Penningpolitisk rapport

Juli 2011

SVERIGES RIKSBANK

Penningpolitisk rapport

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

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

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

Direktionen fattade beslut om den penningpolitiska rapporten den 4 juli 2011. Rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats www.riksbank.se. Där går det att utan kostnad beställa en tryckt version av rapporten eller ladda ned den i pdf-format.

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

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

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

Penningpolitiken i Sverige

PENNINGPOLITISK STRATEGI[2]

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

BESLUTSPROCESSEN

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

PRESENTATION AV RÄNTEBESLUT

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

---

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

Innehåll

- Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning **5**
- KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **7**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **21**
  - Alternativscenario: högre löner **22**
  - Alternativscenario: fördjupad statsfinansiell kris **25**
  - Alternativa scenarier för reporäntan **29**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **31**

- FÖRDJUPNINGAR
  - Hållbar utveckling av statsskuld? **44**
  - Låg arbetslöshet – en utmaning **50**
  - Den senaste tidens utveckling av inflationsförväntningarna **57**

- Appendix **63**
  - Tabeller **64**
  - Översikt över fördjupningar 2008–2011 **68**
  - Tidigare räntebeslut **69**
  - Ordlista **70**

Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning

Reporäntan höjs med 0,25 procentenheter till 2,0 procent

Tillväxttakten i den svenska ekonomin är god, även om utvecklingen i omvärlden präglas av osäkerhet. KPI-inflationen är hög idag till följd av stigande bostadsräntor. Samtidigt är det underliggande inflationstrycket fortsatt lågt, men väntas stiga i takt med att konjunkturläget stärks. För att stabilisera inflationen runt målet på 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå har Riksbankens direktion beslutat att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 2,0 procent. Prognosen för reporäntan lämnas oförändrad.

Stabil utveckling i svensk ekonomi, trots ökad osäkerhet globalt

Även om den svenska ekonomin går in i en lugnare fas fortsätter ekonomin att växa i god takt. Såväl den inhemska efterfrågan som exporten bidrar till denna utveckling. Arbetsmarknadsläget fortsätter också att utvecklas positivt, vilket medför att löneökningstakten stiger.

Återhämtningen fortsätter även i omvärlden som helhet. Flera länder i Asien och Latinamerika väntas fortfarande växa snabbt, även om tillväxttakten dämpas. Men omvärldsbilden präglas också av osäkerhet. Den amerikanska ekonomin har utvecklats oväntat svagt och euroområdet fortsätter att tyngas av statsfinansiella problem.

Högre reporänta bidrar till inflation i linje med målet

KPI-inflationen är hög idag till följd av stigande bostadsräntor. Olika mått på underliggande inflation är samtidigt lägre eftersom kronan har stärkts senaste året och det inhemska kostnadstrycket är lågt. Men under prognosperioden väntas inflationstrycket stiga i takt med att de lediga resurserna i ekonomin minskar och löneökningstakten ökar. I perioder med stora ränteförändringar ger KPIF en bättre bild av inflationstrycket.

För att stabilisera inflationen runt målet på 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå behöver reporäntan gradvis höjas. Riksbankens direktion har därför beslutat att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 2,0 procent.

Fortsatt god tillväxt, men betydande risker

Den samlade bilden av de ekonomiska utsikterna är i grova drag densamma som i april. Prognosen för reporäntan har därför lämnats oförändrad i förhållande till den penningpolitiska uppföljningen. Men som alltid bygger prognoserna för ekonomin och penningpolitiken på den information som i dagsläget är känd och ny information framöver kan leda till att dessa prognoser ändras.

Om den idag höga KPI-inflationen mer påtagligt påverkar olika aktörers långsiktiga inflationsförväntningar och lönebildningen kan penningpolitiken behöva stramas åt mer än i huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten. Om å andra sidan omvärldskonjunkturen blir svagare till följd av att till exempel de statsfinansiella problemen i euroområdet förvärras, då kan reporäntan behöva höjas i en långsammare takt framöver.

KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Återhämtningen i världsekonomin fortsätter men bilden är splittrad. Tillväxtekonomierna i bland annat Asien växer snabbt, vilket är en bidragande orsak till att inflationen i omvärlden stiger. Styrkan i återhämtningen i USA och euroområdet är däremot fortsatt osäker. Euroområdet tyngs av statsfinansiella problem samtidigt som inflationen är hög. Trots riskerna bedöms sammantaget återhämtningen i världsekonomin ändå fortsätta de närmaste åren.

Sveriges ekonomi går in i en fas med mer normala tillväxttakter. När det gäller inflationen är för närvarande skillnaden mellan olika mått stor. KPI-inflationen kommer att ligga över målet under hela prognosperioden till följd av att bostadsräntorna stiger. KPIF-inflationen är däremot strax under 2 procent. Rensat för de stigande energipriserna är inflationen låg. I takt med att resursutnyttjandet stiger väntas lönerna öka snabbare och KPIF-inflationen stiga gradvis till runt 2 procent 2013. I perioder med stora ränteförändringar ger KPIF en bättre bild av inflationstrycket. På längre sikt sammanfaller de båda måtten.

Reporäntan höjs nu till 2 procent. För att stabilisera inflationen runt målet på 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå behöver reporäntan fortsätta höjas. Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april är reporäntebanan oförändrad. Skulle den idag höga KPI-inflationen mer påtagligt påverka olika aktörers långsiktiga inflationsförväntningar och lönebildningen kan reporäntan behöva höjas mer än vad huvudscenariots räntebana visar. Men det finns också faktorer som framöver kan leda till att reporäntebanan revideras ned, till exempel om den statsfinansiella situationen i vissa europeiska länder förvärras.

Fortsatt god tillväxt men betydande risker

Fortsatt god tillväxt i Sverige

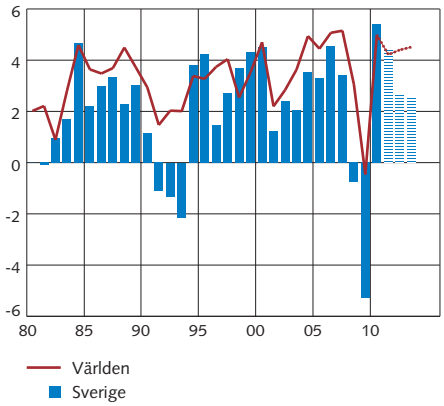
Efter förra årets mycket starka tillväxt såväl i Sverige som i världsekonomin bromsar nu utvecklingen in (se diagram 1:1). Den svenska ekonomin växer fortfarande i en snabb takt, men under året växlar tillväxten ned till mer normala nivåer. Under 2012 och 2013 förväntas svensk BNP stiga med cirka 2,5 procent per år.

Sysselsättningen i Sverige har också ökat snabbt sedan hösten 2009 och den nedgång som skedde under krisen är nu återhämtad med råge. Samtidigt har utbudet av arbetskraft utvecklats starkt, vilket har bromsat nedgången i arbetslösheten. Trots detta bedöms arbetslösheten fortsätta att minska för att uppgå till knappt 6,5 procent i slutet av prognosperioden (se diagram 1:2).

Riksbankens samlade bedömning av resursutnyttjandet i svensk ekonomi är att det i nuläget är något lägre än normalt. Under prognosperioden ökar resursutnyttjandet och blir normalt eller något över normalt. Resursutnyttjandet väntas påverka den kommande avtalsrörelsen, som bedöms resultera i löneökningar som 2012 och 2013 är i linje med sitt historiska genomsnitt.

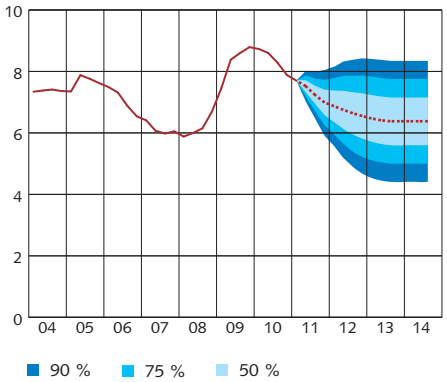
Kronans växelkurs har stärkts sedan början av 2009. Även om kronans värde på kort sikt kan variera som en följd av oroligheter på de

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



Källor: IMF, SCB och Riksbanken

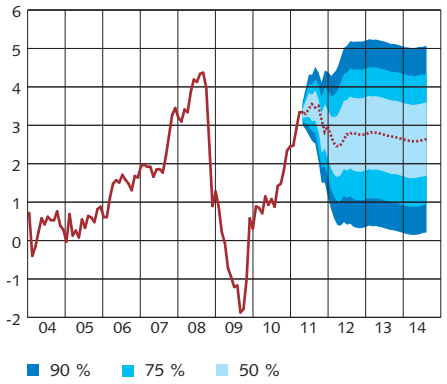
Diagram 1:2. Arbetslöshet med osäkerhetsintervall
Procent av arbetskraften



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

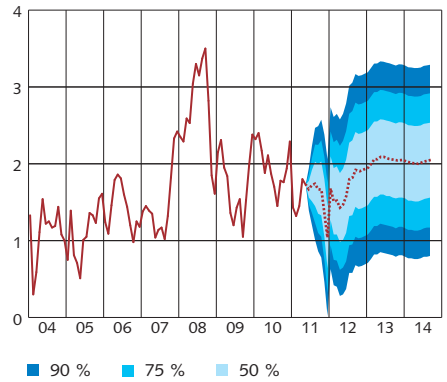
Diagram 1:3. KPI med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:4. KPIF med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

finansiella marknaderna så väntas växelkursen sammantaget fortsätta att stärkas något under prognosperioden.

KPI-inflationen i Sverige är för närvarande hög och fortsätter att stiga under de närmaste månaderna (se diagram 1:3). Därefter faller den gradvis, men förväntas fortfarande ligga över målet i slutet av prognosperioden. Att KPI-inflationen är hög beror bland annat på att bostadsräntorna stiger, vilket i sin tur främst beror på att Riksbanken höjer reporäntan i takt med att konjunkturen förbättras. Dessutom har skillnaden mellan de korta bostadsräntor som hushållen möter och reporäntan ökat.

KPIF-inflationen, det vill säga inflationen mätt med KPI med fast bostadsränta, är för närvarande något lägre än 2 procent. Rensat för de höga energipriserna är inflationen låg. Under prognosperioden stiger KPIF-inflationen gradvis till runt 2 procent 2013 (se diagram 1:4). I perioder med stora ränteförändringar ger inflationsmått som inte påverkas direkt av förändrade bostadsräntor, som t.ex. KPIF-inflationen, en bättre bild av det underliggande inflationstrycket. På längre sikt, när reporäntan återvänt till mer normala nivåer, sammanfaller de två inflationsmåtten.

För att inflationen framöver ska stabiliseras nära inflationsmålet på 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå behöver reporäntan gradvis höjas (se diagram 1:5). Reporäntan höjs nu till 2,0 procent. Prognosen för reporäntebanan är oförändrad i förhållande till den penningpolitiska uppföljningen i april. Skulle den idag höga KPI-inflationen mer påtagligt påverka olika aktörers långsiktiga inflationsförväntningar och lönebildningen kan reporäntan behöva höjas mer än huvudscenariots räntebana visar. Men det finns också faktorer som framöver kan leda till att reporäntebanan revideras ned. Om till exempel den statsfinansiella situationen i vissa europeiska länder förvärras kan effekter via finansiella marknader och aggregerad efterfrågan få negativa återverkningar på produktionen i omvärlden och i Sverige. I en sådan situation kan det bli nödvändigt att sätta reporäntan lägre än vad som antas i huvudscenariot.

■■ Global tillväxt planar ut

Återhämtningen i omvärlden som helhet fortsätter under prognosperioden (se diagram 1:1). Tillväxten i världen väntas bli en bit över 4 procent per år under de närmaste åren, vilket är högre än ett historiskt genomsnitt. Men det är betydande skillnader mellan olika regioner och länder, samtidigt som det finns stora risker. Detta understryks av vissa indikatorer som pekar på att konjunkturen kan mattas märkbart i omvärlden (se diagram 1:6).

Resursutnyttjandet i tillväxtekonomierna börjar på många håll bli allt mer ansträngt. Utvecklingen i Asien och Latinamerika är fortsatt stark, men tillväxten dämpas nu mot mer normala nivåer. Den amerikanska ekonomin har samtidigt oväntat svårt att lyfta och tillväxten – framförallt i år – bedöms nu bli lägre än vad Riksbanken räknade med i den penningpolitiska uppföljningen i april. Även om BNP-tillväxten i euroområdet har blivit högre än förväntat hittills i år så hålls utvecklingen framöver tillbaka av nödvändiga finanspolitiska åtstramningar. Det ekonomiska läget i euroområdet påverkas också av den svaga tillväxten i USA och av den lugnare utvecklingen i Asien.

Jordbävningen i Japan har slagit hårdare än väntat mot den japanska ekonomin, vilket också har påverkat andra länders produktion genom brist på insatsvaror och komponenter som tillverkas i Japan. Riksbankens bedömning är att tillväxten där ändå kan öka relativt snabbt i takt med att återuppbyggnaden kommer igång. Spridningseffekterna antas därför bli begränsade för världsekonomin.

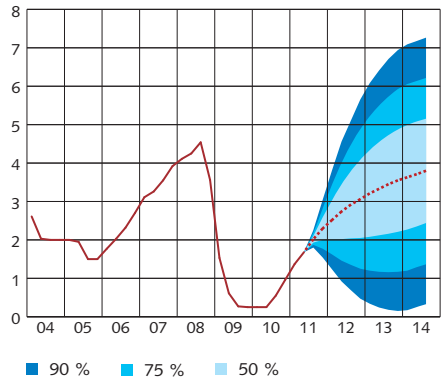
Politisk oro i Nordafrika och Mellanöstern har lett till en osäkerhet kring utbudet av olja, vilket har medverkat till högre oljepriser under våren (se diagram 1:7). De höga oljepriserna bedöms hämma såväl produktion som konsumtion eftersom energiråvaror åtminstone på kort sikt är svåra att ersätta.

Sammantaget bedöms tillväxten i den TCW-viktade omvärlden bli marginellt lägre i år och nästa år än i bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april (se tabell 4).

■■ Hög global inflation sjunker efter hand

Den starka ekonomiska utvecklingen i delar av världen har lett till stigande priser på livsmedel, energi och övriga råvaror, även om utvecklingen har stabiliserats något de senaste månaderna (se diagram 3:29). Dessa prisökningar har fått ett oväntat stort genomslag på inflationen i flera länder, även i USA och euroområdet (se diagram 3:9). Omvärldens inflation i år och i början av 2012 bedöms därför bli högre än vad Riksbanken räknade med i april. Efter hand som effekterna på inflationstakten av höjda livsmedels-, energi- och råvarupriser klingar av förväntas inflationen i omvärlden falla tillbaka (se diagram 1:8 och tabell 4). Det underliggande inflationstrycket i euroområdet och USA bedöms vara lågt eftersom resursutnyttjandet där är lägre än normalt. Allt eftersom resursutnyttjandet ökar stiger även den underliggande inflationen i dessa länder.

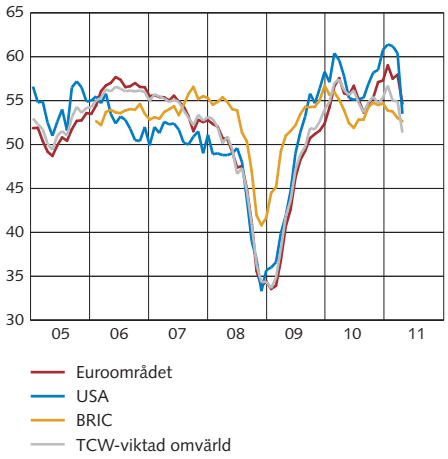
Diagram 1:5. Reporänta med osäkerhetsintervall
Procent, kvartalsmedelvärden



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

Källa: Riksbanken

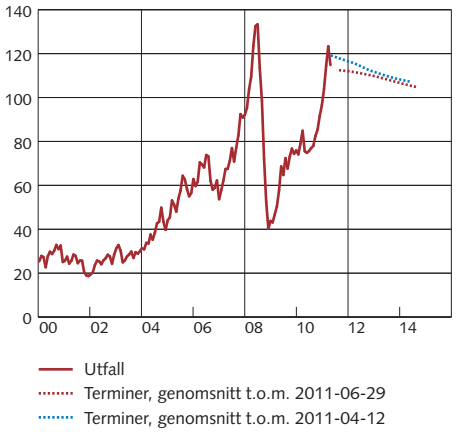
Diagram 1:6. Inköpschefsindex
Index, säsongsrensade data



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartners.

Källa: Markit Economics

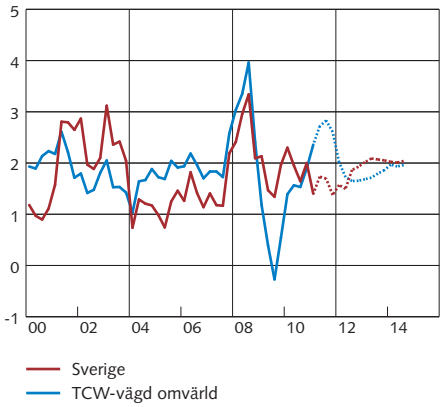
Diagram 1:7. Oljepris, Brentolja
USD per fat



Anm. Terminspriserna är beräknade som ett 15-dagars genomsnitt. Utfallet avser månadsgenomsnitt av spotpriser.

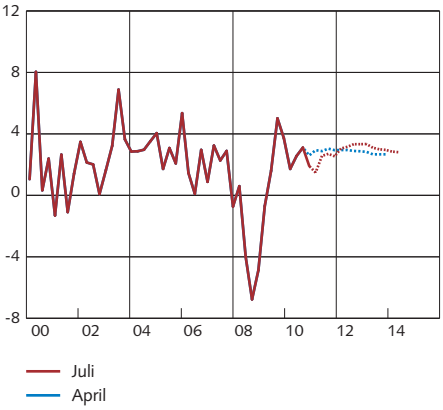
Källor: Intercontinental Exchange och Riksbanken

Diagram 1:8. Konsumentpriser
Årlig procentuell förändring



Anm. För Sverige avses KPIF-inflationen och för TCW-vägd omvärld KPI eller HIKP. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartners.
Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 1:9. BNP i USA
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



Källor: Bureau of Economic Analysis och Riksbanken

Svåra penningpolitiska avvägningar i många länder

En förutsättning för denna bedömning av omvärldens inflation är att centralbankerna i tillväxtekonomierna framgångsrikt kan dämpa inflationen med penningpolitiska åtstramningar. I de utvecklade ekonomierna vägs en skör återhämtning mot en råvaruprisdriven inflation som befaras öka inflationsförväntningarna. ECB höjde styrräntan i april med hänvisning till det ökade inflationstrycket. Framöver förväntas ECB också fortsätta att gradvis höja räntan. Den amerikanska centralbanken har däremot lämnat styrräntan oförändrad med hänvisning till att resursutnyttjandet är mycket lågt. Återhämtningen på den amerikanska arbetsmarknaden förväntas nu gå långsammare och resursutnyttjandet bli lägre än vad Riksbanken räknade med i april. Detta leder i sin tur till att den amerikanska centralbanken förväntas ligga kvar med en oförändrad styrränta det närmaste året. I USA väntas därmed nu penningpolitiken bli något mer expansiv än i den penningpolitiska uppföljningen från april. Sammantaget är omvärldens styrräntor vägda med TCW-vikter något nedreviderade under prognosperioden (se tabell 4).

Internationell återhämtning i otakt

Svag bostadsmarknad och höga energipriser dämpar tillväxten i USA

Återhämtningen i den amerikanska ekonomin går långsamt. Det är i linje med erfarenheterna från många länder som gått igenom en finansiell kris.[3] Hushållen har ökat sitt sparande och försöker återställa sin förmögenhet som minskat kraftigt när huspriserna rasat. Återhämtningen så här långt vilar främst på konsumtion av varaktiga varor och investeringar i mjukvara och utrustning. Normalt bidrar byggande av bostäder och kommersiella fastigheter till återhämtningen men så är inte fallet hittills denna gång.

Finanspolitiken antas bli åtstramande 2012 och 2013. Behovet av budgetkonsolidering är betydande eftersom budgetunderskottet är stort och den offentliga skulden stiger snabbt. En viktig förutsättning för att en självbärande återhämtning ska kunna börja äga rum är att arbetsmarknaden förbättras snabbare än vad som hittills skett. Företagen har höga vinster och om företagens osäkerhet om den framtida efterfrågan minskar finns det skäl att tro att sysselsättningen kan ta mer fart än hittills.

I och med att den amerikanska ekonomin utvecklats svagt så här långt i år och återhämtningen på bostadsmarknaden uteblivit har prognosen för BNP-tillväxten reviderats ned för innevarande år och marginellt även för nästa år (se diagram 1:9). När bostadsinvesteringarna väl börjar öka under 2012, antas dessa dock kunna stiga snabbt. Detta får positiva effekter på tillväxten under andra halvan av 2012

3 Se Carmen M. Reinhart och Kenneth S. Rogoff, ”Annorlunda nu. Åtta sekel av finansiell dårskap”, SNS, 2010.

och 2013. En något högre tillväxt i slutet av prognosperioden är möjlig då resursutnyttjandet är lågt i utgångsläget.

Genomslaget från höga energipriser har varit större än väntat och inflationsprognosen är därför uppreviderad för innevarande år. Även den underliggande inflationen stiger om än från en betydligt lägre nivå. Produktivitetstillväxten har dämpats och enhetsarbetskostnaderna ökar. Eftersom de lediga resurserna i ekonomin antas vara stora de närmaste åren förutses dock inflationen sjunka när effekterna av de höjda energipriserna faller bort. Inflationsprognosen för 2013 är därför något nedreviderad (se tabell 4).

■■ Återhämtning trots finanspolitisk åtstramning i euroområdet

Euroområdets BNP närmar sig långsamt nivån före krisen (se diagram 1:10). Återhämtningen har breddats och konsumtion och investeringar har successivt gett ett större bidrag till tillväxten. Under 2011 hålls konsumtionsutvecklingen dock tillbaka dels av högre inflation, dels av högre skatter i vissa länder. Det bidrar till att återhämtningen bedöms bli långsammare än vad historiska samband ger vid handen. Den svaga tillväxten i USA och en lugnare utveckling i tillväxtekonomierna påverkar också utsikterna för euroområdet under innevarande år (se diagram 1:11).

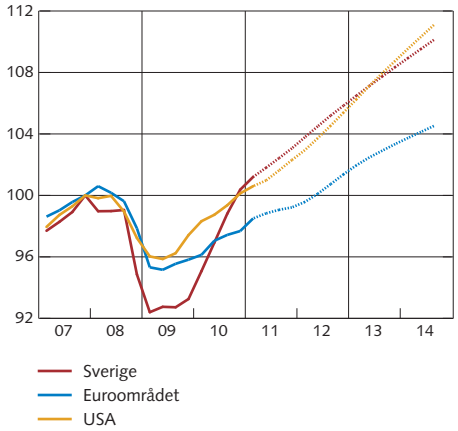
Inom euroområdet finns betydande skillnader mellan olika länder. Tyskland växer i snabb takt, delvis till följd av en ökande export i och med att världshandeln ökar. I framför allt Sydeuropa hålls utvecklingen i stället tillbaka av behovet av finanspolitisk åtstramning. Detta återspeglas bland annat i höga räntor på statsskuld i dessa länder. Behovet av en stramare finanspolitik i flera euroländer och oro kring den långsiktiga betalningsförmågan i vissa länder fortsätter att prägla prognosen och skapa stora risker, vilket illustreras i fördjupningen "Hållbar utveckling av statsskuld?" i denna rapport. Osäkerheten kring den finanspolitiska situationen i vissa länder väntas bestå eftersom det tar tid att sanera offentliga finanser. Ett alternativscenario i kapitel 2 belyser följderna av en förvärrad statsfinansiell kris. Sammantaget innebär prognosen en relativt måttlig tillväxttakt givet mängden lediga resurser i ekonomin (se tabell 4).

Inflationen i euroområdet bedöms vara tillfälligt hög på grund av stigande råvarupriser, men också beroende på högre indirekta skatter i vissa länder. Även livsmedelspriser stiger. Prognosen för 2011 är att inflationen i genomsnitt överstiger ECB:s mål (se diagram 1:12). Under 2012 och 2013 bedöms dock inflationen ligga något under 2 procent.

■■ Svagt pund ger stöd åt måttlig tillväxt i Storbritannien

Tillväxten i Storbritannien bedöms också bli måttlig de kommande åren. Stram finanspolitik, en svag bostadsmarknad och hushållens fortsatta behov av att förbättra sina balansräkningar bedöms hämma tillväxten framöver. De främsta tillväxtimpulserna under prognosperioden väntas komma från exporten och investeringarna. Ett svagt

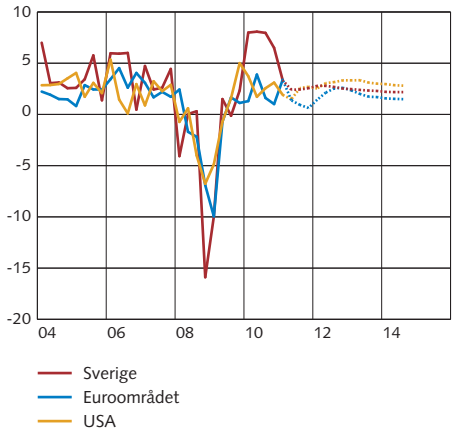
Diagram 1:10. Jämförelse av återhämtning i Sverige, euroområdet och USA
BNP-nivå, index 2007 kvartal 4 = 100



Anm. Kvartalet innan recessionen bröt ut i USA = 100.

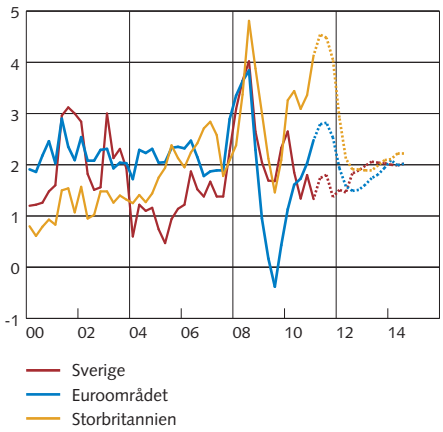
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, SCB och Riksbanken

Diagram 1:11. BNP i olika regioner och länder
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



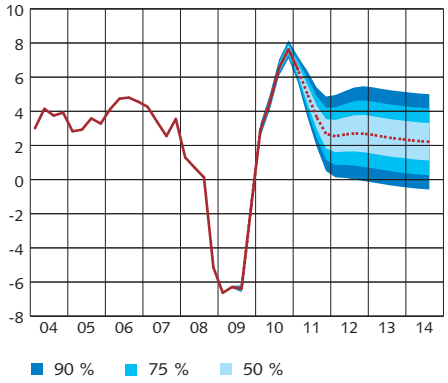
Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, SCB och Riksbanken

Diagram 1:12. HIKP
Årlig procentuell förändring



Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 1:13. BNP med osäkerhetsintervall
Årlig procentuell förändring, säsongsrensade data



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

Källor: SCB och Riksbanken

pund och en fortsatt relativt god tillväxt i omvärlden bedöms leda till ökad export, samtidigt som importen hålls tillbaka av en svag inhemsk efterfrågan. Investeringarna väntas öka i snabbare takt framöver bland annat tack vare fortsatt låga räntor och goda företagsvinster.

Inflationen bedöms ligga över 4 procent under 2011 (se diagram 1:12). Pundets försvagning, snabbt stigande råvarupriser och höjd moms har bidragit till den höga inflationen. Dessa faktorer beräknas emellertid ha en tillfällig effekt på inflationen och när effekterna klingar av väntas inflationen falla tillbaka. Det bedöms finnas gott om lediga resurser de kommande åren och detta bidrar också till att inflationen faller tillbaka till nära inflationsmålet under 2012.

■■ Oförändrade utsikter för Norge men inbromsning i Danmark

Återhämningen fortsätter i Norge där tillväxten är god. Tillväxten drivs av ökande investeringar medan konsumtionen har mattats av något till följd av de höga energipriserna. I Danmark har återhämtningen stannat upp och BNP föll överraskande under årets första kvartal enligt preliminär statistik. Den svaga utvecklingen beror bland annat på ett finanspolitiskt konsolideringspaket som innebär fallande offentlig konsumtion och höjda skatter. Tillsammans med höga energipriser dämpar detta konsumtionen. I ett längre perspektiv hålls tillväxten tillbaka av bland annat en svag produktivitetsutveckling. Jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april är tillväxtutsikterna i stort sett oförändrade i Norge men nedjusterade på kort sikt i Danmark.

God tillväxt i Sverige

■■ Mer normal tillväxttakt i svensk ekonomi

Tillväxten i den svenska ekonomin har varit väldigt stark och ekonomin fortsätter att växa i en snabbare takt än i många andra länder (se diagram 1:11). Den hittills starka utvecklingen innebär att BNP nu har passerat nivån före krisen (se diagram 1:10). Förutsättningarna är goda för en fortsatt bra tillväxt kommande år.

Ett skäl till att tillväxten i Sverige väntas bli relativt hög är de starka statsfinanserna som gör att Sverige, till skillnad från många andra länder, inte behöver vidta någon finanspolitisk åtstramning. Tvärtom förväntas utbudsstimulerande skattesänkningar genomföras under kommande år. Dessutom har hushållen byggt upp ett förhållandevis högt sparande vilket ger förutsättningar för ökad konsumtion. Sverige har inte heller drabbats av en vikande bostadsmarknad, med efterföljande strukturella problem. Detta talar sammantaget för att den svenska ekonomin kommer att utvecklas starkare än många ekonomier i euroområdet.

I förhållande till den mycket snabba BNP-ökningen under 2010 växlar tillväxten i Sverige ned till mer normala nivåer under prognosperioden (se diagram 1:13).

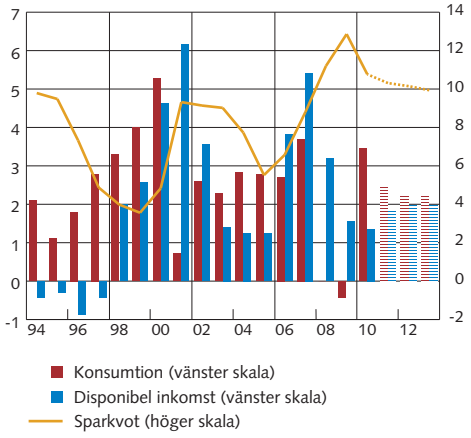
■■ Hushållens konsumtion växer i god takt

Konsumtionen minskade betydligt mindre under krisen än vad exporten och investeringarna gjorde. En anledning till detta är att hushållens disponibelinkomster trots allt ökade under krisen. Att konsumtionen ändå minskade beror på att hushållen ökade sitt sparande. Detta berodde i sin tur på att arbetslösheten ökade och att den framtida inkomstutvecklingen för hushållen blev mer osäker. Även hushållens förmögenhetsutveckling har betydelse för hur de prioriterar mellan konsumtion och sparande. När förmögenheten minskar brukar hushållen öka sitt sparande, vilket var vad som skedde under krisen.

Under fjolåret drog hushållen ned sparandet förhållandevis snabbt (se diagram 1:14). Framöver förväntas hushållen inte minska sitt sparande i samma utsträckning, delvis till följd av en mer dämpad utveckling på bostadsmarknaden som gör att hushållens förmögenhet väntas öka långsammare under prognosperioden. Detta kan hålla tillbaka konsumtionen något.

Konsumtionen väntas ändå öka i god takt de kommande åren eftersom inkomsterna ökar i en snabbare takt, vilket hänger ihop med att arbetsmarknadsläget förbättras. Högre ränteutgifter har visserligen en motverkande effekt, men framtidstron bland hushållen är stark och konsumentförtroendet ligger sedan början av 2010 på en hög nivå. Sammantaget ger detta förutsättningar för ökad konsumtion.

Diagram 1:14. Hushållens disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot
Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



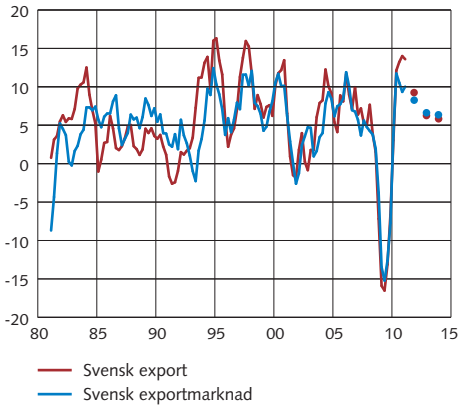
Källor: SCB och Riksbanken

■■ Exporten växer i takt med exportmarknaden

I likhet med handeln i omvärlden har den svenska exporten fortsatt att växa påtagligt sedan krisen (se diagram 1:15). Det är stora skillnader i konjunkturen i olika länder. Många länder i till exempel Asien växer snabbt medan euroområdet som helhet växer måttligt. Inom euroområdet finns dock stora skillnader. Flera av de länder som för tillfället växer relativt starkare, till exempel Tyskland, Nederländerna och Frankrike, är också de som är viktiga för den svenska exporten. Det påverkar den svenska exportmarknaden positivt (se diagram 1:15).

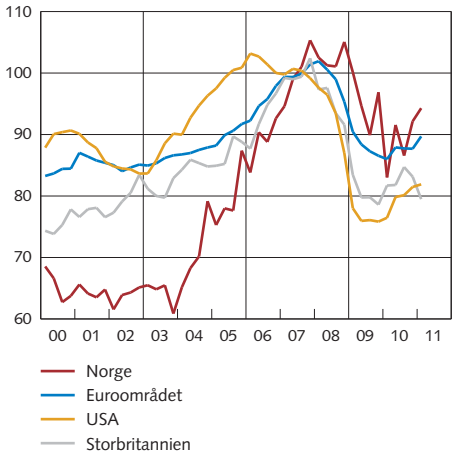
Den svenska exportens sammansättning är också gynnsam för tillfället eftersom den internationella efterfrågan på investeringsvaror är god. Tillväxtländerna har för närvarande en stark investeringskonjunktur, men även i euroområdet och USA tycks investeringarna nu öka, om än från låga nivåer (se diagram 1:16). Tillväxten i exporten bedöms under prognosperioden gradvis mattas av och gå mot historiskt sett mer normala nivåer. Importen väntas öka något snabbare än exporten, vilket medför att bidraget från nettoexporten till BNP-tillväxten blir lägre framöver.

Diagram 1:15. Export och svensk exportmarknad
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:16. Investeringar i omvärlden
Index, 2007 = 100

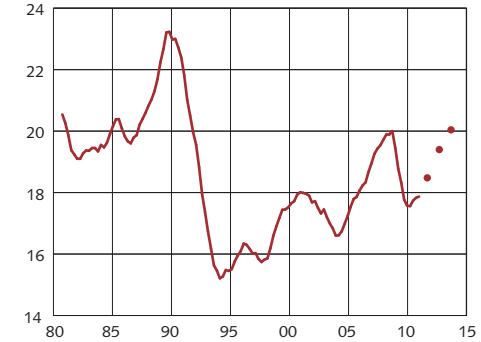


Källor: Nationella källor

■■ Goda förutsättningar för en bred investeringsuppgång

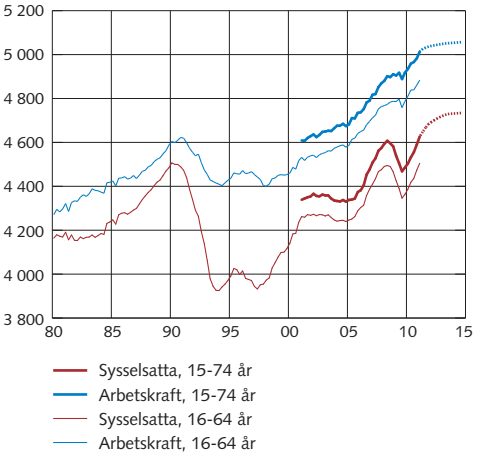
Liksom i omvärlden har investeringarna nu tagit fart och bedöms öka snabbt även framöver. En växande efterfrågan på såväl hemma- som exportmarknaden gör att förutsättningarna för en bred uppgång i investeringarna är goda.

Diagram 1:17. Investeringskvot
Procent av BNP, löpande priser



Anm. Fyra kvartals glidande medelvärde.
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:18. Arbetskraft och sysselsatta
Tusentals personer, säsongsrensade data



Anm. Data före 1987 är länkad av Riksbanken.
Källor: SCB och Riksbanken

Kapacitetsutnyttjandet inom industrin har stigit snabbt och ligger nu i linje med sitt historiska genomsnitt. Samtidigt väntas produktionen fortsätta att växa. Detta ökar behovet av kapacitetshöjande investeringar inom näringslivet, då investeringsnivån för närvarande är låg. Mycket talar också för en fortsatt uppgång i bostadsinvesteringarna: en hög efterfrågan på bostäder i förhållande till utbudet, möjligheter till skattereduktion vid renoveringar och förbättrade utsikter på arbetsmarknaden. Även de offentliga investeringarna, som växte starkt under 2008 och 2009, fortsätter att öka framöver, dock i en något lugnare takt. Även om uppgången i investeringarna är bred och snabb, så sker ökningen i de totala investeringarna från en låg nivå. Därmed dröjer det till slutet av prognosperioden innan investeringarna som andel av BNP är tillbaka på nivåer motsvarande dem före krisen (se diagram 1:17).

■■ Den offentliga sektorns finanser visar överskott

Riksbankens prognoser för finanspolitiken baseras på vad som historiskt sett kan betraktas som en normal utveckling av finanspolitiken i förhållande till konjunkturläget. Det finansiella sparandet i den offentliga sektorn uppvisade ett visst underskott 2010. Första kvartalet i år var dock sparandet positivt och överskottet väntas bli cirka 0,9 procent som andel av BNP i år. I jämförelse med de flesta andra OECD-länder är Sveriges offentliga finanser mycket starka.

I takt med att konjunkturläget förbättras och skatteinkomsterna stiger, kommer det finansiella sparandet att förstärkas ytterligare. Därför väntas regeringen föreslå utgifts- och inkomstförändringar motsvarande nästan 50 miljarder kronor sammanlagt för åren 2012 och 2013, vilket är en oförändrad bedömning sedan den penningpolitiska uppföljningen i april. Huvuddelen av dessa väntas ta sig uttryck i sänkta skatter för hushåll och företag.

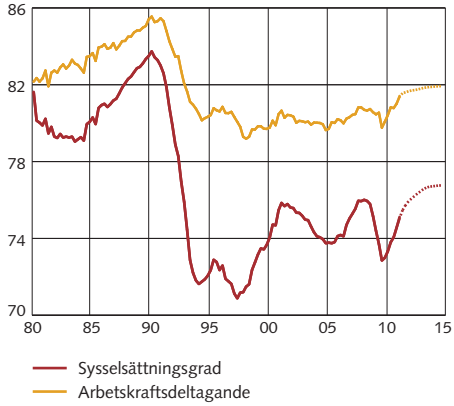
■■ Arbetslösheten minskar men stort utbud av arbetskraft bromsar nedgången

Utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden har varit stark sedan hösten 2009. Det antal arbetstillfällen som förlorades i krisen är nu mer än återhämtade. Första kvartalet 2011 var antalet sysselsatta fler än innan Sverige drabbades av den internationella finansiella krisen (se diagram 1:18). Trots den starka utvecklingen av antalet sysselsatta är sysselsättningsgraden fortfarande lägre än före krisen, vilket beror på en ökande befolkning. Andelen sysselsatta av befolkningen i åldersgruppen 16-64 år är nu en procentenhet lägre jämfört med början av 2008 (se diagram 1:19). Efterfrågan på arbetskraft är dock fortsatt stark och antalet sysselsatta och antalet arbetade timmar i ekonomin bedöms stiga även under de närmaste åren.

Också utbudet av arbetskraft har utvecklats starkt de senaste åren. Delvis är detta en följd av tidigare genomförda utbudsstimulerande reformer inom till exempel pensionssystemet, arbetslöshetsförsäkringen, sjukförsäkringen och inkomstskattesystemet. Arbetskraftsdeltagandet i åldersgruppen 16-64 år minskade endast måttligt under 2009 och ligger nu på en högre nivå än hösten 2007 (se diagram 1:19). Den starka utvecklingen av utbudet av arbetskraft under återhämtningsperioden har bromsat nedgången i arbetslösheten. Givet historiska samband mellan BNP-utvecklingen och arbetslösheten borde arbetslösheten ha sjunkit tillbaka snabbare än vad som har skett (se diagram 1:20).

Eftersom Riksbanken bedömer att sysselsättningen även framöver väntas växa snabbare än antalet personer i arbetskraften kommer arbetslösheten fortsätta att minska för att uppgå till knappt 6,5 procent i slutet av prognosperioden. Många av de arbetslösa tillhör grupper som Arbetsförmedlingen identifierar som utsatta grupper med svårigheter att snabbt finna arbete. Här finns exempelvis utrikesfödda, unga med bristfällig utbildning, personer som utförsäkrats inom sjukförsäkringssystemet och personer med endast grundskoleutbildning. Många av dessa arbetslösa har också varit utan arbete under en längre tid. Detta kan komma att försvåra matchningen de närmaste åren. Sedan 1990-talskrisen har arbetslösheten aldrig varit lägre än strax under 6 procent (se diagram A8). Detta trots perioder med mycket stark tillväxt och konjunktur i den svenska ekonomin. Att under den närmaste fyraårsperioden minska arbetslösheten under 6 procent bedömer Riksbanken vara en utmaning som ställer höga krav på utbildning och kompetens hos de arbetslösa, på matchningen på arbetsmarknaden och på lönebildningen (se fördjupningen "Låg arbetslöshet – en utmaning" i denna rapport).

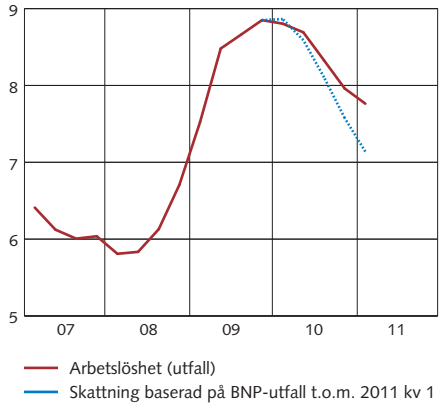
Diagram 1:19. Sysselsättningsgrad och arbetskraftsdeltagande
Sysselsättning och arbetskraft i procent av befolkningen, 16-64 år, säsongsrensade data



Anm. Data före 1987 är länkad av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

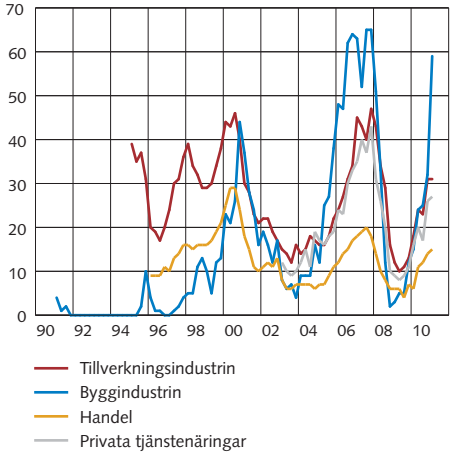
Diagram 1:20. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften



Anm. Skattning baserad på historiskt samband mellan arbetslöshet och BNP (Okuns lag).

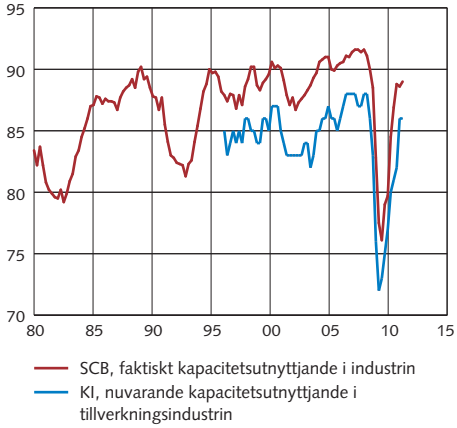
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:21 Andel företag med brist på arbetskraft
Procent, säsongsrensade data



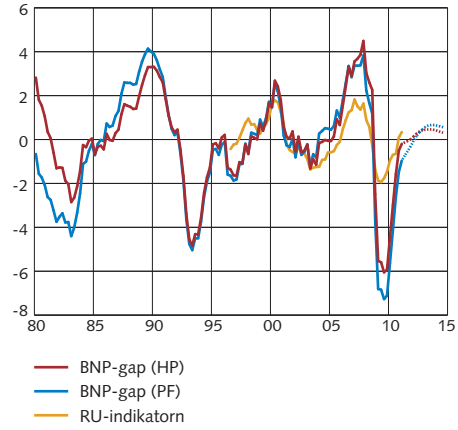
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 1:22 Industrins kapacitetsutnyttjande
Procent, säsongsrensade data



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

Diagram 1:23. BNP-gap och RU-indikatorn
Procent respektive standardavvikelse



Anm. BNP-gap (HP) avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknat med ett Hodrick Prescott-filter. BNP-gap (PF) avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknat med en produktionsfunktion. RU-indikatorn är normaliserad så att medelvärdet är 0 och standardavvikelsen är 1.

Källor: SCB och Riksbanken

■■ Resursutnyttjandet nära normalt

Resursutnyttjandet har betydelse för penningpolitiken. Men det finns inget entydigt sätt att mäta resursutnyttjandet. Riksbanken använder därför ett antal olika indikatorer och statistiska metoder för att bedöma hur det kommer att utvecklas under de närmaste åren. Men eftersom resursutnyttjandet inte är direkt mätbart blir bedömningarna osäkra, oavsett om de gäller nuläget eller läget längre fram i tiden.

Vissa indikatorer tyder på att resursutnyttjandet har stigit snabbt och nu är nära en normal nivå. Detta gäller främst indikatorer som bygger på enkäter. I Konjunkturinstitutets barometer har bristen på arbetskraft i flera branscher fortsatt att stiga från de låga nivåerna under krisen (se diagram 1:21). Framför allt har bristen på arbetskraft stigit inom byggsektorn. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin ligger nu nära en historiskt sett genomsnittlig nivå (se diagram 1:22). Riksbankens indikator för resursutnyttjandet, som med hjälp av en statistisk metod sammanfattar information från enkäter och arbetsmarknadsdata, tyder på att resursutnyttjandet det första kvartalet var något över normalt (se diagram 1:23).

Andra indikatorer, som till exempel nivån på arbetslösheten, tyder däremot på att resursutnyttjandet fortfarande är relativt lågt. Den samlade bedömningen av resursutnyttjandet i nuläget är att det är något lägre än normalt.

Under prognosperioden ökar BNP och antalet arbetade timmar snabbare än sina långsiktigt hållbara nivåer. Därmed stiger resursutnyttjandet. De flesta gap, som visar skillnaden mellan faktiska och långsiktigt hållbara nivåer, sluts och blir svagt positiva (se diagram 1:23 och 1:24). Den samlade bedömningen är att resursutnyttjandet blir normalt eller något över normalt under prognosperioden. Denna bedömning är i linje med bedömningen som gjordes i den penningpolitiska uppföljningen i april.

■■ Avtalsrörelsen viktig för inflationen de närmaste åren

Löneökningarna i den svenska ekonomin bedöms under prognosperioden stiga i takt med att situationen på arbetsmarknaden förbättras. Löneavtalen som ska omförhandlas under hösten 2011 och under 2012 bedöms i genomsnitt hamna på en något högre nivå än tidigare. Löneglidningen, det vill säga löneökningar utöver centrala avtal, bedöms också bli högre än de cirka 0,7 procentenheter som var genomsnittet under 2009 och 2010. Sammantaget bedöms lönerna i hela ekonomin öka med cirka 3,5 procent 2012 och 2013. Riksbankens företagsintervjuer från i maj i år visar att en ökad andel företag tror att löneglidningen i företaget kommer att vara högre om 12 månader jämfört med vad de uppgav i undersökningen i januari. Till bilden hör också att Prosperas undersökning från i juni visar på fortsatt stigande löneförväntningar på ett och två års sikt bland arbetstagar- och arbetsgivarorganisationerna. Förväntningarna är dock lägre än Riksbankens

prognos för löneökningarna de kommande åren (se diagram 1:25).[4]

Riksbankens bedömning är att den kommande avtalsrörelsen resulterar i löneökningar som är förenliga med inflationsmålet. I debatten har det visserligen framförts kompensationskrav från arbetstagarsidan med argumentet att lönerna hölls tillbaka under krisen. Men vinstandelen i näringslivet är fortfarande något lägre än sitt historiska genomsnitt (se diagram 1:26). Det talar för att löneökningarna under senare år legat något över vad som varit motiverat av produktivitetstillväxten.

Skulle löneökningarna bli högre än i huvudscenariot beror de penningpolitiska konsekvenserna i stor utsträckning på vad de högre lönerna drivs av. Ifall lönerna ökar snabbare än vad utvecklingen i produktiviteten medger leder det till att arbetslösheten stiger och inflationstrycket ökar. Då kan reporäntan behöva höjas snabbare än vad som nu antas. Men i det fall lönerna ökar i linje med vad produktivitetstillväxten medger kan penningpolitiken bli i stort sett densamma som i huvudscenariot. Dessa scenarier beskrivs mer i detalj i kapitel 2 i rapporten.

Höjd löneökningstakt och mer normal produktivitetstillväxt under prognosperioden innebär ett högre kostnadstryck i den svenska ekonomin (se diagram 1:27). Bedömningarna innebär att arbetskostnaderna per producerad enhet stiger något snabbare än ett historiskt genomsnitt. Jämfört med prognosen i april bedöms nu kostnadstrycket hamna på en något högre nivå under prognosperioden, vilket hänger samman med något högre arbetskostnader per timme 2011.

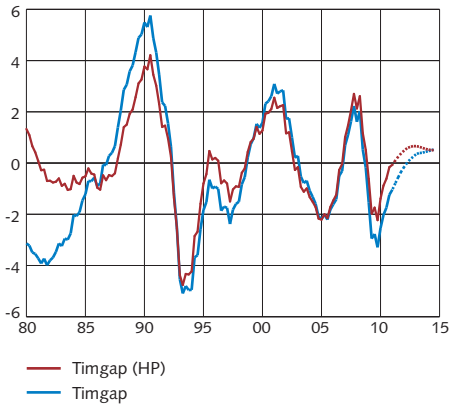
■■ Något starkare krona att vänta

Den svenska kronan har förstärkts påtagligt under de senaste två åren, även om den senaste tidens oro på de finansiella marknaderna har lett till en viss försvagning (se diagram 1:28). Förstärkningen har skett i takt med att Sveriges ekonomi utvecklats starkt i förhållande till våra konkurrentländer. I termer av det handelsvägda TCW-indexet ligger nu kronan på ungefär samma nivå som före den finansiella krisen. Kronan förväntas kunna stärkas ytterligare något under prognosperioden. För det talar att BNP-tillväxten och styrräntan i Sverige väntas bli högre än i de viktigaste konkurrentländerna. Därmed bedöms växelkursen också bli något starkare än i prognosen i den penningpolitiska uppföljningen från april, framförallt under senare delen av prognosperioden (se diagram 1:28).

■■ KPI-inflationen hög de närmaste åren

Under de närmaste månaderna stiger inflationen mätt med KPI till som högst 3,5 procent för att sedan falla gradvis under prognosperioden till drygt 2,5 procent i början av 2014 (se diagram 1:29). Att KPI-inflationen blir hög förklaras av att räntekostnaderna stiger snabbt (se diagram 1:30). Detta beror i sin tur främst på Riksbankens räntehöjningar, men ränteuppgången hittills har även påverkats av

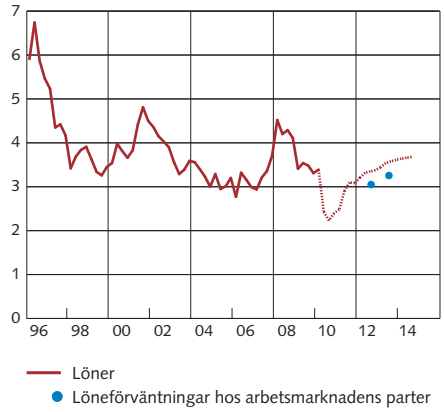
Diagram 1:24. Timgap
Procent



Anm. Timgap (HP) avser arbetade timmars avvikelse från sin trend beräknat med ett Hodrick Prescott-filter. Timgap avser arbetade timmars avvikelse från Riksbankens bedömda trend för arbetade timmar.

Källor: SCB och Riksbanken

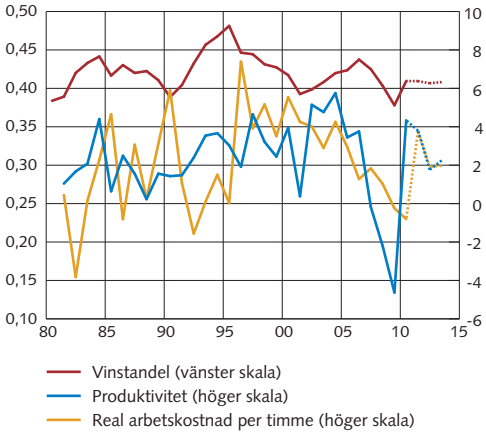
Diagram 1:25. Löner och löneförväntningar
Årlig procentuell förändring



Anm. Löner avser konjunkturlönestatistik.

Källor: Medlingsinstitutet, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

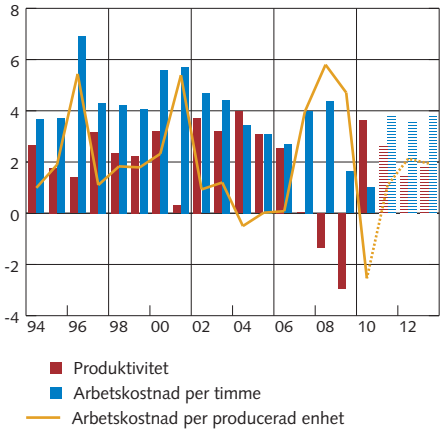
Diagram 1:26. Vinstandel i näringslivet
Bruttoöverskott som andel av förädlingsvärde i näringslivet respektive årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

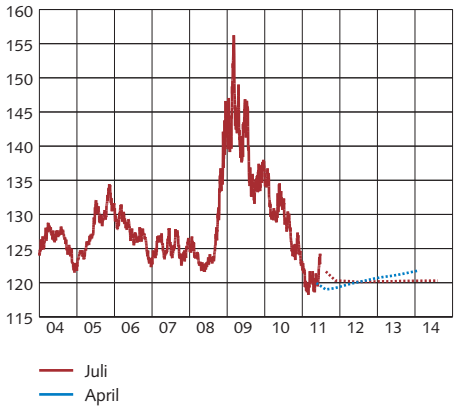
4 Historiskt har löneförväntningarna underskattat det faktiska utfallet.

Diagram 1:27. Kostnadstryck i hela ekonomin
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

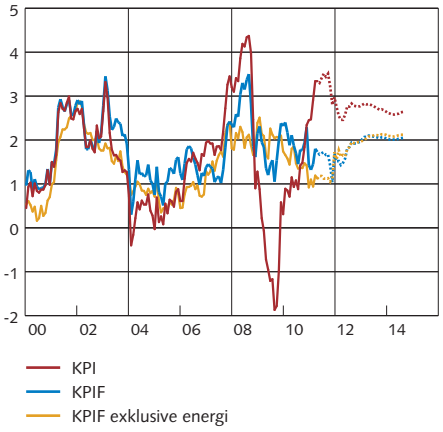
Diagram 1:28. Konkurrensvägd växelkurs, TCW
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. Utfallen är dagskurser och prognoserna avser kvartalsgenomsnitt.

Källa: Riksbanken

Diagram 1:29. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

att skillnaden mellan de korta bostadsräntor som hushållen möter och Riksbankens reporänta har ökat. Hushållens utgifter för bolån med kort bindningstid (ca 3 månader) utgör för närvarande cirka hälften av de totala ränteutgifterna, vilket är en något högre andel än vad som är historiskt normalt. Betydelsen av korta bostadsräntor för KPI-inflationen har därmed ökat.

Inflationsförväntningarna har stigit den senaste tiden men är förankrade kring inflationsmålet på längre sikt. Att inflationsförväntningarna på ett och två års sikt har stigit hänger troligen samman med att KPI-inflationen stigit. För vidare diskussion av inflationsförväntningarna, se fördjupningen "Den senaste tidens utveckling av inflationsförväntningarna" i denna rapport.

■■ Förhållandevis låg underliggande inflation

Den underliggande inflationen är till skillnad från KPI-inflationen låg. Rensat för energipriser uppgick den årliga ökningstakten i KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, till 1,1 procent i maj (se diagram 1:29). Detta var i linje med prognosen i den senaste penningpolitiska uppföljningen. En bidragande orsak till att inflationen är låg är att kronan förstärkts, vilket medfört att priserna på livsmedel och övriga varor ökat långsamt trots stigande världsmarknadspriser. Den låga ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet bidrar också till att hålla ner inflationen under 2011.

KPIF-inflationen uppgick till 1,7 procent i maj. I takt med att resursutnyttjandet stiger och lönerna ökar allt snabbare tilltar inflationstrycket i ekonomin. KPIF-inflationen väntas därför stiga gradvis under de närmaste åren till runt 2 procent 2013 (se diagram 1:29). Prognosen för KPIF-inflationen är sammantaget i stort sett oförändrad jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april.

■■ KPIF-inflationen ger just nu en bättre bild av inflationstrycket

Att KPI-inflationen blir högre än KPIF-inflationen beroende på stigande bostadsräntor är en övergående effekt. Under finanskrisen var situationen istället den omvända då Riksbankens räntesänkningar ledde till att KPI-inflationen var betydligt lägre än inflationen mätt med KPIF. I perioder med stora ränteförändringar ger inflationsmått som inte påverkas direkt av förändrade bostadsräntor, som t.ex. KPIF-inflationen, en bättre bild av inflationstrycket. På längre sikt, när reporäntan återvänt till mer normala nivåer, sammanfaller de två inflationsmåtten.[5]

Liksom KPIF påverkas inte heller det internationellt jämförbara inflationsmåttet HIKP direkt av förändringar i räntekostnader. I termer av detta mått är inflationen lägre i Sverige än i euroområdet och Storbritannien (se diagram 1:12). I Storbritannien och euroområdet har höjda skatter bidragit till den högre inflationen. För Storbritannien har också försvagningen av pundet varit en viktig faktor.

5 För mer utförlig information om hur KPI och KPIF förhåller sig till varandra, J. Johansson, S. Palmqvist och C. Selander "KPI ökar snabbare än KPIF de närmaste åren" *Ekonomiska kommentarer* nr 5, 2011, Sveriges riksbank.

Penningpolitiska överväganden

■■ Reporäntan höjs gradvis

Reporäntan höjs nu till 2,0 procent och Riksbankens bedömning är att den behöver fortsätta att höjas för att inflationen framöver ska stabiliseras runt inflationsmålet på 2 procent och för att resursutnyttjandet ska kunna stabiliseras kring en normal nivå (se diagram 1:31).

Återhämtningen i världsekonomin fortgår och tillväxten väntas bli över 4 procent, även om styrkan i uppgången för USA:s och euroområdets del är fortsatt osäker. Sveriges ekonomi går in i en fas med mer normala tillväxttakter och den positiva utvecklingen på arbetsmarknaden fortsätter. Den samlade bilden av resursutnyttjandet är att det alltjämt är något lägre än normalt, men stiger till att vara normalt eller något över normalt de närmaste åren.

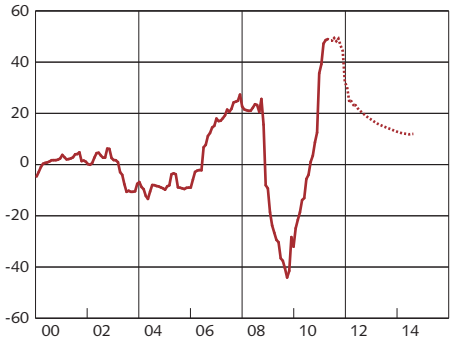
För närvarande är skillnaden mellan olika inflationsmått ovanligt stor. KPI-inflationen är hög till följd av stigande bostadsräntor och väntas ligga klart över inflationsmålet på 2 procent under 2011. I perioder med stora ränteförändringar ger KPIF-inflationen en bättre bild av inflationstrycket. KPIF-inflationen är i dagsläget något under 2 procent och rensat för stigande energipriser strax över 1 procent. I takt med att resursutnyttjandet stiger väntas KPIF-inflationen öka gradvis under de närmaste åren, till runt 2 procent mot slutet av prognosperioden. På längre sikt uppgår inflationen till 2 procent, både enligt KPI och enligt KPIF.

Hushållens upplåning har gått in i en lugnare fas men skulderna ökar fortfarande snabbare än inkomsterna. En gradvis stigande reporänta kan dämpa takten ytterligare. Risken för att obalanser byggs upp i den svenska ekonomin avtar då.

Konjunktur- och inflationsutsikterna för Sverige är i grova drag desamma som i prognoserna som presenterades i april. Reporäntebanan är därför oförändrad.

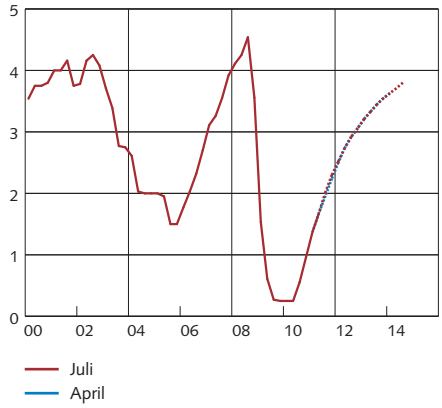
I kapitel 2 redovisas effekterna på ekonomin av en något högre samt en något lägre reporänta under det närmaste året. Det framgår att en högre reporänta resulterar i en för låg KPIF-inflation medan en lägre ränta tenderar att ge ett alltför ansträngt resursutnyttjande och en KPIF-inflation något över målet under senare delen av prognosperioden. Sammantaget görs bedömningen att huvudscenariots reporäntebana är väl avvägd.

Diagram 1:30. Räntekostnadsindex i KPI
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 1:31. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

■■ Omvärlden och lönebildningen utgör risker

Huvudscenariot bygger dock på flera viktiga men svårbedömda antaganden.

Ett sådant antagande är att lönebildningen på samma sätt som under de senaste 10-15 åren kommer att fungera väl. Skulle däremot den idag höga KPI-inflationen mer påtagligt påverka olika aktörers långsiktiga inflationsförväntningar och lönebildningen kan reporäntan behöva höjas mer än vad som förutsätts i huvudscenariot.

Ett annat viktigt antagande är att återhämtningen i omvärlden som helhet fortsätter. Utvecklingen i ett antal länder präglas i dagsläget dock av stor osäkerhet och stora risker. Om till exempel den statsfinansiella situationen i vissa europeiska länder förvärras kan effekter via finansiella marknader och aggregerad efterfrågan få negativa återverkningar på produktionen i omvärlden och i Sverige. Under sådana omständigheter kan det bli nödvändigt att föra en mer expansiv penningpolitik än i huvudscenariot.

I kapitel 2 analyseras effekterna av olika alternativa antaganden mer utförligt.

KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker

Under hösten 2011 inleds en ny avtalsrörelse som berör runt två tredjedelar av arbetstagarna. Det sker i ett läge då arbetsmarknaden har förbättrats förhållandevis snabbt. Det är därför möjligt att löneökningarna kan bli högre än i huvudscenariot. De penningpolitiska konsekvenserna av en sådan utveckling beror i stor utsträckning på om löneökningarna hänger samman med ökad produktivitet eller inte. Om lönerna ökar snabbare än vad tillväxten i produktiviteten medger drivs inflationen upp. Det medför att reporäntan skulle behöva höjas snabbare än i huvudscenariot och att arbetslösheten skulle öka.

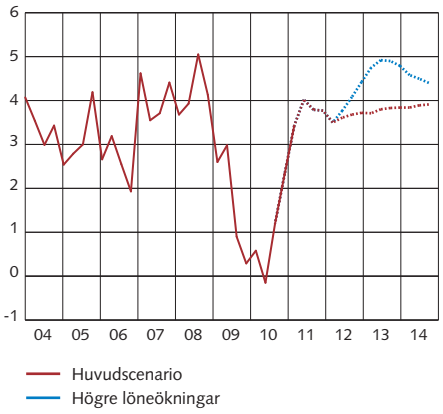
Oron kring den statsfinansiella situationen i framförallt Grekland, men också i Portugal och Irland, är för närvarande stor. En förvärrad statsfinansiell situation skulle sannolikt få återverkningar på de finansiella marknadernas sätt att fungera och på konjunkturutvecklingen i omvärlden. Om detta scenario skulle inträffa kommer penningpolitiken att behöva vara mer expansiv än i huvudscenariot för att motverka de negativa effekterna på inflation och resursutnyttjande.

Prognoser för den framtida ekonomiska utvecklingen är alltid osäkra. Det finns en rad omständigheter som kan ge upphov till en annorlunda ekonomisk utveckling och därigenom motivera en annan utformning av penningpolitiken än den som förväntas i huvudscenariot. I detta kapitel redovisas två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen som skiljer sig från huvudscenariot. Syftet med scenarierna är att belysa den osäkerhet som råder om den framtida utvecklingen och de risker som bedöms vara särskilt viktiga för tillfället. Det finns naturligtvis också en mängd andra osäkerhetsfaktorer. Dessa speglas i osäkerhetsintervallen runt prognoserna i diagram 1:2 till 1:5 samt diagram 1:13 i kapitel 1.

I det första alternativscenariot antas att avtalsrörelsen resulterar i högre löneökningar än i huvudscenariot under 2012 och 2013. Hur detta påverkar penningpolitiken beror i stor utsträckning på vad som ligger bakom de högre löneökningarna. Ifall lönerna ökar snabbare än vad tillväxten i produktiviteten medger leder det till att både inflationstrycket och arbetslösheten ökar. Då kan reporäntan behöva höjas för att motverka det ökade inflationstrycket. Å andra sidan, om löneökningarna är en följd av ökad produktivitet blir effekterna de motsatta, dvs. inflationstrycket sjunker och arbetslösheten blir lägre. Penningpolitiken kan i ett sådant scenario bli i stort sett densamma som i huvudscenariot.

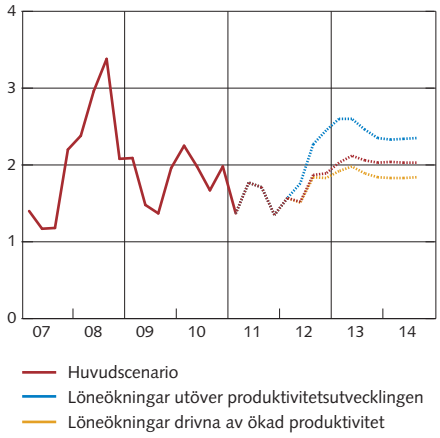
Det andra alternativscenariot belyser effekterna av fördjupade statsfinansiella problem i euroområdet. Oron är för närvarande stor kring den statsfinansiella situationen i flera euroländer, i synnerhet i Grekland men också i Portugal och Irland. En förvärrad statsfinansiell kris skulle sannolikt också få återverkningar på de svenska och internationella räntemarknaderna. Scenariot utgår ifrån att detta leder till en ny svacka i omvärldens konjunkturutveckling och att de finansiella marknadernas sätt att fungera försämras, dvs. att räntespreadarna återigen stiger. En sådan utveckling skulle resultera i att både inflationen och resursutnyttjandet i Sverige utvecklas svagare än i huvudscenariot. Penningpolitiken blir därmed mer expansiv i detta scenario.

Diagram 2:1. Arbetskostnad per timme
Årlig procentuell förändring



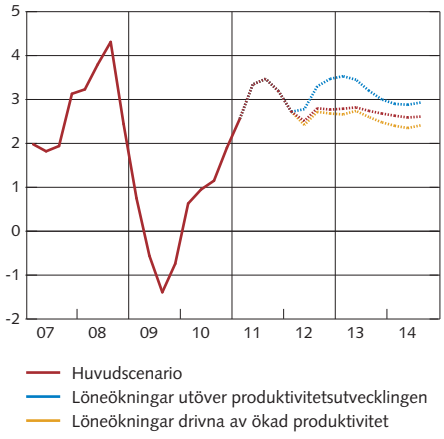
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:2. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:3. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

Avslutningsvis diskuteras två alternativa penningpolitiska handlingsalternativ. I det första scenariot höjs reporäntan i en något snabbare takt än i huvudscenariot, medan det omvända gäller i det andra scenariot.

Alternativscenario: högre löner[6]

Under hösten 2011 inleds en ny större avtalsrörelse på den svenska arbetsmarknaden. Minst 430 löneavtal ska omförhandlas och förhandlingarna kommer att beröra ungefär 3 miljoner arbetstagare, vilket motsvarar runt två tredjedelar av arbetstagarna.

I huvudscenariot bedöms lönerna öka med cirka 3,5 procent per år 2012 och 2013. Avtalsförhandlingarna sker dock i ett läge då situationen på arbetsmarknaden har förbättrats förhållandevis snabbt, företagens vinster har återhämtats under en period och produktivitetstillväxten har varit relativt hög under en tid. I ett sådant läge kan det bland arbetstagarna finnas ett tryck på att i de nya avtalen kompensera sig för de så kallade krisavtalen, vilka innebar lägre nominella löneökningar för flera avtalsområden under 2009 och 2010.

Olika delar av ekonomin har återhämtat sig i varierande grad sedan krisen, vilket kan komma att medföra samordningsproblem i lönebildningen. Det är till exempel stor skillnad på hur arbetsmarknaden inom industrin har återhämtat sig jämfört med tjänstesektorn. Inom byggbranschen finns det tecken på att det är svårt att hitta arbetskraft med rätt kompetens, medan det exempelvis inom handeln inte råder någon generell brist på arbetskraft.[7] I branscher med ökad brist på arbetskraft brukar i regel löneglidningen ta fart.

Samtidigt har förväntningarna om framtida löneökningar hos parterna på arbetsmarknaden stigit enligt Prosperas senaste enkäter. Även parternas inflationsförväntningar har stigit enligt dessa enkäter. I huvudscenariot antas att uppgången i inflationsförväntningarna är tillfällig och hänger samman med att bostadsräntorna stigit från låga nivåer, vilket leder till hög KPI-inflation, se fördjupningen "Den senaste tidens utveckling av inflationsförväntningarna" i denna rapport. Det kan dock inte uteslutas att den idag höga KPI-inflationen påverkar olika aktörers långsiktiga inflationsförväntningar och även lönebildningen.

Det finns alltså flera skäl till att löneökningarna kan bli högre än väntat. I scenariot "Högre löner" antas att löneförhandlingarna resulterar i slutliga löneökningar som i genomsnitt blir ungefär 0,7 procentenheter högre per år än i huvudscenariot (se diagram 2:1 och tabell 8 och 9).

Hur penningpolitiken reagerar på de högre löneökningarna beror i stor utsträckning på hur produktiviteten utvecklas. För att illustrera detta presenteras två olika scenarier. I ett scenario drivs den snabbare

6 Scenarierna i detta kapitel är baserade på Riksbankens allmänna jämviktsmodell Ramses. För en beskrivning av modellen, se L. Christiano, M. Trabandt och K. Walentin, "Introducing financial frictions and unemployment into a small open economy model", Working Paper nr 214, Sveriges riksbank, 2007.
7 Se Riksbankens företagsintervjuer, maj 2011.

löneutvecklingen av lönepåslag utöver vad tillväxten i produktiviteten medger medan så inte är fallet i det andra scenariot.[8]

Löneökningar utöver vad produktiviten medger motiverar en högre bana för reporäntan

Företagen sätter normalt sina priser som ett påslag på produktionskostnaden, vilken påverkas av lönekostnaden och produktiviteten (eller mer precist effektiviteten i produktionen).

När lönerna stiger snabbare än produktiviteten leder det till att företagens kostnader ökar. Företagen blir då tvungna antingen att höja sina priser för att kompensera sig för de ökade kostnaderna eller att minska sina marginaler. Om företagen väljer att höja priserna kommer inflationen att öka. I vissa fall kan det dock vara svårt att höja priserna, till exempel om konkurrensen i branschen är hög. I en situation med hög konkurrens och låga marginaler blir företagen istället tvungna att sänka kostnaderna genom olika typer av rationaliseringar. Det kan leda till minskad sysselsättning och ökad arbetslöshet.

I det här scenariot väljer företagen att kompensera de högre löneökningarna genom att både höja sina priser och öka rationaliseringarna, vilket resulterar i en högre arbetslöshet. Inflationen under 2012 och 2013 blir då i genomsnitt, mätt både med KPIF och KPI, runt en halv procentenhet högre per år än i huvudscenariot (se de blå linjerna i diagram 2:2 och 2:3 och tabell 8). Arbetslösheten stiger med knappt en halv procentenhet per år i genomsnitt (se diagram 2:4 och tabell 8).

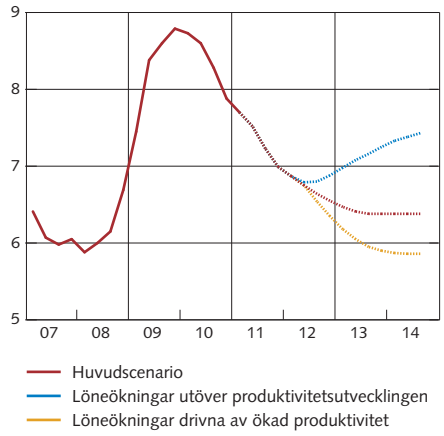
Den samlade produktionen bestäms av produktiviteten och antalet arbetade timmar. Produktiviteten ökar marginellt mer i detta scenario än i huvudscenariot (se diagram 2:5). Den något högre produktiviteten kan inte kompensera fallet i antalet arbetade timmar utan BNP-utvecklingen blir sammantaget sämre än i huvudscenariot. BNP-tillväxten blir i genomsnitt runt 0,3 procentenheter lägre per år än i huvudscenariot under 2012 och 2013 (se diagram 2:6 och tabell 8).

Löneökningar drivna av ökad produktivitet har små effekter på penningpolitiken

Om den snabbare löneutvecklingen skulle drivas av ökad produktivitet kommer den ekonomiska utvecklingen att bli en annan. Det finns flera skäl till att produktivitetsutvecklingen kan bli högre än i huvudscenariot. Exempelvis tvingade den finansiella krisen många företag till kraftiga rationaliseringar. I vilken mån detta kommer att påverka produktiviteten de närmaste åren är svårt att bedöma. Produktiviteten kan därför bli högre än vad som antas i huvudscenariot.

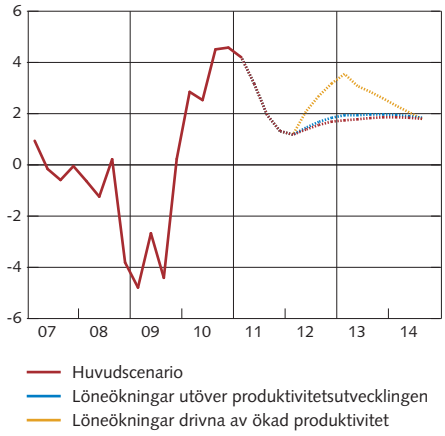
När löneökningarna står i proportion till produktivitetsförbättringarna blir företagens kostnadstryck oförändrat. Det betyder att den samlade effekten på inflationen blir liten (se de gula linjerna i diagram 2:2 och 2:3).

Diagram 2:4. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften



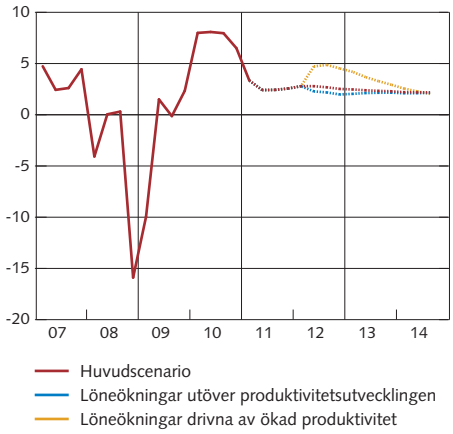
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:5. Arbetsproduktivitet
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

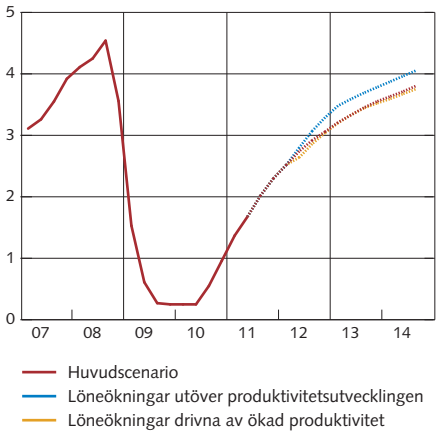
Diagram 2:6. BNP
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

8 Med produktivitet avses i detta kapitel arbetsproduktivitet, dvs. BNP per arbetad timme.

Diagram 2.7. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

Högre nominallöneökningar i kombination med en i stort sett oförändrad inflation innebär att reallönerna stiger. Det blir därmed mer lönsamt att arbeta och antalet arbetade timmar ökar (arbetslösheten faller, se diagram 2:4). En högre produktivitet tillsammans med fler arbetade timmar driver upp tillväxten i BNP (se diagram 2:6).

■■ Penningpolitiken reagerar olika

De penningpolitiska konsekvenserna av högre löneökningar beror alltså helt på vad som ligger bakom dem. Inflationen och arbetslösheten utvecklas olika i de två scenarierna. Därför blir också konsekvenserna för penningpolitiken olika. Om lönerna ökar mer än produktiviteten höjs reporäntan i en snabbare takt än i huvudscenariot för att motverka det ökade inflationstrycket. Penningpolitiken motverkar dock inte inflationsuppgången fullt ut eftersom hänsyn också tas till resursutnyttjandet.

Resursutnyttjandet kan mätas med flera olika mått, exempelvis BNP-gap, timgap eller arbetslöshetens avvikelse från en långsiktig nivå. De olika måtten ger ofta en likartad bild av resursutnyttjandet men kan under vissa omständigheter skilja sig åt. Resursutnyttjandet, mätt med arbetslöshetsmåttet, blir lägre än sin långsiktiga nivå och inflationen högre än målet i scenariot med löneökningar utöver produktivitetsutvecklingen. En möjlig penningpolitik ges av den blå linjen i diagram 2:7, vilken innebär att reporäntan blir runt en kvarts procentenhet högre än i huvudscenariot under 6 kvartal mot slutet av prognosperioden.

Om löneökningarna istället skulle drivas av en snabbare produktivitetsutveckling blir reporäntan i det närmaste oförändrad (se diagram 2:7). En ökad produktivitet driver upp resursutnyttjandet, dvs. arbetslösheten minskar. Den minskar också kostnaderna för företagen, vilket pressar ned inflationen. En penningpolitik som både tar hänsyn till inflationen och till resursutnyttjandet blir därmed i stort sett oförändrad jämfört med huvudscenariot.

■■ Lägre löneökningar än vad produktiviteten medger motiverar en lägre reporänta

Löneökningarna kan också bli lägre än vad som motiveras av produktivitetsutvecklingen. Sysselsättningen i industrin har drabbats hårt och har inte återhämtat sig fullt ut. Eftersom industrin vanligtvis är lönenormerande skulle detta kunna få en återhållande effekt på avtalsrörelsen.

Effekterna av ett sådant scenario skulle förstås bli de omvända till scenariot där löneökningarna blir högre än produktivitetsutvecklingen. Det skulle med andra ord leda till en lägre inflation och en bättre sysselsättningsutveckling och dessutom skulle penningpolitiken bli mer expansiv än i huvudscenariot.

I Konjunkturinstitutets "Lönebildningsrapport 2011" presenteras ett lönescenario som har vissa likheter med scenariot i denna rapport. En skillnad är dock att i Konjunkturinstitutets scenario studeras förändringar av den långsiktigt hållbara arbetslösheten, medan denna är oförändrad i detta scenario.

Alternativscenario: fördjupad statsfinansiell kris

För närvarande är oron stor kring den statsfinansiella situationen i flera euroländer. Särskilt allvarlig är situationen i Grekland. Problem att hantera situationen skulle kunna få återverkningar på både de svenska och de internationella finansiella marknaderna. Risken för spridningseffekter till andra länder med statsfinansiella problem som Irland och Portugal, men även Italien och Spanien, kan inte uteslutas.

Att spridningseffekterna i ett sådant scenario kan bli stora beror på att de finansiella marknaderna i hög grad är integrerade. Om exempelvis Grekland eller något annat land tvingas att omförhandla sina lån kan det leda till att vissa banker får svårare att finansiera sig på de finansiella marknaderna. En sådan utveckling kan medföra kraftigt höjda premier och ökade räntespreadar. Då kan även svenska banker komma att drabbas, trots att de har små direkta exponeringar mot de problemtyngda länderna.[9]

I scenariot "Fördjupad statsfinansiell kris" skissas på en utveckling där de statsfinansiella problemen förvärras och räntespreadarna på de finansiella marknaderna stiger. Krisen tar sin utgångspunkt i euroområdet där kreditgivningen blir stramare än normalt. Problemen sprider sig relativt snabbt även till USA, men effekterna antas bli betydligt mindre där.

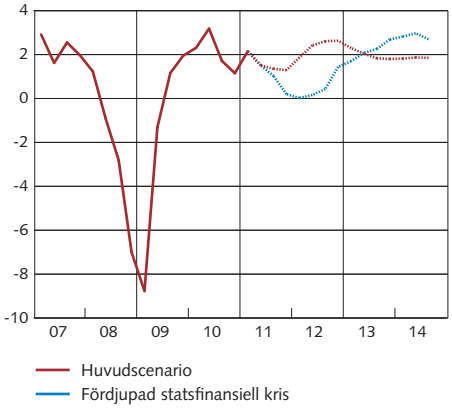
I överenstämmelse med historiska samband får krisen en negativ effekt på produktionen som varar i ungefär två år. Euron försvagas med ungefär 5 procent mot dollarn, vilket i viss mån motverkar de negativa effekterna på BNP. I den penningpolitiska rapporten i juli 2010 redovisades ett liknande scenario med en statsfinansiell kris i omvärlden. Då spelade inte ökade räntespreadar någon viktig roll för utvecklingen, vilket dock är fallet nu.

Scenarier av det här slaget som kombinerar en statsfinansiell kris med spridningseffekter till de finansiella marknaderna är av naturliga skäl mycket svåra att konstruera. Framförallt är det svårt att fånga de makroekonomiska effekterna av ett minskat förtroende för banksektorn och ett minskat förtroende mellan bankerna. Det finns en risk för att sådana effekter underskattas, särskilt i en värld med integrerade finansiella marknader. Det finns med andra ord flera möjliga scenarier för omvärldsutvecklingen och spridningen till Sverige. Det här scenariot visar en möjlig utveckling i omvärlden och dess konsekvenser för Sverige.

Sammantaget blir BNP-tillväxten hos Sveriges viktigaste handelspartner (TCW-vägd omvärld) runt 1,5 procentenheter lägre än i huvudscenariot 2012 och drygt en halv procentenhet lägre under 2013.

9 Se Finansiell stabilitet 2011:1 för en utförligare diskussion.

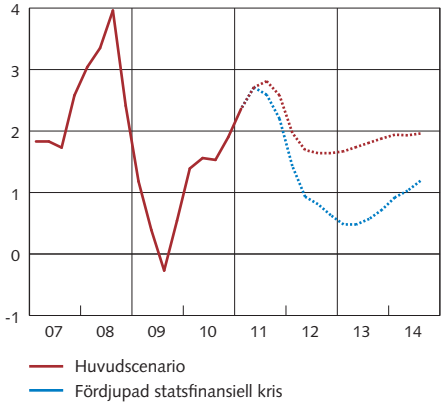
Diagram 2:8. BNP i omvärlden
TCW-vägd, kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartners.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

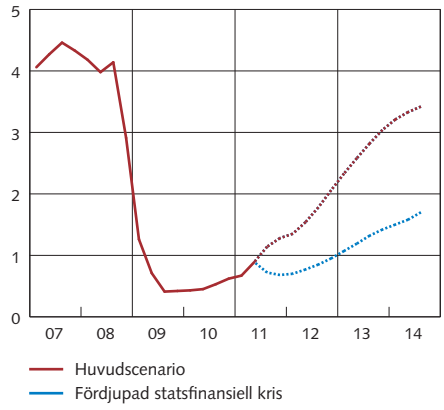
Diagram 2:9. Inflation i omvärlden
TCW-vägd, årlig procentuell förändring



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartners.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

Diagram 2:10. Styrränta i omvärlden
TCW-vägd, procent, kvartalsmedelvärden



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartners.

Källa: Respektive lands centralbank och Riksbanken

Under 2012 och 2013 blir inflationen och styrräntan i omvärlden i genomsnitt omkring 1 procentenhet lägre än i huvudscenariot. Diagram 2:8, 2:9 och 2:10 visar förloppen för omvärldens BNP, inflation och styrränta för både huvudscenariot och alternativscenariot medan tabell 10 och 11 återger årsgenomsnitten.

Den statsfinansiella krisen påverkar de finansiella marknaderna i omvärlden och i Sverige. Räntemarknaderna reagerar med kraftigt höjda riskpremier. De svenska räntespreadarna antas inledningsvis stiga med runt 120 räntepunkter för att därefter gradvis återgå mot mer normala nivåer.

■■ En fördjupad statsfinansiell kris ger lägre BNP, inflation och reporänta

En lägre styrränta i omvärlden kan sprida sig till den svenska ekonomin genom en effekt på växelkursen. Reporäntan sänks här i ungefär samma takt som omvärldens styrräntor, vilket innebär att effekten på växelkursen sammantaget blir relativt liten. Växelkursen försvagas något i början av scenariot och förstärks därefter något. Växelkursen påverkar i sin tur import- och exportpriserna och därmed den samlade efterfrågan i ekonomin.

Vad som händer med den svenska kronan är alltid svårt att förutse, och det är speciellt svårt i ett scenario av detta slag med spridningseffekter till de finansiella marknaderna. I ett liknande scenario från PPR i juli 2010 antogs att växelkursen försvagades kraftigt. Det berodde på ett antagande om att intresset bland placerare att hålla tillgångar i svenska kronor brukar minska i tider av finansiell oro. I det här scenariot antas detta dock inte ske utan effekterna på växelkursen förväntas bli små. Ett skäl till detta är att scenariot innebär att den svenska ekonomins relativa styrkeposition blir ännu tydligare än i huvudscenariot. Ett annat skäl är att risken för ytterligare problem i de baltiska länderna bedöms vara liten för närvarande. I regel brukar emellertid kronan försvagas i orostider och det kan inte uteslutas att så också skulle bli fallet om den statsfinansiella krisen fördjupas på det sätt som beskrivs här. I så fall blir naturligtvis effekterna på ekonomin och utvecklingen av reporäntan annorlunda.

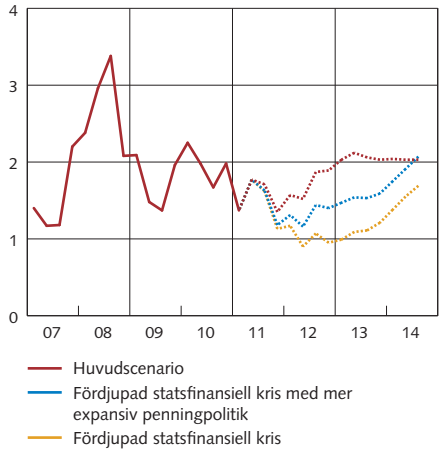
Hur hög inflationen mätt med KPI eller KPIF blir beror till viss del på hur priserna på importerade varor utvecklas. Utvecklingen bestäms av priserna på utländska varor i utländsk valuta och av växelkursen. När inflationen i omvärlden faller och effekten på växelkursen är liten betyder det att priserna på importerade varor faller. Dessutom minskar efterfrågan på svenska varor. Inflationstrycket i Sverige blir därmed lägre. Inflationen, mätt med KPIF och KPI, blir i genomsnitt drygt en halv procentenhet respektive runt 1 procentenhet lägre per år än i huvudscenariot under 2011-2013 (se diagram 2:11 och 2:12, samt tabell 10).

Ett fall i BNP-tillväxten i omvärlden får till följd att efterfrågan på svenska varor minskar, vilket försämrar tillväxtutsikterna. Den svagare efterfrågan leder också till att läget på arbetsmarknaden försämras. Tillväxttakten i BNP blir i genomsnitt runt en halv procentenhet lägre per år än i huvudscenariot och arbetslösheten blir i genomsnitt runt en halv procentenhet högre per år under 2011-2013 (se tabell 10). Förloppen för tillväxttakten i BNP och arbetslösheten visas med gula linjen i diagram 2:13 och 2:14.

Ett lägre inflationstryck tillsammans med ett lägre resursutnyttjande motiverar en mer expansiv bana för reporäntan än i huvudscenariot. Under 2012 och 2013 blir reporäntan därför i genomsnitt drygt 1 procentenhet lägre per år än i huvudscenariot (se tabell 10 och diagram 2:15, gul linje).

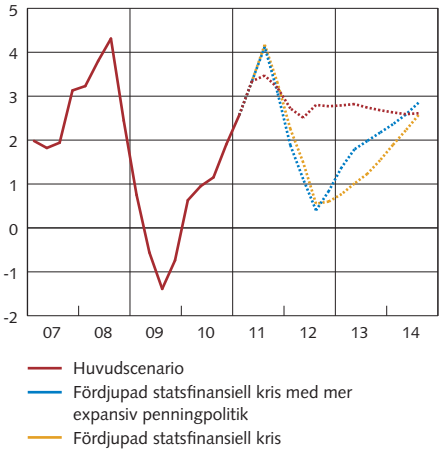
En viktig delkomponent i scenariot är att den fördjupade statsfinansiella krisen också påverkar de finansiella marknadernas sätt att fungera. Detta antas leda till att räntespreadarna stiger. Förändringar i räntespreadarna har liknande effekter på ekonomin som en störning i efterfrågan. När räntespreadarna stiger leder det till att konsumtionen och investeringarna minskar. Effekten på växelkursen blir dock relativt liten, vilket innebär att nettoexporten blir nästan oförändrad. Den totala efterfrågan i ekonomin faller dock, vilket dämpar inflationstrycket. Penningpolitiken kan i viss mån motverka de negativa effekterna genom att reporäntan sänks.

Diagram 2:11. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



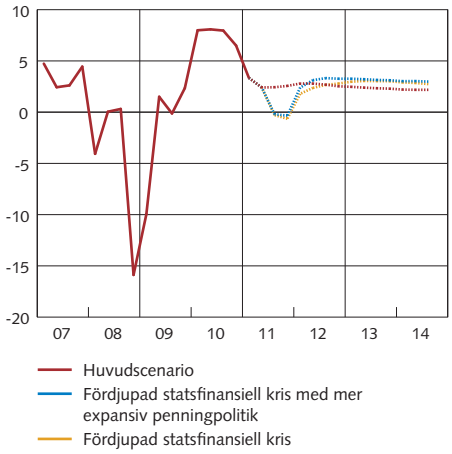
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:12. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



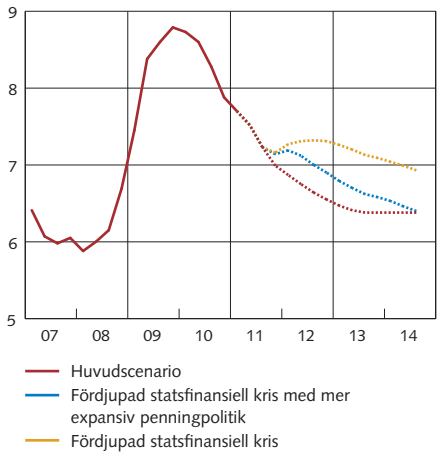
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:13. BNP
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



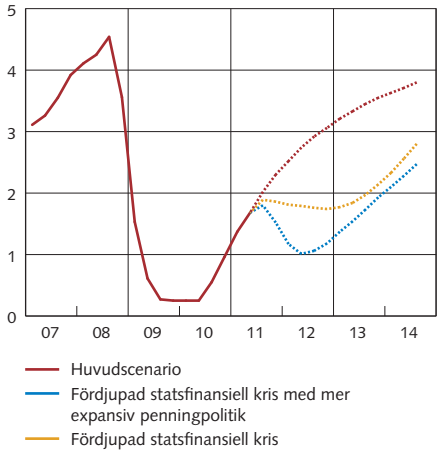
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:14. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften



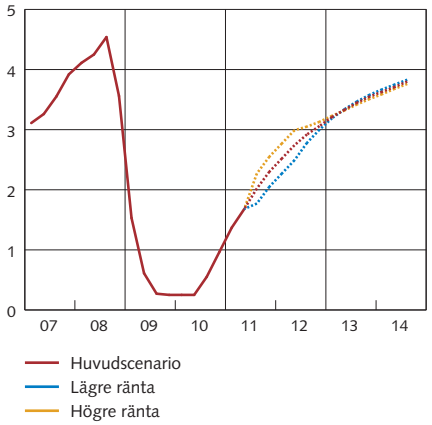
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:15. Reporänta
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

Diagram 2:16. Reporänteantaganden
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

I scenariot antas att Riksbanken endast använder reporäntan för att motverka effekterna av en ökad finansiell oro. I praktiken finns det också andra instrument att tillgå för att stödja ekonomin och den finansiella sektorn. Under den senaste finansiella krisen vidtogs en rad extraordinära åtgärder för att stödja bankerna. Om en liknande situation skulle uppstå igen kommer Riksbanken i den mån det är motiverat att utnyttja sådana åtgärder för att mildra effekterna på ekonomin och den finansiella sektorn.

■■ Penningpolitiken kan i viss utsträckning mildra effekterna av en fördjupad statsfinansiell kris

Under normala omständigheter brukar penningpolitiken relativt väl kunna beskrivas med en enkel handlingsregel där räntan beror på inflationsutvecklingen och resursutnyttjandet.[10] När det inträffar stora störningar, som exempelvis den senaste finansiella krisen, kan dock enkla handlingsregler ge en dålig beskrivning av hur penningpolitiken bör reagera.[11]

Detta illustreras relativt väl i föreliggande scenario. Den gula linjen i diagram 2:15 visar den bana för reporäntan som blir fallet när den penningpolitiska responsen följer en enkel handlingsregel. Inflationen faller då under 1 procent och arbetslösheten blir över 7 procent. Om penningpolitiken tilläts bli än mer expansiv skulle emellertid inflationen komma närmare målet samtidigt som arbetslösheten skulle bli lägre (se den blå linjen i diagram 2:11, 2:12, 2:14 och 2:15). Penningpolitiken enligt den enkla handlingsregeln förefaller med andra ord inte vara väl avvägd i detta räkneexempel.

Det bör dock understrykas att det är relativt enkelt att i modeller konstruera räkneexempel som illustrerar hur en väl avvägd penningpolitik nästan fullt ut kan motverka de negativa effekterna av exempelvis en fördjupad statsfinansiell kris. I praktiken är det förstås betydligt svårare eftersom verkligheten är mer komplicerad än den förenklade modellvärlden.

10 Se L. Christiano, M. Trabandt och K. Walentin, "Introducing financial frictions and unemployment into a small open economy model", Working Paper nr 214, Sveriges riksbank, 2007, för en beskrivning av den typ av handlingsregel som används i Riksbankens allmänna jämviktsmodell Ramses.

11 Till exempel reagerade Riksbanken under den finansiella krisen mer aktivt än vad en enkel handlingsregel gav vid handen.

Alternativa scenarier för reporäntan

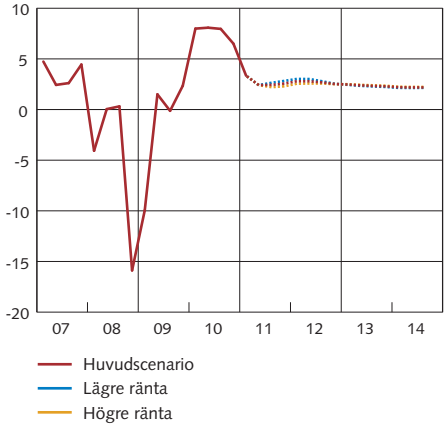
I detta avsnitt redovisas två alternativa scenarier för reporäntan och de effekter som dessa innebär för inflation och resursutnyttjande. I det första scenariot förs en mindre expansiv penningpolitik genom att reporäntan sätts 0,25 procentenheter högre än i huvudscenariot i fyra kvartal. Det andra scenariot beskriver effekterna av en mer expansiv penningpolitik där reporäntan sätts 0,25 procentenheter lägre än i huvudscenariot i fyra kvartal (se diagram 2:16).

■■ Högre reporänta dämpar efterfrågan

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

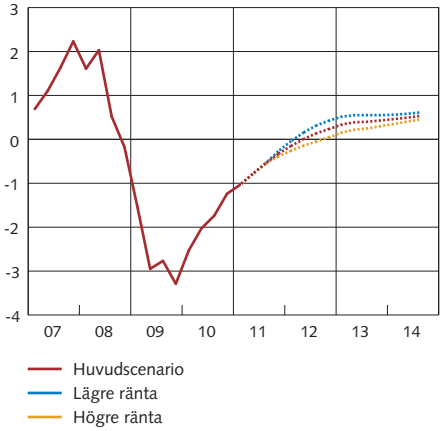
Högre räntor innebär också att avkastningen på svenska tillgångar relativt utländska tillgångar ökar, vilket leder till att växelkursen förstärks jämfört med i huvudscenariot. Detta bidrar till att den samlade efterfrågan faller. Sammantaget medför en högre ränta att både tillväxt och resursutnyttjande blir något lägre än i huvudscenariot (se de gula linjerna i diagram 2:17 till 2:20). En lägre efterfrågan leder även till att företagen slår av på prisökningstakten, med följden att inflationen sjunker i förhållande till huvudscenariot (se diagram 2:21 och 2:22). Se även tabell 12 för en redovisning av årsgenomsnitten för variablerna i scenariot.

Diagram 2:17. BNP
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



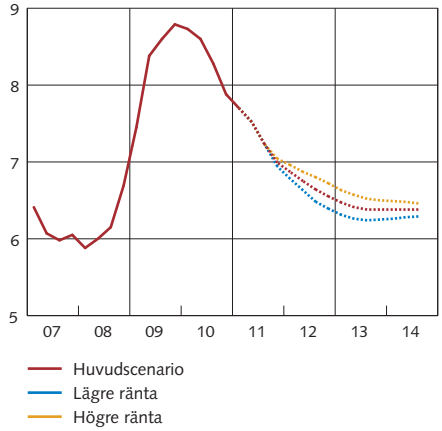
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:18. Timgap
Procent



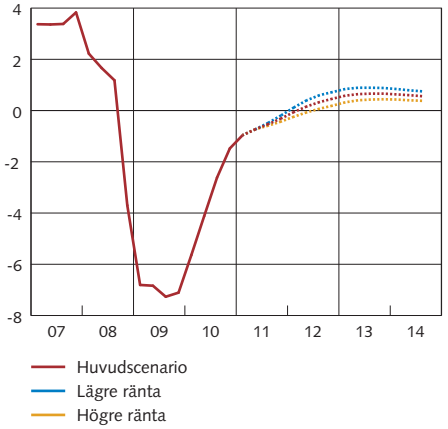
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:19. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften



Källor: SCB och Riksbanken

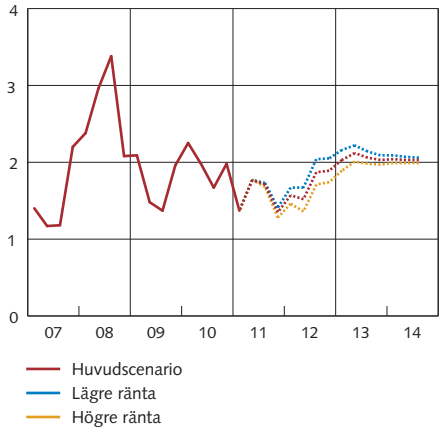
Diagram 2:20. BNP-gap
Procent



Anm. Avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknat med en produktionsfunktion.

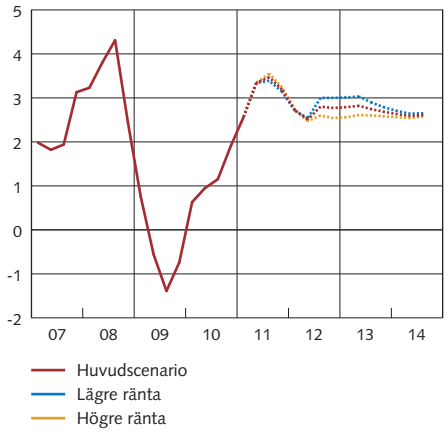
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:21. KPIF
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 2:22. KPI
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

■■ Lägre reporänta ökar efterfrågan

I det andra scenariot bedriver Riksbanken istället en mer expansiv penningpolitik. Effekterna på hushållens sparande och konsumtion blir därmed de omvända. Den lägre avkastningen på sparande leder till att hushållen ökar sin konsumtion, vilket leder till en högre efterfrågan. De lägre räntorna stimulerar även investeringarna. Effekterna på växelkursen blir också de omvända jämfört med scenariot med högre ränta. Följaktligen blir BNP-tillväxten och resursutnyttjandet högre än i huvudscenariot (se diagram 2:17 till 2:20 och tabell 13), samtidigt som också inflationen blir något högre (se diagram 2:21 och 2:22 och tabell 13).

■■ Väl avvägd penningpolitik i huvudscenariot

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

En högre räntebana medför att inflationen mätt med KPI under prognosperioden ligger närmare målet på 2 procent än i huvudscenariot. Men den medför också att inflationen mätt med KPIF blir förhållandevis låg. En lägre räntebana innebär det omvända: KPI-inflationen ligger längre från målet och KPIF-inflationen ligger närmare målet.

Den samlade bedömningen i huvudscenariot tyder på att resursutnyttjandet är något lägre än normalt första halvåret 2011. Under prognosperioden stiger resursutnyttjandet och blir normalt eller något över normalt. Med en lägre räntebana blir resursutnyttjandet ännu något högre under prognosperioden. Den högre räntebanan leder till ett något lägre resursutnyttjande enligt vissa mått men till en relativt hög arbetslöshet.

Riksbanken bedömer att huvudscenariots räntebana ger en lämplig avvägning mellan att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet.

KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin

I detta kapitel redogörs för den information som inkommit sedan den penningpolitiska uppföljningen i april och hur Riksbanken ser på den ekonomiska utvecklingen de närmaste kvartalen.

Den ekonomiska utvecklingen i tillväxtekonomierna börjar efter en period av kraftig återhämtning att visa tecken på en viss avmattning. Inflationen är hög till följd av både snabb tillväxt och stigande råvarupriser, och de penningpolitiska åtstramningarna fortsätter.

Det första kvartalet i år fortsatte svensk BNP att växa snabbt, men den svenska ekonomin går nu in i en mer normal fas med lägre tillväxt än under 2010. Den underliggande inflationen i Sverige är fortfarande förhållandevis låg och i linje med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen från april. KPI-inflationen är samtidigt hög och uppgick i maj till 3,3 procent. Den höga KPI-inflationen har satt avtryck i de kortsiktiga inflationsförväntningarna men på längre sikt är inflationsförväntningarna väl förankrade kring inflationsmålet.

I Europa är den ekonomiska utvecklingen tudelad. I vissa nordeuropeiska länder har de ekonomiska utsikterna förbättrats men utvecklingen i flera länder inom euroområdet präglas av akuta statsfinansiella problem. Återhämtningen i den amerikanska ekonomin går samtidigt långsammare än vad som antogs tidigare.

Tillväxten i omvärlden dämpas

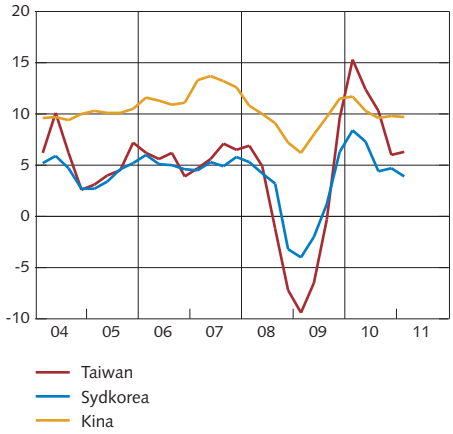
Tillväxtländerna växer starkt men saktar in

Efter en period av kraftig återhämtning i tillväxtländerna är det naturligt att det nu sker en viss dämpning av BNP-tillväxten (se diagram 3:1). Tecken på att så sker blir allt tydligare. Industriproduktionen i april föll eller var svagare än väntat i Sydkorea, Taiwan, Singapore och Kina. Också inköpschefsindex i Kina och Singapore pekar på att en avmattning är nära förestående (se diagram 3:2).

Den snabba återhämtningen i tillväxtekonomierna har lett till att deras resursutnyttjande normaliserats och på många håll börjar det dessutom vara ansträngt. Samtidigt har inflationen i dessa länder stigit och minskat hushållens köpkraft. Tillsammans med de policyåtgärder som vidtagits för att stävja inflationsuppgången får detta en dämpande effekt på tillväxten. På en del håll, däribland Brasilien, mattades tillväxten av redan under hösten förra året.

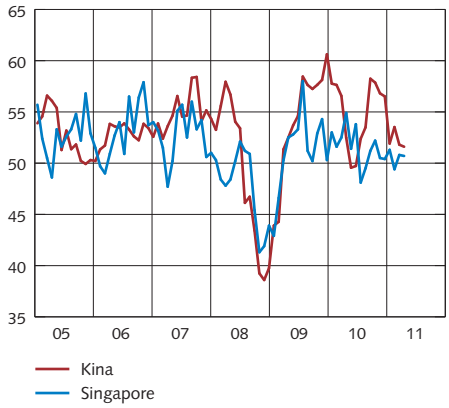
Världshandeln har i mångt och mycket styrts av utvecklingen i tillväxtekonomierna (se diagram 3:3). En konsekvens av att tillväxtekonomierna nu växlar ned i tillväxttakt är att också världshandeln bromsar in och växer i en mer normal takt.

Diagram 3:1. BNP i Taiwan, Sydkorea och Kina
Årlig procentuell förändring



Källor: Nationella källor

Diagram 3:2. Inköpschefsindex
Index, säsongsrensade data

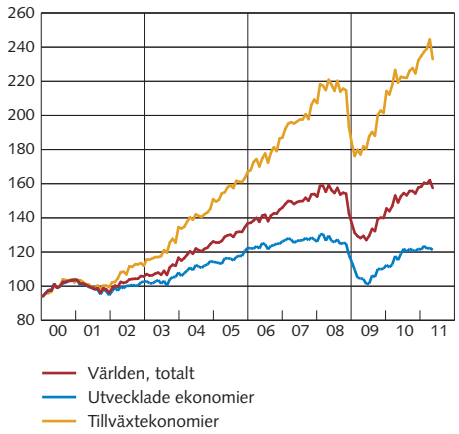


Källa: Markit Economics

Den amerikanska återhämtningen har bromsat in

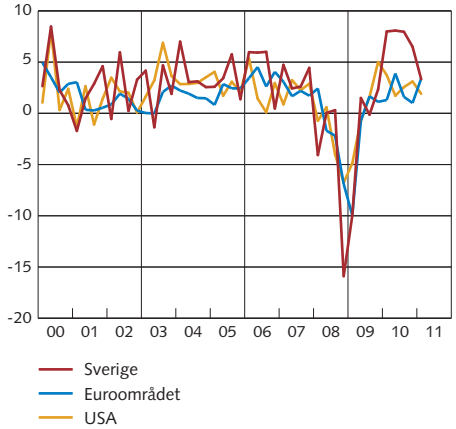
I enlighet med mönstret från tidigare finansiella kriser är återhämtningen långsam i de länder som stått i centrum för den finansiella krisen. I USA ökade BNP det första kvartalet med måttliga 1,9 procent jämfört med det fjärde kvartalet förra året, uppräknat till årstakt (se diagram 3:4). Utfallet är lägre än vad som väntades i den penningpolitiska uppföljningen i april. Den expansiva effekten av de sänkta

Diagram 3:3. Världsimportvolym
World trade monitor index, 2000 = 100, säsongsrensade data



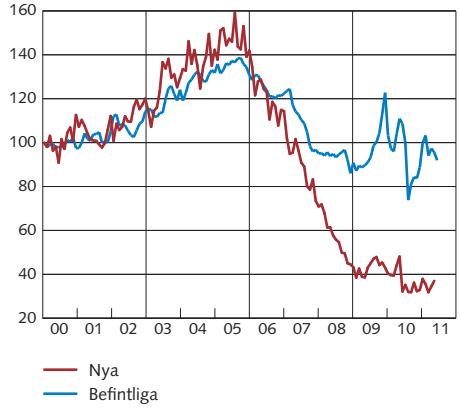
Källa: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Diagram 3:4. BNP i olika regioner och länder
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och SCB

Diagram 3:5. Försäljningen av befintliga och nya hem i USA
Index, 2000-01-31 = 100



Källor: U.S. Census Bureau och National Association of Realtors

arbetsgivaravgifterna som trädde i kraft vid årsskiftet motverkades av att hushållens kostnader för bensin ökade. Bensinpriset fortsatte att stiga snabbt en bit in i maj, men har sedan dess fallit tillbaka något. Dessutom sjönk de offentliga utgifterna eftersom den amerikanska kongressen ännu inte beslutat om hur en fortsatt offentlig upplåning ska ske. Inbromsningen förklaras också delvis av att ogynnsam väderlek dämpade byggandet.

Förtroendeindikatorernas utveckling talar för att den svaga utvecklingen fortsätter under det andra kvartalet. Inköpschefsindex för tjänstesektorn steg något i maj efter att ha fallit kraftigt i april. Däremot föll förtroendet i tillverkningsindustrin påtagligt i maj. Olika regionala delindex för tillverkningsindustrin tyder på ett fortsatt fall i juni. Nedgången i förtroendet kan åtminstone delvis kopplas till den minskning av bilproduktionen som hör samman med bristen på insatsvaror och komponenter som tillverkas i Japan. Utvecklingen i USA hämmas dessutom av att den amerikanska bostadsmarknaden fortsätter att utvecklas svagt (se diagram 3:5).

Den amerikanska sysselsättningen har visserligen ökat på senare tid, men arbetsmarknadsstatistiken visar att arbetslösheten steg något i maj. Trots att en viss uppgång i den strukturella arbetslösheten förefaller sannolik bedöms det fortfarande finnas gott om lediga resurser i ekonomin (se diagram 3:6).

■■ Tudelad utveckling i Europa

Trots stora finanspolitiska utmaningar blev BNP-tillväxten i euroområdet under första kvartalet relativt stark (se diagram 3:4). Utfallet var något högre än prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i april. Precis som i USA har väderleken spelat en viss roll för tillväxten i början av året. Utfallet var delvis en rekyl efter att kallt väder hämmat bygginvesteringarna under fjärde kvartalet förra året, men även hushållens konsumtion bidrog till BNP-tillväxten. Det är emellertid stora skillnader mellan länderna. Tyskland med grannländerna Nederländerna, Belgien och Frankrike växte snabbare än genomsnittet. Portugal, som är ett av de länder som genomför en större budgetåtstramning, uppvisade däremot ett fall i BNP (se diagram 3:7). Även i Italien, Spanien och Grekland var utvecklingen svag.

Euroområdets BNP börjar nu närma sig nivån före krisen. Arbetslösheten är dock fortsatt hög och det bedöms finnas gott om

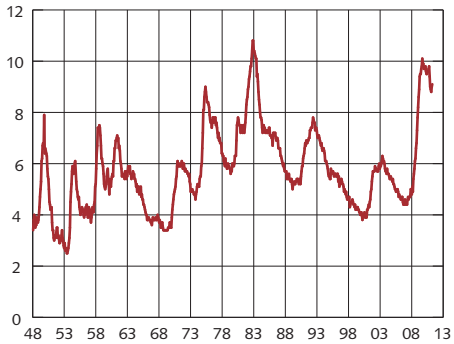
lediga resurser i ekonomin. Även här är det stora skillnader mellan länderna. Arbetslösheten i Tyskland har fallit medan den är mycket hög i exempelvis Spanien och stigande i Grekland.

Sedan den penningpolitiska uppföljningen i april har oron ökat för den långsiktiga betalningsförmågan i statsfinansiellt svaga länder. I synnerhet gäller oron de länder som i dagsläget är föremål för stödprogram från IMF och EU. Portugal har tagit emot ett stödpaket från IMF och EU motsvarande 78 miljarder euro under förutsättning att man genomför planerade reformer och besparingar. Inför besluten om en eventuell utbetalning av en ytterligare del av nödlånen till Grekland i juli har oron för hållbarheten i landets reformprogram och skuldutveckling återigen ökat. Detta har lett till att landets kreditbetyg har nedgraderats ytterligare av kreditinstituten.

I Storbritannien steg BNP med 1,9 procent i uppräknad årstakt det första kvartalet jämfört med fjärde kvartalet förra året. Uppgången under första kvartalet kan förklaras av en kraftig exportökning och av att lagrens bidrag till BNP ökade. Däremot föll både importen och den inhemska efterfrågan.

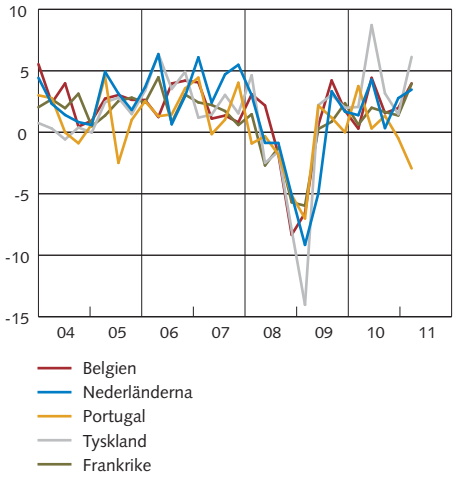
Arbetsmarknaden i Storbritannien har förbättrats något det senaste året och antalet sysselsatta har stigit, men är fortfarande betydligt färre än före den finansiella krisen.

Diagram 3:6. Arbetslöshet i USA
Procent av arbetskraften



Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics

Diagram 3:7. BNP i ett urval av länder inom euroområdet
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



Källa: Eurostat

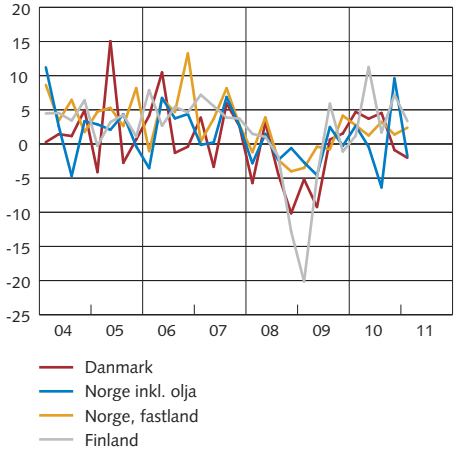
■■ Större effekter i Japan av jordbävningen än väntat

I Japan blev de kortsiktiga effekterna av jordbävningen större än tidigare beräknat och BNP föll under årets första kvartal. Inkommande data har också varit något svagare än väntat, men förtroendeindikatorer pekar på att en återhämtning inletts. Spridningseffekterna till andra länder ser ut att bli relativt begränsade och kortvariga.

■■ Tillväxten i de nordiska grannländerna dämpas

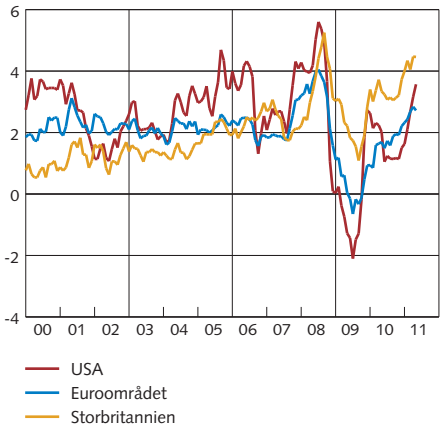
I Norge ökade BNP i fastlandsekonomin med 2,4 procent i uppräknad årstakt under årets första kvartal, vilket var något mindre än väntat (se diagram 3:8). Samtidigt föll totala BNP, som inkluderar olje- och gasproduktion, med 1,8 procent. Fallet i BNP beror på att olje- och gasproduktionen minskat och ska ses mot bakgrund av att dessa sektorer växte starkt under det fjärde kvartalet 2010.

Diagram 3:8. BNP i Danmark, Finland och Norge
Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongsrensade data



Källor: Nationella källor

Diagram 3:9. Konsumentpriser
Årlig procentuell förändring



Källor: Nationella källor

Danmarks BNP föll med 2 procent i uppräknad årstakt under årets första kvartal. Samtidigt har BNP-tillväxten för det fjärde kvartalet 2010 reviderats upp från -1,6 till -0,9 procent.

I Finland ökade BNP med 3,4 procent i uppräknad årstakt under första kvartalet. Detta var dock lägre än den mycket starka tillväxttakten som noterades i slutet av 2010. En anledning till nedväxlingen var att exporten föll samtidigt som importen ökade snabbt.

■■ Hög inflation men stabila inflationsförväntningar

Inflationen är hög i de utvecklade ekonomierna såväl som i tillväxtekonomierna. Även den underliggande inflationen har stigit i tilväxtländerna och vårens uppgångar i råvarupriserna har fått ett större genomslag på inflationen än väntat. I de utvecklade länderna är dock den underliggande inflationen lägre. Inflationen väntas därför sjunka inom kort när effekterna av råvaruprisuppgången klingar av.

I USA steg KPI-inflationen till 3,6 procent i maj (se diagram 3:9). Den underliggande inflationen, som exkluderar effekterna av energi- och livsmedelspriser, är fortfarande låg men har stigit de senaste månaderna och uppgick till 1,5 procent i maj. Trots den höga KPI-inflationen har inflationsförväntningarna, både enligt enkäter och enligt prissättningen på finansiella marknader, sjunkit den senaste månaden.

I euroområdet är inflationen fortsatt hög, till stor del beroende på effekter från vårens uppgång i råvarupriserna, men även som en följd av högre skatter och avgifter i vissa länder (se diagram 3:9). Inflationen avtog dock något i maj och sjönk till 2,7 procent från 2,8 procent i april. Ytterligare nedgångar kan väntas allteftersom effekterna av vårens högre råvarupriser och momsförändringar faller ur tolvmånaderstalen. De kortsiktiga inflationsförväntningarna hos hushåll och företag har stigit under början av 2011 men de långsiktiga inflationsförväntningarna är relativt stabila enligt ECB:s Survey of Professional Forecasters.

I Storbritannien uppgick inflationen till 4,5 procent i maj (se diagram 3:9). Den höga inflationen beror i huvudsak på höjd moms, högre energipriser och högre importpriser till följd av det svaga pundet. I Storbritannien har även inflationsförväntningarna på kort sikt stigit. Bilden av inflationsförväntningarna på längre sikt är däremot splittrad. Mått på hushållens inflationsförväntningar har stigit till nivåer över det historiska genomsnittet. Däremot har förväntningarna enligt professionella prognosmakare varit stabila kring 2 procent under en längre tid. Prissättningen på de finansiella marknaderna indikerar dessutom att inflationsförväntningarna på längre sikt har fallit tillbaka något det senaste året.

■■ Vissa centralbanker har börjat strama åt penningpolitiken

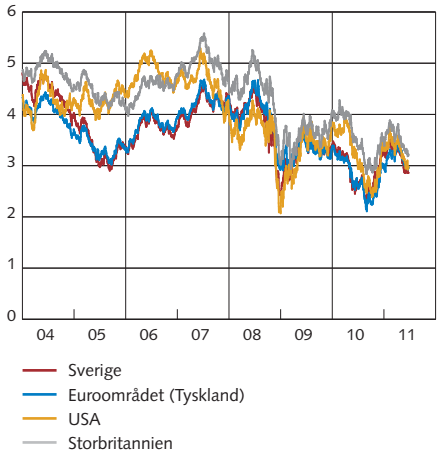
Penningpolitiken fortsätter att stramas åt i tillväxtländerna och denna åtstramning bedöms fortsätta den närmaste tiden.

Den europeiska centralbanken höjde styrräntan till 1,25 procent i början av april med hänvisning till de högre inflationsutfallen. Förväntningarna enligt enkäter och enligt marknadsprissättningen tyder på mellan en till två ytterligare höjningar under året.

Den amerikanska centralbanken har däremot hållit styrräntan inom intervallet 0-0,25 procent sedan december 2008. Som ett första steg i avvecklingen av de extraordinära åtgärderna planerar Federal Reserve att upphöra med att köpa statsobligationer i slutet av juni. Enligt prissättningen på de finansiella marknaderna väntas en första höjning av styrräntan ske under det tredje kvartalet 2012.

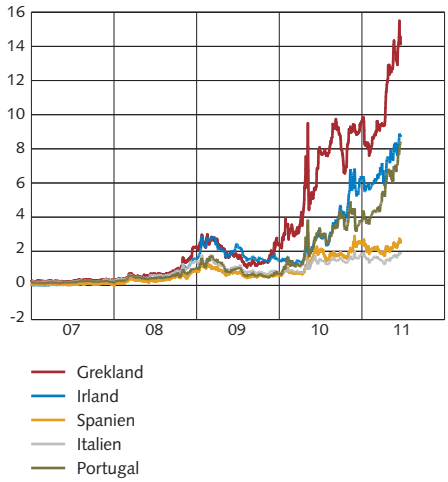
Enligt marknadsprissättningen väntas Bank of England höja styrräntan någon gång under andra kvartalet 2012.

Diagram 3:10. Statsobligationsräntor, 10 års löptid
Procent



Källa: Reuters EcoWin

Diagram 3:11. Ränteskillnad mellan länder med statsfinansiella problem och Tyskland, 10 års löptid
Procentenheter



Källa: Reuters EcoWin

Ökad oro på finansiella marknader

Splittrad bild för statsobligationsräntorna

Under andra kvartalet har räntorna på långa statsobligationer i Sverige, Storbritannien, USA och Tyskland sjunkit (se diagram 3:10). Framförallt i USA och Storbritannien har nedgången skett mot bakgrund av att den ekonomiska utvecklingen där blivit sämre än vad marknadsaktörerna väntat. Statsskuldsproblemen har präglat utvecklingen för obligationsräntorna inom euroområdet och bilden är därför splittrad. För länder som berörs av statskuldsproblemen har räntor stigit. Däremot har obligationsräntorna sjunkit i euroområdets kärnländer. En faktor som bidragit till detta har varit en ökad efterfrågan på tillgångar som uppfattas som relativt säkra. Även svenska statsobligationer är exempel på sådana tillgångar där de starka svenska statsfinanserna bidrar till en hög efterfrågan. Sedan den penningpolitiska uppföljningen i april har Riksgäldskontoret dessutom reviderat ned prognosen för det svenska lånebehovet. Att räntan på svenska statsobligationer fallit jämförelsevis mycket är därför sannolikt inte en effekt av att man väntar sig en sämre ekonomisk utveckling i Sverige, utan snarare en följd av att statsfinanserna är fortsatt starka.

Stigande räntor i länder med statsfinansiella problem

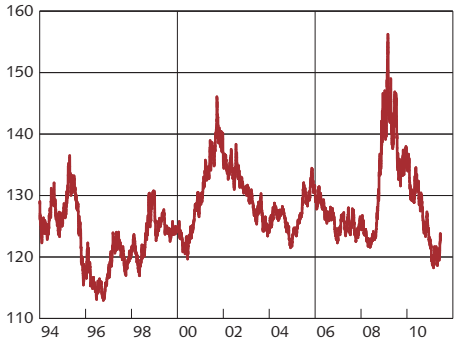
Sedan det penningpolitiska mötet i april har marknadens förväntningar om att Grekland ska omförhandla sin statsskuld ökat. Detta har märkts genom att grekiska statsräntor och CDS-premier har stigit till mycket höga nivåer (se diagram 3:11). Detta kan tolkas som att marknaden prissätter en hög sannolikhet för någon form av nedskrivning av den grekiska statskulden. Också räntorna på irländska och portugisiska statsobligationer har stigit. Både Irland och Portugal har finansiellt stöd från EU och IMF och prissättningen på de finansiella marknaderna tyder på att det även i dessa länder råder en osäkerhet kring ländernas förmåga att genomföra de budgetåtstramningar som förutsätts. Dock ligger dessa räntor på betydligt lägre nivåer än räntorna på motsvarande grekiska statsobligationer (se diskussionen i fördjupningen "Hållbar utveckling av statskuld" i denna rapport för en genomgång av olika länders skuldutveckling).

Ränteskillnaden mellan spanska och tyska statsobligationer samt CDS-premier visar att marknadens förtroende för Spanien är påtagligt högre än för Irland och Portugal, även om en viss ökning av ränteskillnaden skett den senaste tiden. Den ökade oron kring skuldproblemen har även resulterat i breda nedgångar på den europeiska aktiemarknaden och en svagare utveckling av euron.

Kronan har påverkats av den finansiella oron

I samband med den finansiella krisen försvagades den svenska kronan kraftigt. Under de senaste två åren har dock kronan förstärkts och i termer av TCW-index är kronan på samma nivå som före den finansiella krisen (se diagram 3:12). Sedan den penningpolitiska uppföljningen i april har dock kronan försvagats något. Eftersom kronan är en liten valuta har den historiskt sett tenderat att försvagas under perioder av finansiell oro. Den starka svenska ekonomiska utvecklingen och högre styrränta jämfört med våra konkurrentländer, i kombination med de starka statsfinanserna, har sannolikt bidragit till att kronan trots finansiell oro ligger på historiskt sett starka nivåer.

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



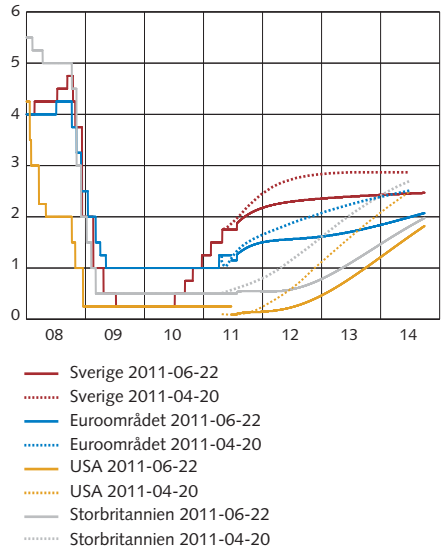
Källa: Riksbanken

De penningpolitiska förväntningarna i Sverige har sjunkit enligt marknadsprissättningen

I likhet med statsobligationsräntorna har de implicita terminsräntorna i Sverige och omvärlden sjunkit sedan i april (se diagram 3:13). Terminsräntorna kan tolkas som ett mått på förväntningarna om utvecklingen av den framtida styrräntan men påverkas också av löptidspremier, vilket komplicerar tolkningen av rörelser i terminsräntorna.

De svenska implicita terminsräntorna har dock sjunkit mindre än terminsräntorna i de övriga länderna (se diagram 3:13). Denna utveckling indikerar att Riksbanken även i fortsättningen väntas höja styrräntan i snabbare takt än de andra centralbankerna. I Sverige ligger marknadsprissättningen i linje med Riksbankens prognos för reporäntan under större delen av 2011. Enligt terminsprissättningen uppgår reporäntan till 2,2 procent i slutet av året. I slutet av 2012 är den förväntade nivån på reporäntan 2,4 procent (se diagram 3:14). Detta är lägre än Riksbankens prognos. De penningpolitiska förväntningarna uppmätta i Prosperas enkät är dock högre än terminsprissättningen nästa år och framöver, och är därmed mer i linje med Riksbankens prognos för reporäntan (se diagram 3:14).

Diagram 3:13. Styrränteförväntningar mätt med marknadspriser
Procent



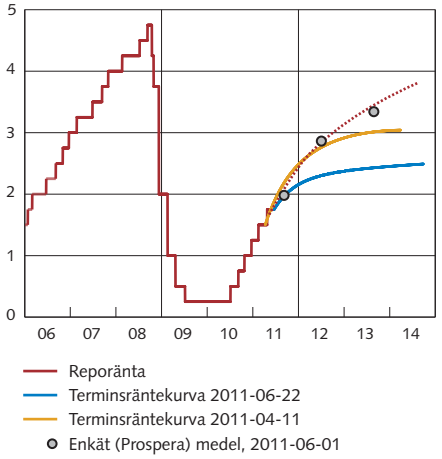
Anm. De implicita terminsräntorna är rensade för kreditrisk- och löptidspremier.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Skillnaden mellan de rörliga bostadsräntorna och reporäntan är stor

Sedan slutet av 2010 har den rörliga bostadsräntan som hushållen lånar till stigit mer än vad som kan förklaras av en stigande reporänta. En av anledningarna är att finansieringskostnaden för banker och bostadsinstitut har ökat under denna period. Anpassningar till nya regelverk har bland annat inneburit att de finansiella aktörerna behöver finansiera sig på längre löptider, något som normalt är lite dyrare. Den finansiella krisen har också inneburit att bankerna förändrat sitt beteende och strävar efter att hålla mer likviditet än tidigare. Sammantaget har detta drivit upp kostnaden för kort likviditet på den svenska penningmarknaden. Ett tecken på detta är att skillnaden

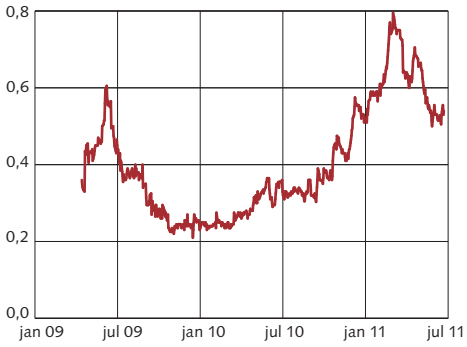
Diagram 3:14. Reporänteförväntningar mätt med marknadspriser och enkät i Sverige
Procent



Anm. Terminsräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta.

Källor: Reuters EcoWin, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

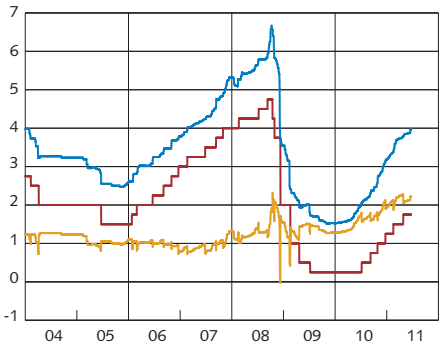
Diagram 3:15. Skillnaden mellan förväntad STIBOR och förväntad reporänta
Procentenheter



Anm. Skillnaden mellan ett tremånaders terminskontrakt (FRA) med start inom tre månader på en interbankränta (STIBOR) och ett motsvarande terminskontrakt på reporäntan (RIBA).

Källa: Reuters EcoWin

Diagram 3:16. Rörlig listad bostadsränta, reporäntan samt skillnaden mellan rörlig listad bostadsränta och reporäntan
Procent respektive procentenheter

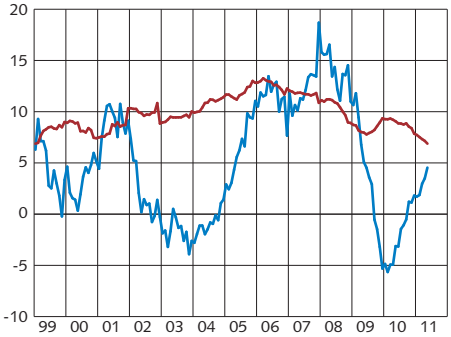


Reporänta
Bostadslån, genomsnitt av listade räntor
Bospread

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

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 3:17. Utlåning till hushåll och företag
Årlig procentuell förändring



Hushåll
Företag

Källa: SCB

mellan ett terminskontrakt på en interbankränta och motsvarande på reporäntan steg under förra året (se diagram 3:15). Eftersom båda dessa räntor bör innehålla samma förväntningar på reporäntan kommer skillnaden dem emellan att huvudsakligen spegla kostnaden för kort likviditet på interbankmarknaden. Dessa kostnader har sedan förts över till bankernas och bolåneinstitutens kunder i form av högre bostadslåneräntor.

Sedan det penningpolitiska mötet i april har dock läget på interbankmarknaden stabiliserats. Skillnaden mellan interbankräntorna, både på den allra kortaste och på lite längre löptider, och reporäntan har fortsatt att minska (se diagram 3:15). Samtidigt har också skillnaden mellan hushållens rörliga bostadsränta och reporäntan minskat något men inte i motsvarande grad. Skillnaden är därmed kvar på en historiskt sett hög nivå (se diagram 3:16).

■■ Utlåningen till svenska hushåll fortsätter att mattas av

Utlåningen till företagen har ökat och utlåningstakten uppgick till 4,5 procent i maj (se diagram 3:17). Även utlåningen till hushållen, som till största delen utgörs av bostadslån, fortsatte att öka och växte med 6,9 procent i maj jämfört med samma period förra året. Utlåningstakten till hushållen har dock under senare tid mattats av något. Motsvarande siffra för ett år sedan var drygt 9 procent. Stigande bostadslåneräntor bör ha bidragit till det. Den dämpade utlåningen kan även ha att göra med att bolånetaket successivt fått effekt. Till bilden hör dessutom att den senaste tidens snabba ökning av huspriserna ser ut att ha stannat av. Huspriser kan mätas på olika sätt men sammantaget tyder statistiken på att priserna i stort sett legat still under våren.

Tillväxten i Sverige normaliseras

■■ Sverige växer i mer normal takt

Ökningstakten i den svenska ekonomin dämpades något första kvartalet 2011 men är alltjämt hög, både i ett internationellt och i ett historiskt perspektiv. Nationalräkenskaperna visade dock att de tidigare kvartalens mycket starka tillväxttakter är förbi och att ekonomin nu kommer in i en mer normal tillväxtfas. BNP växte med 3,3 procent första kvartalet 2011 jämfört med fjärde kvartalet förra året i uppräknad årstakt (se diagram 3:4). Sammantaget innebär den senaste tidens starka återhämtning i den svenska ekonomin att den totala produktionsnivån nu har passerat nivån före krisen (se diagram 3:18).

Månadsinformation tyder på en fortsatt god tillväxt i den svenska ekonomin. Barometerindikatorn indikerar fortfarande att läget i den svenska ekonomin är "mycket starkare än normalt" (se diagram 3:19). Även inköpschefsindex ligger över sitt historiska genomsnitt och pekar alltjämt på att läget inom industrin är starkt.

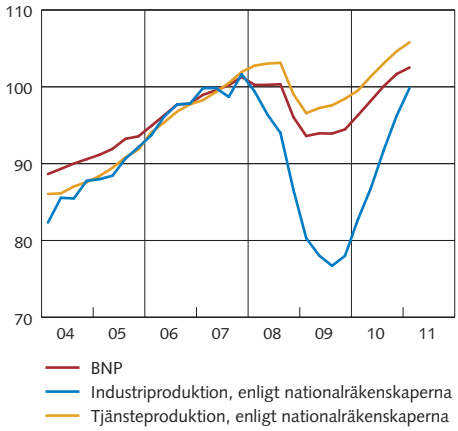
Sammantaget talar månadsutfall och indikatorer för en fortsatt god tillväxt de närmaste kvartalen. Den svenska ekonomin väntas dock växa i en mer normal takt framöver. Detta eftersom större delen av återhämtningen från de nedtryckta produktionsnivåerna efter krisen bedöms vara avslutad.

■■ Tillfälligt lägre konsumtionstillväxt i början av året

Ökningstakten i hushållens konsumtion dämpades det första kvartalet i år. Det var framförallt konsumtionen av energi som bidrog till det svaga utfallet. Även omsättningen i detaljhandeln minskade och konsumtionen av detaljhandelsvaror utvecklades svagt. Hushållens inköp av bilar fortsatte däremot att öka.

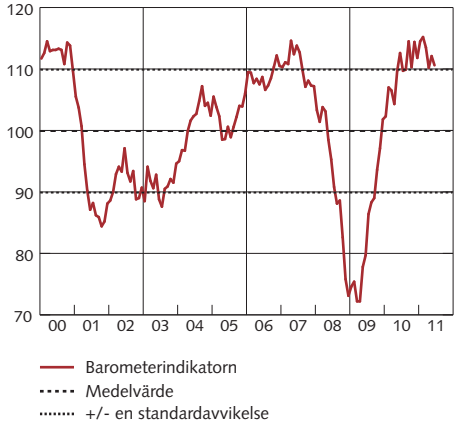
Den svaga börsutvecklingen i början av året innebar att hushållens aktieinnehav minskade med nästan 5 miljarder kronor under årets första kvartal. I takt med de stigande bostadslåneräntorna har också hushållens ränteutgifter som andel av den disponibla inkomsten stigit. Omsättningen inom detaljhandeln ökade kraftigt i april men utvecklades svagt i maj (se diagram 3:20). Trots detta väntas konsumtionen fortsätta att stiga de kommande kvartalen mot bakgrund av ett fortsatt stark konsumentförtroende.

Diagram 3:18. BNP och produktion
Index, 2007 = 100, säsongsrensade data



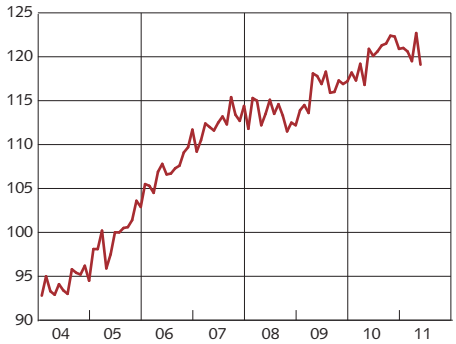
Källa: SCB

Diagram 3:19. Barometerindikatorn
Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



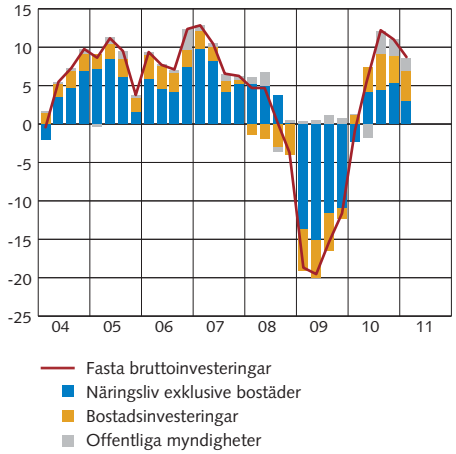
Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 3:20. Detaljhandelns omsättning
Volym, index 2005 = 100, säsongsrensade data



Källa: SCB

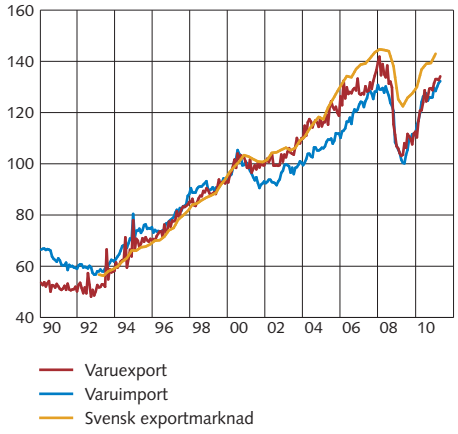
Diagram 3:21. Fasta bruttoinvesteringar
Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Anm. Staplarna avser respektive bidrag till de totala bruttoinvesteringarna.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 3:22. Svensk utrikeshandel
Index, 2000 = 100, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Svenska företag har goda förutsättningar för att öka investeringarna

Under första kvartalet 2011 ökade investeringarna för fjärde kvartalet i rad (se diagram 3:21). Det är framförallt bostadsinvesteringarna som bidragit till uppgången men även den offentliga sektorns investeringar har bidragit under de senaste kvartalen. Detta beror främst på stora investeringar inom infrastruktur och en ökning av bygg och anläggningsinvesteringar, såsom exempelvis Karolinska sjukhuset och citybanan i Stockholm samt Malmö allmänna sjukhus. Det är en bred uppgång i tjänstebranscherna som bidragit till att näringslivets investeringar ökat. Däremot har utvecklingen varit mer dämpad inom industrin.

Förutsättningarna för stigande investeringar är sammantaget goda. Produktionsbortfallet inom industrin under krisen skapade mycket ledig kapacitet. Kapacitetsutnyttjandet är nu tillbaka på normala nivåer och investeringarna väntas därmed ta fart. Då investeringsnivån i utgångsläget är låg talar mycket för en stark utveckling av investeringarna framöver. Både SCB:s investeringsenkät och Riksbankens egna företagsintervjuer stödjer bilden av att investeringarna kommer att öka inom industrin de kommande kvartalen. Till bilden hör även att utlåningen till företagen nu åter ökar efter att ha fallit i samband med krisen (se diagram 3:17).

Lageruppbyggnaden fortsatte under första kvartalet 2011, vilket bidrog med 2,5 procentenheter till den årliga tillväxttakten i BNP. Lageruppbyggnaden skedde både inom industrin och inom handeln. Under de närmaste kvartalen väntas lageruppbyggnaden avta och därmed bidra allt mindre till BNP-tillväxten.

Fortsatt stark svensk utrikeshandel

Första kvartalet 2011 fortsatte exporten att växa snabbt. Liksom de senaste kvartalen var det varuexporten som bidrog mest till uppgången. Det är i första hand exporten av motorfordon och teleprodukter som ökat de senaste kvartalen medan exporten av tjänster utvecklats svagare.

Den svenska exportmarknaden har återhämtat sig sedan krisen (se diagram 3:22). Även om det sker en viss nedväxling av världshandeln de kommande kvartalen är tillväxten alltjämt hög. Också indikatorer som exportorderingång och månadsstatistik över varuexport talar för att exporten kommer att fortsätta att öka snabbt de närmaste kvartalen.

Importen utvecklades också starkt första kvartalet 2011. Liksom för exporten var det importen av varor som främst bidrog till uppgången. Till skillnad från exporten växer dock tjänsteimporten mer i linje med varuimporten. Tjänsteimporten innehåller svenskars utlandsresande, vilket har gynnats av den starka kronan. Månadsstatistik över importen tyder på en fortsatt uppgång den närmsta tiden. Den totala importen väntas öka i takt med att såväl export som inhemsk efterfrågan ökar.

Starka offentliga finanser

Det finansiella sparandet i offentlig sektor blev återigen positivt efter det ovanligt svaga fjärde kvartalet 2010. Enligt nationalräkenskaperna för första kvartalet i år uppgick det finansiella sparandet till drygt 1 procent av BNP. Jämfört med ett år tidigare innebär detta en förbättring med knappt en procentenhet. Månadsutfall till och med april i år för statsbudgeten och statens lånebehov tyder på ett fortsatt starkt finansiellt sparande, främst genom ökade skatteinkomster. För helåret 2011 väntas det offentliga finansiella sparandet uppgå till 0,9 procent av BNP.

Något svagare arbetsmarknad

Återhämtningen på arbetsmarknaden har gått snabbt. Cirka 140 000 jobb försvann till följd av krisen, men under det första kvartalet 2011 var antalet sysselsatta något fler än före krisen. Inom industrin har återhämtningen varit trög men statistiken för första kvartalet visar att en påtaglig återhämtning skett även där (se diagram A12 i fördjupningen "Låg arbetslöshet – en utmaning" i denna rapport). Samtidigt har arbetskraften fortsatt att öka (se diagram 3:23). Arbetslösheten har fortsatt att minska men är till följd av att arbetskraften samtidigt ökat inte tillbaka till nivån före finanskrisen.

Under första kvartalet 2011 har antalet sysselsatta ökat i linje med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen från april. Även antalet personer i arbetskraften samt arbetslösheten har i stora drag utvecklats som väntat.

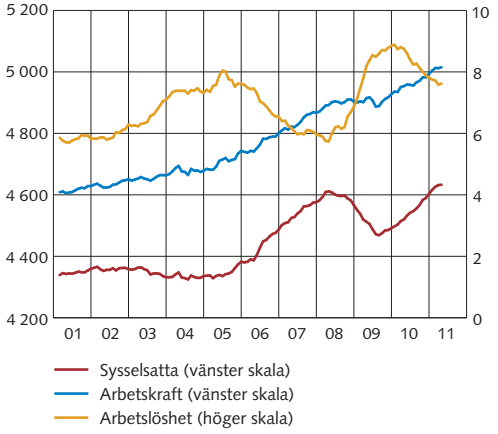
Utfall för april och maj tyder dock på att arbetsmarknaden utvecklas något svagare jämfört med prognoserna i den penningpolitiska uppföljningen under det andra kvartalet i år. Indikatorer, såsom antalet nyanmälda lediga platser redovisade av Arbetsförmedlingen, visar dock att efterfrågan på arbetskraft fortsätter att stiga. Även om anställningsplanerna sjönk något enligt den senaste företagsbarometern från Konjunkturinstitutet är nivåerna fortfarande höga och företagen planerar att fortsätta utöka personalstyrkan.

Tillfälliga effekter bakom skillnader i lönestatistiken

Det finns huvudsakligen två källor för lönestatistiken: nationalräkenskaperna och konjunkturlönestatistiken. I genomsnitt är skillnaden mellan dessa båda mått små (se diagram 3:24). Enligt nationalräkenskaperna utvecklades timlönerna i hela ekonomin under första kvartalet i år klart starkare än motsvarande mått enligt konjunkturlönestatistiken, även då man tar hänsyn till att konjunkturlönestatistiken normalt revideras upp (se diagram 3:24).

Mycket talar dock för att den nuvarande stora skillnaden mellan de två källorna är tillfällig. Huvudsakligen beror detta på att nationalräkenskapernas mått på löneökningar var ovanligt nedtryckta

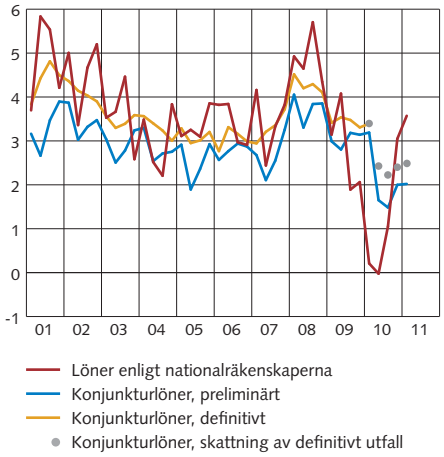
Diagram 3:23. Sysselsatta, arbetskraft och arbetslöshet
1000-tals personer respektive procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongsrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

Källa: SCB

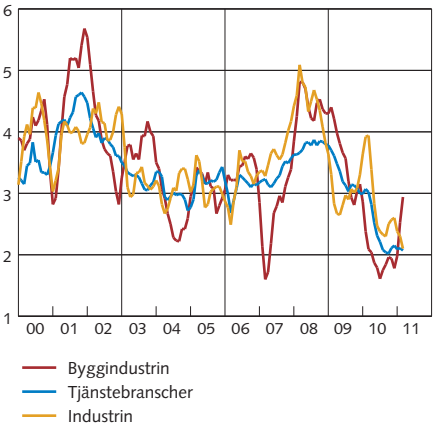
Diagram 3:24. Löner enligt nationalräkenskaperna och enligt konjunkturlönestatistiken
Årlig procentuell förändring



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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

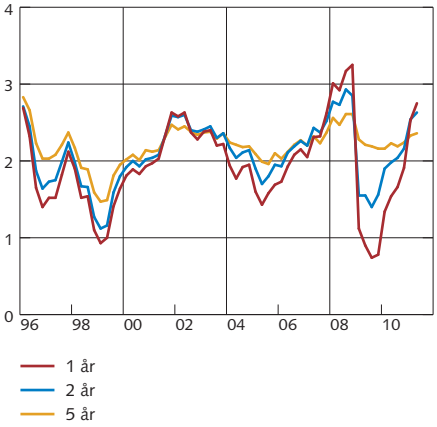
Diagram 3:25. Löner i näringslivet
Årlig procentuell förändring



Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Avser löner enligt konjunkturlönestatistiken. Preliminära utfall de senaste 12 månaderna som vanligtvis revideras upp.

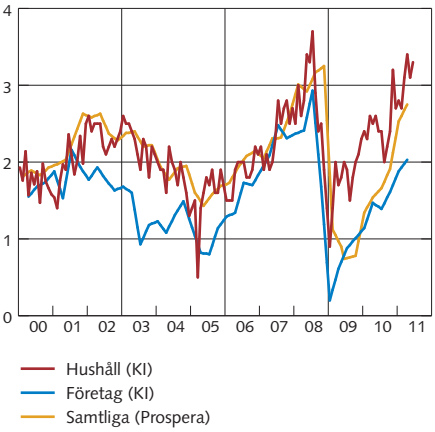
Källa: Medlingsinstitutet

Diagram 3:26. Inflationsförväntningar på 1, 2 och 5 års sikt, samtliga aktörer
Procent



Källa: TNS SIFO Prospera

Diagram 3:27. Inflationsförväntningar på ett års sikt
Procent



Anm. Hushåll är på månadsfrekvens, övriga kvartalsfrekvens.

Källor: Konjunkturinstitutet och TNS SIFO Prospera

ifjol, sannolikt beroende av faktorer såsom indragna eller minskade bonusar och andra skattepliktiga förmåner samt förekomst av obetalt övertid.[12] Dessa faktorer ingår inte i konjunkturlönestatistiken. Mycket talar för att uppgången i lönestatistiken från nationalräkenskaperna är en rekyl från tillfälligt nedpressade nivåer. Konjunkturlönestatistiken bedöms därför just nu ge en bättre bild av den underliggande löneutvecklingen.

Enligt konjunkturlönestatistiken bedöms lönerna i hela ekonomin, inklusive retroaktiva löneutbetalningar, öka med 2,5 procent under första kvartalet i år (se diagram 3:24). Ser man till olika sektorer har lönerna inom byggsektorn ökat mer än inom industrin och tjänstesektorn (se diagram 3:25). Både Konjunkturinstitutets företagsbarometer och Riksbankens företagsintervjuer visar också på en ökad arbetskraftsbrist inom denna sektor.

■■ Arbetskostnaderna per producerad enhet faller mindre än väntat

Enligt nationalräkenskaperna ökade produktiviteten det första kvartalet mer än arbetskostnaderna och medförde att arbetskostnaderna per producerad enhet sjönk med ungefär 0,5 procent i årlig procentuell förändring. I den penningpolitiska uppföljningen i april bedömdes dock att dessa kostnader skulle falla mer under första kvartalet i år. Att så inte skett beror till största delen på rekylen i nationalräkenskapernas mått på arbetskostnaden. Tillväxten i arbetskostnaderna per producerad enhet bedöms nu bli högre under resterande kvartal i år jämfört med föregående bedömning.

■■ Stigande inflationsförväntningar på kort sikt

Inflationsförväntningarna har stigit den senaste tiden men är väl förankrade nära inflationsmålet på längre sikt. Prosperas kvartalsvisa enkät för samtliga aktörer som publicerades i juni visar att inflationsförväntningarna steg från 2,5 procent i mars till 2,7 procent på ett års sikt och från 2,5 till 2,6 procent på två års sikt (se diagram 3:26). Däremot var utfallet för de femåriga inflationsförväntningarna endast marginellt högre. Att inflationsförväntningar på ett och två års sikt gått upp hänger av allt att döma samman med att KPI-inflationen stigit, se diskussionen i fördjupningen "Den senaste tidens utveckling av inflationsförväntningarna" i denna rapport.

Bilden av att de kortsiktiga inflationsförväntningarna ökar är någorlunda entydig. Det understryks i Konjunkturinstitutets mätning av hushållens ettåriga inflationsförväntningar, som steg från 3,1 procent i maj till 3,3 procent i juni (se diagram 3:27).

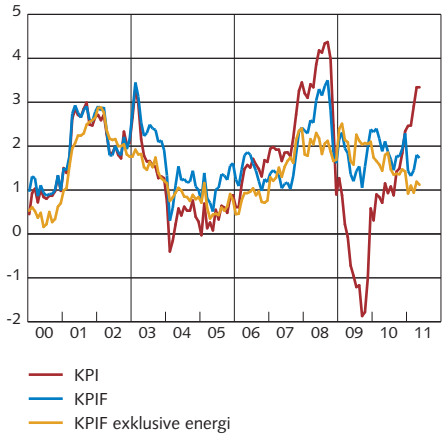
12 Konjunkturlönestatistiken är en urvalsundersökning för näringslivet och en totalundersökning för den offentliga sektorn. Nationalräkenskapernas timlöner bygger på statistik över lönesummor och arbetade timmar. Detta mått inkluderar även förändringar i arbetsgivaravgifter. I konjunkturlönestatistiken periodiseras retroaktiva löneutbetalningar till den månad som det retroaktiva beloppet avser. Någon sådan periodi-sering förekommer inte i nationalräkenskapernas mått på timlöner. Timlöner enligt nationalräkenskaperna är dessutom ett bredare mått där till exempel bonusar och andra tillfälliga ersättningar ingår, se vidare kapitel 3 i "Avtalsrörelsen och lönebildningen 2010" Medlingsinstitutets årsrapport 2010.

■■ Oförändrad bild av den svenska inflationen

KPI-inflationen uppgick till 3,3 procent i maj (se diagram 3:28). Det finns nu en påtaglig skillnad mellan olika inflationsmått vilket huvudsakligen beror på att KPI-inflationen påverkas av stigande bostadsräntor. Höjningarna av reporäntan, högre finansieringskostnader och ökade marginaler, har inneburit att bostadslåneräntorna stigit. Eftersom bostadslåneräntorna påverkar KPI med en betydande eftersläpning innebär detta att KPI-inflationen ökar ytterligare framöver.[13] Den årliga ökningstakten i KPIF, dvs KPI som beräknas med en oförändrad bostadsränta, var betydligt lägre och uppgick till 1,7 procent i maj. Detta var helt i linje med prognosen i den senaste penningpolitiska uppföljningen.

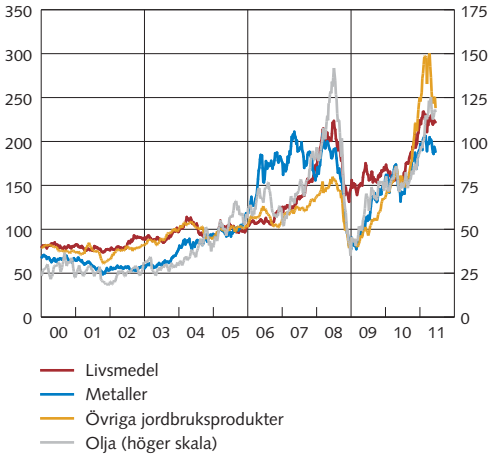
De uppdrivna råvarupriserna har fallit tillbaka den senaste tiden (se diagram 3:29). Livsmedelspriserna men också priserna på övriga jordbruksprodukter har fallit. Även energipriserna har fallit tillbaka men de är alltjämt högre än vad de var för ett år sedan. Detta betyder att tolvmånaderstalen för energipriserna fortfarande stiger. Rensat för dessa uppgick KPIF-inflationen till måttliga 1,1 procent i maj. Den underliggande inflationen är därmed förhållandevis låg. Även kronan är starkare än vad den var för ett år sedan. Detta håller tillbaka den importerade inflationen vilket är en ytterligare en faktor som bidrar till en låg underliggande inflation.

Diagram 3:28. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Diagram 3:29. Råvarupriser
Index, 2005 = 100, USD och USD per fat

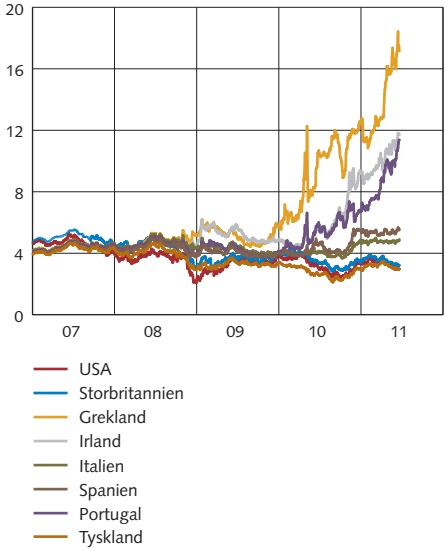


Källor: The Economist och IntercontinentalExchange

13 Se diskussionen i J. Johansson, S. Palmqvist och C. Selander "KPI ökar snabbare än KPIF de närmaste åren" *Ekonomiska kommentarer nr 5, 2011*, Sveriges riksbank.

Hållbar utveckling av statsskuld?

Diagram A1. Räntor på statsobligationer med 10 års återstående löptid
Procent



Källa: Reuters EcoWin

Det statsfinansiella läget i ett antal länder är mycket bekymmersamt. Stora budgetunderskott under flera år, en utveckling som accentuerades under den finansiella krisen, har lett till att stora och växande skulder byggts upp. Skuldutvecklingen i flera länder har bedömts vara så problematisk att det blivit omöjligt för dem att låna på marknaden och akuta stödåtgärder från EU och IMF har därmed blivit nödvändiga. Dessa stödinsatser, liksom skuldavskrivningar och andra åtgärder som är avsedda att hantera de akuta problemen, kan dock inte åstadkomma en långsiktigt hållbar skuldutveckling. För det krävs strukturella och institutionella reformer som förbättrar den långsiktiga tillväxten och den finanspolitiska disciplinen.

Redan i slutet av 2009 började marknadsaktörer oroa sig för flera hårt skuldtyngda europeiska länders möjlighet att kunna betala tillbaka sina skulder. Det avspeglas i räntorna på dessa länders statsobligationer (se diagram A1). Irland, Grekland och Portugal beviljades ekonomiskt stöd från EU och IMF under 2010 och 2011, i ett försök att stabilisera utvecklingen.[14]

Svårigheterna att genomföra de åtstramningar som utgjort villkor för stödprogrammen har under våren blivit allt tydligare. Omfattande protester och regeringskriser har förekommit på flera håll, däribland i Grekland. Landets oförmåga att uppfylla villkoren för stödprogrammet har gjort att nya utbetalningar ifrågasatts och risken för att Grekland inom kort ska ställa in betalningarna har ökat.

I dagsläget speglar marknadsprissättningen på några av euroländernas statsobligationer relativt höga sannolikheter för att dessa länder kommer att behöva omförhandla sina skulder. Det som främst påverkar ett lands förmåga att fullgöra sina skuldåtaganden är möjligheten att betala räntorna på den offentliga skulden.

Räntor, tillväxt och primärsaldon avgör hur skulden utvecklas

Utvecklingen av ett lands skuld kan skrivas som

$$D_t = (1+r_t)D_{t-1} - P_t \qquad (1)$$

där D_t är skulden,[15] r_t räntan och P_t primärsaldot (det vill säga skillnaden mellan inkomsterna och alla utgifter utom räntebetalningar). Skulden växer med andra ord så länge landets ränteutgifter är högre än primärsaldot. Delar man ekvation (1) med BNP och drar ifrån den ingående skuldkvoten d_{t-1} kan skuldkvotens förändring från ett år till nästa uttryckas som

$$\Delta d_t = \lambda_t d_{t-1} - p_t \qquad (2)$$

där $\lambda_t = (r_t - g_t)/(1+g_t)$ kan kallas för ränte-tillväxt-differensen.[16] Av detta framgår att om den genomsnittliga ränta ett land behöver

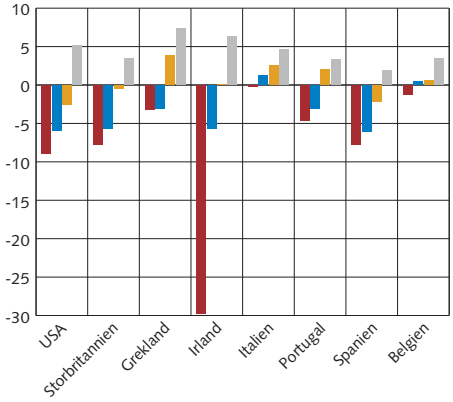
14 Se vidare Finansiell stabilitet 2011:1, Sveriges riksbank.
15 Här avses bruttoskulden, dvs. alla skulder som kräver räntebetalningar och amorteringar.
16 Ränte-tillväxt-differensen benämns ibland också tillväxtjusterad ränta.

betala på sin statsskuld överstiger tillväxten (g) i ekonomin behöver landet ha ett positivt primärsaldo för att inte skuldkvoten ska stiga.

I de utvecklade ekonomierna[17] har den genomsnittliga differensen mellan räntesats och BNP-tillväxt varit 1,6 procentenheter mellan 1981 och 2008, men variationen har varit stor såväl över tid som mellan länder.[18] Ränte-tillväxt-differensen tenderar att vara större då statsskulden är högre. Detta skulle kunna förklaras av att en högre statsskuld tenderar att ge högre långa räntor och lägre tillväxt till följd av en större sårbarhet vid framtida kriser, en större risk för framtida inflation och för skuldavskrivningar, en större osäkerhet om den framtida utvecklingen och ett högre förväntat skatteuttag på avkastningen på investeringar. Skattningar pekar på att ränte-tillväxt-differensen vid en skuldsättning på över 90 procent av BNP är omkring 2 procentenheter högre än vid en skuldsättning på mellan 60 och 90 procent av BNP.[19]

Högt skuldsatta länder som tvingas betala höga räntor utan att samtidigt ha en hög tillväxt måste ha ett högt primärsaldo bara för att kunna stabilisera sin offentliga skuld som andel av BNP. En enkel tumregel som följer av ekvation (2) är att vid en skuldkvot på 100 procent så behöver primärsaldot vara minst lika stort som ränte-tillväxt-differensen för att skuldkvoten inte ska öka ytterligare. Det samband som tycks råda mellan skuldnivån och ränte-tillväxt-differensen talar för att högt skuldsatta länder har anledning att sänka sin skuldsättningsgrad för att undvika ännu högre räntekostnader framöver. Det beror på att skuldsättningen i de flesta fall ökat kraftigt under senare år och att en stor del av räntekostnaderna i dagsläget alltjämt härrör sig från lån som togs då skuldsättningen, och därför räntorna, var betydligt lägre.

Diagram A2. Åtstramningsbehov
Procent av BNP



- Faktiskt primärsaldo 2010
- Cykliskt justerat primärsaldo 2010
- Prognos, cykliskt justerat primärsaldo 2013
- Nödvändigt cykliskt justerat primärsaldo 2020-2030 för att nå en skuldkvot 2030 på 60 procent av BNP

Anm. Primärsaldo = budgetsaldo-räntenetto. Cykliskt justerat primärsaldo är primärsaldot justerat för konjunkturen.

Källa: IMF Fiscal Monitor april 2011

En hållbar skuldutveckling kan kräva stora överskott i många år

Av resonemanget följer att flera länder behöver ha stora överskott i det primära saldot i många år om skuldavskrivningar ska kunna undvikas. I regelbundet uppdaterade räkneexempel visar IMF hur mycket primärsaldot behöver förbättras i ett antal olika länder för att de ska uppnå en offentlig skuldkvot på 60 procent av BNP år 2030.[20] Budgetsaneringsstrategin som IMF tar sin utgångspunkt i innebär att primärsaldot gradvis förbättras fram till 2020; en nivå som sedan bibehålls fram till 2030.[21] Diagram A2 visar utgångsläget 2010 liksom IMF:s prognos för 2013 och det primärsaldo som behöver uppnås 2020 enligt budgetsaneringsstrategin. Räkneexemplet bygger på en ränte-tillväxt-differens på 1 procentenhet för samtliga länder från och med 2015, vilket ungefär motsvarar genomsnittet för de utvecklade ekonomierna sedan 1991. Skillnaden mellan det faktiska och det strukturella primärsaldot 2010 är den förbättring som man räknar med

17 Enligt IMF:s definition som huvudsakligen baserar sig på länders BNP per capita, exportdiversifiering och grad av integration i det globala finansiella systemet. För detaljer se http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/data/groups.htm#cc.
18 IMF Fiscal Monitor November 2010.
19 IMF Fiscal Monitor November 2010.
20 En skuldkvot understigande 60 procent anses långsiktigt hanterbar för utvecklade ekonomier och är ett av de krav som EU:s stabilitets- och tillväxtpakt ställer på medlemsländerna.
21 IMF Fiscal Monitor April 2011.

automatiskt följer av tillväxtprognoserna (i Irlands fall beror en betydande del av 2010 års underskott på de kapitaltillskott som lämnats till inhemska banker).

Grekland, med en offentlig skuldkvot på 142 procent, skulle fram till 2020 behöva lyckas förbättra primärsaldot som andel av BNP med drygt 10 procentenheter och därefter upprätthålla en nivå på cirka 7,4 procent. Irland, som har en lägre skuldkvot (96 procent), behöver inte nå ett riktigt lika högt primärsaldo som Grekland, men har å andra sidan ett sammantaget åtstramningsbehov på drygt 12 procentenheter eftersom underskottet är så stort i utgångsläget. Portugal, som nyligen också blev föremål för ett stödprogram, behöver enligt kalkylen åstadkomma budgetåtstramningar motsvarande drygt 6 procentenheter.

Sett till det primärsaldo som behöver upprätthållas på längre sikt och de sammantagna åtstramningar som krävs för att nå dit är den offentligfinansiella situationen mycket allvarlig också i USA och Storbritannien. Men i och med att de har egna valutor, och i synnerhet i USA:s fall en alltjämt attraktiv marknad för landets statsskuldinstrument, är risken att hamna i en ohållbar finansieringssituation mindre för dessa länder än för de statsfinansiellt svaga länderna i euroområdet.

De länder som ännu inte behövt söka stöd har bättre förutsättningar att uppnå en hållbar skuldutveckling

Utöver Grekland, Irland och Portugal, som redan blivit föremål för stödinsatser från EU och IMF, så har uppmärksamhet på senare tid stundtals också riktats mot svagheter i Spaniens och Italiens offentliga finanser. Med en skuldkvot 2010 på 60 procent, skulle Spanien enligt IMF:s räkneexempel behöva förbättra sitt primärsaldo med 8 procentenheter till runt 2 procent av BNP medan motsvarande åtstramning för Italien (med en skuldkvot på 119 procent) skulle behöva uppgå till drygt 3 procentenheter för att man ska nå ett primärsaldo på nära 5 procent av BNP.

Några möjliga hinder för att länderna i fråga ska kunna leva upp till den antagna budgetsaneringsstrategin är en bristande förmåga att förbättra primärsaldot i den storleksordning som skisseras, att räntetillväxt-differensen inte begränsar sig till den antagna nivån på 1 procentenhet och att skuldkvoten stiger på grund av stöd till inhemska banker (som i det irländska fallet).

Till skillnad från Portugal, där åtstramningen skulle behöva leda till ett primärsaldo som är närmare 5 procentenheter högre än genomsnittet under tiden från införandet av den gemensamma valutan fram till 2007, ligger de primärsaldon som på lite sikt behöver uppnås av Spanien och Italien inte helt utanför de historiska ramarna (se tabell A1).

Tabell A1. Nyckelförutsättningar för skuldutvecklingen
Procent av BNP om annat ej anges

	Grekland	Irland	Italien	Portugal	Spanien	Storbritannien	USA
Skuldkvot 2010	142	96	119	83	60	77	92
Primärsaldo 2020-2030 för en skuldkvot 2030 på 60%	7,4	6,3	4,6	3,3	1,9	3,4	5,1
Genomsnittligt primärsaldo 2000-2007	-0,1	2,2	2,2	-1,2	2,3	-0,4	-3,1
Ökningar i pensions- och hälsovårdsutgifter 2010-2030	3,5	2,0	1,4	4,2	2,1	4,2	6,2
Extern skuldandel (procent av total offentlig skuld) 2010	62	59	47	66	50	27	32

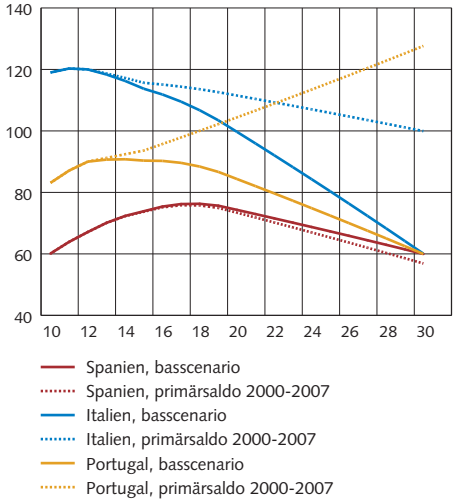
Anm. Det genomsnittliga primärsaldot gäller åren 2001-2007 för USA. Den externa skuldandelen gäller den utlandsbaserade andelen av ägandet av landets offentliga skuld det tredje kvartalet 2010. I Greklands fall gäller det andelen av omsättningsbara obligationer, för övriga såväl omsättningsbara som icke omsättningsbara obligationer.

Källor: Joint BIS-IMF-OECD-World Bank External Debt Hub, IMF och Riksbanken

I beräkningarna av åtstramningsbehoven ingår inte de ökningar i pensions- och hälsovårdsutgifter som väntas för de flesta utvecklade länder under de närmaste årtiondena (se tabell A1). Även här ligger Spanien och Italien bättre till än Portugal, med skillnader på mellan 2 och 3 procentenheter i uppskattade ytterligare åtstramningsbehov.

Diagram A3 visar skuldutvecklingen för Portugal, Spanien och Italien, dels utifrån de antaganden om primärsaldots utveckling som ligger till grund för diagram A2, dels med antagandet att man bara förmår nå upp till det genomsnittliga primärsaldot under åren 2000-2007 (se tabell A1). Som en jämförelsenorm visar diagram A4 motsvarande skuldutvecklingsbanor för euroområdet som helhet, USA och Storbritannien. Spaniens förhållandevis goda historiska primärsaldon pekar på att en återgång till dessa skulle ge en lägre skuldkvot än i basscenariot, medan Italien skulle få leva med en betydligt högre skuldkvot. Till skillnad från i Portugal är primärsaldona i Spanien och Italien dock tillräckligt goda för att stabilisera, och på litet sikt sänka, skuldkvoten från utgångsläget 2010.

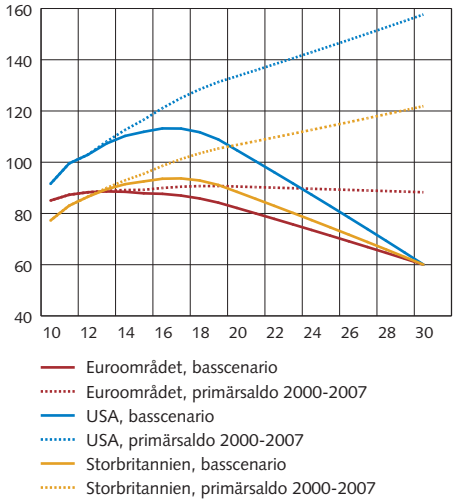
Diagram A3. Skuldutveckling vid olika primärsaldon
Procent av BNP



Anm. Basscenariot enligt IMF:s budgetsaneringsstrategi för att nå en skuldkvot på 60 procent 2030. Streckade linjer anger skuldkvoten om basscenariots antaganden för primärsaldo att uppnå 2020 ersätts med genomsnittet 2000-2007.

Källor: IMF och Riksbanken

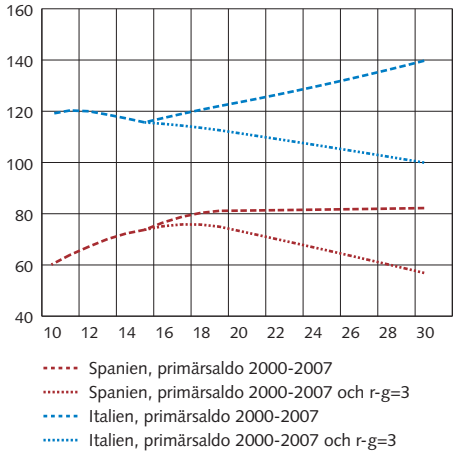
Diagram A4. Skuldutveckling vid olika primärsaldon
Procent av BNP



Anm. Basscenariot enligt IMF:s budgetsaneringsstrategi för att nå en skuldkvot på 60 procent 2030. Streckade linjer anger skuldkvoten om basscenariots antaganden för primärsaldo att uppnå 2020 ersätts med genomsnittet 2000-2007.

Källor: IMF och Riksbanken

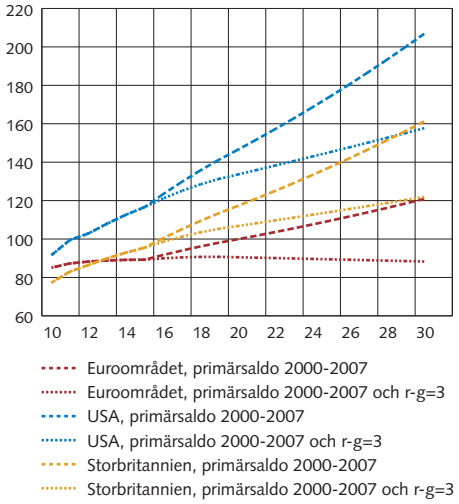
Diagram A5. Skuldutveckling vid högre ränte-tillväxt-differens
Procent av BNP



Anm. Skuldkvoten med basscenariots antaganden för primärsaldo att uppnå 2020 ersatta med genomsnittet 2000-2007, respektive en ränte-tillväxt-differens fr.o.m. 2016 på 3 procentenheter istället för 1 procentenhet.

Källor: IMF och Riksbanken

Diagram A6. Skuldutveckling vid högre ränte-tillväxt-differens
Procent av BNP



Anm. Skuldkvoten med basscenariots antaganden för primärsaldo att uppnå 2020 ersatta med genomsnittet 2000-2007, respektive en ränte-tillväxt-differens fr.o.m. 2016 på 3 procentenheter istället för 1 procentenhet.

Källor: IMF och Riksbanken

Skulle oro på de finansiella marknaderna resultera i en högre ränte-tillväxt-differens kan skuldutvecklingens hållbarhet dock äventyras även i Spanien och Italien. Det illustreras i diagram A5 där en ränte-tillväxt-differens på 3 procentenheter istället för 1 procentenhet kombineras med genomsnittliga primärsaldon under perioden 2000-2007 (se diagram A6 för motsvarande utveckling i euroområdet som helhet, USA och Storbritannien). Det finns dock anledning att vänta sig att ränte-tillväxt-differensen skulle sjunka under denna höga nivå ifall man lyckas med att sjösätta en trovärdig budgetsaneringsstrategi.

Samtidigt som de åtstramningar som är nödvändiga för att nå en hållbar skuldutveckling kan sänka upplåningskostnaderna och höja effektiviteten i användningen av offentliga resurser så kan åtgärderna på kort sikt förväntas bromsa den reala tillväxten genom att de håller tillbaka den inhemska efterfrågan. Ett viktigt bidrag till den reala tillväxten behöver då komma från export och detta förutsätter låga prisökningar, vilket begränsar den nominella tillväxten. Med nominella räntor som utöver riskpremier bestäms av förhållanden i euroområdet som helhet, riskerar man därmed en tämligen stor ränte-tillväxt-differens. Det torde slå hårdare mot länder med högre ingående skuld, det vill säga hårdare mot Italien än Portugal och minst mot Spanien som har en mer blygsam skuldkvot i utgångsläget.

För att en exportledd tillväxt ska kunna bidra till en låg ränte-tillväxt-differens, behöver de statsfinansiellt svaga länderna i euroområdet vända på den negativa trend i konkurrenskraften relativt övriga euroländer som visas i termer av utvecklingen av arbetskostnaden per producerad enhet (se diagram A7). Än så länge kan en sådan vändning endast skönjas i Irland och i någon mån Spanien.

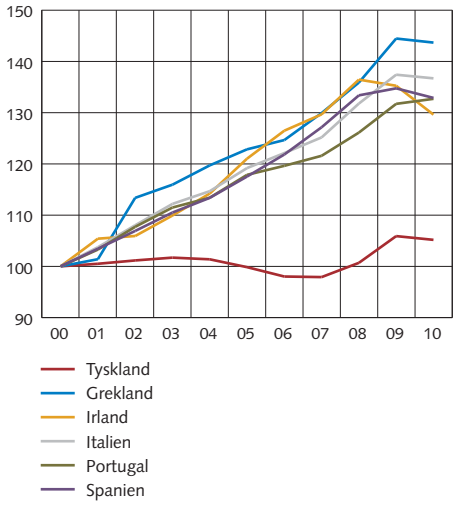
I de politiska överväganden som avgör om ett skuldtyngt land tar steg mot skuldnedskrivningar i någon form kan även andelen av den offentliga skulden som hålls utanför landet spela en roll. Ju högre extern skuldsättning desto lägre andel av de direkta kapital- och ränteinkomstförlusterna vid en skuldnedskrivning skulle drabba väljare i landet.[22] De länder som redan har stödprogram utmärker sig i en jämförelse med sina relativt höga externa skuldandelar (se tabell A1). Den externa skuldandelen i Portugal, Irland och Grekland är omkring 60 procent eller däröver, medan den är strax under 50 procent i Spanien och Italien och ännu lägre i Storbritannien och USA.

22 D. Gros, "External versus domestic debt in the euro crisis", Policy Brief nr 243, Centre for European Policy Studies, 2011.

Sammanfattningsvis finns det alltså några viktiga skillnader mellan de länder som hittills behövt söka stöd hos EU och IMF och andra länder med statsfinansiella problem som talar emot en utvidgning av kretsen länder med stödbehov. För Spanien och Italien räcker det med en återgång till det genomsnittliga primärsaldot under perioden med euron fram till året före finanskrisen för att deras skuldkvoter ska börja sjunka medan detta i Portugals fall skulle innebära en fortsatt stigande skuldkvot.[23] De förväntade ökningarna av pensions- och hälsovårdsutgifterna under de närmaste decennierna är också betydligt mindre i Spanien och Italien.

Det finns alltså sammantaget något bättre förutsättningar för att kunna hantera skuldutvecklingen i Spanien och Italien än i de länder som redan behövt söka stöd från EU och IMF. Upplåningskostnadernas betydelse gör dock att bestående krav på högre räntor till följd av oro kring hållbarheten i ett lands skuldutveckling kan bli självuppfyllande.

Diagram A7. Arbetskostnad per producerad enhet
Index 2000 = 100



Källa: OECD

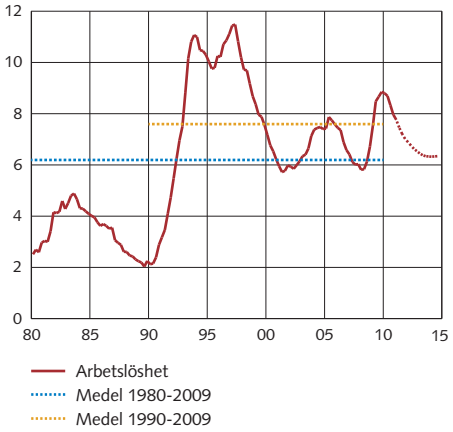
Reformer är nödvändiga för att minska risken för framtida statsfinansiella kriser

För de länder som redan är eller blir föremål för skuldavskrivningar, stödprogram och andra åtgärder bör det stå klart att dessa åtgärder endast är avsedda att hantera de akuta problemen och inte kan ersätta nödvändiga strukturella och institutionella reformer som förbättrar långsiktig tillväxt och finanspolitisk disciplin. Det är bara genom sådana reformer som det är möjligt att i framtiden minska risken för nya statsfinansiella kriser.

23 För Spanien och Italien skulle en återgång till primärsaldon på 2000-2007 års nivåer dock inte räcka till för att uppfylla tillväxt- och stabilitetspaktens krav på skuldnivån förrän efter 2030.

Låg arbetslöshet – en utmaning

Diagram A8. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften, 16-64 år



Anm. Data före 1987 är länkad av Riksbanken.
Källor: SCB och Riksbanken

Arbetslösheten varierar med efterfrågan i ekonomin men även i balanserade konjunkturlägen förekommer en viss arbetslöshet. Ju lägre denna så kallade långsiktigt hållbara arbetslöshet är desto bättre ur ett välfärdsperspektiv. Penningpolitiken varken förmår eller har till uppgift att förbättra arbetsmarknadens funktionssätt för att sänka den långsiktigt hållbara arbetslösheten. Men Riksbankens arbete med att hålla inflationen nära målet på 2 procent underlättas när arbetsmarknaden fungerar bra. Vid utformningen av penningpolitiken är det de närmaste årens utveckling som är av avgörande betydelse. Att uppnå en arbetslöshet som understiger 6 procent under den närmaste fyraårsperioden bedömer Riksbanken vara en utmaning som ställer höga krav på utbildning och kompetens hos de arbetslösa, på matchningen på arbetsmarknaden och på lönebildningen.

Arbetsmarknaden har av flera anledningar stor betydelse för utformningen av penningpolitiken. Arbetsmarknadsläget är en viktig indikator på inflationstrycket i ekonomin eftersom sysselsättnings- och arbetslöshetsutvecklingen påverkar lönebildningen och därigenom också inflationen. Men arbetsmarknaden är också en viktig del i bedömningen av resursutnyttjandet i ekonomin, det vill säga hur den faktiska ekonomiska utvecklingen förhåller sig till vad som kan anses vara långsiktigt hållbart.[24]

Den svenska arbetsmarknaden klarade sig förhållandevis väl när den svenska ekonomin drabbades av den internationella finansiella krisen, både jämfört med hur arbetsmarknaden brukar påverkas när BNP faller och jämfört med utvecklingen i andra länder.[25] Arbetslösheten steg mindre än väntat och har sedan minskat i mer än ett års tid. I maj uppgick den till 7,7 procent.

Ju lägre arbetslösheten blir desto större blir intresset för hur mycket lediga resurser som finns på arbetsmarknaden. Hur långt kan arbetslösheten minska innan det uppstår löne- och inflationsdrivande flaskhalsar?

Sedan 1990-talskrisen, då den svenska arbetslösheten steg med 9 procentenheter – från 2 till 11 procent – har arbetslösheten aldrig varit lägre än strax under 6 procent. Detta trots perioder med mycket stark tillväxt och konjunktur i den svenska ekonomin. Att arbetslösheten de senaste 20 åren inte kommit tillbaka till nivåerna före 1990-talskrisen har av många tolkats som att arbetslösheten permanent har hamnat på en högre nivå. I genomsnitt har arbetslösheten de senaste 30 åren varit 6,2 procent och de senaste 20 åren 7,6 procent. Riksbankens bedömning är att arbetslösheten kommer att fortsätta att minska för att under de närmaste åren stabiliseras strax över 6 procent (se diagram A8).

24 Se Penningpolitiken i Sverige (2010).
25 Se t.ex. fördjupningen ”Finanskrisens effekter på arbetsmarknaden – en jämförelse av Sverige, euroområdet och USA” i Penningpolitisk rapport, februari 2011 och ”Sambandet mellan konjunkturen och aktiviteten på arbetsmarknaden i Sverige”, *Ekonomiska kommentarer* nr 2, 2010, Sveriges riksbank.

Förbättrade förutsättningar för en väl fungerande arbetsmarknad

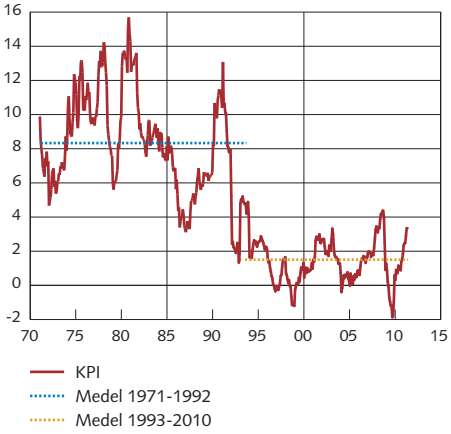
Finansdepartementet presenterade i Vårpropositionen en bedömning som innebär att arbetslösheten har förutsättningar att sjunka till ungefär 5 procent 2015.[26] Under 1980-talet varierade arbetslösheten mellan 2 och 5 procent. Mot slutet av 1980-talet blev det dock allt tydligare att arbetsmarknaden var överhettad och under krisen i början av 1990-talet steg sedan arbetslösheten också mycket kraftigt och låg mellan 1993 och 1997 på i genomsnitt över 10 procent.

Jämfört med 1980-talet har mycket förändrats i svensk ekonomi, förändringar som sammantaget talar för att förutsättningarna för en väl fungerande arbetsmarknad nu är bättre. Efter krisåren i början av 1990-talet genomfördes reformer av *finanspolitiken* med syfte att stärka budgetprocessen och möjliggöra en långsiktigt hållbar ekonomisk politik.[27] Också förutsättningarna för den svenska *penningpolitiken* förändrades fundamentalt i början av 1990-talet då den fasta växelkursen övergavs och penningpolitiken istället inriktades mot att uppnå prisstabilitet. Inflationen har varit väl förankrad kring inflationsmålet sedan 1993, detta samtidigt som tillväxten i ekonomin varit högre än under 1970- och 1980-talen (se diagram A9 och diagram A10).

Sedan andra halvan av 1990-talet har också *lönebildningen* fungerat betydligt bättre än under tidigare decennier. Som en reaktion på alltför höga löneökningar i avtalsrörelsen 1995 tillkom Industriavtalet, som innebär koordinerade branschvisa löneförhandlingar där parterna inom industrin ska vara först ut med att teckna kollektivavtal. Nivåerna i avtalen inom industrin fungerar sedan som en norm för övriga avtalsområden. Ett syfte med konstruktionen är skapa bättre förutsättningar för en balanserad utveckling av samhällsekonomin med stabila reallöneökningar. Sedan 1995 har reallöneökningarna också blivit betydligt högre än under 1980-talet (se diagram A11).

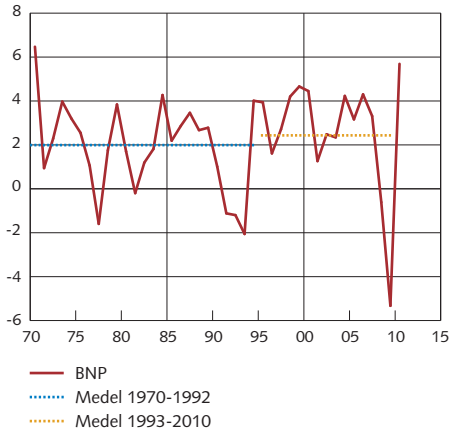
Det har därtill genomförts *ekonomisk-politiska reformer* som ökat incitamenten att delta på arbetsmarknaden. Pensionssystemet har reformerats, ersättningsgraden från socialförsäkringarna har minskat och inkomstskatten för förvärvsarbetande har sänkts. Sammantaget har det således skett tämligen genomgripande förbättringar av förutsättningarna för en väl fungerande arbetsmarknad. Detta har också lett till en lägre genomsnittlig arbetslöshetsnivå än under mitten av 1990-talet. Men nivån är fortfarande en bra bit över 5 procent. Regeringens prognos att arbetslösheten ska sjunka ner till 5 procent baseras huvudsakligen på bedömningen att de reformer regeringen genomfört sedan 2006 får ett stort genomslag på arbetslösheten.

Diagram A9. KPI
Årlig procentuell förändring



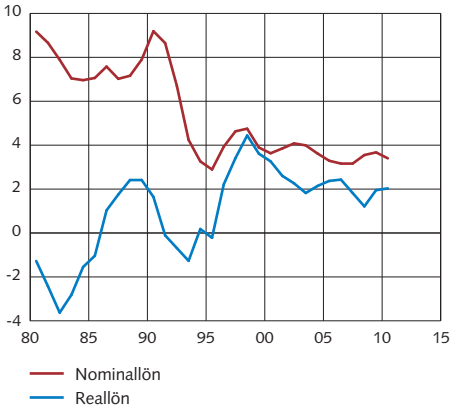
Källa: SCB

Diagram A10. BNP
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Diagram A11. Löner
Hela ekonomin, årlig procentuell förändring



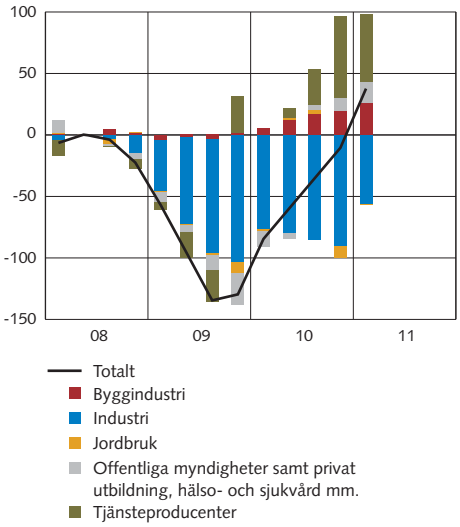
Anm. Tre års glidande medelvärde. KPI-deflaterad reallön. Data till och med 1992 avser lönestrukturstatistik, därefter konjunkturlönestatistik.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

26 Se 2011 års ekonomiska vårproposition "Ansvar för jobben" 2010/11:100. Regeringen uttrycker sig i termer av jämviktsarbetslöshet, där jämvikt avser en situation när alla tillfälliga störningar i ekonomin klingat av.

27 Att finanspolitiken är hållbar på längre sikt innebär att tillfälliga underskott inte tillåts permanentas och leda till att statskulden växer okontrollerat. Ramverket ska också hindra finanspolitiken från att förstärka svängningarna i konjunkturen.

Diagram A12. Sysselsättning i olika branscher
Förändring jämfört med andra kvartalet 2008, tusentals personer, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

Vad krävs av efterfrågan och utbudet: två räkneexempel

På en perfekt marknad anpassar sig priset alltid så att efterfrågan vid varje tidpunkt är lika med utbudet. Arbetsmarknaden skiljer sig från en perfekt marknad bland annat eftersom det förekommer friktioner.[28] Friktionerna innebär att det alltid förekommer en viss arbetslöshet, men storleken kan variera beroende på till exempel hur effektiv matchningen är och i vilken takt förändringar sker i ekonomin. Det som avgör arbetslöshetsnivån är alltså hur efterfrågan och utbudet möts. Ett sätt att bedöma om en arbetslöshetsnivå på 5 procent är rimlig är att titta närmare på vad som krävs av efterfrågan och utbudet för att uppnå denna arbetslöshetsnivå. I de följande två avsnitten redogörs för två räkneexempel som syftar till att illustrera detta.

Inom vilka branscher ska sysselsättningen växa?

Den internationella finansiella krisen som drabbade svensk ekonomi 2008-2009 innebar att ungefär 140 000 jobb försvann. Konjunkturåterhämtningen har medfört att dessa med råge är återhämtade. Skillnaden är dock stor mellan olika sektorer (se diagram A12). Det var i huvudsak industrin som drabbades i nedgången och inom den sektorn har endast hälften av de förlorade jobben återhämtats.[29] Inom byggbranschen och företags- och hushållstjänster har sysselsättningen däremot expanderat jämfört med nivåerna före krisen.

Det är naturligt med en kontinuerlig strukturomvandling i en ekonomi där mindre effektiva verksamheter slås ut och ersätts av nya mer effektiva verksamheter. Det är också normalt att omstruktureringar skyndas på i krisfaser. Vad som efterfrågas av hushållen ändras över tid, samtidigt som det sker en ökad globalisering, specialisering och teknisk utveckling. Detta innebär att en del av de befintliga jobben försvinner och att nya kommer till. Över tid har det i Sverige liksom i många andra länder skett en trendmässig minskning av industrisysselsättningen och istället har nya tjänsteföretag vuxit fram.

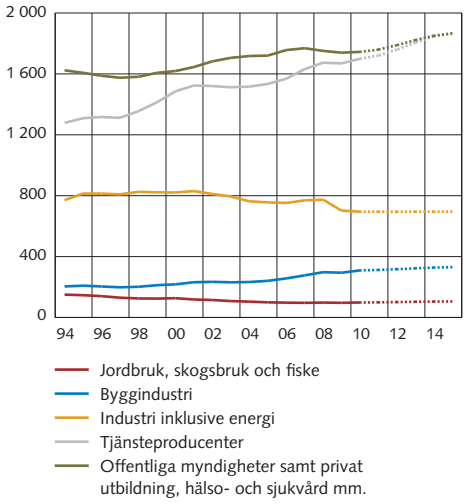
Om arbetskraften växer med nära 160 000 personer mellan 2010 och 2015 innebär en arbetslöshet på 5 procent att sysselsättningen måste växa med nästan 320 000 personer under denna period.[30] Detta är nästan 130 000 fler sysselsatta än i Riksbankens nuvarande bedömning.[31] I detta sammanhang är det viktigt att påpeka att Finansdepartementets starka sysselsättningsprognos också hänger samman med en bedömning av en betydligt högre tillväxtpotential i svensk ekonomi under de kommande åren än vad som för närvarande ligger i Riksbankens prognoser.

I beräkningen antas att sysselsättningsandelarna för jordbruk, byggindustri och offentliga myndigheter hålls konstanta mellan 2010

28 Dessa beror bl.a. på att det vanligtvis tar tid för en arbetsgivare med ett ledigt jobb att hitta någon som är lämplig att anställa och att det tar tid för en arbetslös att hitta ett jobb som är lämpligt.
29 Viss industrisysselsättning förefaller nu i större utsträckning finnas i bemanningsföretag. Enligt Bemanningsföretagens årsrapport 2010 stod industrin för 22 procent av bemanningsbranschens omsättning 2010.
30 Antagandena för arbetskraft och sysselsättning bygger på Finansdepartementets bedömning från Vårpropositionen.
31 Notera att Riksbanken publicerar prognoser till och med tredje kvartalet 2014 i denna rapport. Därefter antas nivån på antal sysselsatta och personer i arbetskraften vara i stort sett oförändrade.

och 2015. Detta är i linje med branschernas respektive historiska trender, med undantag för offentliga myndigheter.[32] Vidare antas att sysselsättningen inom industrin inte stiger från 2010 års nivå, vilket innebär en starkare utveckling än branschens negativa historiska trend. Under dessa förutsättningar måste sysselsättningen inom tjänstesektorn stå för knappt 55 procent av den totala uppgången i sysselsättning under perioden. Detta innebär att kravet på sysselsättningsutvecklingen inom privata tjänster blir stort, sysselsättningen måste öka med nästan 170 000 personer (se diagram A13).[33] På lång sikt anpassar sig arbetskraften efter förändringar i efterfrågan, men anpassningen i ekonomin tar tid. Det är inte självklart att tjänsteföretagen under de närmaste fyra åren lätt kommer att kunna rekrytera den kompetens de efterfrågar med tanke på den sysselsättningsexpansion som redan skett i dessa branscher.

Diagram A13. Sysselsättning i olika branscher
Tusentals personer



Anm. Streckad linje avser Riksbankens framskrivningar.
Källor: SCB och Riksbanken

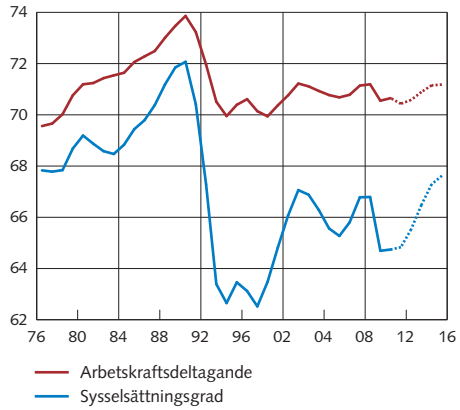
Vilka åldersgrupper ska jobba mer?

Hur befolkningen och dess sammansättning utvecklas spelar stor roll för hur utbudet av arbetskraft kan växa över tid. Arbetskraftsdeltagandet varierar nämligen avsevärt mellan olika grupper. Det är som högst i åldersgrupperna mellan 25 och 54 år (drygt 89 procent i genomsnitt de senaste 10 åren) och som lägst i de yngsta och äldsta åldersgrupperna eftersom andelen studerande och pensionärer är hög i dessa åldrar.

Arbetskraftsdeltagandet minskade kraftigt i inledningen av 1990-talet, från nästan 74 procent till 70 procent (se diagram A14). Att många då lämnade arbetsmarknaden förklaras till stor del av den djupa krisen. Faktorer av mer strukturell karaktär har dock bidragit till att arbetskraftsdeltagandet inte har återhämtat sig sedan dess. Det har minskat särskilt hos unga, vilket till stor del beror på införandet av den treåriga gymnasieskolan och utbyggnaden av universitet och högskola (se diagram A15). Andelen heltidsstuderande av befolkningen har alltså successivt ökat, utöver vad som är demografiskt betingat. För äldre åldersgrupper (55-74 år) är däremot arbetskraftsdeltagandet idag högre än vad det var 1990 (se diagram A16). Här har införandet av ett nytt pensionssystem under 1990-talet och de ökade möjligheterna att arbeta efter 65 års ålder sannolikt bidragit till ett ökat arbetsutbud.

Om arbetskraften (15-74 år) växer med nästan 160 000 personer mellan 2010 och 2015 ökar det sammanlagda arbetskraftsdeltagandet från 70,7 till 71,2 procent.[34] Detta är ett lika högt arbetskraftsdeltagande som vid konjunkturtopparna hittills under 2000-talet (se diagram A14). Då sysselsättningen (15-74 år) ökar med nästan 320 000 personer mellan 2010 och 2015 stiger samtidigt den sam-

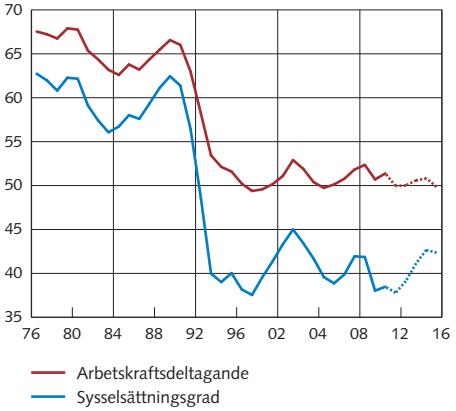
Diagram A14. Arbetskraftsdeltagande och sysselsättningsgrad, 15-74 år
Procent av befolkningen



Anm. Streckad linje avser Riksbankens framskrivningar. Data före 1987 (25-54 år) respektive 2001 (15-24 år och 55-74 år) är länkad av Riksbanken.
Källor: SCB och Riksbanken

32 För detta aggregat innebär konstant sysselsättningsandel att sysselsättningen växer starkare än trend. I aggregatet offentliga myndigheter ingår även viss sysselsättning inom privata tjänster, såsom utbildning och hälso- och sjukvård.
33 I stort sett hela sysselsättningsuppgången måste under dessa antaganden ske inom privat och offentlig tjänstesektor, där sysselsättningen måste öka med nära 290 000 personer.
34 Antagandena för arbetskraft och sysselsättning bygger på Finansdepartementets bedömning från Vårpropositionen.

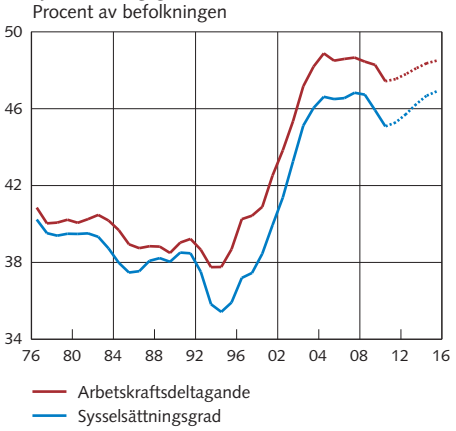
Diagram A15. Arbetskraftsdeltagande och sysselsättningsgrad, 15-24 år
Procent av befolkningen



Anm. Streckad linje avser Riksbankens framskrivningar. Data före 1987 (25-54 år) respektive 2001 (15-24 år och 55-74 år) är länkad av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

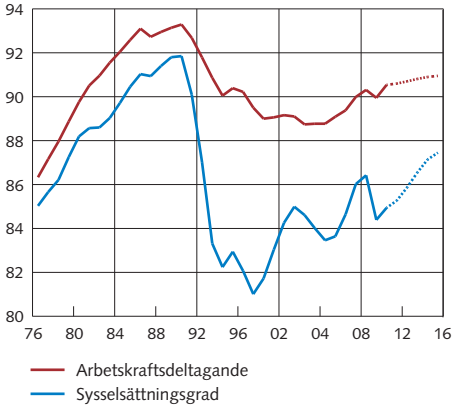
Diagram A16. Arbetskraftsdeltagande och sysselsättningsgrad, 55-74 år
Procent av befolkningen



Anm. Streckad linje avser Riksbankens framskrivningar. Data före 1987 (25-54 år) respektive 2001 (15-24 år och 55-74 år) är länkad av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A17. Arbetskraftsdeltagande och sysselsättningsgrad, 25-54 år
Procent av befolkningen



Anm. Streckad linje avser Riksbankens framskrivningar. Data före 1987 (25-54 år) respektive 2001 (15-24 år och 55-74 år) är länkad av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

manlagda sysselsättningsgraden från 64,7 till 67,6 procent, vilket är en högre sysselsättningsgrad än vad som hittills uppmätts sedan 1992. I beräkningen antas att arbetskraftsdeltagandet för åldersgruppen 25-54 och både arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningsgraden för åldersgruppen 55-74 utvecklas i linje med det senaste decenniets historiska trend. Vidare antas att sysselsättningsgraden för åldersgruppen 25-54 år utvecklas starkare än den historiska trenden (se diagram A17). Detta innebär att arbetsbetslösheten för dessa åldersgrupper blir den lägsta sedan början av 1990-talet, 3,8 respektive 3,3 procent (se diagram A18). Dessa antaganden måste betraktas som förhållandevis optimistiska men trots detta visar det sig att kravet på utvecklingen av sysselsättningsgraden och arbetslösheten för unga blir mycket stort. Närmare bestämt innebär antagandena att sysselsättningsgraden för åldersgruppen 15-24 år måste stiga med nästan 4 procentenheter (se diagram A15). Samtidigt måste arbetslösheten i denna åldersgrupp sjunka med 10 procentenheter från cirka 25 procent till cirka 15 procent (se diagram A18).

Låg arbetslöshet ställer stora krav på arbetsmarknaden

Strukturomvandling är i grunden något positivt, men en snabb strukturomvandling skapar även ökade friktioner eftersom det tar tid för arbetskraften att ställa om till ändrad efterfrågan. Också ett ökat utbud av arbetskraft är i grunden positivt men beroende på vilken konkurrenskraft de nytillkommande grupperna har kan anpassningen mot lägre arbetslöshet ta tid. Detta innebär att arbetslösheten kan bli högre under en övergångsperiod. Ju lägre rörlighet hos arbetskraften, såväl geografiskt som mellan yrken, desto större risk för att arbetslösheten förblir hög under en längre tid.

En effektiv matchning och en väl fungerande lönebildning är en förutsättning dels för att uppnå hög sysselsättning och låg arbetslöshet på längre sikt, dels för att tillfälliga ekonomiska störningar inte ska leda till att arbetslösheten fastnar på en hög nivå.[35] Effektiviteten i matchningen kan illustreras med hjälp av en så kallad Beveridgekurva, som visar sambandet mellan vakanser och arbetslöshet (se diagram A19). En rörelse längs med kurvan kan tolkas som en förändring till följd av konjunkturläget medan ett skift utåt av kurvan indikerar en sämre fungerande matchning. En dåligt fungerande matchning innebär att det tar lång tid att para ihop vakanser och arbetslösa, därmed finns det fler vakanser vid en given arbetslöshet. Ju mer i sydvästlig riktning kurvan ligger, desto bättre är matchningseffektiviteten.

Efter 1990-talskrisen tycks Beveridgekurvan ha förskjutits utåt och ytterligare så de senaste åren. I återhämtningsfaser efter en kris är det inte förvånande om matchningen försämras eftersom det tar tid för arbetskraften att ställa om till ändrad efterfrågan. Men det är uppenbart att Beveridgekurvan under de senaste 20 åren inte lyckats

35 Enligt Konjunkturinstitutets bedömning i Lönebildningsrapport 2011 förutsätter en varaktig sänkning av arbetslösheten till 5 procent att timlönen i näringslivet under perioden 2012-2014 inte överstiger 3,1 procent per år.

skifta tillbaka inåt. Den högre arbetslösheten sedan 1990-talskrisen tycks alltså inte bero på för få vakanser utan snarare på sämre matchning på arbetsmarknaden. Detta understryker ytterligare vilka stora krav som ställs på arbetsmarknadens sätt att fungera för att kunna nå en låg arbetslöshet.

En nyckelfaktor för att få bättre fungerande matchning och lönebildning, och därmed lägre arbetslöshet, är de arbetslösas utbildning och kompetens. Enligt Arbetsförmedlingen utgör antalet personer som har svårt att snabbt finna arbete en större andel av de arbetssökande än på mycket lång tid.[36] Detta beror bland annat på att invandringen har varit hög de senaste åren och det råder därmed hård konkurrens om lämpliga ingångsjobb för invandrare på den svenska arbetsmarknaden. Många funktionsnedsatta som bedöms ha viss arbetsförmåga har också utförsäkrats från sjukförsäkringssystemet och överförts till Arbetsförmedlingen. Funktionsnedsatta är den grupp som generellt har svårast att komma i arbete, vilket avspeglas i deras långa arbetslöshetstider. En annan grupp med stora problem att etablera sig på arbetsmarknaden är de korttidsutbildade, det vill säga personer som inte genomgått gymnasium med godkända slutbetyg. Detta illustreras också av att skillnaderna i arbetslöshet har ökat mellan olika utbildningsnivåer de senaste åren (se diagram A20). Reformer som stärker utbildnings- och kompetensnivån hos dem som står utanför arbetsmarknaden kan bidra till en bättre matchning och öka sannolikheten för att dessa grupper kommer i arbete.

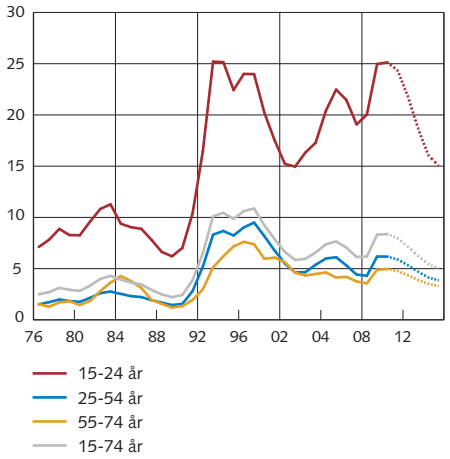
Arbetslösheten viktig för Riksbanken

Ju lägre den så kallade långsiktigt hållbara arbetslösheten är desto bättre ur ett välfärdsperspektiv. Något förenklat kan man säga att en låg långsiktigt hållbar arbetslöshet betyder att arbetsmarknaden fungerar väl, medan en hög långsiktigt hållbar arbetslöshet betyder att arbetsmarknaden fungerar mindre väl. Penningpolitiken varken förmår eller har till uppgift att förbättra arbetsmarknadens sätt att fungera, men Riksbankens arbete med att hålla inflationen nära målet på 2 procent underlättas ju bättre arbetsmarknaden fungerar. En illustration av att penningpolitiken har begränsade möjligheter att påverka arbetslösheten är att skillnaderna i arbetslöshetsnivå är betydande mellan olika länder inom eurosamarbetet, trots att penningpolitiken är gemensam (se diagram A21). För att varaktigt minska arbetslösheten krävs istället reformer som påverkar arbetsmarknadens sätt att fungera.

Att de senaste årens ekonomisk-politiska reformer på sikt ytterligare kan stimulera arbetskraftsdeltagandet och öka sysselsättningsgraden är de flesta bedömare överens om. Men med hur mycket och med vilken hastighet anpassningen till en ny långsiktigt hållbar nivå sker vet vi ytterst lite om. Riksbankens uppdrag är att stabilisera inflationen nära målet på 2 procent. Eftersom det tar tid innan penning-

36 Se till exempel Arbetsförmedlingens rapport Arbetsmarknadsutsikterna våren 2011. Antalet personer utan arbete inom utsatta grupper har nästan fördubblats på två år. Detta är närmare 60 procent av samtliga arbetslösa, inklusive deltagare i arbetsmarknadspolitiska program.

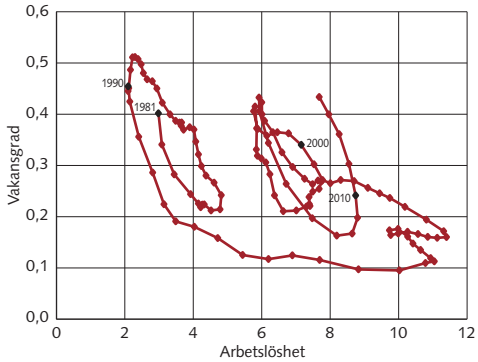
Diagram A18. Arbetslöshet
Procent av arbetskraften



Anm. Streckad linje avser Riksbankens framskrivningar. Data före 1987 (25-54 år) respektive 2001 (15-24 år och 55-74 år) är länkad av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

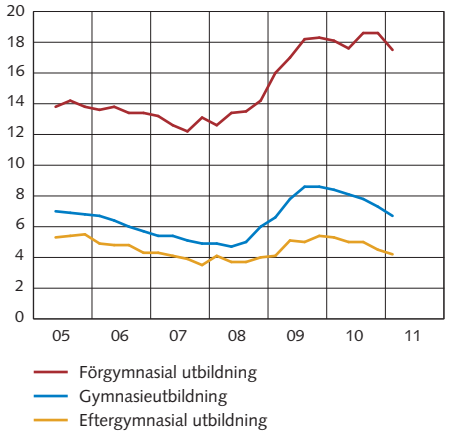
Diagram A19. Sambandet mellan vakanser och arbetslöshet
Procent av arbetskraften



Anm. Vakansdata enligt SCB har skrivits tillbaka med hjälp av statistik från Arbetsförmedlingen för perioden 1981-2000.

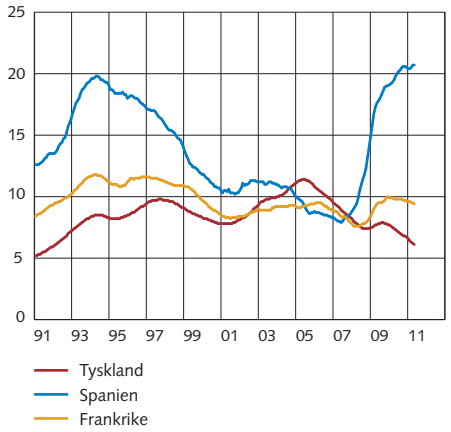
Källor: Arbetsförmedlingen, SCB och Riksbanken

Diagram A20. Arbetslöshet 15-74 år efter utbildningsnivå
Procent av arbetskraften, säsongsrensade kvartalsvärden



Källa: SCB

Diagram A21. Arbetslöshet i olika länder
Procent av arbetskraften



Källa: Eurostat

politiken får full effekt på inflationen och realekonomin, vägleds penningpolitiken av prognoser för den ekonomiska utvecklingen. För dessa prognoser och analyser av inflationstrycket är det de närmaste årens utveckling på arbetsmarknaden som är av störst vikt. Det är därför viktigt att Riksbanken löpande stämmer av den aktuella utvecklingen på arbetsmarknaden mot flera typer av indikatorer som till exempel mäter hur väl matchningen och lönebildningen fungerar.

Att uppnå en arbetslöshet under 6 procent inom den närmaste fyraårsperioden bedöms vara en utmaning som ställer höga krav på utbildning och kompetens hos de arbetslösa, på matchningen på arbetsmarknaden och på lönebildningen.

Den senaste tidens utveckling av inflationsförväntningarna

I takt med att KPI-inflationen har stigit sedan slutet av 2009 har även olika mått på inflationsförväntningar rört sig uppåt. Kortsiktiga inflationsförväntningar tenderar att samvariera med den aktuella inflationen. Långsiktiga inflationsförväntningar är i allmänhet förankrade nära inflationsmålet, men även dessa har stigit något den allra senaste tiden. Detta behöver dock inte betyda att förtroendet för inflationsmålet har minskat, utan kan istället ha att göra med bostadsräntorna. KPI-inflationen påverkas nämligen kraftigt av hur bostadsräntorna utvecklas och dessa har under den senaste tiden stigit från mycket låga nivåer. Då även boräntor med långa bindningstider stiger kommer det att ta tid innan inflationen mätt med KPI är tillbaka nära inflationsmålet. Inflationsförväntningarna förefaller nu ligga väl i linje med Riksbankens prognoser för KPI-inflationen, vilket talar för att inflationsförväntningarna i dagsläget inte utgör något problem i sig. Men den idag höga KPI-inflationen kan komma att påverka olika aktörers långsiktiga inflationsförväntningar och lönebildningen. Det måste Riksbanken noggrant följa.

Inflationsförväntningar är viktiga för penningpolitiken

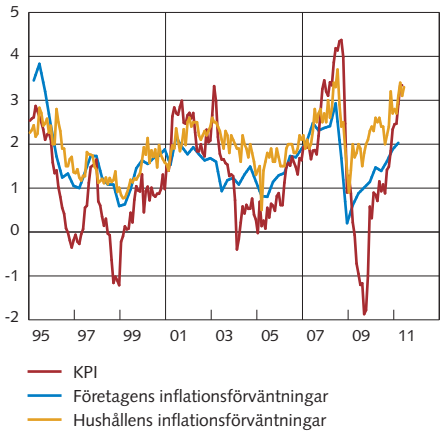
För en penningpolitik med inflationsmål är olika aktörers förväntningar om den framtida inflationen av stor betydelse. Om alla tror att Riksbanken kommer att föra inflationen tillbaka till inflationsmålet på några års sikt kommer detta att påverka pris- och lönebildningen så att inflationsmålet blir lättare att nå.

De långsiktiga inflationsförväntningarna mäter alltså förtroendet för inflationsmålet. Om förtroendet för inflationsmålet är högt behöver penningpolitiken inte vara lika aggressiv när inflationen kommit att avvika från målet. Men inflationsförväntningar kan inte observeras direkt utan måste skattas från olika indikatorer såsom enkäter, prissättningen på finansiella instrument eller olika aktörers prognoser. Alla dessa olika indikatorer på inflationsförväntningarna har sina förtjänster och brister.

Inflationsförväntningar kan skattas via enkäter, finansiella instrument och inflationsprognoser

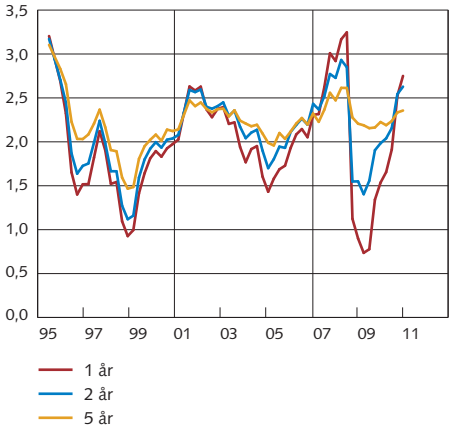
I enkäter tillfrågas olika aktörer om vad de tror att inflationen kommer att bli om ett, två eller fem år. Svaren viktas ihop till en siffra som speglar gruppens, till exempel hushållens eller företagens, inflationsförväntningar i det relevanta tidsperspektivet. Den exakta frågeställningen skiljer sig dock åt mellan olika undersökningar. I Konjunkturinstitutets undersökningar, Företags- och Hushållsbarometern, frågas om utvecklingen av ”priser i allmänhet”, medan Prosperas undersökningar ställer frågor mer precist om den framtida KPI-utvecklingen. En fördel med enkätbaserade mått på inflationsförväntningar är att frågan handlar direkt om det man försöker mäta. Samtidigt finns det skäl att tro att osäkerheten i svaren är hög då de som tillfrågas i allmänhet inte har så god kännedom om

Diagram A22. Hushålls och företags inflationsförväntningar på ett års sikt och KPI
Årlig procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

Diagram A23. Arbetsmarknadens parters, inköpschefers och penningmarknadsaktörers inflationsförväntningar på 1, 2 och 5 års sikt
Årlig procentuell förändring



Anm. Svaren avser genomsnittet för samtliga respondenter.

Källa: TNS Sifo Prospera

inflationsutvecklingen.[37] Trots detta tycks enkätbaserade mått på inflationsförväntningar stämma relativt väl med inflationsutvecklingen.[38]

Ett annat sätt att skatta inflationsförväntningar är via finansiella instrument, som exempelvis skillnaden mellan en nominell och en real ränta med samma löptid. Fördelen med denna metod är att inflationsförväntningarna beräknas utifrån instrument som handlas på de finansiella marknaderna. De olika aktörerna tar sina positioner på basis av vad de tror om framtiden och de kan, till skillnad från dem som svarar på enkäter, förlora pengar på sitt agerande. Ett problem med prissättningen på finansiella instrument är dock att de också påverkas av olika typer av riskpremier. Detta gör att skillnaden mellan en nominell och en real ränta inte utan vidare kan tolkas som att den avser inflationsförväntningarna.[39]

Olika prognosmakares inflationsprognoser kan också ses som indikatorer på inflationsförväntningar, eftersom prognoserna är en beskrivning av vad prognosmakaren förväntar sig om den framtida inflationen. De olika prognosmakarna lägger ner stora resurser på att göra makroekonomiska prognoser och de som gör inflationsprognoserna är ofta specialister på just detta. De flesta prognosmakarna torde sträva efter så träffsäkra prognoser som möjligt. Men vissa prognosmakare kanske ser sina prognoser mer som intressanta scenarier, som de egentligen inte tror kommer att inträffa med särskilt stor sannolikhet.

De tre olika typerna av indikatorer på inflationsförväntningar har alltså sina respektive förtjänster och brister. Och då de verkliga inflationsförväntningarna inte går att observera är det inte möjligt att med olika statistiska tester avgöra vilken av indikatorerna som är bäst. Riksbanken har därför en bred ansats i analysen av inflationsförväntningarna där de olika indikatorerna analyseras och ställs mot varandra. Om alla indikatorer pekar i en och samma riktning kan man dra starkare slutsatser än om de pekar åt olika håll.

De kortsiktiga inflationsförväntningarna har stigit medan de långsiktiga är mer förankrade kring inflationsmålet

Just nu är bilden sådan att inflationsförväntningarna enligt enkäterna har stigit sedan ett par år tillbaka. Framförallt gäller detta de kortsiktiga, ettåriga förväntningarna (se diagram A22 och A23). Även de tvååriga inflationsförväntningarna har stigit, om än i något måttligare takt. De femåriga inflationsförväntningarna har legat relativt stabilt förankrade kring inflationsmålet, men även dessa har stigit något den allra senaste tiden och ligger något över inflationsmålet.

Inflationsförväntningarna enligt prissättningen på finansiella

37 Bryan och Palmqvist (2005) finner att hushållens inflationsförväntningar tenderar att vara koncentrerade kring ett begränsat antal heltal. Ungefär tre fjärdedelar av alla svar sedan 1991 utgörs av 0, 2, och 5 procent, vilket talar för att hushållen utvärderar inflationen i grova drag snarare än med hög precision. Se M. Bryan och S. Palmqvist, "Testing near-rationality using detailed survey data", Working paper nr 183, Sveriges riksbank, 2005.

38 Se S. Palmqvist och L. Strömberg, "Hushållens inflationsåsikter – historien om två undersökningar", *Penning- och valutapolitik* 2004:4, Sveriges riksbank, och T. Jonsson och P. Österholm, "The Properties of Survey-Based Inflation Expectations in Sweden", Working paper nr 114, Konjunkturinstitutet, 2009.

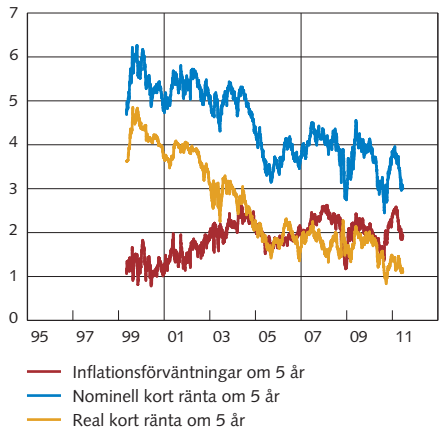
39 Exempelvis kan de som håller en nominell obligation kräva en kompensation för inflationsrisken. Marknaderna för reala och nominella obligationer är också olika likvida. Detta gör att inflationsförväntningar skattade från finansiella instrument även kan innehålla risk- och likviditetspremier, som kan vara svåra att särskilja från de verkliga inflationsförväntningarna.

instrument steg från mitten av förra året fram till publiceringen av föregående penningpolitiska rapport, men har fallit tillbaka sedan dess och ligger nu i närheten av inflationsmålet (se diagram A24). Som nämnts kan den här typen av indikator på inflationsförväntningarna även innehålla riskpremier. Måttet tenderar att variera mycket och bör därför tolkas med försiktighet.

Generellt sett har även olika prognosmakare, inklusive Riksbanken, reviderat upp sina prognoser för KPI-inflationen sedan ungefär ett år tillbaka (se diagram A25). Upprevideringen gäller främst inflationsutvecklingen på kort sikt, men även de lite längre prognoserna har reviderats upp något.

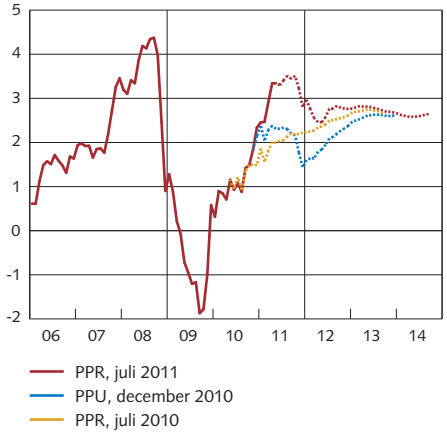
Sammantaget tycks de olika indikatorerna således ge en relativt samstämmig bild. De kortsiktiga inflationsförväntningarna har stigit samtidigt som de långsiktiga inflationsförväntningarna ligger mer stabilt förankrade kring inflationsmålet.

Diagram A24. Inflationsförväntningar skattade via finansiella instrument
Årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken

Diagram A25. Riksbankens prognoser för KPI
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

Kortsiktiga inflationsförväntningar samvarierar med den aktuella inflationen

Ett vanligt sätt att analysera inflationen är med Phillips-kurvan, som säger att dagens inflation bestäms av inflationsförväntningarna och resursutnyttjandet enligt

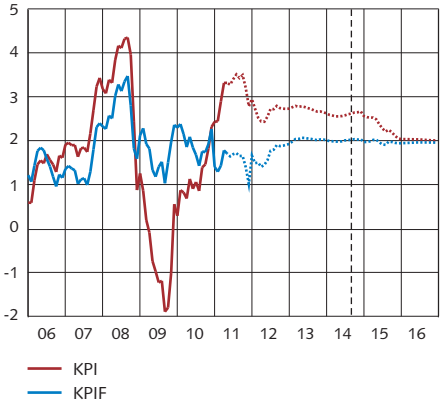
$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \kappa x_t + \varepsilon_t$$

där π_t är inflationen, $E_t \pi_{t+1}$ är dagens förväntningar om den framtida inflationen, x_t är resursutnyttjandet och ε_t är en störning. Bakom denna Phillips-kurva ligger bland annat ett antagande om prisstelheter som innebär att företagen inte kan ändra sina priser i varje period. Då företagen inte vet när de får ändra sina priser igen måste de blicka framåt och beakta såväl det aktuella som det förväntade framtida resursutnyttjandet när de sätter sina priser. Inflationen bestäms därför av hela den förväntade utvecklingen av resursutnyttjandet. Då detta samband gäller även i framtiden och alla aktörer antas ha rationella förväntningar kommer dagens inflationsförväntningar att spegla det förväntade framtida resursutnyttjandet, vilket gör att vi kan beskriva inflationen enligt Phillips-kurvan ovan. Enligt denna teori finns det alltså en stark koppling mellan inflationsförväntningarna och den faktiska inflationen. Om inflationsförväntningarna stiger så tenderar även den observerade inflationen att stiga. På motsvarande sätt leder fallande inflationsförväntningar till att dagens inflation faller. Alternativt uttryckt bör vi förvänta oss en positiv korrelation mellan de kortsiktiga inflationsförväntningarna och den aktuella inflationen, något som bekräftas av data (se diagram A22).[40]

Även om de kortsiktiga inflationsförväntningarna varierar med den aktuella inflationen så har de långsiktiga inflationsförväntningarna varit mer stabilt förankrade kring inflationsmålet. Detta kan ses som

40 Korrelationen mellan hushållens inflationsförväntningar och den aktuella inflationen är 0,62. Motsvarande korrelation är 0,75 för företagens inflationsförväntningar och 0,77 för samtliga respondenter i Prospera-enkäten.

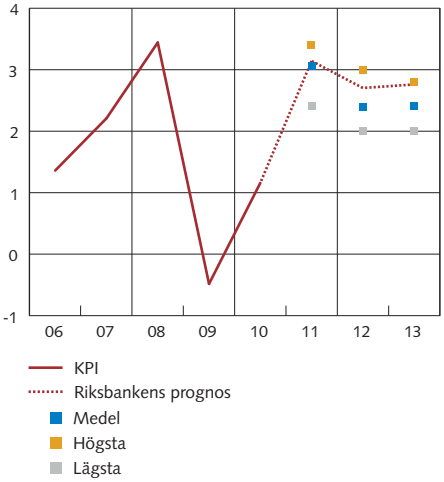
Diagram A26. KPI och KPIF, prognos och framskrivning
Årlig procentuell förändring



Anm. Den ordinarie prognosperioden sträcker sig till det vertikala strecket vid september 2014. Bortom prognoshorisonten antas att KPIF ökar med 2 procent och att reporäntan successivt går till 4 procent.

Källor: SCB och Riksbanken

Diagram A27. Riksbankens och andra prognosmakares prognoser för KPI
Årlig procentuell förändring



Anm. Diagrammet visar årsgenomsnitt för KPI. Punkterna avser den högsta, lägsta och genomsnittet av nio olika prognosmakares prognoser. För 2013 finns bara två prognoser att jämföra med.

Källor: SCB, respektive prognosmakare och Riksbanken

ett tecken på att förtroendet för Riksbankens inflationsmål i allmänhet är högt. Den senaste tiden har dock även de långsiktiga inflationsförväntningarna stigit något. Men detta behöver inte vara ett tecken på att förtroendet för inflationsmålet har minskat eftersom den förväntade ränteutvecklingen gör att KPI-inflationen även i huvudscenariot väntas ligga något över målet under en längre period.

När Riksbanken fattar beslut om banan för reporäntan görs normalt en avvägning mellan att å ena sidan stabilisera inflationen runt inflationsmålet och att å andra sidan stabilisera realekonomin. Det finns inget generellt svar på frågan hur snabbt Riksbanken försöker föra tillbaka inflationen till 2 procent om den avviker från målet. I allmänhet har dock strävan varit att räntan och räntebanan ska anpassas så att prognoserna för inflationen förväntas vara någorlunda nära målet inom två år. I nuläget är dock inflationsutvecklingen splittrad. Mätt med KPIF (KPI med fast bostadsränta) väntas inflationen vara förhållandevis låg för att gradvis närma sig inflationsmålet under prognosperioden. Samtidigt väntas KPI-inflationen fortsätta att stiga under året för att därefter gradvis falla tillbaka (se diagram A26). Att dessa två mått visar så olika utveckling beror framförallt på att hushållens boräntor har stigit från mycket låga nivåer och väntas fortsätta att stiga framöver. I och med att även boräntor med långa bindningstider stiger väntas skillnaden mellan KPI och KPIF att kvarstå i slutet av den ordinarie prognosperioden och det är först framåt 2016 som de två måtten väntas sammanfalla igen.[41]

Riksbankens prognoser för KPI-inflationen är alltså kraftigt influerade av utvecklingen av bostadsräntorna. Även övriga prognosmakare tror på en inflationsutveckling som liknar Riksbankens prognos (se diagram A27). KPI-inflationen väntas vara hög under 2011 för att därefter falla tillbaka. Även inflationsförväntningarna enligt enkäterna stämmer väl överens med Riksbankens prognos (se diagram A28). Det finns därför skäl att tro att uppgången i boräntor med långa bindningstider ligger bakom, inte bara upprevideringen av Riksbankens inflationsprognoser på lite längre sikt, utan även uppgången i de mer långsiktiga inflationsförväntningarna. Det är viktigt att påpeka att detta speglar ett prognosantagande om att det kommer att ta ganska lång tid innan effekterna av stigande boräntor har klingat av och att det inte har med trovärdigheten för inflationsmålet att göra.

41 Riksbankens prognoser sträcker sig bara tre år framåt. För att få en uppfattning om vad som händer bortom den ordinarie prognoshorisonten görs en mekanisk framskrivning därefter, se J. Johansson, S. Palmqvist och C. Selander, "KPI ökar snabbare än KPIF de närmaste åren", *Ekonomiska kommentarer* nr 5, 2011, Sveriges riksbank.

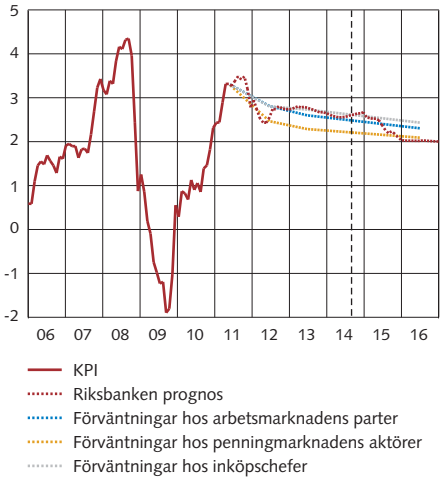
Risker finns dock framöver

Även om inflationsförväntningarna i sig inte behöver utgöra något problem i dagsläget inrymmer utvecklingen vissa risker. Normalt brukar kortsiktiga inflationsförväntningar samvariera med den faktiska inflationen. Det finns också tecken på att även de långsiktiga inflationsförväntningarna tenderar att samvariera med den faktiska inflationen.[42] Sådana samband är visserligen förenliga med det antagande om rationalitet som ligger bakom Phillips-kurvan, där ett stigande resursutnyttjande förklarar uppgången i såväl den faktiska som den förväntade inflationen. Men det kan också vara så att förväntningarna inte är rationella utan att de i hög grad styrs av bakåtblickande beteende.

En risk i nuvarande läge är då att den högre inflationen mer påtagligt - och omotiverat - sätter avtryck i de mer långsiktiga inflationsförväntningarna och i lönebildningen. Då kan lönerna komma att öka snabbare än vad som är motiverat av den ekonomiska situationen, vilket i sin tur kan leda till att den underliggande inflationen stiger oväntat. Skulle detta ske kan det uppstå ett läge där Riksbanken måste höja reporäntan snabbare än i huvudscenariot. Detta diskuteras i scenariot "Högre löner" i kapitel 2.

Enligt Riksbankens prognos kommer KPI-inflationen att vara hög under framförallt 2011 för att därefter gradvis falla tillbaka mot inflationsmålet i takt med att uppgången i boräntor med långa bindningstider faller ur tolvmånaderstalen för KPI. Det är viktigt att stämma av denna prognos mot utvecklingen av de olika indikatorerna på inflationsförväntningar. Skulle de olika indikatorerna ge en samstämmig bild, som systematiskt och varaktigt avviker från Riksbankens prognos, kan Riksbankens prognoser och räntebeslut också komma att påverkas.

Diagram A28. Riksbankens prognos för KPI och inflationsförväntningar enligt arbetsmarknadens parter, inköpschefer och penningmarknadsaktörer
Årlig procentuell förändring



Anm. Den ordinarie prognosperioden sträcker sig till det vertikala strecket vid september 2014. Bortom prognoshorisonten antas att KPIF ökar med 2 procent och att reporäntan successivt går till 4 procent.

Källor: SCB, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

42 Jonsson och Österholm (2009) noterar att 5-åriga inflationsförväntningar tenderar att stiga med ungefär 0,1 procentenhet när den faktiska inflationen stiger med 1 procentenhet, se T. Jonsson och P. Österholm, "The Properties of Survey-Based Inflation Expectations in Sweden", Working paper nr 114, Konjunkturinstitutet, 2009. Jonsson och Österholm gör dock ingen skillnad på om inflationsuppgången är förväntad eller oförväntad. Eftersom inflationsuppgången framöver tycks vara förväntad av de flesta aktörer är det inte säkert att den leder till ytterligare en uppgång i de långsiktiga inflationsförväntningarna.

Appendix

- Tabeller
- Översikt över fördjupningar 2008–2011
- Tidigare räntebeslut
- Ordlista

Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska uppföljning (april 2011) anges inom parentes.

Tabell 1. Reporänteprognos
Procent, kvartalsmedelvärden

	2011 kv 2	2011 kv 3	2011 kv 4	2012 kv 3	2013 kv 3	2014 kv 3
Reporänta	1,7 (1,7)	2,0 (2,0)	2,3 (2,2)	2,9 (2,9)	3,4 (3,4)	3,8

Källa: Riksbanken

Tabell 2. Inflation, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring

	2010	2011	2012	2013
KPI	1,2 (1,2)	3,1 (3,2)	2,7 (2,8)	2,8 (2,7)
KPIF	2,0 (2,0)	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)	2,1 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,5 (1,5)	1,1 (1,1)	1,8 (1,7)	2,1 (2,1)
HIKP	1,9 (1,9)	1,6 (1,7)	1,7 (1,7)	2,0 (2,0)

Anm. Förändringstakten för KPI baseras på reviderade indextal, vilka kan skilja sig från fastställda indextal. KPIF är KPI med fast bostadsränta. HIKP är ett EU-harmoniserat index för konsumentpriser.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning
Årsgenomsnitt, procent om ej annat anges

	2010	2011	2012	2013
Reporänta	0,5 (0,5)	1,8 (1,8)	2,8 (2,8)	3,4 (3,4)
10-årsränta	2,8 (2,8)	3,2 (3,5)	3,8 (4,1)	4,3 (4,5)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	129,3 (129,3)	120,8 (119,6)	120,2 (120,1)	120,2 (121,1)
Offentligt finansiellt sparande*	-0,2 (-0,3)	0,9 (1,0)	1,2 (1,4)	1,4 (1,5)

* Procent av BNP
Källor: SCB och Riksbanken

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

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

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

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

	2010	2011	2012	2013
Styrränta i omvärlden, TCW-vägd, procent	0,5 (0,5)	1,0 (1,0)	1,6 (1,8)	2,7 (2,8)
Råoljepris, USD/fat Brent	80 (80)	112 (114)	111 (114)	108 (110)
Svensk exportmarknad	8,8 (8,4)	8,2 (8,3)	6,7 (6,7)	6,4 (6,5)

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

Tabell 5. Försörjningsbalans
Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2010	2011	2012	2013
Hushållens konsumtion	3,4 (3,5)	2,4 (3,0)	2,2 (2,2)	2,2 (2,2)
Offentlig konsumtion	2,5 (2,6)	1,5 (1,4)	0,7 (0,5)	0,7 (0,7)
Fasta bruttoinvesteringar	7,1 (6,3)	8,7 (10,6)	6,7 (6,5)	5,6 (5,6)
Lagerinvesteringar*	2,1 (2,1)	0,3 (0,1)	-0,8 (-0,3)	0,0 (0,0)
Export	11,0 (10,7)	9,3 (8,4)	5,5 (5,6)	5,9 (5,9)
Import	12,8 (12,7)	8,3 (7,9)	5,0 (6,0)	6,5 (6,5)
BNP	5,7 (5,5)	4,4 (4,6)	2,2 (2,3)	2,5 (2,5)
BNP, kalenderkorrigerad	5,4 (5,3)	4,4 (4,6)	2,6 (2,7)	2,5 (2,5)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	3,7 (3,6)	3,1 (3,8)	2,5 (2,4)	2,3 (2,4)
Nettoexport*	0,0 (-0,1)	1,0 (0,8)	0,6 (0,2)	0,1 (0,1)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,2 (6,2)	6,4 (6,6)	6,7 (6,4)	6,5 (6,3)

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

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

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

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

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

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

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

Tabell 8. Alternativscenario: löneökningar utöver produktivitetsutvecklingen
Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013
Arbetskostnad per timme	3,8 (3,8)	3,9 (3,6)	4,8 (3,8)
KPIF	1,6 (1,6)	2,0 (1,7)	2,5 (2,1)
KPI	3,1 (3,1)	3,1 (2,7)	3,3 (2,8)
Arbetslöshet, procent	7,4 (7,4)	6,8 (6,7)	7,1 (6,4)
Arbetsproduktivitet	2,6 (2,6)	1,5 (1,5)	2,0 (1,8)
BNP, kalenderkorrigerad	4,4 (4,4)	2,5 (2,6)	2,1 (2,5)
Reporänta, procent	1,8 (1,8)	2,9 (2,8)	3,6 (3,4)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 9. Alternativscenario: löneökningar drivna av ökad produktivitet
Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013
Arbetskostnad per timme	3,8 (3,8)	3,9 (3,6)	4,8 (3,8)
KPIF	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)	1,9 (2,1)
KPI	3,1 (3,1)	2,6 (2,7)	2,6 (2,8)
Arbetslöshet, procent	7,4 (7,4)	6,6 (6,7)	6,0 (6,4)
Arbetsproduktivitet	2,6 (2,6)	2,3 (1,5)	3,0 (1,8)
BNP, kalenderkorrigerad	4,4 (4,4)	3,4 (2,6)	4,1 (2,5)
Reporänta, procent	1,8 (1,8)	2,8 (2,8)	3,4 (3,4)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 10. Alternativscenario: fördjupad statsfinansiell kris
Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. TCW-vägda omvärldsvariabler.
Källor: SCB och Riksbanken

Tabell 11. Alternativscenario: fördjupad statsfinansiell kris med mer expansiv penningpolitik
Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. TCW-vägda omvärldsvariabler.
Källor: SCB och Riksbanken

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

	2011	2012	2013
Reporänta, procent	2,0 (1,8)	3,0 (2,8)	3,4 (3,4)
BNP, kalenderkorrigerad	4,4 (4,4)	2,5 (2,6)	2,5 (2,5)
Timgap, procent	-0,7 (-0,7)	-0,1 (0,1)	0,2 (0,4)
Arbetslöshet, procent	7,4 (7,4)	6,8 (6,7)	6,6 (6,4)
BNP-gap, procent	-0,7 (-0,6)	0,0 (0,2)	0,4 (0,6)
KPIF	1,5 (1,6)	1,6 (1,7)	2,0 (2,1)
KPI	3,2 (3,1)	2,6 (2,7)	2,6 (2,8)

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken

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

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

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes.
Källor: SCB och Riksbanken

Översikt över fördjupningar 2008–2011[41]

2008

2008:1 Energipriser och svensk inflation
2008:1 Stigande livsmedelspriser
2008:1 Riksbankens företagsundersökning
2008:2 Ökningstakten i KPIX understiger KPI under lång tid
2008:2 Hur används mått på underliggande inflation i den penningpolitiska analysen?
2008:2 Realräntans utveckling
2008:2 Riksbankens företagsundersökning: konjunkturen dämpas och kostnaderna stiger
2008:3 Den finansiella krisens utveckling under september och oktober
2008:3 Finanspolitik: antaganden och prognoser
2008:3 Riksbankens företagsundersökning: snabb avmattning och utbredd pessimism

2009

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

2010

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

2011

2011 Februari Finanskrisens effekter på arbetsmarknaden – en jämförelse av Sverige, euroområdet och USA
2011 Februari Lägre styrränta i omvärlden och i Sverige
2011 Februari Hur gör Riksbanken prognoser på längre marknadsräntor?
2011 Februari Effekter av Basel III på den makroekonomiska utvecklingen

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

Tidigare räntebeslut[42]

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

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

Ordlista

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

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

Avkastningskurva: Binder samman marknadens räntesatser för olika löptider.

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

ECB: Europeiska centralbanken.

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

Enhetsarbetskostnad: Arbetskostnad (se definition) per producerad enhet.

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

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

Fed: Den amerikanska centralbanken Federal Reserve.

Fed funds rate: Federal Reserves styrränta.

Finansiella marknader: 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 i dag. 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 som har utvecklats som ett inom EU jämförbart mått på inflationen. HIKP skiljer sig från KPI vad avser både beräkningsmetoder och täckning, till exempel ingår inte bostadsräntor i HIKP.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Köpeskillingskoefficient: En fastighets köpeskilling dividerat med dess taxeringsvärde.

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

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

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

Obligationsmarknad: Se räntemarknad.

Penningmarknad: Se räntemarknad.

Penningmarknadsinstrument: Se räntemarknad.

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

Penningpolitik: Riksbankens åtgärder för att bevara värdet på pengar.

PPR: Penningpolitisk rapport.

PPU: Penningpolitisk uppföljning.

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

Realränta: Egentligen den riskfria reala (det vill säga uttryckt i köpkraftsenheter) avkastningen på en realobligation. Eftersom likvida realobligationer ofta inte finns för relevanta löptider beräknas realräntan i praktiken oftast enligt den så kallade Fisherekvationen 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.

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 som till exempel statsskuldväxlar och certifikat, vanligen med löptider upp till ett år.

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

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

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

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

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

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

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

TCW-index: Index för den svenska kronans växelkurs.

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

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

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

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

Tillgångspriser: I huvudsak avses priset på aktier och fastigheter.

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

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

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

SVERIGES RIKSBANK

PRODUKTION: SVERIGES RIKSBANK. TRYCK: JERNSTRÖM OFFSET AB
ISSN 1654-1049