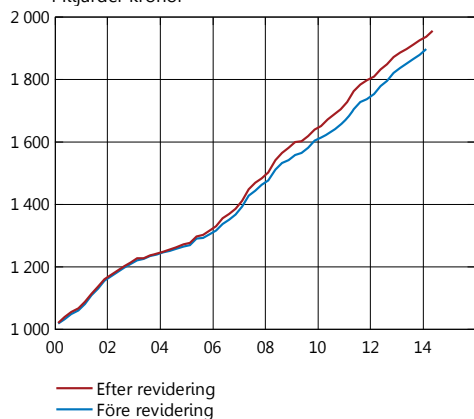
Årlig procentuell förändring, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A6. Disponibel inkomst

Miljarder kronor



Anm. Löpande priser, uttryckt som fyra kvartals glidande summa.

Källa: SCB

skuldkvot. Nya källor och metoder för beräkningarna av försäkringssektorn har bidragit till att hushållens kapitalinkomster från både privat försäkrings sparande och pensions sparande är högre. Även löneinkomsterna från utlandet är något uppjusterade.

Revideringar till följd av nytt regelverk och allmän översyn har begränsad betydelse

Omläggningen av nationalräkenskaperna utifrån det nya regelverket har inneburit definitionsmässiga förändringar som gett upphov till nivåförändringar i flera makroekonomiska variabler. Dessa förändringar påverkar i sig inte ekonomins funktionssätt. SCB:s allmänna översyn av nationalräkenskaperna har inte heller nämnvärt förändrat bilden av ekonomins konjunkturella utveckling, varför revideringarna sammantaget inte bedöms ha någon betydande inverkan på prognosen.

■ Låga globala räntor

På senare tid har Riksbankens prognos för reporäntan slutat på en nivå som är betydligt lägre än normalt. Detta trots att svensk ekonomi vid den tidpunkten bedöms vara i ett skede när konjunkturen är relativt god och KPIF-inflationen är nära målet på 2 procent. Riksbanken bedömer att det kommer att ta ovanligt lång tid innan ränteläget i Sverige normaliseras. Detta beror bland annat på att de internationella räntorna väntas vara låga länge, vilket påverkar en liten öppen ekonomi som den svenska. Det låga globala ränteläget går i sin tur att spåra dels till den ovanligt svaga återhämtningen efter finanskrisen, dels till globala mönster i sparande och investeringar som drivit ner realräntorna under en längre tid. Det är ännu för tidigt att avgöra i vilken utsträckning de låga räntorna avspeglar konjunkturella respektive mer långsiktiga faktorer. Därmed råder det stor osäkerhet vad som är långsiktigt normala räntenivåer.

Låga internationella räntor under en längre tid

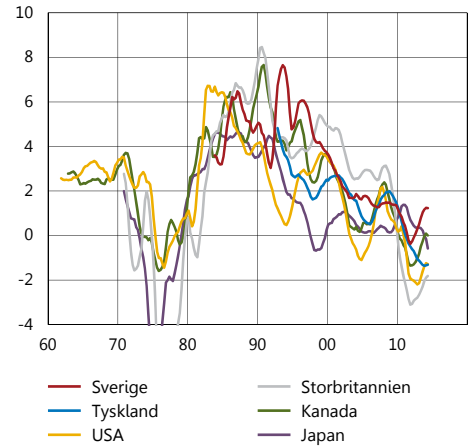
Såväl långa som korta realräntor har sjunkit trendmässigt i många länder under de senaste 20–25 åren, se diagram A7 och A8.¹² I diagrammen kan man se att räntorna verkar röra sig åt samma håll i många länder och att de nu befinner sig på mycket låga nivåer.¹³ Nedgången gäller inte bara reala riskfria räntor utan även räntorna som hushåll och företag möter. I diagram A9 visas nominella räntor på företagsobligationer och bostadslån i USA som ett exempel, men utvecklingen ser liknande ut i de flesta utvecklade länder.

Vad beror nedgången i de globala räntorna på?

Enligt ekonomisk teori finns det på lång sikt ett nära samband mellan räntan, hushållens benägenhet att spara och ekonomins tillväxttakt (det vill säga summan av produktivitetstillväxten och befolkningstillväxten). Räntan är kompensationen som hushållen får för att skjuta upp konsumtion till framtiden. Hur hög den är beror därför på hur viktigt det är för hushållen att konsumera idag jämfört med i framtiden. Ju mer otåliga hushållen är att få konsumera desto mindre benägna är de att spara, vilket ger en högre ränta. På lång sikt antas ekonomin vara i balans och saker som kapitalets deprecieringstakt, finansiella spreadar och värderingen av risk antas vara konstanta.

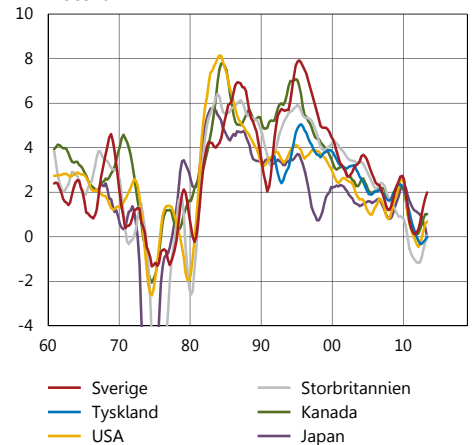
På kort till medellång sikt kan fluktuationer i sparande och investeringar leda till att realräntan avviker från sin långsiktiga nivå. Globalt sett bestäms räntan av jämvikten mellan utbud och efterfrågan på sparade medel eller investeringar. Hur mycket man vill spara eller investera är i sin tur nära kopplat till utsikterna om framtida tillväxt i ekonomin. Om något inträffar som får hushållen att omvärdera sina framtida inkomster, som att man förväntar sig högre produktivitetstillväxt framöver, så innebär det att de vill konsumera mer redan idag eftersom de vill jämna ut sin konsumtion över tiden. Det leder till att

Diagram A7. Korta realräntor
Procent



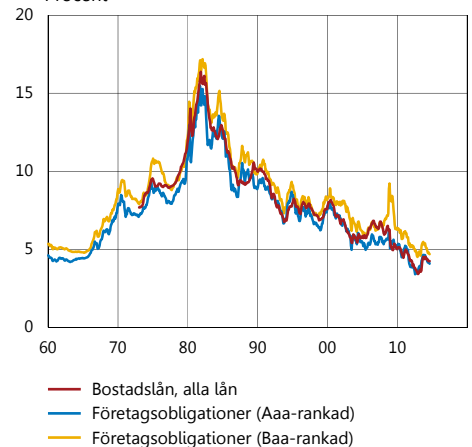
Anm. Diagrammet visar 2-års glidande medelvärde på nominella 3-månaders riskfria räntor minus faktisk årlig KPI-inflation.
Källa: OECD

Diagram A8. Långa realräntor
Procent



Anm. Diagrammet visar 2-års glidande medelvärde på nominella 10-åriga statspappersräntor minus faktisk årlig KPI-inflation.
Källa: OECD

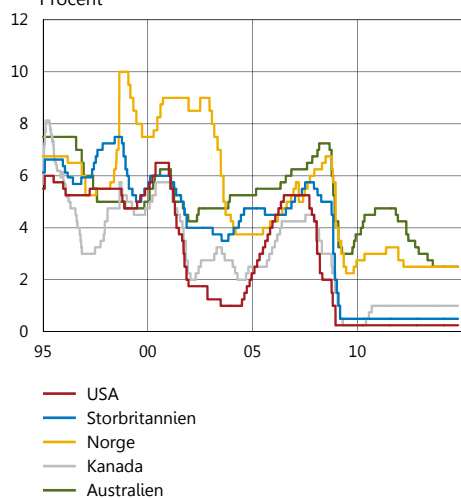
Diagram A9. Nominella sluträntor i USA
Procent



Källor: Federal Housing Finance Board och Federal Reserve

¹² Man brukar räkna med att det är de reala räntorna som är av störst betydelse när hushåll och företag ska fatta sina beslut. För att få fram reala räntor rensar man nominella räntor för förväntad inflation.

¹³ Realräntorna var mycket låga även under 1970-talet, men då var också inflationen hög.

Diagram A10. Styrräntor i omvärlden
Procent

Källor: Bank of Canada, Bank of England, Federal Reserve, Norges Bank och Reserve Bank of Australia

de blir mindre benägna att spara och därför krävs en högre kompensation (eller ränta) för att få dem att göra det. Faktorer som påverkar sparbenägenheten och utsikter om framtida tillväxt kommer därför att ha en påverkan på ränteläget.

Den långvariga nedgången i de globala räntorna kan ses utifrån det perspektivet. Den har sitt ursprung i en rad omständigheter som ökat den globala viljan att spara.¹⁴ Dels ökade sparandet i många tillväxtekonomier, framför allt i Kina, efter Asienkrisen 1997.¹⁵ Dels har många länder en demografisk utveckling som gör att många står nära pensionen, vilket driver upp sparandet. Och slutligen har inkomstskillnaderna ökat i många stora länder, där en allt större del av inkomsterna gått till de rikaste delarna av befolkningen som har en större benägenhet att spara.

Utöver dessa mer långsiktiga faktorer finns det effekter som uppstått i samband med den finansiella krisen. De sämre förutsättningarna för tillväxt har lett till en lägre efterfrågan på investeringar. Samtidigt har försiktighetssparandet ökat i spåren efter krisen till följd av de stora fallen i bostadspriserna i en rad länder. Allt detta borde driva ner räntorna. Effekten på riskfria räntor kan ha förstärkts av att den ökade viljan att spara i säkra tillgångar sammanföll med ett minskat utbud av sådana, i och med att krisen ledde till en omvärdering av vissa tillgångar som ansågs som säkra före krisen.¹⁶

Lägre neutral ränta kräver lägre styrränta

Penningpolitiken kan endast påverka realräntan på kort sikt och har mycket begränsad effekt på långa realräntor. Den behöver därför anpassa sig till de nedåtgående trenderna i realräntan. De globala faktorer som verkat för att driva ner de internationella räntorna har lett till att den ränta som är förenlig med ett balanserat resursutnyttjande är lägre än tidigare. Detta brukar uttryckas som att den "neutrala" eller "naturliga" räntan har sjunkit.¹⁷

Sedan mitten av 1990-talet, då många länder införde inflationsmål, har de penningpolitiska styrräntorna blivit allt lägre i de flesta utvecklade länder (se diagram A10). För varje konjunkturedgång har det krävts en lägre nominell styrränta för att uppnå en tillräcklig penningpolitisk stimulans för att hålla inflationen på målet och resursutnyttjandet på en normal nivå.

Den finansiella krisen och den efterföljande långsamma återhämtningen ledde till slut till att många styrräntor sänktes till nära noll. De historiskt låga styrräntorna är alltså en kombination av en tillfällig svag efterfrågan efter krisen, som gör att räntorna nu ligger nära noll, och en längre tids fall i de globala realräntorna, som även

¹⁴ Vissa har lyft fram ett fallande relativpris på investeringar som en bidragande orsak till de lägre räntorna, men Blanchard et al. 2014 ("A prolonged period of low real interest rates?", uppsats i "Secular stagnation: facts, causes and cures", VoXEU e-book, 2014) menar att det är av mindre betydelse.

¹⁵ Sparandet som andel av BNP ökade med över 10 procentenheter i tillväxtekonomierna efter Asienkrisen. Bernanke har i ett tal kallat detta för "det globala sparandeöverskottet", se Bernanke, B. "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Tal den 10 mars 2005.

¹⁶ Se Caballero, R. J., och Farhi, E. "The safety trap", NBER WP No 19927, 2014.

¹⁷ Med neutral ränta menas här den ränta som, om ekonomin befann sig i balans, skulle få den att stanna där. Den neutrala räntan är alltså ett teoretiskt begrepp som har lite olika definitioner i litteraturen. För en utförligare diskussion om den neutrala eller naturliga räntan, se Lundvall H. och Westermarck A., "Vad är den naturliga räntan?". *Penning och valutapolitik*, Sveriges riksbank 2011.

påverkar utsikterna för styrräntorna på lite längre sikt.¹⁸ Det är dock mycket svårt att kvantifiera hur stor del av nedgången som beror på kortsiktiga respektive långsiktiga effekter.

Risker med låga räntor länge

Det kan finnas risker med att räntorna är låga länge. Exempelvis kan oförändrade nominella avkastningskrav leda till ett för stort risktagande.¹⁹ Vissa forskare varnar oss också för att uppfatta fallet i globala räntor som ett fall i neutrala räntor.²⁰ De menar att de låga räntorna beror på att de flesta centralbanker stimulerar ekonomin kraftigt i konjunkturedgångar men inte tar hänsyn till skulduppbyggnad eller andra finansiella obalanser i konjunkturuppgångar. Den typen av asymmetrisk politik uppmuntrar på lång sikt till skulduppbyggnad i ekonomin.

Många menar dock att de flesta utvecklade länder för närvarande befinner sig i ett läge där styrräntorna inte är låga nog, eftersom det skulle krävas lägre styrräntor än noll för att uppnå full sysselsättning.²¹ Diskussionen har handlat om att penningpolitiken inte kan bli tillräckligt expansiv för att stimulera ekonomin, samtidigt som många länder har ett mycket begränsat utrymme att stimulera via finanspolitiken på grund av sina höga skuldnivåer.²² Detta skulle innebära att vi kan förvänta oss en lång period av låg tillväxt framöver (på engelska kallad "secular stagnation"). Den svaga globala tillväxten sedan finanskrisen ses som ett tecken på denna nedväxling till lägre tillväxttakter. Här kan även den inbromsande befolkningstillväxten i de utvecklade länderna vara av betydelse. Det pågår en internationell diskussion om hur ihållande nedgången i tillväxt kan tänkas vara och vad det kan betyda för penningpolitiken.²³ Det är dock ännu för tidigt att avgöra i vilken utsträckning det rör sig om kvardröjande effekter av krisen eller om något mer långvarigt.²⁴

Ränteläget i Sverige beroende av omvärlden

Sverige är en liten öppen ekonomi som har starka internationella handelsmässiga och finansiella kopplingar. Den svaga globala konjunkturen efter finanskrisen har lett till att styrräntorna i vår omvärld har legat nära noll. När omvärldens styrräntor är låga finns litet utrymme för Riksbanken att genomföra större höjningar av reporäntan då sådana kan leda till att kronans växelkurs förstärks. En växelkursförstärkning skulle i dagsläget riskera att leda till att den redan låga inflationen blir ännu lägre. Sammantaget har detta bidragit till att reporäntan varit mycket låg under de senaste åren. Den i ett historiskt perspektiv ovanligt låga prognosen för den svenska reporäntan

¹⁸ För en utförligare diskussion kring låga internationella räntor, se Blanchard et al. 2014 (se fotnot 4).

¹⁹ Se till exempel Apel, M. och Claussen, C. A. "Penningpolitik, ränta och risktagande". *Penning och valuta-politik*. Sveriges riksbank. 2012.

²⁰ Borio, C. och Disyatat, P., "Low interest rates and secular stagnation: Is debt a missing link?". *VoxEU*, 25 juni 2014.

²¹ Se till exempel Summers, L. H., "US economic prospects: secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound". *Business Economics*. Vol. 49. 2014.

²² Detta gäller dock ej Sverige som har en relativt låg offentlig skuld som andel av BNP.

²³ En summering finns i Teulings, C. och Baldwin, R., "Secular stagnation: facts, causes and cures". *VoXEU e-book*, 2014.

²⁴ Se till exempel Gordon, R. J. "The demise of US economic growth: restatement, rebuttal, and reflections". NBER WP No. 19895. 2014, eller Fernald, J. G. och Jones, C. I. "The future of US economic growth". NBER WP No. 19830. 2014.

kan därför i närtid kopplas till behovet av att föra en expansiv penningpolitik i ett stort antal länder.²⁵

Prognoser över framtida räntor är mycket osäkra, vilket illustreras av osäkerhetsintervallet runt reporäntebanan (se diagram 1:6). Detta intervall är baserat på historiska prognosfel. I takt med att den globala konjunkturen återhämtar sig och effekterna som har sitt ursprung i den finansiella krisen klingar av väntas reporäntan i Sverige gradvis höjas från den nuvarande mycket låga nivån. Men redan före krisen fanns det andra faktorer som pressade ned de globala räntorna och dessa förväntas bestå på medellång sikt. Eftersom ränteläget i Sverige är mycket beroende av den internationella utvecklingen innebär det att anpassningen av reporäntan mot dess långsiktiga jämvikt väntas ske långsamt.²⁶

Det är dock mycket svårt i dagsläget att avgöra i vilken utsträckning de effekter vi ser är tillfälliga anpassningar efter den finansiella krisen eller om det rör sig om mer långsiktiga strukturella förändringar.²⁷ Om produktivitetstillväxten inte återhämtar sig kan reporäntan bli lägre även på lång sikt. Det kan också hända att den globala benägenheten att spara minskar snabbare än väntat eller att de globala investeringarna återhämtar sig snabbare än väntat, vilket skulle driva upp de globala räntorna. Sparbenägenheten brukar dock vara trögrörig och såväl IMF som OECD prognosticerar att den höga globala sparbenägenheten består på medellång sikt. Därför verkar det rimligt att förvänta sig att globala räntor förblir låga de närmaste åren.

²⁵ En del centralbanker har kommunicerat att de inte tror på en normalisering av styrräntorna under en längre tid, se till exempel "Bank rate in the medium term", fördjupning i Inflation Report February 2014, Bank of England, "Den nøytrale og den normale renten", fördjupning i Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet mars 2014, Norges Bank och "The natural rate of interest in Canada", Mendez, R. R. Discussion paper 2014-5, Bank of Canada.

²⁶ För en utförligare diskussion om reporäntans långsiktiga nivå, se fördjupning i PPR februari 2010.

²⁷ Barro (2006) har visat att extrema händelser kan ha lånsiktiga effekter på till exempel realräntor (se Barro, R. J. "Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century" *The Quarterly Journal of Economics*, 2006).

Hushållens räntekänslighet

Den nuvarande mycket låga räntan bidrar till att hålla nere hushållens ränteutgifter och stimulera konsumtionen. Men hög skuldsättning, i kombination med en stor andel bolån till rörlig ränta, har samtidigt gjort hushållen mer känsliga för ränteförändringar framöver. I Riksbankens prognos bedöms hushållens konsumtion fortsätta att växa i stabil takt, även då reporäntan så småningom börjar höjas. Men det finns risker, och en svagare utveckling av konsumtionen kan inte uteslutas.

Det finns stora skillnader i räntekänslighet mellan olika hushåll. Bland högt skuldsatta hushåll kommer ränteutgifterna på några års sikt att öka kraftigt, vilket skulle kunna leda till omfattande anpassningar av konsumtionen. Ju fler dessa högt skuldsatta hushåll blir, desto större blir riskerna för makroekonomin. Men en hög räntekänslighet är inte den enda risken förknippad med hög skuldsättning. Även känsligheten för exempelvis bostadsprisfall ökar. Det finns alltså flera skäl till att vidta makrotillsynsåtgärder för att försöka dämpa tillväxten i hushållens skuldsättning.

Låga räntor har pressat ned hushållens ränteutgifter

Förändringar av reporäntan påverkar ekonomin på flera sätt, bland annat via effekter på hushållens ränteutgifter för exempelvis bolån. Hur stora ränteutgifterna blir bestäms av nivån på räntan och storleken på skulden:

$$\text{Ränteutgifter} = \text{ränta} \times \text{skuld}$$

Hushållens ränteutgifter ingår i beräkningen av den disponibla inkomsten, som ger en ungefärlig bild av hur mycket konsumtionsutrymme som hushållen har. Den disponibla inkomsten definieras på ungefär följande sätt:

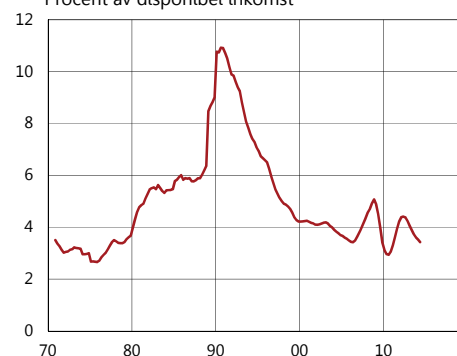
$$\text{Disponibel inkomst} \approx \text{löner} + \text{kapitalinkomster} + \text{transfereringar} \\ - \text{skatter} - \text{ränteutgifter}$$

Ju större ränteutgifterna är, desto mindre blir den disponibla inkomsten, allt annat lika. Den absoluta nivån på ränteutgifterna säger inte så mycket om hushållens förmåga att bära skuld. Ränteutgifterna brukar därför ofta beräknas som andel av den disponibla inkomsten, i form av den så kallade räntekvoten:

$$\text{Räntekvot} = \text{ränta} \times \frac{\text{skuld}}{\text{disponibel inkomst}}$$

Den historiska utvecklingen av räntekvoten visas i diagram A11. Vi ser att räntekvoten har sjunkit sedan början av 1990-talet. En faktor som bidragit till att pressa ned räntekvoten är den sjunkande räntenivån (se diagram A12). Eftersom hushållens skulder till största delen ut-

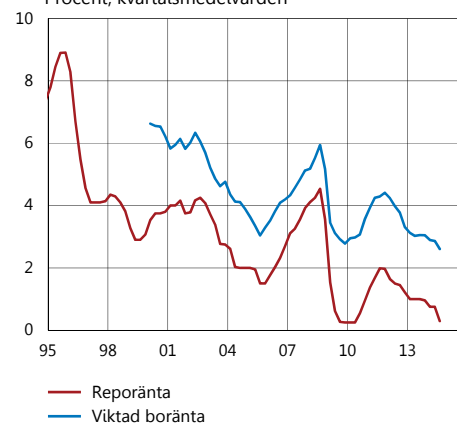
Diagram A11. Hushållens räntekvot
Procent av disponibel inkomst



Anm. Räntekvoten har beräknats som 4-kvartals glidande medelvärde, där ränteutgifterna, exklusive FISIM-justerings, har justerats för ränteavdrag.

Källa: SCB

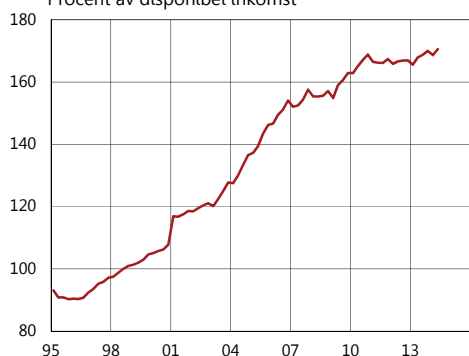
Diagram A12. Reporäntan och viktad boränta
Procent, kvartalsmedelvärden



Anm. Viktad boränta avser medel av storbankernas listpriser avseende löptider på 3 månader, 1 år, 2 år, 3 år och 5 år viktade med respektive löptids vikt i KPI.

Källor: SCB och Riksbanken

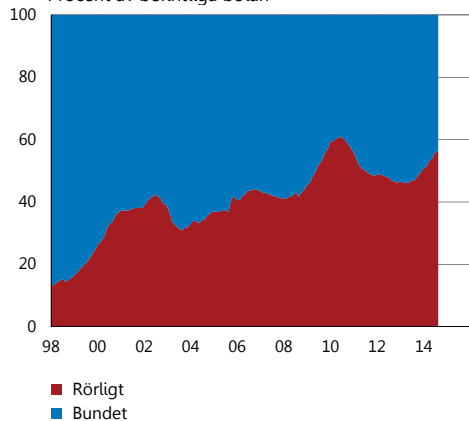
Diagram A13. Hushållens skuldkvot
Procent av disponibel inkomst



Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster. Summerade över de senaste fyra kvartalen.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A14. Andel rörliga bolån
Procent av befintliga bolån

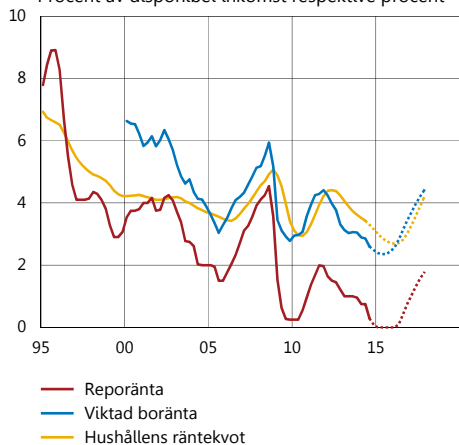


Anm. Rörligt avser bolån med upp till och med tre månaders bindningstid.

Källa: SCB

Diagram A15. Hushållens räntekvot, reporäntan och viktad boränta

Procent av disponibel inkomst respektive procent



Anm. Viktad boränta avser medel av storbankernas listpriser avseende löptider på 3 månader, 1 år, 2 år, 3 år och 5 år viktade med respektive löptids vikt i KPI. Räntekvoten har beräknats som 4-kvartals glidande medelvärde, där ränteutgifterna, exklusive FISIM-justering, har justerats för ränteavdrag.

Källor: SCB och Riksbanken

görs av bolån är också boräntan den ränta som har störst betydelse för hushållens ränteutgifter. Hushållens boräntor brukar följa reporäntans utveckling ganska väl (se diagram A12).²⁸

Men samtidigt som räntenivån sjunkit har hushållens skuldsättning stigit påtagligt. Som andel av disponibel inkomst är hushållens skulder idag ungefär dubbelt så höga som i mitten av 1990-talet (se diagram A13).

Hög skuldsättning ökar känsligheten för ränteförändringar

Den höga skuldsättningen bidrar till att göra hushållen mer känsliga för ränteförändringar, eftersom ränteutgifterna vid varje given räntenivå är större. En stor och ökande andel av de svenska hushållens bostadslån är tagna till rörlig ränta (se diagram A14). Detta bidrar till att förändringar i räntan också får ett mer direkt genomslag på hushållens ränteutgifter.²⁹

Sammantaget är det tydligt att hushållens räntekänslighet har ökat över tid, i den bemärkelsen att ränteutgifterna i högre grad påverkas av ränteförändringar. Frågan är vilken betydelse detta kan ha för hushållens konsumtion framöver.

Goda förutsättningar för fortsatt stark konsumtionstillväxt de närmaste åren

Diagram A15 visar Riksbankens prognos för reporäntan och hushållens räntekvot till och med 2017. Reporäntan behöver vara fortsatt mycket låg för att stödja konjunkturen och få inflationen att stiga mot målet. Det medför att räntekvoten bottnar på cirka 2,7 procent, vilket är mycket lågt i ett historiskt perspektiv. Men så småningom, när inflationen är tydligt högre och tillväxten har tagit fart, bedöms det vara lämpligt att börja höja reporäntan. Vid slutet av prognosperioden väntas reporäntan vara 1,75 procent. Då beräknas räntekvoten vara ungefär 4,2 procent.

Även om en allt större del av hushållens inkomster går till räntebetalningar bedömer Riksbanken att hushållens konsumtion i ekonomin som helhet fortsätter att utvecklas stabilt de kommande åren. Det finns två huvudsakliga anledningar till detta: dels den generella utvecklingen av disponibelinkomsten, dels hushållens sparbetende.

Diagram A16 och tabell A1 visar olika komponenter i hushållens disponibla inkomster. Tabellen visar nivåer i miljarder kronor 2014 och 2017, medan diagrammet visar olika komponenters bidrag till förändringen i disponibelinkomsten.

²⁸ Efter den finansiella krisen har boräntorna inte sjunkit riktigt lika mycket som reporäntan, bland annat på grund av förändrade konkurrensförhållanden, ökade kapitalkrav och höjda bolånemarginaler. Se till exempel fördjupningen "Förhållandet mellan reporäntan och räntor till hushåll och företag", Penningpolitisk rapport, februari 2012, Sveriges riksbank.

²⁹ Se till exempel J. Johansson, B. Lagerwall, och H. Lundvall, "Större andel rörliga bolån – hur påverkas penningpolitikens genomslag?", Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, Sveriges riksbank, 2011 samt J. Alsterlind, U. Holmberg, K. Jönsson, B. Lagerwall och J. Winstrand, "Risker för makroekonomin och den finansiella stabiliteten av utvecklingen av hushållens skulder och bostadspriserna", Samverkansrådets analysgrupp underlagspromemoria PM 6, Sveriges riksbank, 2013.

Tabell A1. Hushållens disponibla inkomst, konsumtion och sparande
Miljarder kronor

	2014	2017	Förändring
Löner*	1 593	1 829	236
Kapitalinkomster	285	327	43
Netto av transfereringar, skatter, m.m.	171	181	9
Ränteutgifter**	-43	-92	-49
Disponibel inkomst	2 006	2 244	239
Konsumtion	1 827	2 090	263
Sparande***	179	154	-25

*Avser lönesumma.

**Ränteutgifter inkluderar så kallad FISIM-justering, vilket gör att förhållandet mellan ränteutgifter och disponibelinkomsten skiljer sig något från siffrorna i beräkningen av räntekvoten.

***Avser eget totalt sparande.

Anm. "Skatter, transfereringar, m.m." är en samlingspost som bland annat avser skatter, transfereringar och företagarkinomster. På grund av avrundning summerar inte alla poster i tabellen exakt.

Källor: SCB och Riksbanken

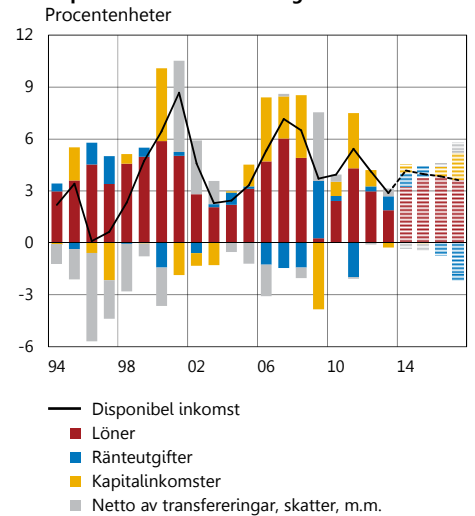
Lägg särskilt märke till de blå staplarna i diagram A16, som visar hur förändringar i hushållens ränteutgifter bidrar till utvecklingen av hushållens disponibla inkomster. Staplar större än noll bidrar till att öka disponibelinkomsten och vice versa. Bidragen avspeglar reporäntans utveckling. De successiva sänkningarna av reporäntan sedan slutet av 2011 har gett ett positivt bidrag till hushållens disponibla inkomster. Räntehöjningarna i slutet av prognosperioden bidrar däremot till lägre disponibelinkomster.

Men av diagram A16 framgår bland annat också att lönerna i ekonomin kommer att öka snabbare de kommande åren, i takt med att konjunkturen förbättras. Det bidrar till att de disponibla inkomsterna totalt sett fortsätter att växa i god takt framöver. Vi ser att staplarna över noll i diagrammet vida överstiger de under noll under prognosperioden.

Dessutom är hushållens sparande högt i utgångsläget. De senaste årens svaga konjunktur har sannolikt bidragit till ett ökat försiktighetssparande hos hushållen. Efterhand som konjunkturen förbättras väntas hushållen dra ned på sitt sparande (se diagram A17). Sparandet kommer ändå att vara på en historiskt sett hög nivå även i slutet av prognosperioden.

Sammantaget finns goda förutsättningar för konsumtionen att fortsätta att växa i god takt, även vid stigande ränteutgifter (se diagram A17). Det bör dock betonas att prognoser alltid är osäkra. En svagare utveckling av hushållens konsumtion än i Riksbankens huvudscenario kan inte uteslutas. Den allmänna konjunkturbilden kan förändras. Utvecklingen i omvärlden har varit en stor källa till osäkerhet de senaste åren. Exempelvis kan tillväxten i euroområdet bli lägre än väntat, vilket antagligen skulle dämpa konsumentförtroendet även i Sverige. Detta skulle i så fall leda till att hushållens sparande ökar ytterligare och att konsumtionen utvecklas svagare än i huvudscenariot.³⁰

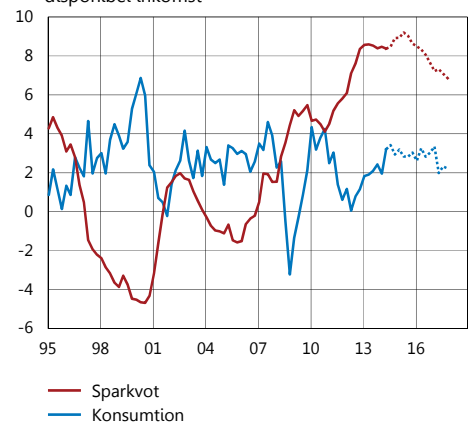
Diagram A16. Bidrag till hushållens disponibelinkomstutveckling



Anm. Siffrorna avser nominella data. Löner avser lönesumma. Disponibel inkomst visas som årlig procentuell förändring, medan bidragen avser procentenheter. "Skatter, transfereringar m.m." är en samlingspost som bland annat avser skatter, transfereringar och företagarkinomster.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A17. Hushållens konsumtion och sparkvot
Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



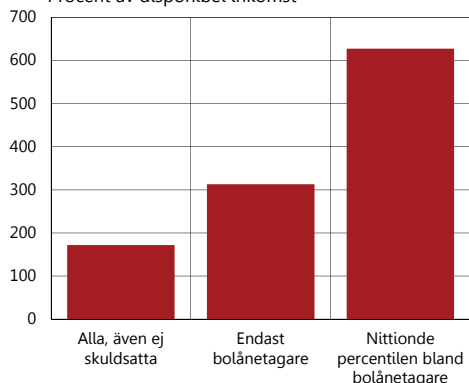
Anm. Sparkvoten avser eget totalt sparande.

Källor: SCB och Riksbanken

³⁰ Se kapitel 2 i denna rapport.

Diagram A18. Skuldkvot bland olika grupper av hushåll

Procent av disponibel inkomst

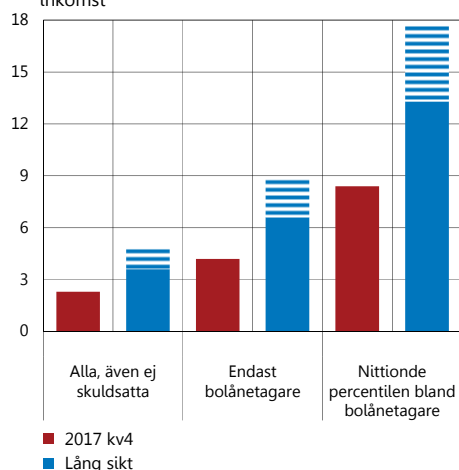


Anm. Skuldkvoten för bolånetagare baseras på Riksbankens kreditdata från juli 2013. För alla, även ej skuldsatta har den aggregerade skuldkvoten använts, beräknad med SCB-data från andra kvartalet 2013 (ej reviderade data) för att underlätta jämförelsen.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A19. Ränteutgifternas utveckling bland olika grupper av hushåll

Förändring av ränteutgifterna jämfört med kvartal 4 2014, procentenheter i förhållande till disponibel inkomst



Anm. Det streckade intervallet avser ränteutgifterna vid intervallet för den långsiktiga reporäntan på 3,5–4,5 procent. För fler detaljer kring beräkningar, se anmärkning till tabell A2.

Källor: SCB och Riksbanken

En ytterligare faktor som skulle kunna medföra risker för konsumtionsutvecklingen och makroekonomin, framför allt på längre sikt, är kopplingen mellan hushållens räntekänslighet och hur skulderna är fördelade mellan hushållen.

Ränteutgifternas utveckling skiljer sig kraftigt mellan hushåll med olika skuldsättning

Bakom den aggregerade skuldkvoten på cirka 170 procent av disponibel inkomst döljer sig stora skillnader mellan grupper av hushåll. Många hushåll har inga lån alls. För bolånetagare är den genomsnittliga skuldkvoten över 300 procent.³¹ De 10 procenten högst belånade bolånetagarna har en skuldkvot på över 600 procent (se diagram A18).³²

I tabell A2 visas en grov uppskattning av räntekvoten för de olika grupperna av hushåll. I den första kolumnen visas räntans nivå idag, i slutet av prognosperioden och enligt ett intervall för den långsiktiga nivån.³³ Kolumnerna till höger visar räntekvoten för de olika grupperna. Förändringen i ränteutgifterna jämfört med dagens nivå illustreras i diagram A19.³⁴

Tabell A2. Ränteutgifter för olika grupper av hushåll

Procent av disponibel inkomst

	Räntenivå*	Ränteutgifter**		
		Alla, även ej skuldsatta	Endast bolånetagare	Nittionde percentilen bland bolånetagare
2014 kv4	0,1 (2,5)	3,0	5,5	10,9
2017 kv4	1,8 (4,4)	5,3	9,6	19,3
Lång sikt	3,5–4,5 (5,5–6,5)	6,6–7,8	12,1–14,2	24,2–28,6

*Siffrorna visar reporänta och inom parentes viktad boränta. Den långsiktiga räntenivån avser intervallet 3,5–4,5 procent för reporäntan och en antagen skillnad på två procentenheter mellan reporäntan och den viktade boräntan.

**Procent av disponibel inkomst inklusive skatteavdrag för ränteutgifter på 30 procent, Anm. Tabellen visar en uppskattning av ränteutgifterna efter skatt som andel av disponibel inkomst vid olika räntenivåer. Räntekvoten för de olika grupperna har beräknats som den viktade boräntan efter skatteavdrag multiplicerad med skuldkvoten för de olika grupperna. Skuldkvoten är 313 procent i genomsnitt för bolånetagare, medan den nittionde percentilen för skuldkvoten bland bolånetagare är 628 procent. För alla, även ej skuldsatta har den aggregerade skuldkvoten på 172 procent använts. Se även anmärkningen till diagram A18.

Källor: SCB och Riksbanken

Det framgår tydligt att en ränteuppgång kan ha betydande effekter på ränteutgifterna för högt skuldsatta hushåll.³⁵ Exempelvis indikerar beräkningarna att en uppgång i räntan från dagens nivå till nivån i slutet av prognosperioden får räntekvoten för de 10 procent högst belånade bolånetagarna att stiga till cirka 19 procent eller mer.³⁶ Det motsvarar en uppgång med cirka 8,5 procentenheter av den disponibla inkomsten i förhållande till dagens nivå, att jämföra med cirka 2,5 procentenheter för hushållen som helhet (se diagram A19).

³¹ Den genomsnittliga skuldkvoten bland de skuldsatta hushållen är cirka 250 procent, men det inkluderar både bolånetagare och icke bolånetagare med typiskt sett mindre lån. Det handlar exempelvis om små kreditkortsskulder och konsumtionslån. Se J. Winstrand och D. Ölcer, "Hur skuldsatta är de svenska hushållen?", *Ekonomiska kommentarer* nr 1 2014. Sveriges riksbank.

³² Den nittionde percentilen för skuldkvoten bland bolånetagarna är 628 procent.

³³ Det råder en stor osäkerhet om vad som är långsiktigt normala räntenivåer; se diskussion i fördjupningen "Låga globala räntor" i denna rapport.

³⁴ I beräkningarna antas skuldkvoten vara oförändrad under prognosperioden. Till följd av skillnader i beräkningsmetoder skiljer sig nivåerna på räntekvoten något för samtliga hushåll i förhållande till diagram A15.

³⁵ I beräkningarna av räntekvoten har en justering för ränteavdrag gjorts.

³⁶ Beräkningarna är baserade på den nittionde percentilen för skuldkvoten bland bolånetagare.

Räntekänsligheten hos högt skuldsatta kan medföra risker inte bara för enskilda hushåll utan även för makroekonomin

Bilden av de högt skuldsatta hushållens räntekänslighet blir än mer påtaglig om man betraktar den räntekvot som skulle gälla vid en långsiktigt normal reporänta, mellan 3,5 och 4,5 procent. Detta visas i den nedersta raden i tabell A2 och de blå staplarna i diagram A19. Man ska också ha i åtanke att det förekommer variationer kring den långsiktiga räntenivån, såväl uppåt som nedåt. En generell illustration av hur de olika gruppernas ränteutgifter varierar med reporäntan visas i diagram A20. Effekterna av stigande räntor på sikt kan således bli mycket kännbara för högt skuldsatta bolånetagare. För dessa hushåll kan det komma att krävas omfattande anpassningar av konsumtionen.³⁷ Det gäller särskilt om de inte tagit tillräcklig höjd för stigande räntor utan baserat sina lånebeslut på att räntorna kommer att vara lägre än vad som visar sig bli fallet.

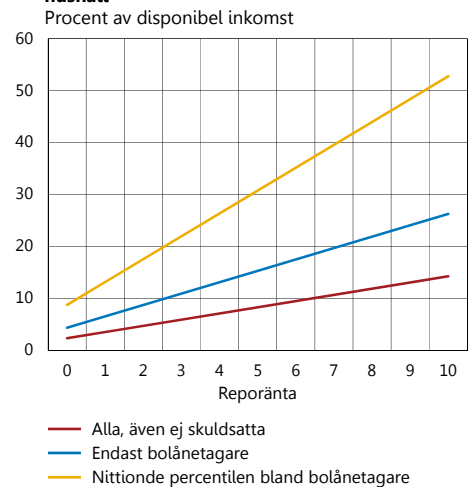
Den höga räntekänsligheten bland högt skuldsatta bolånetagare behöver inte bara innebära risker för de enskilda hushållen. Ju fler de högt skuldsatta hushållen blir, desto fler hushåll kan tvingas anpassa sin konsumtion kraftigt när räntorna så småningom stiger, och desto större blir riskerna för makroekonomin.

Hög räntekänslighet inte den enda risken förknippad med hög skuldsättning

Vilka slutsatser kan man då dra av hushållens ökade räntekänslighet? I Riksbankens prognos för de närmaste åren bedöms hushållens konsumtion fortsätta att utvecklas gynnsamt, även då reporäntan så småningom börjar höjas. Men ränteutgifterna kommer att skilja sig kraftigt mellan olika grupper av hushåll och öka betydligt mer bland de högt skuldsatta. För dessa hushåll kan det på sikt komma att krävas omfattande anpassningar av konsumtionen, som i förlängningen även kan medföra risker för den makroekonomiska stabiliteten.

Men en hög räntekänslighet är inte den enda risken förknippad med en hög skuldsättning. Även känsligheten för andra typer av störningar ökar. Flera empiriska studier från Danmark, Storbritannien och USA har visat att högt skuldsatta hushåll anpassar sin konsumtion mer vid ett bostadsprisfall än lågt skuldsatta hushåll. Det behöver inte bara bero på direkta kreditbegränsningar, utan också på att försiktighetssparandet ökar mer bland högt skuldsatta hushåll.³⁸ I länder där bostadspriserna har fallit har också konsumtionen utvecklats mycket svagt. Därför finns det flera skäl till att vidta riktade makrotillsynsåtgärder som syftar till att begränsa hushållens efterfrågan på lån och på så vis minska riskerna förknippade med hushållens skuldsättning.

Diagram A20. Illustration av hur ränteutgifterna varierar med reporäntan bland olika grupper av hushåll



Anm. Vid beräkningarna antas ett konstant påslag på 2 procentenheter för boräntan i förhållande till reporäntan. I övrigt följer beräkningarna tabell A2.

Källa: Riksbanken

³⁷ Som en del i kreditprövningen brukar bankerna bland annat upprätta så kallade kvar-att-leva-på-kalkyler för att bedöma en låntagares betalningsförmåga. Riksbankens analys tyder på att en betydande andel av högt skuldsatta nya bolånetagare riskerar underskott i sina kvar-att-leva-på-kalkyler även vid ganska måttliga ränteuppgångar. Att dessa hushåll får underskott betyder att de måste minska sitt sparande eller minska sin konsumtion för att kunna fortsätta att betala sina ränteutgifter. Bland annat mot denna bakgrund har Riksbanken rekommenderat Finansinspektionen att se till att sunda och realistiska miniminivåer införs för bankernas kvar-att-leva-på-beräkningar. Se Finansiell stabilitet 2014:1, Sveriges riksbank.

³⁸ Se exempelvis A.L. Andersen, C. Duus, och, T. Lærholm Jensen, (2014), "Household debt and consumption during the financial crisis: Evidence from Danish micro data", Working Paper, Danmarks Nationalbank.

■ Appendix

- Tabeller
- Fördjupningar 2012–2014
- Ränτεbeslut 2010–2014
- Ordlista

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport/uppföljning anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos

Procent, kvartalsmedelvärden

	2014 kv3	2014 kv4	2015 kv4	2016 kv4	2017 kv4
Reporänta	0,3	0,1 (0,2)	0,0 (0,4)	0,8 (1,6)	1,8

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2013	2014	2015	2016	2017
KPI	0,0	-0,2 (0,0)	0,4 (1,3)	2,1 (2,9)	3,2
KPIF	0,9	0,5 (0,6)	1,2 (1,7)	2,0 (2,0)	2,0
KPIF exkl. energi	1,1	0,7 (0,9)	1,5 (1,9)	2,1 (2,2)	2,1
HIKP	0,4	0,2 (0,4)	1,2 (1,7)	1,9 (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

	2013	2014	2015	2016	2017
Reporänta	1,0	0,5 (0,5)	0,0 (0,3)	0,3 (1,2)	1,4
10-årsränta	2,1	1,8 (1,8)	1,4 (2,0)	2,4 (3,0)	3,3
Växelkurs, KIX, 1992-11-18 = 100	103,0	106,7 (106,3)	106,4 (105,2)	102,6 (102,3)	101,4
Offentligt finansiellt sparande*	-1,3	-2,3 (-2,1)	-1,4 (-1,3)	-0,7 (-0,6)	-0,4

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 4. Internationella förutsättningar

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

BNP	PPP-vikter	KIX-vikter	2013	2014	2015	2016	2017
Euroområdet	0,13	0,47	-0,4	0,6 (0,7)	0,9 (1,2)	1,7 (1,9)	1,9
USA	0,19	0,08	2,2	2,3 (2,2)	3,3 (3,3)	2,7 (2,8)	2,4
Japan	0,05	0,03	1,5	0,7 (0,9)	0,9 (1,1)	0,8 (1,2)	0,9
Kina	0,16	0,07	7,7	7,4 (7,3)	7,2 (7,1)	6,9 (7,0)	6,6
KIX-vägd	0,79	1,00	1,1	1,9 (1,9)	2,1 (2,3)	2,5 (2,7)	2,6
Världen (PPP-vägd)	1,00	—	3,3	3,2 (3,3)	3,7 (3,9)	3,8 (4,0)	3,8

Anm. Kalenderkorrigerade tillväxttakter. PPP-vikter avser köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen 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	2013	2014	2015	2016	2017
Euroområdet (HIKP)	1,4	0,5 (0,5)	1,1 (1,2)	1,4 (1,6)	1,5
USA	1,5	1,8 (1,9)	2,3 (2,3)	2,5 (2,4)	2,5
Japan	0,4	2,8 (2,8)	2,2 (2,1)	2,2 (2,1)	2,0
KIX-vägd	1,9	1,5 (1,5)	2,0 (2,0)	2,2 (2,3)	2,2

	2013	2014	2015	2016	2017
Styrränta i omvärlden, procent	0,2	0,2 (0,2)	0,1 (0,3)	0,3 (0,5)	0,6
Råoljepris, USD/fat Brent	108,8	103,2 (106,6)	93,8 (104,2)	94,6 (102,1)	94,2
Svensk exportmarknad	1,5	3,0 (3,0)	4,9 (5,2)	5,5 (5,9)	5,8

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

	2013	2014	2015	2016	2017
Hushållens konsumtion	2,1	2,9 (2,8)	3,0 (3,1)	2,9 (2,8)	2,5
Offentlig konsumtion	1,6	1,1 (1,0)	2,0 (1,6)	2,0 (1,6)	1,3
Fasta bruttoinvesteringar	-0,1	4,1 (3,3)	4,4 (5,7)	5,4 (5,6)	3,8
Lagerinvesteringar*	0,1	0,2 (0,1)	0,0 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0
Export	-0,5	1,9 (2,5)	4,3 (5,0)	6,0 (6,1)	4,9
Import	-0,8	4,1 (4,5)	5,3 (5,9)	6,3 (6,3)	5,5
BNP	1,5	1,9 (1,7)	2,7 (3,0)	3,3 (3,1)	2,3
BNP, kalenderkorrigerad	1,5	2,1 (1,8)	2,5 (2,8)	3,0 (2,9)	2,6
Slutlig inhemsk efterfrågan*	1,3	2,5 (2,2)	2,9 (3,0)	3,1 (2,9)	2,4
Nettoexport*	0,1	-0,8 (-0,7)	-0,3 (-0,1)	0,1 (0,2)	-0,1
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,5	5,6 (6,2)	5,1 (5,9)	4,9 (5,8)	4,6

* 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

	2013	2014	2015	2016	2017
Folkmängd, 15-74 år	0,6	0,7 (0,7)	0,8 (0,8)	1,0 (0,8)	0,9
Potentiellt arbetade timmar	0,6	0,6 (0,6)	0,6 (0,6)	0,7 (0,6)	0,6
BNP, kalenderkorrigerad	1,5	2,1 (1,8)	2,5 (2,8)	3,0 (2,9)	2,6
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	0,4	1,5 (1,4)	1,3 (1,4)	1,1 (1,1)	0,8
Sysselsatta, 15-74 år	1,0	1,5 (1,3)	1,4 (1,4)	1,0 (1,1)	0,7
Arbetskraft, 15-74 år	1,1	1,4 (1,2)	0,9 (0,8)	0,4 (0,5)	0,4
Arbetslöshet, 15-74 år*	8,0	7,9 (7,9)	7,4 (7,3)	6,9 (6,7)	6,6

* 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

	2013	2014	2015	2016	2017
Timplön, KL	2,5	3,0 (3,1)	3,0 (3,1)	3,4 (3,5)	3,5
Timplön, NR	2,1	2,5 (2,8)	3,4 (3,5)	3,8 (3,9)	3,7
Arbetsgivaravgifter*	0,3	-0,2 (-0,1)	0,2 (0,0)	0,1 (0,0)	0,0
Arbetskostnad per timme, NR	2,3	2,3 (2,7)	3,6 (3,5)	3,9 (3,9)	3,7
Produktivitet	1,1	0,5 (0,4)	1,2 (1,3)	1,9 (1,7)	1,7
Arbetskostnad per producerad enhet	1,3	1,7 (2,3)	2,4 (2,2)	2,0 (2,1)	1,9

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, sociala avgifter och löneskatter dividerad med totalt antal arbetade timmar, säsongrensade data. Arbetskostnad per producerad enhet definieras som arbetskostnad dividerad med säsongrensat förädlingsvärde i fast pris.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Tabell 8a. Alternativscenario: svagare omvärld, svagare växelkurs

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

	2014	2015	2016	2017
BNP i omvärlden, KIX	1,9 (1,9)	1,7 (2,1)	2,2 (2,5)	2,4 (2,6)
Inflation i omvärlden, KIX, procent	1,5 (1,5)	1,9 (2,0)	2,1 (2,2)	2,1 (2,2)
Styrränta i omvärlden, KIX, procent	0,2 (0,2)	0,1 (0,1)	0,2 (0,3)	0,5 (0,6)
Nominell växelkurs, KIX, 1992-11-18=100	106,7 (106,7)	107,5 (106,4)	104,1 (102,6)	102,4 (101,4)
Export	2,0 (2,0)	2,0 (3,8)	4,4 (5,5)	6,1 (5,4)
Arbetslöshet, procent av arbetskraften, 15–74 år	7,9 (7,9)	7,5 (7,4)	7,1 (6,9)	6,7 (6,6)
BNP	2,1 (2,1)	2,0 (2,5)	2,6 (3,0)	2,8 (2,6)
Timgap, procent	-0,8 (-0,8)	-0,4 (-0,2)	-0,3 (0,2)	0,2 (0,4)
KPIF	0,5 (0,5)	1,1 (1,2)	1,9 (2,0)	2,1 (2,0)
Reporänta, procent	0,5 (0,5)	0,0 (0,0)	0,1 (0,3)	1,2 (1,4)

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 8b. Alternativscenario: svagare omvärld, starkare växelkurs

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

	2014	2015	2016	2017
BNP i omvärlden, KIX	1,9 (1,9)	1,7 (2,1)	2,2 (2,5)	2,4 (2,6)
Inflation i omvärlden, KIX, procent	1,5 (1,5)	1,9 (2,0)	2,1 (2,2)	2,1 (2,2)
Styrränta i omvärlden, KIX, procent	0,2 (0,2)	0,1 (0,1)	0,2 (0,3)	0,5 (0,6)
Nominell växelkurs, KIX, 1992-11-18=100	106,7 (106,7)	104,9 (106,4)	100,1 (102,6)	100,9 (101,4)
Export	2,0 (2,0)	1,5 (3,8)	3,6 (5,5)	6,6 (5,4)
Arbetslöshet, procent av arbetskraften, 15–74 år	7,9 (7,9)	7,5 (7,4)	7,3 (6,9)	6,9 (6,6)
BNP	2,1 (2,1)	1,8 (2,5)	2,2 (3,0)	3,1 (2,6)
Timgap, procent	-0,8 (-0,8)	-0,6 (-0,2)	-0,8 (0,2)	-0,1 (0,4)
KPIF	0,5 (0,5)	1,0 (1,2)	1,5 (2,0)	1,9 (2,0)
Reporänta, procent	0,5 (0,5)	0,0 (0,0)	0,0 (0,3)	0,6 (1,4)

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 8c. Alternativscenario: starkare omvärld

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

	2014	2015	2016	2017
BNP i omvärlden, KIX	1,9 (1,9)	2,2 (2,1)	2,8 (2,5)	2,5 (2,6)
Inflation i omvärlden, KIX, procent	1,5 (1,5)	2,0 (2,0)	2,3 (2,2)	2,3 (2,2)
Styrränta i omvärlden, KIX, procent	0,2 (0,2)	0,1 (0,1)	0,3 (0,3)	0,6 (0,6)
Nominell växelkurs, KIX, 1992-11-18=100	106,7 (106,7)	105,9 (106,4)	101,8 (102,6)	101,4 (101,4)
Export	2,0 (2,0)	4,3 (3,8)	6,6 (5,5)	5,1 (5,4)
Arbetslöshet, procent av arbetskraften, 15–74 år	7,9 (7,9)	7,4 (7,4)	6,7 (6,9)	6,4 (6,6)
BNP	2,1 (2,1)	2,6 (2,5)	3,4 (3,0)	2,6 (2,6)
Timgap, procent	-0,8 (-0,8)	-0,2 (-0,2)	0,4 (0,2)	0,7 (0,4)
KPIF	0,5 (0,5)	1,3 (1,2)	2,2 (2,0)	2,1 (2,0)
Reporänta, procent	0,5 (0,5)	0,0 (0,0)	0,3 (0,3)	1,4 (1,4)

Källor: SCB och Riksbanken

Fördjupningar 2012–2014³⁹

2012

- 2012 Februari** Eurosamarbetet och skuldkrisen
- 2012 Februari** Tillväxtekonomierna och Sveriges export
- 2012 Februari** Förhållandet mellan reporäntan och räntor till hushåll och företag
- 2012 Juli** Skuldkrisen 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

2014

- 2014 Februari** Perspektiv på den låga inflationen
- 2014 Februari** Penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning
- 2014 Februari** Anpassning i euroområdet: en uppdatering
- 2014 Juli** Varför är inflationen låg?
- 2014 Juli** Samspelet mellan lönebildning, penningpolitik och inflation
- 2014 Juli** Skärpta kapitalkrav för svenska banker – effekter på makroekonomin

³⁹ En förteckning över fördjupningar från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Räntebeslut 2010–2014⁴⁰

Mötesdatum	Beslut (procentenheter)	Reporänta (procent)	Penningpolitisk rapport
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
2014			
12 februari	0	0,75	Februari 2014
8 april	0	0,75	Penningpolitisk uppföljning
2 juli	-0,5	0,25	Juli 2014
3 september	0	0,25	Penningpolitisk uppföljning

⁴⁰ En förteckning över historiska räntebeslut från och med 1999 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Ordlista

ABS: Asset Backed Securities. Ett värdepapper som är uppbackat av ett antal bakomliggande tillgångar så som olika typer av lån, leasingavtal och kreditkortsfordringar.

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 produktions-skatter.

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 interbanklå-nemarknaden 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 värdeförändringar som orsakas av inflation. Se även Fasta priser.

MFI: Monetära finansinstitut. Innefattar banker, bostadsinstitut, finansbolag, kommun- och företagsfinansierande institut, monetära värdepappersbolag och monetära investeringsfonder (penningmarknadsfonder).

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

MRO: Main refinancing operation. ECB:s veckovisa marknadsoperation där centralbanken hanterar likviditetstillförseln och styr de korta räntorna. Normalt sker detta genom att ECB specificerar ett belopp samt en lägsta ränta, och bankerna sedan tilldelas likvid via auktion. Sedan oktober 2008 tillämpar dock ECB full tilldelning till fast ränta, det vill säga ECB fastställer en ränta och bankerna får låna obegränsat till denna ränta givet möjligheten att ge tillräcklig säkerhet.

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.

Refiränta: 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 Tomorrow/next 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 statskuldväxel med samma löptid.

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

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

Tillgångspriser: I huvudsak avses priset på aktier och fastigheter.

TLTRO: Targeted longer-term refinancing operations. ECB erbjuder lån till banker villkorat på utlåning till icke-finansiella företag och hushåll bortsett från bolån. Lånesumman får uppgå till högst 7 procent av bankens nuvarande lån till privat sektor exklusive bolån. Lånen erbjuds vid två tillfällen i höst 2014 samt kvartalsvis från mars 2015 till juni 2016. Alla lån har förfall 2018 och sker till fast ränta (refiräntan plus 0,1 procentenheter).

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)