



# Penningpolitisk rapport

Juli 2012



## 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.<sup>1</sup> 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 3 juli 2012. Rapporten finns tillgänglig på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://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](mailto:kontorsservicecenter@riksbank.se)  
Adress: Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm  
Telefon: 08-787 00 00

Mer information om Riksbanken finns på: [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

---

<sup>1</sup> 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<sup>2</sup>

- 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 real ekonomin.
- 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.

<sup>2</sup> En utförlig beskrivning av den penningpolitiska strategin finns i skriften *Penningpolitiken i Sverige*. Skriften finns i PDF-format på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

# Innehåll

- KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna **7**
  - Orosmoln i Europa skuggar svensk ekonomi **7**
  - Risker i euroområdet tynger omvärlden **9**
  - Fortsatt svensk tillväxt trots ökad oro **13**
  - Penningpolitiska överväganden **19**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **21**
  - Alternativscenario: Fördjupad skuldkris i Europa **22**
  - Alternativscenario: Förtroendet återvänder snabbare **25**
  - Alternativa banor för reporäntan **26**
- KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin **29**
  - Skuldkrisen har inneburit förnyad marknadsoro **29**
  - Svag tillväxt men stora skillnader i omvärlden **33**
  - Svensk ekonomi försvagas den närmaste tiden **36**
- FÖRDJUPNINGAR
  - Skuldkrisen i Europa – utvecklingen under våren **41**
  - Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad **45**
  - Varför har inflationen varit lägre i Sverige än i euroområdet? **52**
- Appendix **55**
  - Tabeller **56**
  - Fördjupningar 2009–2012 **60**
  - Räntebeslut 2008–2012 **61**
  - Ordlista **62**



# ■ Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning

## ■ Reporäntan oförändrad på 1,50 procent

**Efter en ljus inledning på året skuggas svensk ekonomi av orosmolnen i Europa. Trots oron fortsätter den svenska ekonomin att växa, om än svagt. Samtidigt är inflationen låg. För att understödja konjunkturen och få en inflation i linje med målet på 2 procent behöver räntan vara fortsatt låg. Riksbankens direktion har därför beslutat att lämna reporäntan oförändrad på 1,50 procent och revidera ner reporäntebanan något.**

## ■ Orosmoln i Europa skuggar svensk ekonomi

Oron på finansmarknaderna i Europa har ökat och konjunkturedgången i euroområdet väntas bli utdragen. Flera euroländer står inför betydande utmaningar. Arbetet med att komma tillrätta med problemen fortgår men mycket återstår innan långsiktigt hållbara lösningar är på plats. Samtidigt som BNP i södra Europa faller den närmaste tiden, väntas dock många av Sveriges viktigaste handelspartner fortsätta att växa, om än i långsam takt.

Utvecklingen i svensk ekonomi har hittills i år varit starkare än väntat. Hushållens konsumtion och företagens investeringar ökade relativt kraftigt i början av året samtidigt som arbetslösheten varit lägre än förväntat. Men den svaga utvecklingen i euroområdet dämpar svensk export och den ökade oron påverkar stämningläget hos hushåll och företag. BNP-tillväxten väntas därför bli svag under en tid framöver och arbetslösheten stiger något.

Inflationen är i nuläget låg, vilket beror på att kostnadstrycket varit lågt och att kronan stärktes efter finanskrisen 2008-2009. I takt med att oron i euroområdet avtar väntas dock den svenska konjunkturen stärkas, resursutnyttjandet bli högre och inflationen stiga.

## ■ Fortsatt låg ränta stimulerar ekonomin

För att understödja konjunkturen och få en inflation i linje med målet på 2 procent har Riksbankens direktion beslutat att lämna reporäntan oförändrad på 1,50 procent. Reporäntan väntas vara kvar på denna låga nivå drygt ett år framöver. Därefter, när inflationstrycket stiger, behöver reporäntan gradvis höjas. En sådan utveckling för reporäntan bidrar till att stabilisera inflationen kring 2 procent och resursutnyttjandet i ekonomin kring en normal nivå. Jämfört med beslutet i april har reporäntebanan justerats ner något till följd av försämrade omvärldsutsikter.

## ■ Den ekonomiska utvecklingen är osäker

Osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen är mycket stor. Läget i euroområdet är problematiskt och kan förvärras, vilket kan få ytterligare negativa effekter på svensk ekonomi. I ett sådant läge kan reporäntan behöva bli lägre. Men förtroendet för den ekonomiska utvecklingen kan också återvända snabbare än väntat, vilket kan leda till en högre efterfrågan i svensk ekonomi. Detta skulle i så fall motivera en högre reporäntebana.





## ■ KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Den svenska ekonomin växte i god takt under inledningen av året. Tillväxtutsikterna har dock försämrats, delvis som en följd av att oron på de finansiella marknaderna för skuldcrisen i euroområdet återigen har ökat. Utmaningarna för euroområdet är betydande och osäkerheten om den framtida utvecklingen är stor. Riksbanken antar att problemen kan hanteras så att en fördjupad finansiell kris undviks. I de euroländer som är viktigast för svensk export bedöms BNP fortsätta att växa, om än långsammare än normalt. Den amerikanska ekonomin väntas växa i normal takt den närmaste tiden medan tillväxtekonomierna bidrar till att hålla uppe tillväxten i världsekonomin.

I Sverige var den ekonomiska utvecklingen under inledningen av året starkare än förväntat. Men svag efterfrågan på svensk export väntas dämpa tillväxten framöver. Förtroendet bland svenska företag och hushåll påverkas av den ökade finansiella oron. Efterfrågan väntas ändå fortsätta att växa och arbetsmarknaden bedöms utvecklas relativt väl. Inflationen bedöms vara fortsatt låg den närmaste tiden. I takt med att oron i euroområdet avtar väntas den svenska konjunkturen successivt stärkas och inflationen stiga.

För att understödja konjunkturen och få en inflation i linje med målet behöver penningpolitiken vara expansiv. Riksbankens direktion har därför beslutat att behålla reporäntan på 1,50 procent. Reporäntan bedöms vara kvar på ungefär denna nivå drygt ett år. Jämfört med det penningpolitiska beslutet i april har reporäntebanan justerats ner något till följd av de försämrade omvärldsutsikterna. Sammantaget bidrar penningpolitiken till att KPIF-inflationen stabiliseras runt 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå under senare delen av prognosperioden.

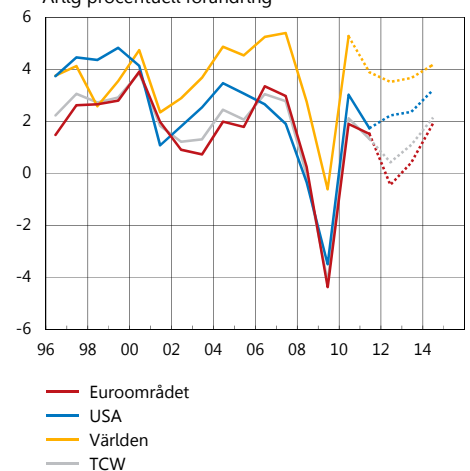
### Orosmoln i Europa skuggar svensk ekonomi

#### ■ Utvecklingen i södra Europa har lett till ökad oro

Under slutet av våren har oron på de finansiella marknaderna återigen ökat med utvecklingen i Grekland och Spanien i fokus. Spanien fortsätter att brottas med statsfinansiella problem samtidigt som problemen i banksektorn har blivit mer akuta. I juni annonserade eurogruppen ett lånelöfte på upp till 100 miljarder euro och den spanska regeringen har ansökt om stöd för att öka kapitaltäckningen i landets banker. Efter parlamentsvalet i Grekland som hölls i maj lyckades inte de politiska partierna som förhandlat fram stödpaketet från EU och IMF forma en hållbar regeringskoalition och detta har skapat spekulationer om ett grekiskt utträde ur eurosamarbetet. Trots att partier som står bakom stödpaketet har bildat regering efter omvalet den 17 juni består osäkerheten om förmågan att implementera tillräckliga reformåtgärder. Vid Europeiska rådets möte den 28 juni beslutades om nya åtgärder för att hjälpa skuldyngda länder. Vad effekterna av dessa beslut blir återstår att se (se fördjupningen "Skuldcrisen i Europa – utvecklingen under våren").

Världsekonomin väntas växa med i genomsnitt 3,8 procent under prognosperioden (se diagram 1:1), vilket är i linje med ett historiskt genomsnitt. Men tillväxten i TCW-vägd BNP, som är ett mått på global BNP utifrån svenska handelsmönster, dämpas från 1,3 procent 2011 till 0,4 procent i år. Detta beror främst på den svaga utvecklingen i euroområdet som har stor vikt i TCW-vägd BNP. Skill-

Diagram 1:1. BNP i olika regioner  
Årlig procentuell förändring

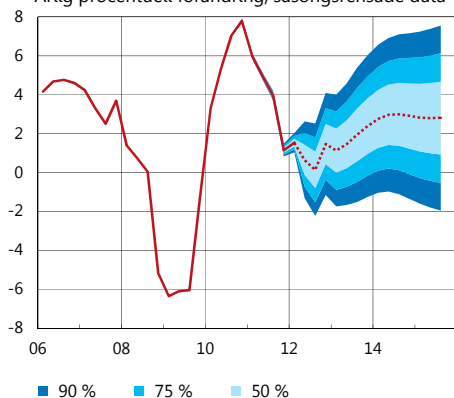


Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och Riksbanken

**Diagram 1:2. BNP med osäkerhetsintervall**

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

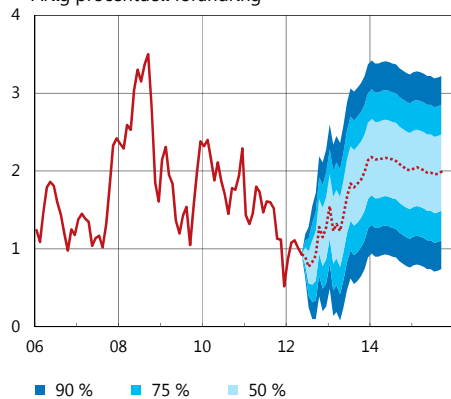


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. För BNP råder det osäkerhet även om utfallen eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:3. KPIF med osäkerhetsintervall**

Årlig procentuell förändring

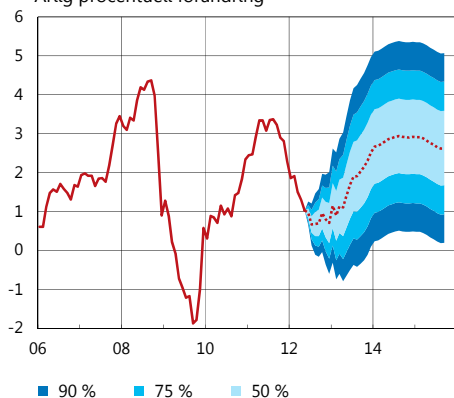


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:4. KPI med osäkerhetsintervall**

Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

naderna mellan euroländerna är stora. De akuta problemen är i dagsläget begränsade till en handfull länder. Effekterna av den förnyade oron blir dock kännbara i hela euroområdet och den ekonomiska utvecklingen väntas därför bli svagare än vad som antogs i den penningpolitiska uppföljningen i april. Däremot fortsätter viktiga handelspartner i Sveriges närområde att växa, om än långsammare än normalt.

Även om risken för en betydligt sämre utveckling i euroområdet har ökat, antar Riksbanken att skuldskrisen i södra Europa, som innefattar både svaga offentliga finanser och problem i banksektorn, kommer att hanteras så att den akuta fasen successivt klingar av och långsiktigt hållbara lösningar så småningom kommer på plats. Utmaningarna är dock stora och det kommer att krävas ytterligare insatser från regeringar och centralbanker. Jämfört med vad som antogs i den penningpolitiska uppföljningen i april bedöms oron och osäkerheten kring utvecklingen i euroområdet finnas kvar under en längre period och avta först under 2013.

### ■ Utvecklingen i euroområdet dämpar tillväxten i Sverige

Den svenska ekonomin växte i relativt god takt under inledningen av året. Riksbanken bedömer dock att effekterna av den förnyade oron under våren kommer att dämpa tillväxten framöver (se diagram 1:2). Detta beror dels på svag omvärldsefterfrågan, dels på att den förnyade finansiella oron leder till lägre förtroende bland svenska hushåll och företag. Konsekvenserna för den svenska ekonomin bedöms dock mildras av bland annat god konkurrenskraft, sunda offentliga finanser och motståndskraftiga banker.

Trots den ökade osäkerheten om konjunkturutsikterna efter sommaren 2011, inklusive den senaste tidens förnyade oro, har den svenska arbetsmarknaden utvecklats bättre än väntat. Den svaga tillväxten den närmaste tiden väntas dock medföra att sysselsättningen blir i stort sett oförändrad under innevarande år för att sedan öka igen under loppet av 2013.

Inflationen i den svenska ekonomin är för närvarande låg. Förstärkningen av den svenska kronan efter den finansiella krisen 2008-2009 har bidragit till att dämpa inflationen. Dessutom har resursutnyttjandet varit lägre än normalt och en låg ökningstakt i arbetskostnaderna har också bidragit till att hålla ner inflationen (se diagram 1:3 och 1:4). Under loppet av 2013 stiger inflationen återigen, vilket bland annat hänger samman med att tillväxten tar fart och resursutnyttjandet blir högre.

### ■ Fortsatt låg ränta stimulerar ekonomin

Med en låg inflation och ett resursutnyttjande som är lägre än normalt behöver penningpolitiken vara fortsatt expansiv.<sup>3</sup> Riksbankens direktion har därför beslutat att lämna reporäntan oförändrad på 1,50 procent och bedömer att den behöver vara kvar på denna låga

<sup>3</sup> Med expansiv penningpolitik avses här att reporäntan är låg i förhållande till ett historiskt genomsnitt.

nivå drygt ett år framöver. Jämfört med det penningpolitiska beslutet i april har räntebanan justerats ner något mot bakgrund av de försämrade omvärldsutsikterna. När inflationstrycket stiger behöver reporäntan gradvis höjas (se diagram 1:5). En sådan utveckling för reporäntan bidrar till att stabilisera inflationen kring 2 procent och resursutnyttjandet i ekonomin på en normal nivå.

En förutsättning för denna bedömning är att den europeiska skuldskrisen hanteras så att den akuta fasen successivt klingar av och långsiktigt hållbara och trovärdiga lösningar så småningom kommer på plats. Skulle den finansiella oron eskalera och spridas på ett dramatiskt sätt ställs penningpolitiken i Sverige inför en helt annan situation och behöver sannolikt läggas om i en mer expansiv riktning.

## Risker i euroområdet tynger omvärlden

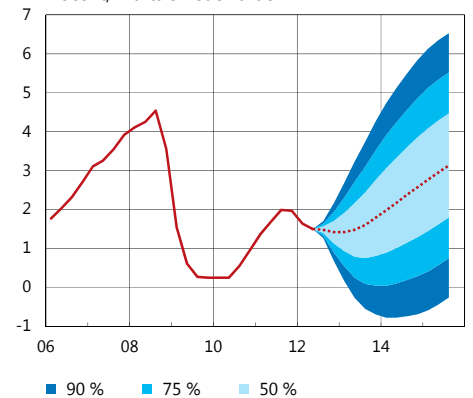
### ■ Ökad oro på de finansiella marknaderna

Oron över den statsfinansiella situationen och problemen i banksektorn i euroområdet fortsätter att påverka de finansiella marknaderna. De treårslån som Europeiska centralbanken (ECB) vid årsskiftet erbjöd banker verksamma i euroområdet bidrog till att oron på de finansiella marknaderna minskade något under inledningen av 2012. Statsobligationsräntor i bland annat Spanien och Italien sjönk också då banker i dessa länder delvis finansierade köp av statsobligationer med lånen. Men trots dessa lån och andra åtgärder som vidtagits ökade osäkerheten kring utvecklingen i flera länder i euroområdet under våren. Detta avspeglas bland annat i att statsobligationsräntorna i Spanien och Italien har stigit (se diagram 1:6).

Att oron tilltog beror till viss del på att utvecklingen i Grekland åter har spätt på spekulationerna om ett eventuellt grekiskt utträde ur eurosamarbetet. De partier som förhandlat fram stödpaketet fick inte väljarnas stöd i parlamentsvalet i maj. Trots att partier som står bakom stödpaketet har bildat regering efter omvalet den 17 juni består osäkerheten om förmågan att implementera tillräckliga reformåtgärder. Spanien fortsätter samtidigt att brottas med problem i banksektorn och de offentliga finanserna. För att möjliggöra en höjd kapitaltäckningsnivå i den spanska banksektorn utfärdade eurogruppen i början på juni ett lånelöfte på upp till 100 miljarder euro och Spanien har formellt ansökt om stöd. Den ökade oron för situationen i Spanien också har satt ytterligare fokus på Italien. Oron bland investerare grundar sig framför allt på osäkerheten om förmågan att genomföra nödvändiga åtgärder för att hantera Italiens stora stats-skuld.

För att stabilisera situationen i euroområdet på kort sikt kom Europeiska rådet i slutet av juni överens om ett antal olika åtgärder relaterade till hur stödfonderna EFSF och ESM ska kunna användas. Till exempel ges möjlighet att med stödfonderna rekapitalisera bank-system direkt utan att det aktuella landets stats-skuld belastas. På så sätt hoppas man kunna bryta en länk mellan bankers och länders

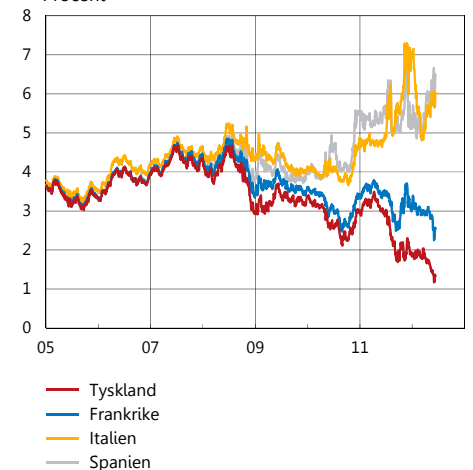
**Diagram 1:5. Reporänta med osäkerhetsintervall**  
Procent, kvartalsmedelvärden



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

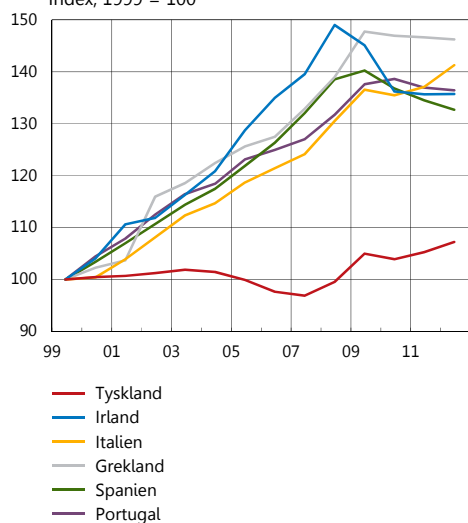
Källa: Riksbanken

**Diagram 1:6. Statsobligationsräntor, 10 års löptid**  
Procent



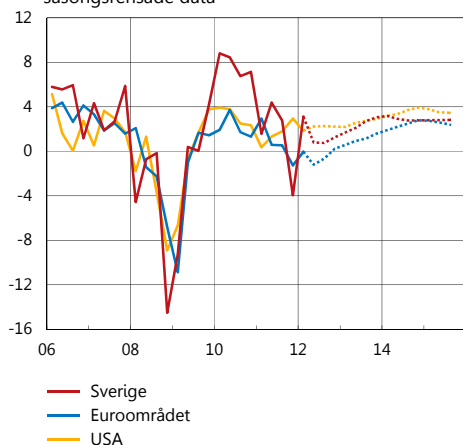
Källa: Reuters EcoWin

**Diagram 1:7. Arbetskostnad per producerad enhet**  
Index, 1999 = 100



Källa: OECD

**Diagram 1:8. BNP i Sverige, euroområdet och USA**  
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

kreditvärdighet. Den initiala marknadsreaktionen har varit positiv men osäkerhet om implementering och detaljer, liksom om tillräckligheten i stödfondernas kapacitet, gör att det ännu är för tidigt att säga något om effekten av dessa överenskommelser (se fördjupningen "Eurokrisen – utvecklingen under våren" i denna rapport).

Att komma till rätta med underliggande strukturella svagheter, såsom höga offentliga skulder, problem i banksektorn och svag konkurrenskraft kommer att ta tid.<sup>4</sup> Den finansiella oron väntas bestå tills en trovärdig strategi för att långsiktigt hantera dessa problem kommer på plats. Jämfört med vad som antogs i den penningpolitiska uppföljningen i april bedöms nu oron och osäkerheten kring utvecklingen i euroområdet finnas kvar under en längre period och klinga av först under 2013.

De finansiella marknaderna är starkt integrerade, vilket gör att även svenska finansiella förhållanden påverkas av den internationella oron. Genomslaget begränsas dock av Sveriges förhållandevis goda ekonomiska utveckling och sunda statsfinanser. Riksbanken bedömer att de svenska storbankerna är välkapitaliserade i ett internationellt perspektiv och att de kan klara en betydligt sämre ekonomisk utveckling än i prognosen.<sup>5</sup>

#### ■ Mer utdragen konjunkturedgång i euroområdet

Den realekonomiska utvecklingen i euroområdet fortsätter att präglas av skuldkrisen och förutsättningarna för tillväxt har blivit sämre jämfört med Riksbankens prognos i april. Detta beror på att den förnyade oron under våren väntas leda till stramare kreditförhållanden och sämre förtroende hos hushåll och företag, vilket dämpar investeringar och konsumtion. Finanspolitiken i euroområdet väntas under 2012–2013 präglas av åtstramningar som behövs för att vända skuldutvecklingen i flera länder. Vid sidan av de akuta åtgärder som krävs för att hantera likviditetsproblem och återställa förtroendet hos de finansiella marknaderna och allmänheten kommer det också att krävas ett fortsatt starkt fokus på att få till stånd långsiktiga lösningar. Många länder inom euroområdet behöver till exempel stärka konkurrenskraften (se diagram 1:7) för att skapa förutsättningar för ut hållig tillväxt. En fortsatt anpassning av kostnadstrycket till mer konkurrenskraftiga nivåer är en viktig del i dessa långsiktiga lösningar.

Sammantaget bedöms tillväxten i euroområdet bli svagt negativ 2012 och något positiv 2013. Därefter blir tillväxten gradvis högre (se diagram 1:8). Utvecklingen väntas därmed bli svagare än vad som antogs i den penningpolitiska uppföljningen i april.

Skillnaderna i den ekonomiska utvecklingen mellan euroländerna är stora. Samtidigt som BNP i södra Europa väntas falla under 2012 fortsätter många av Sveriges viktigaste handelspartner att växa, om än svagt. Tyskland har en stark arbetsmarknadsutveckling och en löneökningstakt som ligger över ett historiskt genomsnitt. Detta kan i

<sup>4</sup> Se fördjupningen "Eurosamarbetet och skuldkrisen" i Penningpolitisk rapport, februari 2012.

<sup>5</sup> Se Finansiell stabilitet, 2012:1.

viss mån bidra till att stödja efterfrågan i euroområdet och därmed delvis kompensera för den svaga efterfrågan i södra Europa.

I förhållande till det svaga konjunkturläget väntas inflationen i euroområdet vara hög den närmaste tiden. Detta beror bland annat på att importpriserna stiger när euron försvagas (se diagram 1:9). Dessutom bidrar höjningar av administrativa priser och momsatsar samt, i någon mån, de tyska löneavtalen till högre inflation. Fallande energipriser har däremot en dämpande effekt på inflationen den närmaste tiden.

Det kommer att finnas fortsatt gott om lediga resurser i euroområdet som helhet och det underliggande inflationstrycket väntas vara lågt under de närmaste åren. Penningpolitiken bedöms därmed förbli mycket expansiv under hela prognosperioden. Den stora mängd likviditet som Europeiska centralbanken tillfört det europeiska bank-systemet väntas fortsatt hålla de korta räntorna nära ECB:s inlåningsränta som i dagsläget är 0,25 procent.

### ■ Återhämtningen fortgår i USA

I USA fortsätter återhämtningen efter finanskrisen 2008-2009 och arbetslösheten har fallit, om än från en hög nivå. Den närmaste tiden väntas tillväxten vara måttlig. I prognosen antas att en långsiktig budgetkonsolidering kommer att inledas under 2013. Osäkerheten om finanspolitiken är dock stor och i hög grad beroende av resultatet i höstens president- och kongressval. Problemen i euroområdet bedöms ha en viss, men endast begränsad negativ effekt på tillväxten i USA.

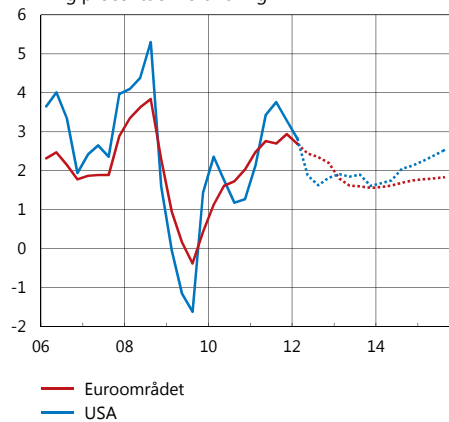
Trots budgetkonsolideringen väntas tillväxten i den amerikanska ekonomin successivt bli högre under loppet av 2013-2014. En gradvis starkare utveckling på den amerikanska arbets- och bostadsmarknaden (se diagram 1:10 och 1:11) väntas leda till stigande inkomster, ökat förtroende och därmed högre tillväxt i hushållens konsumtion. Företagens vinster är dessutom höga i dagsläget, vilket skapar utrymme för att investeringar och sysselsättning ska öka framöver.

Arbetslösheten bedöms fortfarande vara högre än den långsiktigt hållbara nivån och resursutnyttjandet är fortsatt lågt (se diagram 1:10). Detta tillsammans med ett lågt inflationstryck bidrar till att den amerikanska centralbanken förväntas ligga kvar med låga räntor en lång tid framöver.

### ■ Blandade utsikter på andra viktiga exportmarknader

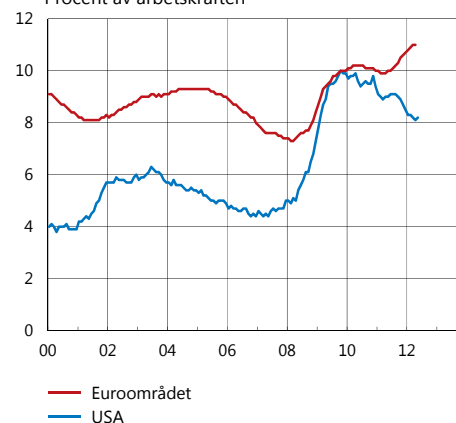
I Norge väntas en tillväxt på 3,7 procent i år. Den starka tillväxten beror på stora oljeinvesteringar och hög aktivitet inom oljerelaterade näringar och inom byggsektorn. En god reallöneutveckling, stora oljeinvesteringar och en expansiv penningpolitik förväntas bidra till en BNP-tillväxt runt 3 procent de närmaste åren. Inflationen i Norge är låg och förväntas endast stiga långsamt mot inflationsmålet på 2,5 procent.

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



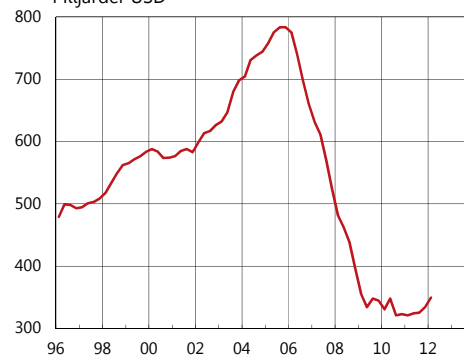
Anm. För euroområdet avses HIKP och för USA KPI.  
Källor: Bureau of Labor Statistics och Eurostat

**Diagram 1:10. Arbetslöshet i euroområdet och USA**  
Procent av arbetskraften

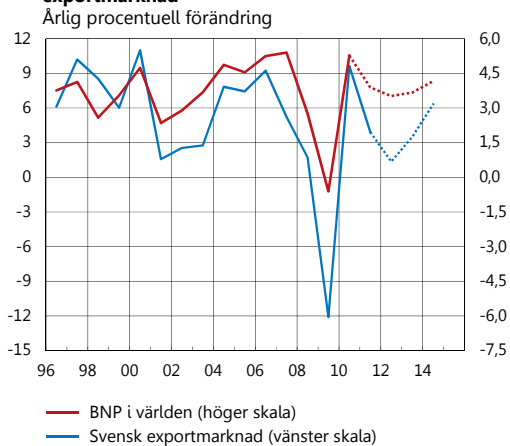


Källor: Nationella källor och Riksbanken

**Diagram 1:11. Bostadsinvesteringar i USA**  
Miljarder USD



Källa: Bureau of Economic Analysis

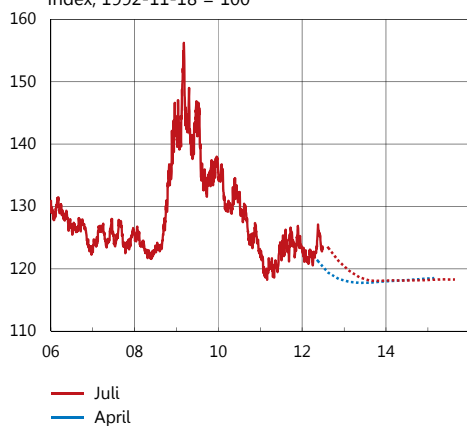
**Diagram 1:12. BNP i världen och svensk exportmarknad**

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

Källor: IMF och Riksbanken

**Diagram 1:13. Konkurrensvägd nominell växelkurs, TCW**

Index, 1992-11-18 = 100



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

Källa: Riksbanken

I Storbritannien väntas tillväxten vara nära noll i år, vilket föranlett den brittiska regeringen och centralbanken att annonsera nya åtgärder i syfte att stimulera efterfrågan. Tillväxten stärks sedan gradvis under prognosperioden i takt med att osäkerheten om utvecklingen i Europa klingar av, reallönerna börjar stiga och finanspolitiken blir allt mindre stram. Inflationen är i dagsläget högre än målet på 2 procent, men väntas sjunka under året till följd av ett dämpat inhemskt kostnadstryck, lägre energipriser och ett starkare pund. Inflationen väntas ligga nära inflationsmålet under större delen av prognosperioden.

I Danmark bedöms tillväxten bli svag i år, vilket bland annat beror på en fortsatt svag utveckling på arbets- och bostadsmarknaden. Stigande global efterfrågan, minskad osäkerhet om utvecklingen i Europa och en förbättrad konkurrenskraft bedöms leda till en gradvis högre tillväxt de kommande åren. Däremot hålls tillväxten tillbaka från 2013 och framåt till följd av en stramare finanspolitik. Inflationen bedöms falla tillbaka till följd av lägre energipriser och fallande enhetsarbetskostnader och stabiliseras kring 2 procent från och med nästa år.

#### ■ Tillväxtekonomierna understödjer den globala tillväxten

Trots den svaga utvecklingen i euroområdet bedöms världen som helhet växa med i genomsnitt 3,8 procent under prognosperioden, vilket är i linje med ett historiskt genomsnitt (se diagram 1:12). Detta hänger bland annat samman med att tillväxtekonomierna, i framför allt Asien och Latinamerika, fortsätter att växa ganska snabbt. En viss dämpning väntas dock av efterfrågan i tillväxtekonomierna framöver. I Kina har till exempel utvecklingen på fastighetsmarknaden fortsatt att dämpas, även om det finns tecken på en viss stabilisering. I kombination med svagare efterfrågan från Europa bedöms detta bidra till att den kinesiska BNP-tillväxten framöver blir svagare än 2010-2011. Tillväxten väntas dock överstiga 8 procent per år de närmaste åren.

#### ■ Kronan stärks när den finansiella oron bedarrar

Oron som präglade utvecklingen på de finansiella marknaderna har lett till stora svängningar på valutamarknaderna och kronan har försvagats sedan det penningpolitiska mötet i april (se diagram 1:13). Det är inte ovanligt att kronan försvagas under perioder med finansiell oro. När den finansiella oron avtar väntas Sveriges relativt sett goda ekonomiska utveckling och sunda statsfinanser medföra att kronan åter successivt stärks.

## Fortsatt svensk tillväxt trots ökad oro

### ■ Svensk tillväxt överraskade positivt under inledningen av året

Tillväxten i den svenska ekonomin var högre än väntat det första kvartalet i år. Detta beror bland annat på att en starkare inhemsk efterfrågan kompenserade för svag omvärldsefterfrågan. Riksbanken bedömer dock att den svenska tillväxten blir låg den närmaste tiden. Det beror främst på att den svaga utvecklingen i euroområdet dämpar efterfrågan på svensk export. Samtidigt väntas oron för en fördjupad statsfinansiell kris i flera länder i Europa påverka förtroendet bland svenska hushåll och företag, vilket dämpar tillväxten i konsumtion och investeringar.

Utvecklingen i tillväxtekonomierna stödjer dock tillväxten i världsekonomin som helhet. Dessutom finns det inhemska faktorer som stödjer den svenska ekonomin. Det handlar till exempel om att den svenska arbetsmarknaden utvecklas förhållandevis väl, att Sveriges offentliga finanser är sunda och att svenska banker är relativt välkapitaliserade. Detta bidrar bland annat till att hålla uppe förtroendet för den svenska ekonomin bland företag, hushåll och finansiella marknader. Sammantaget bedöms den svenska ekonomin därför fortsätta att växa, om än långsammare än normalt den närmaste tiden.

Tillväxten väntas bli 0,6 procent i år, vilket är något högre än prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i april. Upprevideringen beror på det oväntat starka BNP-utfallet för första kvartalet 2012, vilket påverkar helårssiffran för 2012. Kvartalstillväxten för det närmaste halvåret har däremot reviderats ner, bland annat till följd av den svagare utvecklingen i euroområdet (se diagram 1:14). BNP-tillväxten under 2013 har också reviderats ner något, till 1,7 procent. Prognosen för BNP-tillväxten 2014 är oförändrad på 2,8 procent. Sammantaget är revideringarna i BNP-prognosen små.

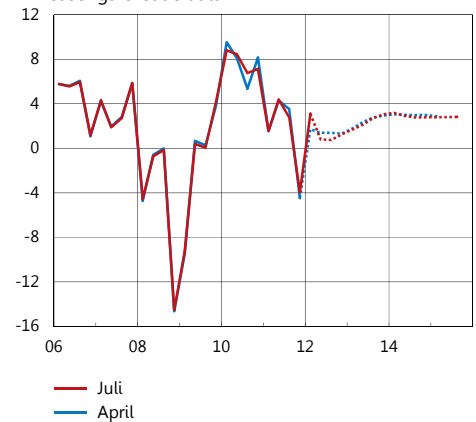
### ■ Svag efterfrågan på svensk export från Europa

Drygt två tredjedelar av den svenska exporten går till Europa. Den svaga utvecklingen i Europa bidrar därmed till att dämpa den samlade tillväxten på de svenska exportmarknaderna från 3,9 procent 2011 till 1,4 procent 2012. Indikatorer såsom orderingången till svensk exportindustri tyder också på att utvecklingen blir svag den närmaste tiden. Sveriges export väntas minska med 0,3 procent 2012, vilket kan jämföras med ökningen på 6,9 procent 2011 (se diagram 1:15). Den skarpa inbromsningen beror delvis på den svenska exportsammansättningen. Efterfrågan på verkstadsvaror, såsom maskiner och lastbilar, som lyfte den svenska varuexporten förra året, bedöms bli svagare när den internationella konjunkturen viker.

Tillväxten på Sveriges exportmarknader väntas sedan successivt bli högre i takt med att oron för en fördjupad kris klingar av. Detta bedöms bidra till att exporten växer med 3,4 procent 2013 och

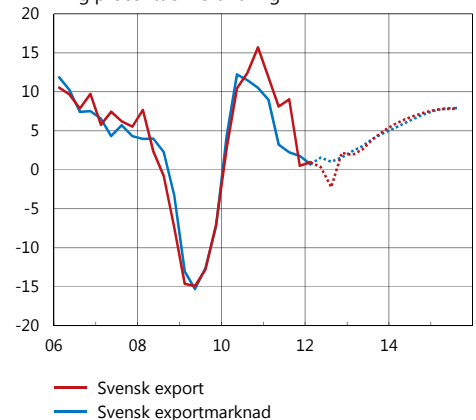
**Diagram 1:14. BNP**

Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

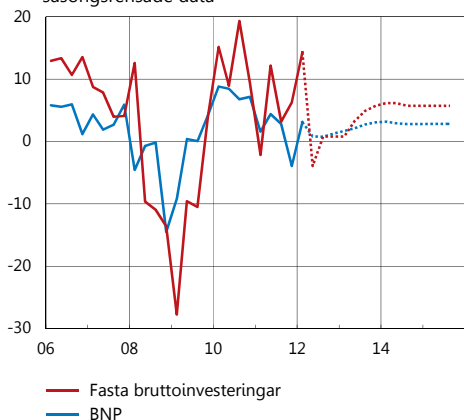
**Diagram 1:15. Export och svensk exportmarknad**  
Årlig procentuell förändring



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

Källor: SCB och Riksbanken

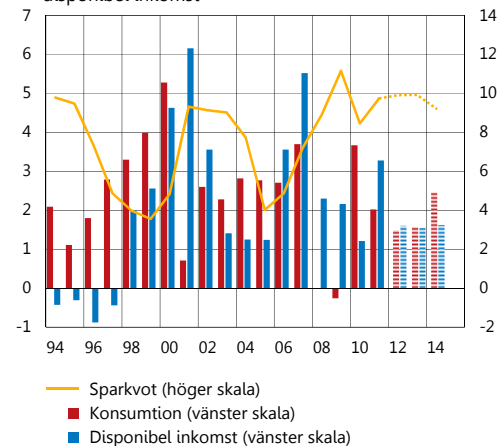
**Diagram 1:16. Fasta bruttoinvesteringar och BNP**  
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:17. Hushållens disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot**

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst



Anm. Sparkvoten är inklusive kollektivt försäkringssparande.

Källor: SCB och Riksbanken

6,5 procent 2014. Jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april är exporttillväxten nedreviderad under hela prognosperioden.

### ■ Investeringarna växer trots vikande efterfrågan

De totala fasta bruttoinvesteringarna har fortsatt att öka i god takt efter sommaren 2011, trots vikande konjunkturutsikter. Detta beror bland annat på att företagen fortfarande har behov av att ta igen det tapp i investeringarna som skedde i samband med finanskrisen 2008-2009 (se diagram 1:16).

Det är främst investeringarna inom tjänstesektorn som har drivit investeringsutvecklingen den senaste tiden, medan investeringarna i den konjunkturkänsliga industrin har utvecklats svagt. Investeringskvoten, det vill säga investeringarna som andel av produktionen, är därmed fortsatt mycket lägre än normalt inom industrin. Detta tyder på att det finns ett underliggande investeringsbehov inom industrin.

Bostadsinvesteringarna har fallit de senaste kvartalen och bedöms fortsätta att falla den närmaste tiden för att sedan successivt ta fart när konjunkturutsikterna för ekonomin som helhet stabiliseras.

Sammantaget väntas de totala investeringsvolymerna vara ungefär oförändrade på dagens nivåer en bit in på nästa år. Under 2013 väntas investeringarna växa i snabbare takt (se diagram 1:16). Detta innebär en tillväxt på 4,7 procent 2012, 1,5 procent 2013 och 5,5 procent 2014.

Företagen avvecklade sina lager under inledningen av 2012 efter en period av lageruppbbyggnad då lagren återställdes efter finanskrisen. I och med att konjunkturläget är osäkert bedöms företagen inte bygga upp sina lager den närmaste tiden. Detta innebär ett negativt lagerbidrag under 2012. På lite längre sikt väntas lagervolymerna växa i linje med efterfrågan, vilket innebär små positiva lagerbidrag 2013-2014.

### ■ Försiktiga svenska hushåll

Hushållens konsumtion stiger under prognosperioden, men ökningstakten bedöms bli lägre än normalt den närmaste tiden. Detta hänger främst samman med att oron för skuldkrisen i euroområdet bedöms dröja sig kvar.

Sysselsättningen är i princip oförändrad det närmaste året, vilket bidrar till att hålla tillbaka utvecklingen av hushållens disponibla inkomster, och därmed konsumtionsutvecklingen. Prisfallen på börserna och den svagare utvecklingen på bostadsmarknaden har dessutom lett till att hushållens förmögenhet minskat. Tillsammans med osäkra konjunkturutsikter väntas detta medföra att hushållen blir mer försiktiga, vilket normalt innebär att de konsumerar mindre och sparar mer. Hushållens sparkvot ligger dock redan på en förhållandevis hög nivå i utgångsläget och bedöms inte öka ytterligare (se diagram 1:17).

Sammantaget innebär detta att hushållens konsumtion ökar med cirka 1,5 procent både 2012 och 2013. I takt med att det eko-



nomiska läget förbättras, väntas sysselsättningen öka och hushållens förmögenheter stabiliseras. Därmed ökar hushållens disponibla inkomster samtidigt som sparandet minskar. Detta innebär i sin tur en högre tillväxt i konsumtionen. Under slutet av prognosperioden bedöms konsumtionen växa med ungefär 2,5 procent.

Det senaste året har tillväxten i hushållens skuldsättning fortsatt att dämpas, vilket bland annat hänger samman med att bostadspri- serna utvecklats svagare än tidigare, bostadsräntorna höjts och låne- begränsningar införts. Framöver bedöms hushållens skulder öka i en måttlig takt. Skuldernas andel av hushållens disponibla inkomst för- väntas därmed ligga kvar på drygt 170 procent av disponibel inkomst de kommande åren (se diagram 1:18).

### ■ Överskott i de offentliga finanserna

Riksbankens prognoser för finanspolitiken baseras på vad som histo- riskt sett kan betraktas som en normal utveckling av finanspolitiken i förhållande till konjunkturläget. Detta omfattar också att målet för de offentliga finanserna, ett överskott om 1 procent av BNP i genomsnitt under en konjunkturcykel, antas uppfyllas på sikt.<sup>6</sup>

Konjunkturförsvagningen bedöms bidra till att det offentliga sparandet exklusive ränteutgifter sjunker 2012 innan det ökar igen i takt med att efterfrågan och sysselsättningen vänder uppåt. Samti- digt innebär den låga och sjunkande statskulden i kombination med låga statsräntor att statens ränteutgifter som andel av BNP blir låga under prognosperioden.

Sammantaget medför detta att det offentliga finansiella sparand- et bedöms vara ungefär oförändrat som andel av BNP de närmaste två åren för att sedan stärkas 2014. Detta innebär små överskott som uppgår till 0,1 respektive 0,2 procent av BNP 2012-2013 och ett över- skott som uppgår till 1 procent av BNP 2014.

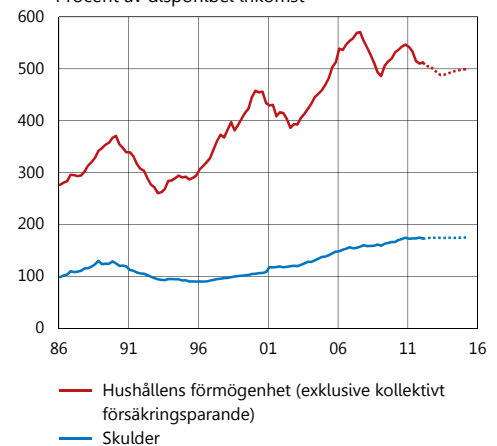
Inom ramen för denna bedömning väntas regeringen föreslå utgifts- och inkomstförändringar motsvarande sammanlagt 30 mil- jarder kronor för åren 2013 och 2014. Detta antagande är detsamma som i den penningpolitiska uppföljningen i april.

### ■ Svensk arbetsmarknad har utvecklats starkare än väntat

Den svenska arbetsmarknaden har utvecklats bättre än väntat jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i april. Arbetslöshet och sysselsättning var i princip oförändrade första kvar- talet. Arbetslösheten är dock fortfarande på en högre nivå än innan den finansiella krisen.

Konjunkturinstitutets företagsbarometer indikerar att företagens anställningsplaner för den närmaste tiden har dämpats, vilket är normalt givet att efterfrågan väntas bli svagare framöver. Riksbanken bedömer dock att det inte blir någon kraftig försämring på arbets- marknaden. Detta stöds av såväl Riksbankens egna företagsintervjuer som av andra arbetsmarknadsindikatorer. Antalet nyanmälda lediga

**Diagram 1:18. Hushållens förmögenhet och skulder**  
Procent av disponibel inkomst



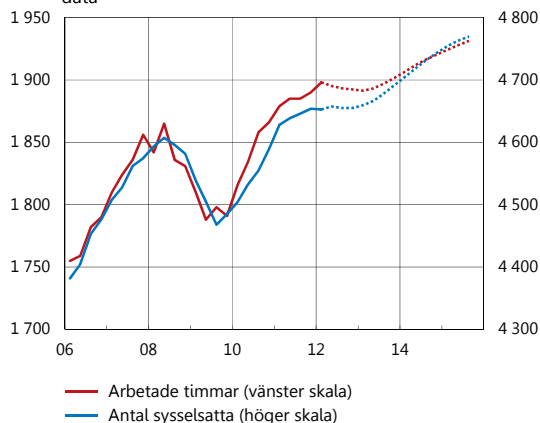
Anm. Det finns ingen regelbunden publicering av officiella data för hushållens totala förmögenhet. Serien avser Riksbankens uppskattning av hushållens finansiella tillgångar och tillgångar i bostäder. Första kvartalet 2012 är huvudsakligen utfall, från och med andra kvartalet 2012 baseras värdena på Riksbankens egna bedömningar.

Källor: SCB och Riksbanken

<sup>6</sup> Se fördjupningen "Finanspolitik: antaganden och prognoser" i Penningpolitisk rapport 2008:3.

**Diagram 1:19. Antal arbetade timmar och sysselsatta**

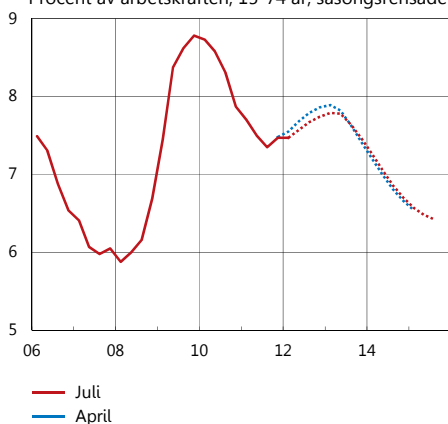
Miljontal respektive tusental, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:20. Arbetslöshet**

Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:21. RU-indikator**

Standardavvikelse



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

Källa: Riksbanken

platser är till exempel fortfarande högt, även om det inte längre ökar. Det syns inte heller någon tydlig uppgång i antalet varsel.

Den dämpade tillväxten den närmaste tiden innebär något lägre antal arbetade timmar, minskad sysselsättningsgrad och ökad arbetslöshet under 2012 (se diagram 1:19 och 1:20). Detta innebär att sysselsättningen väntas vara i stort sett oförändrad under innevarande år och att arbetslösheten väntas stanna vid som mest 7,8 procent under första halvåret 2013. Under loppet av 2013 ökar sysselsättningen i snabbare takt och mot slutet av prognoshorisonten faller arbetslösheten gradvis ner mot strax över 6 procent.

Jämfört med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i april har såväl arbetskraften som sysselsättningen och arbetade timmar utvecklats starkare än förväntat. Samtidigt bedöms arbetskrafts- och sysselsättningsnivåerna på längre sikt nu vara högre. Detta beror främst på en ny prognos över befolkningstillväxten från Statistiska Centralbyrån. Enligt denna kommer antalet personer i arbetsför ålder att vara betydligt fler framöver än vad som tidigare antagits, vilket bidrar till högre sysselsättnings- och arbetskraftsnivåer.

### ■ Penningpolitiken bidrar till ökat resursutnyttjande

Det finns inte någon allmänt vedertagen syn på hur resursutnyttjandet ska beräknas. Riksbanken använder därför ett antal olika indikatorer och statistiska metoder för att bedöma resursutnyttjandet och hur det kommer att utvecklas under de närmaste åren.

Kapacitetsutnyttjandet inom industrin är nu relativt normalt och ligger i linje med den historiskt genomsnittliga nivån. Bristen på arbetskraft har sjunkit tillbaka tydligt i de flesta branscher utom inom industrin (se diagram 3:27). Riksbankens indikator på resursutnyttjandet, som med hjälp av en statistisk metod sammanfattar information från enkäter och arbetsmarknadsdata, indikerar att resursutnyttjandet låg kvar under det normala det första kvartalet i år, på ungefär samma nivå som under det fjärde kvartalet ifjol (se diagram 1:21). Olika mått på resursutnyttjandet på arbetsmarknaden, såsom arbetslöshet, sysselsättningsgrad och timgap, tyder sammantaget också på att det finns lediga resurser i ekonomin.

Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet kommer att vara lägre än normalt under 2012 och 2013. En fortsatt låg reporänta bidrar dock till att BNP och arbetade timmar börjar växa snabbare under loppet av 2013. Detta bidrar i sin tur till att resursutnyttjandet och de flesta gap, som visar skillnaden mellan faktiska och långsiktigt hållbara nivåer, normaliseras och sluts under senare delen av prognosperioden (se diagram 1:22).

### ■ Högre kostnadstryck i svensk ekonomi

Industrins löneavtal som slöts i december i fjol etablerade en lönenorm för resten av arbetsmarknaden. Denna ger löneökningar motsvarande 2,6 procent per år. De löneavtal som slutits därefter visar på en stark följsamhet. Avtalen gäller för en period på 12 till

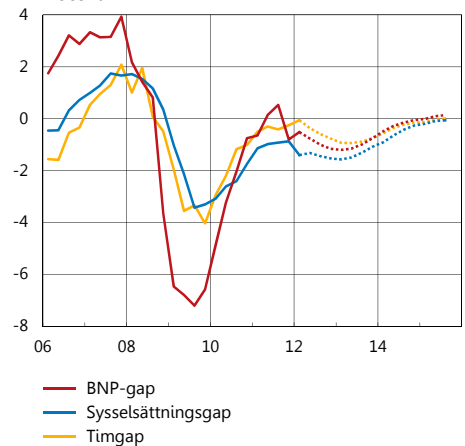
14 månader. I slutet av juni hade cirka 400 avtal tecknats, motsvarande cirka två miljoner anställda. Ytterligare knappt 200 avtal kvarstår att omförhandla under hösten 2012. Dessa omfattar omkring en halv miljon arbetstagare. I slutet av 2012 påbörjas en ny avtalsrörelse som sedan pågår under 2013.

En majoritet av företagen i Riksbankens företagsintervjuer, vilka genomfördes i maj i år, bedömer att ökningstakten i lönekostnaderna är oförändrad eller något högre på 12 månaders sikt. Prosperas undersökning från i juni i år visar att arbetstagar- och arbetsgivarorganisationerna förväntar sig en löneökningstakt kring 3 procent på både ett och två års sikt, vilket är i stort sett oförändrat jämfört med föregående undersökning.

Lönerna enligt konjunkturlönestatistiken bedöms öka snabbare under 2013 och 2014 än i år (se diagram 1:23). Konjunkturlönerna bedöms öka med i genomsnitt cirka 3,2 procent per år, vilket är något lägre än det historiska genomsnittet.

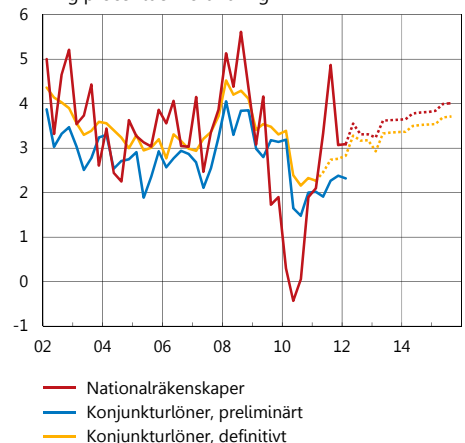
Kostnadstrycket i den svenska ekonomin bedöms öka i år för att därefter sjunka tillbaka under 2013 och 2014 (se diagram 1:24). En lägre tillväxt i arbetsproduktiviteten, vilket är normalt i ett läge med svagare konjunktur, medför att arbetskostnaderna per producerad enhet ökar snabbare i år än i fjol. I slutet av prognosperioden är tillväxttakten i arbetskostnaderna per producerad enhet i nivå med ett historiskt genomsnitt.

**Diagram 1:22. BNP- och arbetsmarknadsgap**  
Procent



Anm. BNP-gap avser BNP:s avvikelse från sin trend beräknat med en produktionsfunktion. Timmgap avser arbetade timmars avvikelse från Riksbankens bedömda trend för arbetade timmar.  
Källor: SCB och Riksbanken

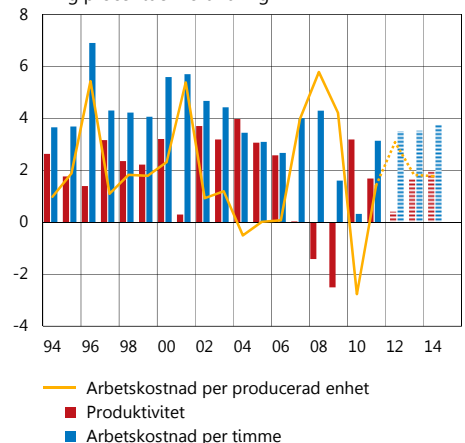
**Diagram 1:23. Löner enligt nationalräkenskaperna och enligt konjunkturlönestatistiken**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Konjunkturlönestatistiken de senaste 12 månaderna är preliminär och revideras vanligen upp. Den streckade gula linjen i diagramet visar Riksbankens bedömning av det slutliga utfallet enligt statistiken.

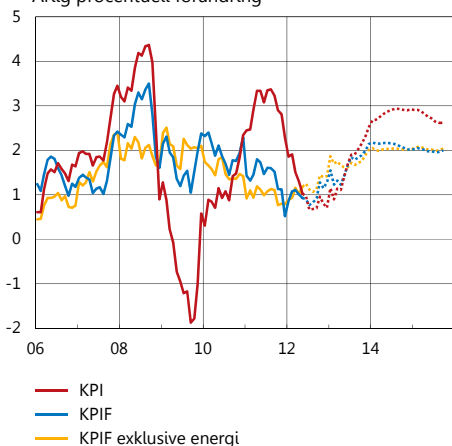
Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

**Diagram 1:24. Kostnadstryck i hela ekonomin**  
Årlig procentuell förändring



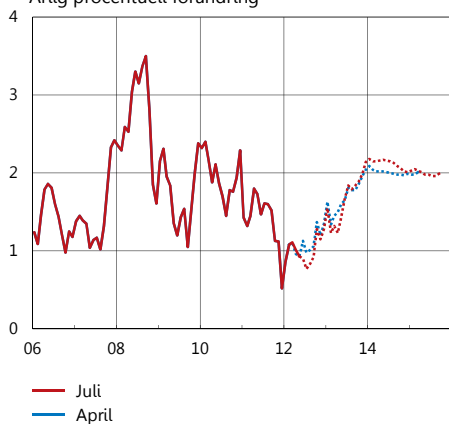
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:25. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi**  
Årlig procentuell förändring



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

**Diagram 1:26. KPIF**  
Årlig procentuell förändring



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

## ■ Låg men successivt stigande inflation

Inflationen är för närvarande låg. Den årliga ökningstakten i KPI uppgick till 1,0 procent i maj. Motsvarande ökningstakt i KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, var en tiondel lägre. De senaste årens låga resursutnyttjande, utdragna effekter av växelkursförstärkningen efter finanskrisen 2008-2009 och den låga ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet har bidragit till att hålla ner KPIF-inflationen. KPIF-inflationen bedöms ligga kvar runt 1 procent under större delen av innevarande år (se diagram 1:25). KPI-inflationen väntas falla ytterligare, bland annat som ett resultat av Riksbankens tidigare räntesänkningar, och som lägst uppgå till 0,7 procent under slutet av 2012.

Under loppet av 2013 stiger sedan KPIF-inflationen gradvis till runt 2 procent mot slutet av året, bland annat som en följd av att resursutnyttjandet ökar och löneökningstakten tilltar. Riksbankens räntehöjningar från mitten av 2013 innebär att KPI-inflationen stiger snabbare till strax under 3 procent 2014.

KPIF exklusive energi är något uppreviderad på kort sikt jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april till följd av en svagare krona och högre arbetskostnader per producerad enhet under den närmaste tiden. Energipriserna bedöms dock öka långsammare än vad som antogs i april, vilket innebär att KPIF-inflationen inklusive energi har reviderats ner i år och en bit in på nästa år. Under 2014 väntas energipriserna öka snabbare än tidigare bedömts och KPIF-inflationen är därmed uppreviderad (se diagram 1:26). På grund av den direkta effekten som en lägre reporäntebana ger på räntekostnadskomponenten i KPI har prognosen för KPI-inflationen reviderats ner mer än KPIF-inflationen.

## Penningpolitiska överväganden

### ■ Fortsatt låg ränta stimulerar ekonomin

Trots ökad oro i omvärlden fortsätter svensk ekonomi att växa. Under inledningen av året var BNP-tillväxten och utvecklingen på arbetsmarknaden starkare än väntat. Riksbanken bedömer dock att effekterna av den förnyade oron i euroområdet kommer att innebära en något svagare svensk tillväxt och oförändrad sysselsättning under resten av 2012. I takt med att oron i euroområdet avtar under 2013 tar tillväxten fart, resursutnyttjandet blir högre och den nu låga inflationen stiger.

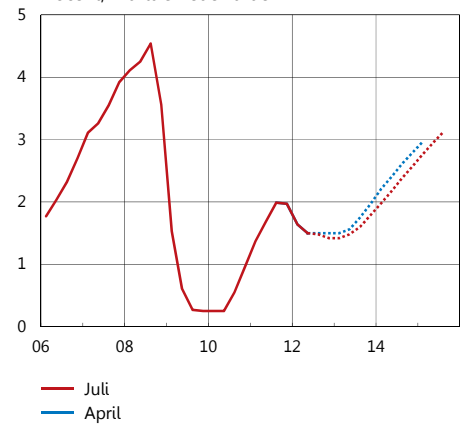
En avgörande fråga för det penningpolitiska beslutet har varit hur den oväntat starka svenska utvecklingen ska ställas mot den ökade oron för en sämre utveckling i euroområdet. Riksbankens direktion har beslutat att lämna reporäntan oförändrad på 1,50 procent och mot bakgrund av de försämrade omvärldsutsikterna har reporäntebanan justerats ned något (se diagram 1:27). För att inflationen ska stiga mot målet och resursutnyttjandet mot en normal nivå behöver reporäntan ligga kvar på dagens låga nivå drygt ett år. Den låga reporäntan medför att den reala reporäntan förväntas bli negativ under 2012-2013 (se diagram 1:28). Därefter, när inflationsstrycket stiger, behöver reporäntan gradvis höjas och den reala reporäntan blir positiv.

Den nedjusterade reporäntebanan innebär att sannolikheten att reporäntan sänks under hösten 2012 är något högre än att den höjs. Samtidigt bedöms reporäntan höjas i en något långsammare takt från mitten av 2013 jämfört med bedömningen i april.

### ■ Den ekonomiska utvecklingen är osäker

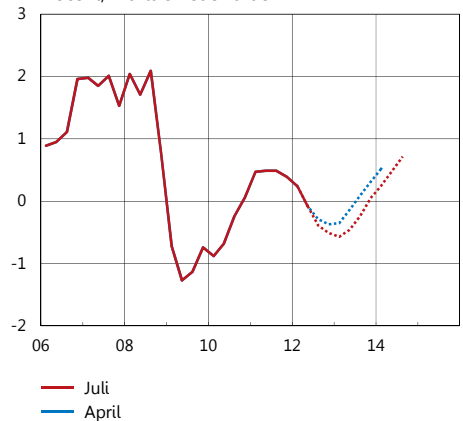
Osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden är för närvarande stor. Läget i euroområdet är problematiskt och de statsfinansiella problemen kan förvärras och medföra ytterligare negativa effekter på svensk ekonomi. Detta skulle kunna motivera en lägre reporänta i Sverige. Å andra sidan kan förtroendet för den ekonomiska utvecklingen återvända snabbare än väntat, vilket kan leda till en högre efterfrågan i svensk ekonomi och motivera en högre reporäntebana. Två sådana scenarier diskuteras mer utförligt i kapitel 2.

**Diagram 1:27. Reporänta**  
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

**Diagram 1:28. Real reporänta**  
Procent, kvartalsmedelvärden



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

Källa: Riksbanken



## ■ KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker

**De finansiella marknaderna präglas av en tilltagande oro för hur skuldkrisen i Europa ska hanteras. Om skuldkrisen förvärras ännu mer kan förlusterna i europeiska banker komma att öka och möjligheterna att finansiera sig på de finansiella marknaderna bli sämre. Förtroendet för den ekonomiska utvecklingen inom euroområdet skulle i så fall kraftigt försämrats. Penningpolitiken kommer då att behöva vara mer expansiv än i huvudscenariot för att motverka de negativa effekterna på inflationen och resursutnyttjandet i Sverige.**

**En trovärdig och snabb hantering av de akuta skuldproblemen i kombination med långsiktiga åtgärder kan å andra sidan medföra att den finansiella oron klingar av snabbare än i huvudscenariot. Det skulle kunna leda till att konsumentförtroendet snabbt förstärks i Sverige och att företagen börjar investera och anställa i en snabbare takt. Med en sådan utveckling skulle reporäntan behöva höjas snabbare än i huvudscenariot.**

I huvudscenariot bedöms att oron kring skuldkrisen i Europa kommer att bestå under en längre tid. Kreditförhållandena på de finansiella marknaderna i euroområdet stramas åt ytterligare och finanspolitiken präglas av stark återhållsamhet. Hushållen är pessimistiska om framtiden och förtroendet för den ekonomiska utvecklingen är lågt. Men långsiktigt hållbara lösningar kommer så småningom på plats och den finansiella oron klingar av under 2013.

Den framtida ekonomiska utvecklingen är dock osäker. Det finns en rad omständigheter som kan ge upphov till en annorlunda ekonomisk utveckling och därför motivera en annan utformning av penningpolitiken än den som beskrivs i huvudscenariot. Det här kapitlet redovisar två alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen i omvärlden som skiljer sig från huvudscenariot. Syftet med scenarierna är att belysa den osäkerhet som råder och de risker som bedöms vara särskilt viktiga för närvarande.<sup>7</sup>

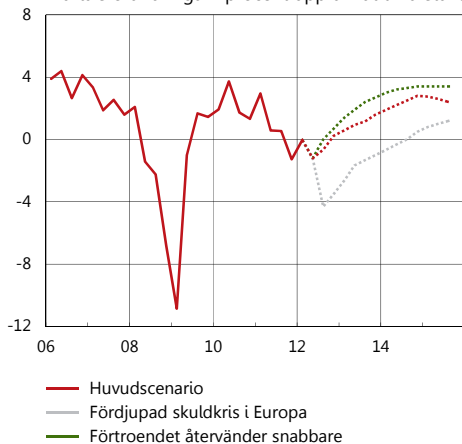
Det första alternativscenariot belyser effekterna av en fördjupad skuldkris i Europa. Trovärdiga lösningar av den akuta skuldkrisen låter vänta på sig och förtroendet för den ekonomiska utvecklingen inom euroområdet försämrats kraftigt. Det leder till att bankerna drabbas av ökade förluster, samtidigt som deras möjligheter att finansiera sig på de finansiella marknaderna blir sämre. Det leder i sin tur till ökade riskpremier, ytterligare kreditåtstramningar och större påfrestningar på statsfinanserna. Den finansiella oron sprids i viss utsträckning även till länder utanför euroområdet och konjunkturen i omvärlden blir betydligt svagare. Det resulterar i att både inflationen och resursutnyttjandet i Sverige blir lägre än i huvudscenariot. Reporäntan sänks därför så att de negativa effekterna på inflationen och resursutnyttjandet begränsas. Detta scenario innebär dock inte att den finansiella oron eskalerar och sprids på samma dramatiska sätt som var fallet efter Lehman Brothers konkurs hösten 2008.

Om, å andra sidan, trovärdiga åtgärder för att lösa den akuta skuldkrisen kommer på plats tidigare än väntat kan den finansiella oron lösas upp snabbare än i huvudscenariot. Det andra alternativ-

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

**Diagram 2:1. BNP i euroområdet**

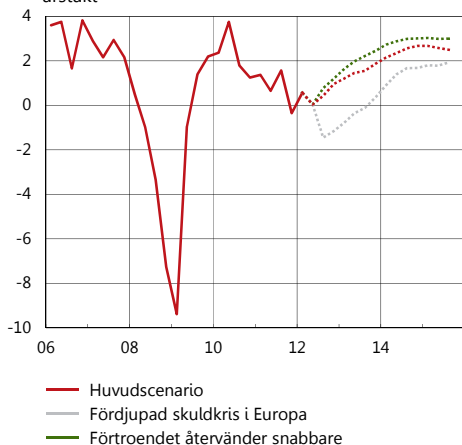
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt



Källor: Nationella källor och Riksbanken

**Diagram 2:2. BNP i omvärlden**

TCW-vägd, kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt

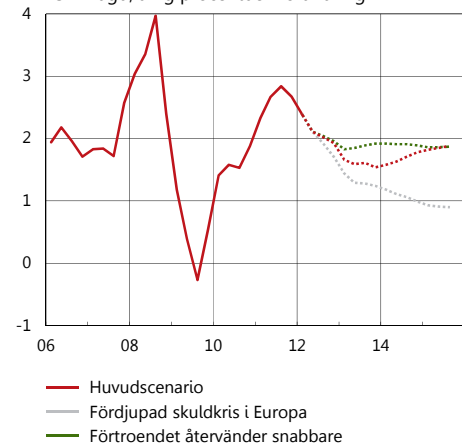


Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

**Diagram 2:3. Inflation i omvärlden**

TCW-vägd, årlig procentuell förändring



Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

scenariot belyser effekterna av en sådan utveckling. Om detta inträffar kan konsumentförtroendet återvända snabbare i Sverige och företagen börja investera och anställa i en snabbare takt. Resursutnyttjandet och inflationen blir då högre än i huvudscenariot och behovet av en mer expansiv penningpolitik inte lika stort. Banan för reporäntan blir därför högre än i huvudscenariot.

Avslutningsvis visas i detta kapitel två räkneexempel för hur alternativa räntebanor påverkar inflationen och resursutnyttjandet. I det första exemplet är reporäntan något högre än i huvudscenariot, medan det omvända gäller i det andra exemplet. Syftet är att fånga in vilken riktning inflationen och resursutnyttjandet skulle kunna påverkas av en något mer och något mindre expansiv penningpolitik. Räkneexemplen utgör en del av det penningpolitiska beslutsunderlaget, vilket i sin helhet syftar till att belysa vad som är en väl avvägd penningpolitik.

## Alternativscenario: För djupad skuldskris i Europa

Den statsfinansiella situationen är fortsatt problematisk i flera länder i euroområdet. Grekland, Irland och Portugal har fått omfattande stöd från EU och IMF för att klara underskotten i de offentliga finanserna. Situationen i Spanien och Italien är också problematisk. Spanien har till exempel ansökt om ett omfattande stödlån för att stödja banksektorn. Detta präglar också de finansiella marknaderna där det råder fortsatt oro för skuldskrisen.

Huvudscenariot utgår från att de mest akuta statsfinansiella problemen löses upp på ett ordnat sätt och att långsiktigt hållbara lösningar successivt kommer på plats, men att oron på de finansiella marknaderna klingar av först under 2013. I det första alternativscenario antas att de statsfinansiella problemen och oron på de finansiella marknaderna blir mer djupgående och utdragna än i huvudscenariot. Oron för att banker med direkta exponeringar mot de problemtyngda länderna ska göra stora kreditförluster ökar kraftigt.

I den penningpolitiska rapporten i oktober 2011 presenterades ett liknande scenario med statsfinansiella problem i euroområdet. Det här scenariot är delvis annorlunda. Förtroendet för den ekonomiska utvecklingen är sämre och kreditåttstramningen är kraftigare. Den finanspolitiska åttstramningen i euroområdet är också större.

De statsfinansiella problemen tillsammans med problemen i banksektorn gör att BNP-tillväxten i euroområdet faller till ungefär -4 procent i slutet av 2012 (se diagram 2:1). Men då resten av omvärlden inte drabbas i samma utsträckning blir fallet i genomsnittlig BNP i omvärlden (vägd enligt så kallade TCW-vikter) något mindre (se diagram 2:2). Omvärldens inflation faller, främst beroende på låg inflation i euroområdet som förblir lägre än ECB:s mål under hela prognosperioden (se diagram 2:3). Styrrentorna är redan mycket låga i både euroområdet och USA, vilket innebär att möjligheterna för ytterligare räntesänkningar är begränsade (se diagram 2:4).



## ■ Omvärldens efterfrågan på svenska varor minskar och exporten faller

Den fördjupade skuldkrisen i Europa påverkar den svenska exporten på framförallt två sätt. För det första leder nedgången i efterfrågan från omvärlden till att den svenska exporten minskar. För det andra påverkas exporten av hur växelkursen utvecklas.

Det finns skäl som kan tala för att växelkursen borde förstärkas när tillväxten i omvärlden försämras och räntorna faller. Historiska erfarenheter visar emellertid att den svenska kronan brukar försvagas i tider av finansiell oro. Det beror bland annat på att marknaden då kräver en större riskpremie för att investera i svenska tillgångar. Så var exempelvis fallet under den finansiella krisen 2008–2009.

I enlighet med de historiska erfarenheterna antas att kronan blir svagare än i huvudscenariot (se den blå linjen i diagram 2:5). Detta innebär att svenska varor blir relativt sett billigare än utländska varor, vilket i sig har en positiv effekt på nettoexporten. Nedgången i efterfrågan från omvärlden motverkas alltså av en svagare krona. I scenariot dominerar dock effekten från efterfrågan och exporten faller (se den blå linjen i diagram 2:6).

Växelkursprognoser är alltid förknippade med stor osäkerhet, i synnerhet när det är oroligt på de finansiella marknaderna. Det är därför viktigt att även titta på effekterna av alternativa scenarier för växelkursen. Detta gjordes i den penningpolitiska rapporten i februari 2012. Där visades hur olika banor för växelkursen och antaganden för omvärlden kan påverka inflationen och resursutnyttjandet i Sverige. Bland annat visades hur en svagare krona dämpar effekterna av en svagare omvärld medan en starkare krona förstärker dessa effekter.

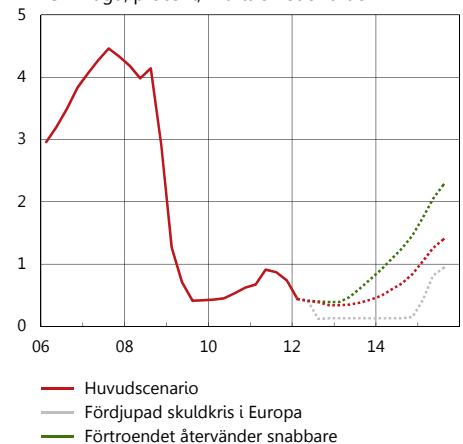
## ■ Även konsumtionen och investeringarna minskar

En effekt av den fördjupade skuldkrisen är att de finansiella marknadernas sätt att fungera försämras. Det innebär att riskpremierna ökar och att marknadsräntorna stiger, samt att bankerna blir mer restriktiva med kreditgivningen till både företag och hushåll. Detta gör det svårare och dyrare för företagen att få finansiering från bankerna, vilket gör att investeringarna minskar (se den blå linjen i diagram 2:7).

Hushållens konsumtion blir också svagare än i huvudscenariot (se den blå linjen i diagram 2:8). De höga marknadsräntorna gör att det blir dyrare att låna och att räntebetalningarna på befintliga lån stiger. Detta resulterar i ett minskat konsumtionsutrymme. Den sämre utvecklingen i omvärlden medför också att konsumentförtroendet faller, vilket dämpar konsumtionen ännu mer.

Sammantaget medför alltså den fördjupade skuldkrisen att efterfrågan faller, det vill säga konsumtionen, investeringarna och exporten blir lägre än i huvudscenariot. Tillväxttakten i BNP blir under 2013 ungefär 3 procentenheter lägre än i huvudscenariot (se den blå linjen i diagram 2:9). En lägre efterfrågan medför att även resursutnyttjandet mätt som BNP-gap, timgap och arbetslöshet försämras

**Diagram 2:4. Styrränta i omvärlden**  
TCW-vägd, procent, kvartalsmedelvärden

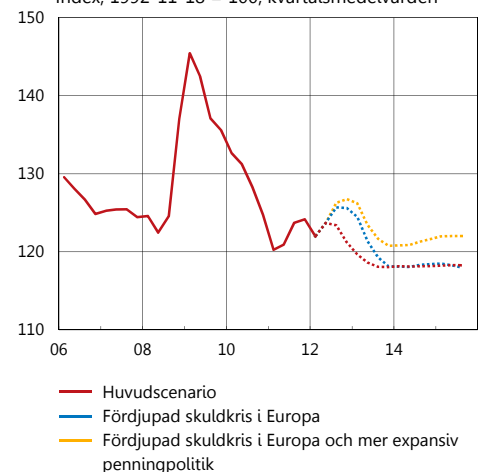


Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

**Diagram 2:5. Konkurrensvägd nominell växelkurs, TCW**

Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden

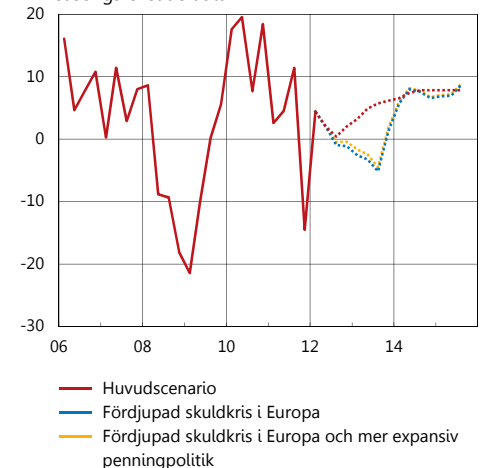


Anm. TCW avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källa: Riksbanken

**Diagram 2:6. Export**

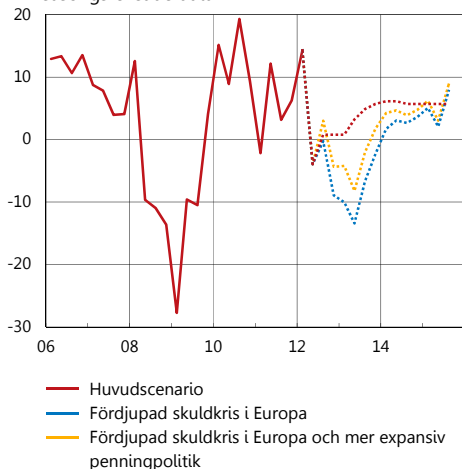
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:7. Fasta bruttoinvesteringar**

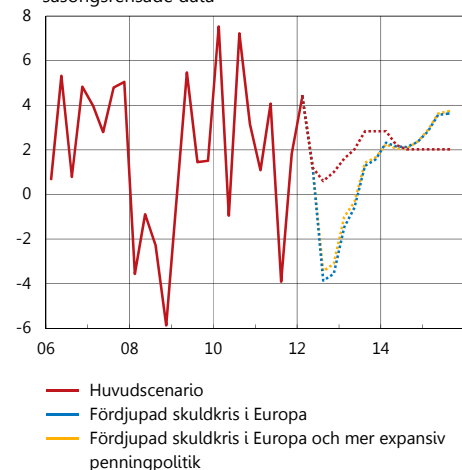
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:8. Hushållens konsumtion**

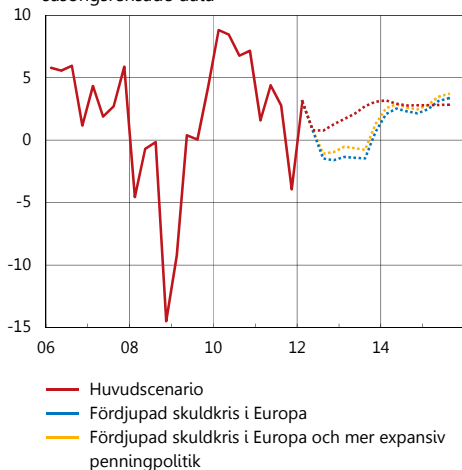
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:9. BNP**

Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

(se den blå linjen i diagram 2:10 som visar hur timgapet, det vill säga skillnaden mellan faktiskt antal arbetade timmar och den långsiktiga nivån, utvecklas).

### ■ Lägre resursutnyttjande och inflation motiverar en mer expansiv penningpolitik

När resursutnyttjandet sjunker minskar företagens efterfrågan på arbetskraft, varpå lönerna stiger i en långsammare takt. Detta minskar företagens kostnader. Kostnaderna minskar också på grund av att inflationen i omvärlden faller. Importerade insatsvaror blir billigare, även om detta delvis motverkas av att kronan blir svagare. Sammantaget minskar företagens kostnader och de höjer därför priserna i en måttligare takt. KPIF-inflationen blir därmed lägre än i huvudscenariot (se den blå linjen i diagram 2:11). Ett lägre inflationstryck tillsammans med ett lägre resursutnyttjande motiverar en lägre repo-ränta (se den blå linjen i diagram 2:12).

### ■ Den penningpolitiska avvägningen

I normala tider kan penningpolitiken relativt väl beskrivas med en enkel handlingsregel som tar hänsyn till avvikelser i inflationen från inflationsmålet på 2 procent och till avvikelser i resursutnyttjandet från en normal nivå. Men det kan ibland finnas skäl att också explicit ta hänsyn till andra faktorer, i synnerhet när det inträffar stora störningar. Ett exempel var den finansiella krisen 2008-2009 då risker förknippade med det finansiella systemet och den finansiella stabiliteten också vägdes in när räntan sänktes kraftigt.

De blå linjerna i diagram 2:5-2:12 visar effekterna på den svenska ekonomin av en fördjupad skuldkris i Europa under antagandet att Riksbanken följer den enkla handlingsregeln som endast tar hänsyn till inflationens avvikelse från 2 procent och resursutnyttjandets avvikelse från en normal nivå. Med en sådan handlingsregel faller inflationen mätt med KPIF under 1 procent i slutet av prognosperioden och resursutnyttjandet mätt som timgap blir nästan -3 procent. En mer expansiv penningpolitik skulle bättre stabilisera inflationen runt målet samtidigt som resursutnyttjandet skulle förbättras (se de gula linjerna i diagram 2:10 och 2:11). Genom att föra en mer expansiv penningpolitik kan alltså de negativa effekterna på Sveriges ekonomi i viss mån begränsas.

Hur penningpolitiken ska utformas i ett sådant här scenario är dock inte självklart. Å ena sidan kan de svenska bankernas finansiering bli dyrare, vilket kan medföra högre bostadsräntor trots den sämre utvecklingen. Detta tillsammans med en stigande arbetslöshet kan leda till att bostadspriserna faller. Då förstärks de realekonomiska effekterna på ett sätt som inte fångas i scenariot. Detta skulle tala för en mer expansiv penningpolitik.

Å andra sidan kan bostadspriser och skuldsättning ligga kvar på en hög nivå om bankerna inte drabbas av finansieringsproblem. Stora räntesänkningar skulle då kunna bidra till att skulduppyggna-

den fortsätter på ett sätt som i förlängningen inte är hållbart och som kan få stora konsekvenser för resursutnyttjandet när obalanserna senare rättas till. Den typen av effekter fångas inte heller i scenariot, men kan behöva vägas in i de penningpolitiska besluten för att uppnå en lämplig balans mellan att nå inflationsmålet och att stabilisera resursutnyttjandet.

I vilken utsträckning som penningpolitiken behöver ta hänsyn till skuldbyggnaden beror också på vilka åtgärder som vidtas av andra myndigheter. Om makrotillsynen, det vill säga övervakning och tillsyn av risker i det finansiella systemet som helhet, fungerar mindre bra kan penningpolitiken behöva ta större hänsyn till faktorer som hushållens skuldsättningsgrad för att försäkra sig om att den finansiella stabiliteten inte äventyras.

## Alternativscenario: Förtroendet återvänder snabbare

Problemen förknippade med skuldkrisen i Europa kan också bli mindre omfattande än vad som har antagits i huvudscenariot. Om euroområdets politiska ledare presenterar en trovärdig plan för att hantera skuldkrisen kan förtroendet återvända snabbare. Fortsatta finanspolitiska och strukturella reformer är viktiga delar i en sådan plan, liksom en fortsatt anpassning av löner till mer konkurrenskraftiga nivåer. Med en sådan utveckling skulle den finansiella oron kunna avta i en snabbare takt och konjunkturedgången bromsas upp.

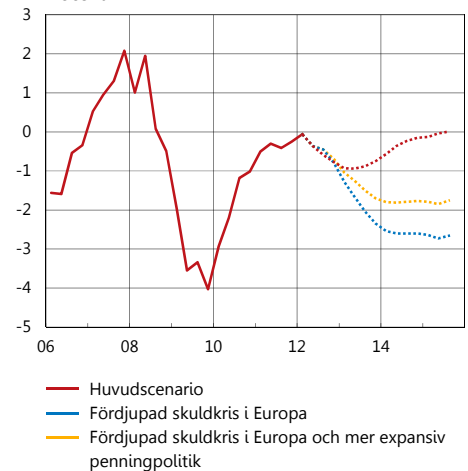
Ett ökat förtroende och en mindre stram kreditgivning gör att BNP-tillväxten i euroområdet blir positiv andra halvåret 2012 i detta scenario. Inflationen blir högre än i huvudscenariot. Det finns dock fortfarande mycket lediga resurser kvar, vilket gör att inflationen avtar under prognosperioden och landar strax under 2 procent.

Den positiva utvecklingen i euroområdet gör att produktionen i omvärlden stiger snabbare än i huvudscenariot (se diagram 2:2). Inflationen i omvärlden blir högre än i huvudscenariot, men stiger inte över 2 procent (se diagram 2:3). Den högre banan för inflationen och ett högre resursutnyttjande gör att omvärldens styrränta börjar höjas tidigare än i huvudscenariot (se diagram 2:4).

### ■ Ökat förtroende för euroområdet motiverar en högre bana för reporäntan

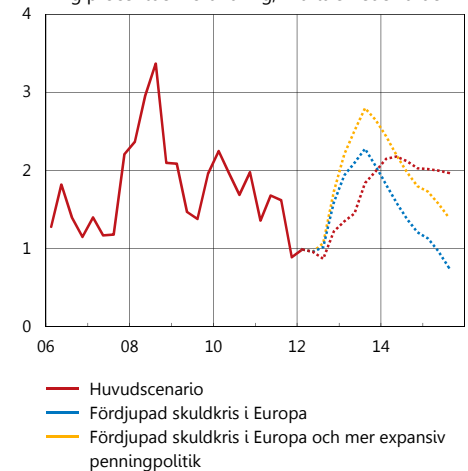
Effekterna på den svenska ekonomin blir i detta scenario de omvända jämfört med det tidigare scenariot. Den högre BNP-tillväxten i omvärlden får till följd att efterfrågan på svenska exportvaror ökar. Efterfrågan på konsumtions- och investeringsvaror ökar också, drivet av en ökad optimism om framtiden och en frikostigare kreditgivning. Detta gör att BNP-tillväxten blir högre (se den blå linjen i diagram 2:13).

**Diagram 2:10. Timgap**  
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

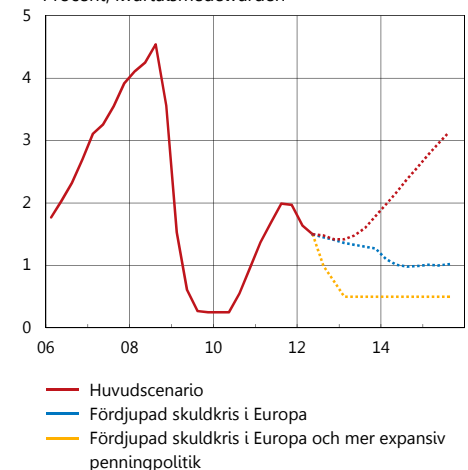
**Diagram 2:11. KPIF**  
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

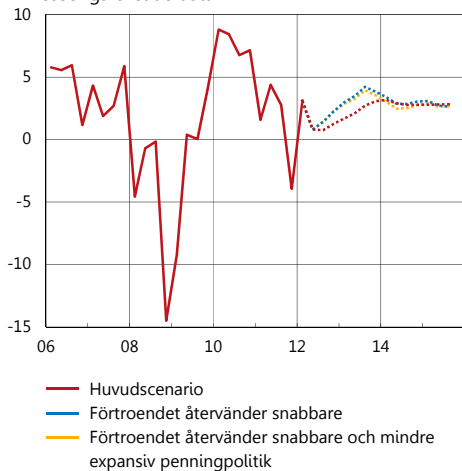
**Diagram 2:12. Reporänta**  
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

**Diagram 2:13. BNP**

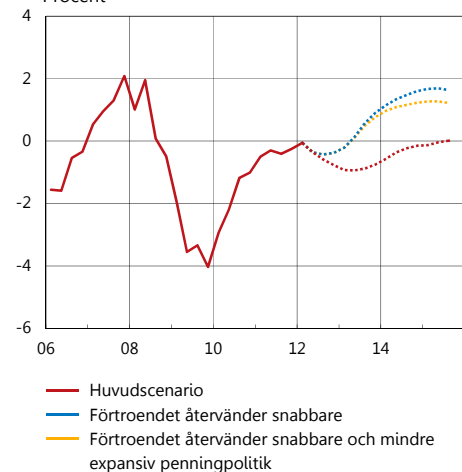
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:14. Timgap**

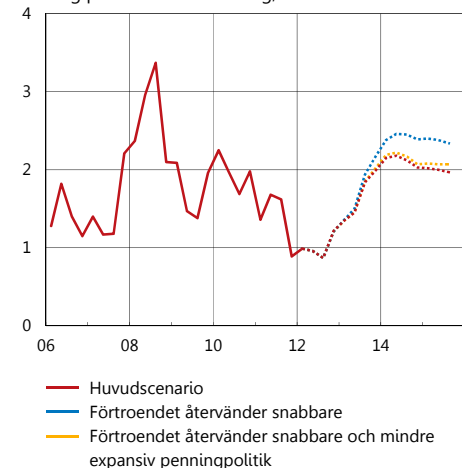
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:15. KPIF**

Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

Den svenska ekonomin kännetecknas för närvarande av god konkurrenskraft, sunda offentliga finanser och motståndskraftiga banker. Det innebär att det finns förutsättningar för en snabb återhämtning om förtroendet för euroområdet återvänder och optimismen ökar. Riksbankens företagsundersökningar i maj 2012 visar också att det finns en uppdämd efterfrågan, men att den hämmas av den osäkra situationen som råder för närvarande. Det finns med andra ord förutsättningar för en snabb återhämtning om oron hos konsumenterna och kunderna dämpas. Effekten på BNP-tillväxten blir därför något större i Sverige än i omvärlden.

När den samlade efterfrågan ökar förbättras arbetsmarknaden och sysselsättningen ökar. Detta gör att lönekraven ökar i en snabbare takt än i huvudscenariot. Den snabbare löneutvecklingen och den högre sysselsättningen ger hushållen utrymme att ytterligare öka konsumtionen. Förbättringen på arbetsmarknaden gör att också resursutnyttjandet stiger (se den blå linjen i diagram 2:14).

Växelkursen förstärks något i detta scenario, vilket tenderar att hålla tillbaka inflationstrycket. Inflationen blir dock ändå högre, bland annat på grund av att högre löner driver upp företagens kostnader (se den blå linjen i diagram 2:15).

Det ökade inflationstrycket och det högre resursutnyttjandet leder till att reporäntan höjs (se den blå linjen i diagram 2:16). Höjningen av reporäntan är något större än ökningen av inflationen. Det gör att även realräntan blir högre än i huvudscenariot.

När Riksbanken följer den enkla handlingsregeln stiger KPIF-inflationen över 2 procent och resursutnyttjandet blir relativt högt (se de blå linjerna i diagram 2:14 och 2:15). Det kan motivera en högre bana för reporäntan, det vill säga snabbare höjningar av reporäntan (se den gula linjen i diagram 2:16). KPIF-inflationen kommer då närmare 2 procent i slutet av prognosperioden och resursutnyttjandet får en stabilare utveckling (se de gula linjerna i diagram 2:14 och 2:15).

## Alternativa banor för reporäntan

Detta avsnitt belyser hur inflationen och några olika mått på resursutnyttjandet kan komma att utvecklas om Riksbanken skulle följa en annan bana för reporäntan än den i huvudscenariot. Två alternativa räkneexempel för reporäntan visas. I det första sätts reporäntan 0,25 procentenheter högre än i huvudscenariot i fyra kvartal. Det andra exemplet visar vad effekterna skulle bli om reporäntan istället sätts 0,25 procentenheter lägre än huvudscenariots bana för reporäntan i fyra kvartal (se diagram 2:17). Syftet är att fånga i vilken riktning inflationen och resursutnyttjandet skulle kunna påverkas av en något mer och en något mindre expansiv penningpolitik. Räkneexemplen utgör en del av det penningpolitiska beslutsunderlaget, vilket i sin helhet syftar till att belysa vad som är en väl avvägd penningpolitik.

## ■ Effekter på inflationen och resursutnyttjandet av en högre respektive lägre räntebana

En höjning av reporäntan gör att det allmänna ränteläget i ekonomin stiger vilket gör det mer attraktivt för hushåll att spara och dyrare för företag att finansiera sina investeringar. Därmed dämpas konsumtion och investeringar. En högre ränta leder också till att kronan stärks, vilket gör att utländska varor blir relativt sett billigare än varor producerade i Sverige. Detta dämpar exporten. Den lägre efterfrågan leder till ett lägre resursutnyttjande och en sämre utveckling på arbetsmarknaden med lägre sysselsättning och högre arbetslöshet.

Ett lägre resursutnyttjande tenderar att minska företagens efterfrågan på arbetskraft och lönerna stiger därmed i en måttligare takt. Den starkare kronan innebär även lägre priser på importerade varor. Företagen kan därför slå av på prisökningstakten och KPIF-inflationen blir lägre än i huvudscenariot. Effekterna på KPI-inflationen blir inledningsvis något mindre, vilket beror på att hushållens räntekostnader stiger när räntan höjs. En högre ränta medför sammantaget att resursutnyttjandet utvecklas svagare än i huvudscenariot och inflationen blir lägre.

Med en lägre ränta blir effekterna de omvända. Hushållen ökar sin konsumtion, företagen ökar sina investeringar och växelkursen försvagas vilket leder till en högre export. Följaktligen blir både resursutnyttjandet och inflationen högre än i huvudscenariot. Effekterna på KPI-inflationen blir inledningsvis något mindre än på KPIF-inflationen eftersom räntekostnaderna blir lägre.

Diagram 2:18-2:21 sammanfattar hur inflationen och resursutnyttjandet (mätt i termer av timgap och arbetslöshet) påverkas av de olika räntebanorna. Den lägre banan medför att inflationen, mätt med både KPI och KPIF, når inflationsmålet på två procent snabbare än i huvudscenariot. Men KPIF-inflationen stiger över målet, framförallt under 2014. Den högre banan medför att KPIF-inflationen når 2 procent långsammare än i huvudscenariot, men däremot stiger den inte över målet utan planar ut runt 2 procent.

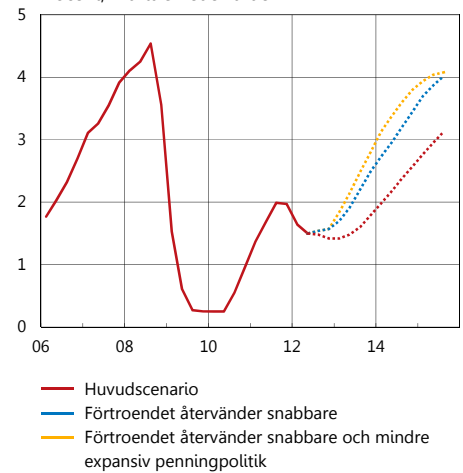
Riksbankens samlade bedömning, som illustreras i huvudscenariot, är att resursutnyttjandet kommer att normaliseras under senare delen av prognosperioden i huvudscenariot. Med en lägre bana för reporäntan blir resursutnyttjandet högre under prognosperioden och normaliseras något tidigare än i huvudscenariot. Den högre banan för reporäntan leder till ett något lägre resursutnyttjande.

## ■ Räkneexemplen fångar inte alla faktorer av betydelse

Räkneexemplen för reporäntan baseras på en allmän jämviktsmodell av den svenska ekonomin som beaktar flera olika faktorer som påverkar inflationen och resursutnyttjandet. Det finns dock ett flertal faktorer som kan påverka inflationen och resursutnyttjandet men som inte fångas i räkneexemplen.

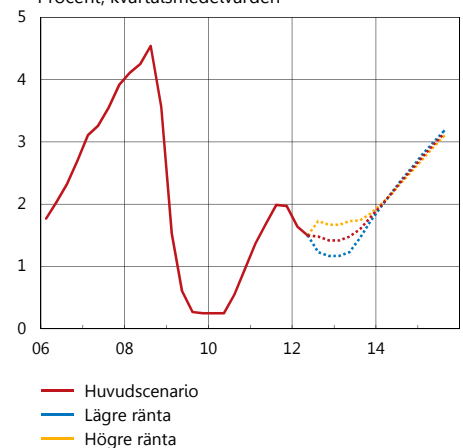
En sådan faktor är i dagsläget skuldsättningen i hushållssektorn, som har ökat kraftigt under senare år. Utvecklingen i vissa länder

**Diagram 2:16. Reporänta**  
Procent, kvartalsmedelvärden



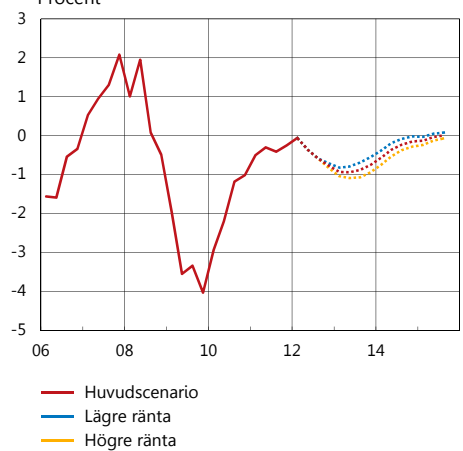
Källa: Riksbanken

**Diagram 2:17. Alternativa reporäntebanor**  
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

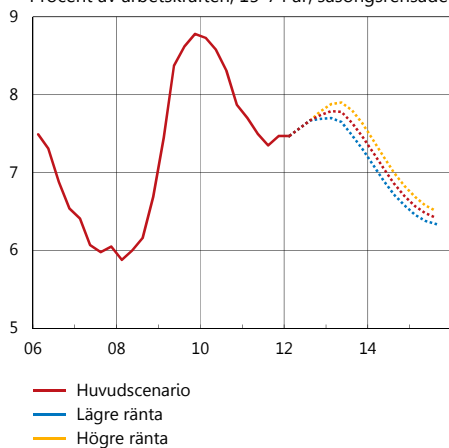
**Diagram 2:18. Timgap**  
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:19. Arbetslöshet**

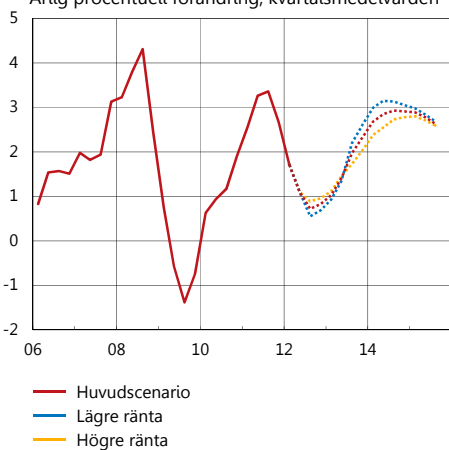
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:20. KPI**

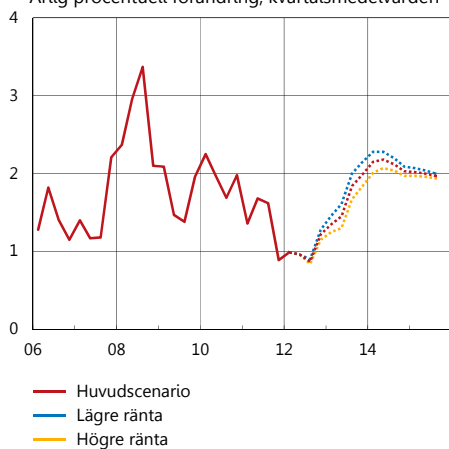
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:21. KPIF**

Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

sedan den finansiella krisen 2008-2009 visar att de ekonomiska kostnaderna av en alltför hög skuldsättning kan bli mycket stora. Även om skuldsättningen bedöms vara hållbar på så sätt att den finansiella stabiliteten inte är hotad, kan en snabb skulduppbyggnad göra att ekonomin blir mer känslig för störningar. Då kan penningpolitiken behöva vara något mindre expansiv för att dämpa skuldsättningen och minska risken för stora fluktuationer i resursutnyttjandet och inflationen i framtiden.

En annan faktor är att beräkningarna bakom de linjer som visas i diagram 2:18-2:21 bygger på empiriskt skattade samband mellan förändringar i reporäntan och deras effekter på realekonomin och inflationen. Enligt dessa skattningar påverkar förändringar i reporäntan den ekonomiska utvecklingen relativt snabbt. Trots att omvärldens efterfrågan är svag under hela prognosperioden kan Sverige, enligt dessa skattade samband, stå emot utvecklingen förutsatt att reporäntan sänks tillräckligt mycket. Att den ekonomiska aktiviteten bromsar in beror dock i dagsläget i stor utsträckning på att företag och hushåll avvaktar med att investera och konsumera på grund av osäkerheten om den framtida ekonomiska utvecklingen, framför allt i vår omvärld. I ett sådant läge är det inte säkert att penningpolitiken har samma snabba genomslag som räkneexemplen bygger på.

Om effekterna av förändringar i reporäntan istället kommer mer gradvis skulle den lägre banan för reporäntan visserligen så småningom stimulera efterfrågan och öka inflationen. Men de största effekterna av en lägre ränta skulle komma under den senare delen av prognosperioden, när huvudscenariot indikerar att resursutnyttjandet ligger nära eller något över en normal nivå, KPIF-inflationen är runt 2 procent och KPI-inflationen ligger avsevärt högre än inflationsmålet.

## ■ KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin

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

Under våren har framför allt utvecklingen i södra Europa bidragit till att de finansiella marknaderna återigen präglats av ökad oro. Den förnyade marknadsoron påverkar den realekonomiska utvecklingen i omvärlden. BNP i euroområdet, som var i stort sett oförändrad under första kvartalet i år, bedöms åter falla under andra kvartalet. Arbetslösheten i euroområdet har fortsatt att stiga under första halvåret i år från redan höga nivåer. Den amerikanska ekonomin har fortsatt att växa i måttlig takt, samtidigt som en viss inbromsning syns i de snabbväxande tillväxtekonomierna.

Sverige har klarat sig väl hittills med en BNP-tillväxt som under det första kvartalet var starkare än väntat. Men den svaga internationella utvecklingen påverkar Sverige, bland annat genom att efterfrågan på svenska exportvaror faller. De närmaste kvartalen finns därför skäl att räkna med en något långsammare BNP-tillväxt. Arbetsmarknaden har under senare tid utvecklats bättre än väntat, medan inflationstrycket är fortsatt lågt.

### Skuldskrisen har inneburit förnyad marknadsoro

#### ■ Skillnaden mellan statsobligationsräntor har ökat igen

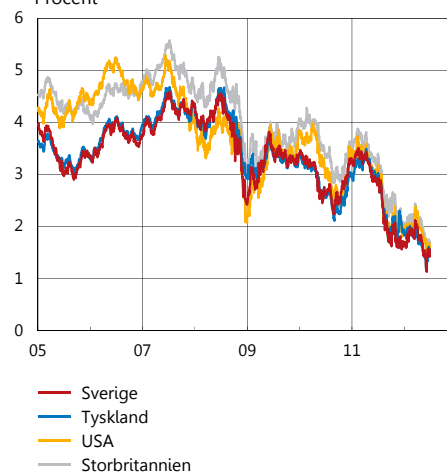
Oron på de finansiella marknaderna har tilltagit under våren, efter det relativa lugn som följde på ECB:s stora lån med tre års löptid i december och februari.

Under maj månad sjönk de 10-åriga statsobligationsräntorna i Tyskland och Sverige till de lägsta nivåerna någonsin (se diagram 3:1). Obligationer som är utgivna av europeiska länder med välskötta statsfinanser möter en allt högre efterfrågan, till skillnad mot obligationer utgivna av skuldskisländer, där räntorna återigen har stigit.

Upplåningskostnaderna för Spanien och Italien har stigit till höga nivåer eftersom marknadsaktörerna ser allt större svårigheter för länderna att genomföra de finanspolitiska reformer som krävs (se diagram 3:2). För Spaniens del handlar det också om förmågan att ta hand om svaga banker och regioner. Upplåningskostnaderna för dessa länder har sannolikt också påverkats av oron kring Grekland. I syfte att återkapitalisera de spanska bankerna ansökte den spanska regeringen i slutet av juni om ett finansiellt stöd från eurogruppens länder. I Spaniens ansökan angavs inte storleken på ett eventuellt stöd, men ett lånelöfte om 100 miljarder euro har tidigare erhållits från eurogruppens länder.

I slutet av juni sjönk upplåningskostnaderna för både Spanien och Italien markant. En orsak till detta var att euroländernas företrädare enades om att stödlånet till Spanien inte ska ges prioriterad ställning, vilket gör investeringar i landets statsobligationer mindre riskfyllda. Dessutom innebär överenskommelsen att stabiliseringsfonden ESM ges möjlighet att kapitalisera banker direkt utan att det aktuella landets statsskuld belastas samt att euroländer som följer EU:s ekonomiska regler ska få möjlighet att ansöka hos ESM om

Diagram 3:1. Statsobligationsräntor, 10 års löptid  
Procent



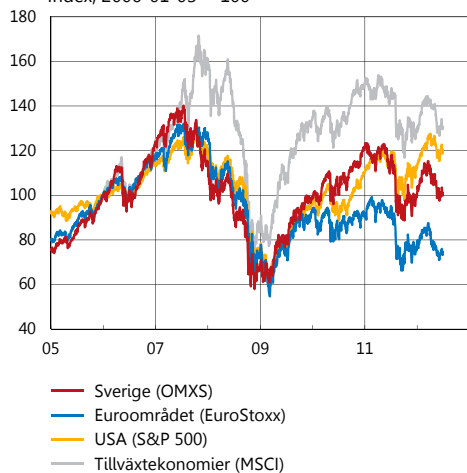
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 3:2. Statsobligationsräntor, 10 års löptid  
Procent



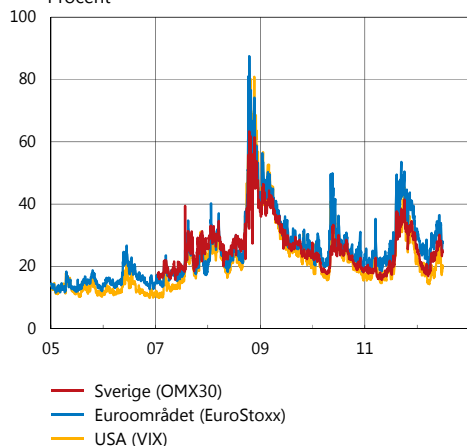
Källa: Reuters EcoWin

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



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

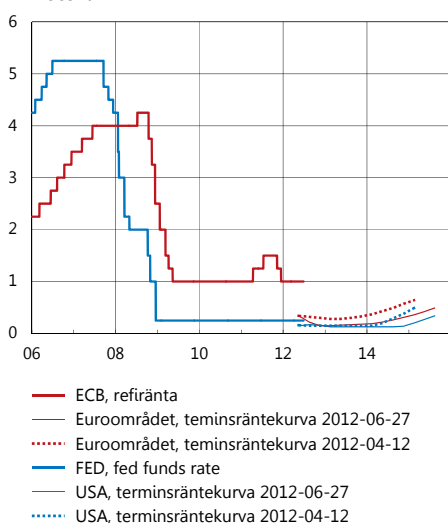
**Diagram 3:4. Börsvolatilitet**  
Procent



Anm. Implicit volatilitet beräknad från indexoptionspriser.

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

**Diagram 3:5. Styrränteförväntningar mätta med marknadspriser i euroområdet och USA**  
Procent



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

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

stöd köp av deras statsobligationer (se fördjupningen "Skuldkrisen i Europa – utvecklingen under våren" i denna rapport).

### ■ Osäkerheten på finansiella marknader har tilltagit

Priset på olika typer av finansiella tillgångar har sjunkit överlag sedan det penningpolitiska mötet i april. Oron för att de europeiska skuldproblemen kommer att följas av en svag global tillväxt och lägre vinsttillväxt i företagen har bidragit till att aktiepriserna sjunkit (se diagram 3:3). En stigande volatilitet på aktiemarknaderna indikerar att osäkerheten på de finansiella marknaderna har ökat (se diagram 3:4). Den ökade oron för en akut skuldkris i euroområdet med efterföljande spänningar på de finansiella marknaderna har minskat efterfrågan på mer riskfyllda tillgångar. Europeiska och amerikanska aktieindex har därmed tyngts av en svag utveckling för aktier i framförallt företag inom den finansiella sektorn. Att efterfrågan minskat för aktier i sektorn blev särskilt tydligt efter uppmärksammade förluster i den amerikanska banken J.P. Morgan och i samband med att den spanska staten övertog Bankia.

ECB:s treårslån har troligen minskat finansieringsproblemen för många banker på kort sikt, men har samtidigt gjort det svårare för bankerna att marknadsfinansiera sig på längre löptider. I och med att statsobligationer ofta har lämnats som säkerheter för lånen i ECB, har fordringsägare med icke säkerställda bankobligationer fått lägre prioritet vid en eventuell betalningsinställelse. Osäkerheten för de övriga fordringsägarna har alltså ökat genom ECB:s utlåning. I takt med att risken för betalningsinställelser har stigit, har den positiva effekten av ECB:s lån avtagit under våren och sommaren.

Risken för att den ekonomiska utvecklingen i Europa ska försämrats har även fått priset på olika råvaror att sjunka. Eftersom råvaror prissätts i dollar har den allt starkare dollarn bidragit till de sjunkande råvarupriserna.

### ■ Förväntningar om fortsatt låga styrräntor

I omvärlden finns förväntningar om mycket låga styrräntor under en lång tid framöver. Terminsräntorna i Storbritannien och euroområdet har sjunkit sedan det penningpolitiska mötet i april. ECB förväntas sänka sin styrränta med 0,25 procentenheter till 0,75 procent under 2012, medan amerikanska Federal Reserve förväntas hålla styrräntan oförändrad på en låg nivå under en lång tid framöver (se diagram 3:5).

På sitt möte i juni bestämde Federal Reserve att de fortsätter att förlänga löptiden på sina innehav av statspapper under andra halvåret 2012. En svag utveckling på den amerikanska arbetsmarknaden skulle kunna innebära att Federal Reserve utökar sin portfölj med tillgångar. ECB väntas å sin sida fortsätta med att förse marknaderna med extra likviditet genom obegränsad utlåning. En del marknadsaktörer förväntar sig också att ECB ger bankerna ett tredje treårslån. Bank of England har tillsammans med den brittiska regeringen an-



nonserat åtgärder för att underlätta kreditgivningen till företag och hushåll. Centralbanken kommer att ge bankerna fleråriga lån mot säkerheter som tidigare inte har accepterats. De annonserade samtidigt lån med en löptid om sex månader i syfte att stärka bankernas likviditet.

Sedan det penningpolitiska mötet i april har förväntningarna på att Riksbanken ska sänka styrräntan ökat. Prissättningen på penningmarknaden indikerar att Riksbankens reporänta förväntas sänkas till 1,0 procent i slutet av 2012 (se diagram 3:6). Även olika enkätundersökningar visar att marknaden förväntar sig en lägre ränta. Enligt Prosperas senaste undersökning väntas Riksbankens reporänta uppgå till 1,3 procent om ett år. Enligt Riksbankens prognos ligger den då på cirka 1,5 procent. I mitten av 2014 väntas reporäntan uppgå till knappt 1,7 procent enligt Prosperas undersökning i juni, medan den uppgår till cirka 2,2 procent i Riksbankens prognos.

### ■ Goda finansieringsmöjligheter för svenska banker

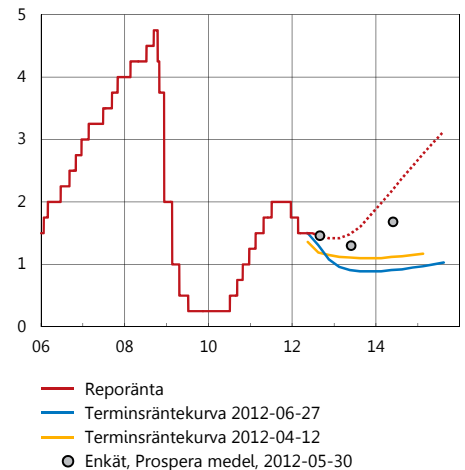
Inom euroområdet har flera bankers möjligheter till att finansiera sig på marknaden försämrats i takt med att deras balansräkningar har försvagats. Istället har dessa banker lånat från ECB. Den betydande mängd extra likviditet som därmed uppstått har fortsatt att pressa ned kortare marknadsräntor i euroområdet. Detta kan indirekt även ha påverkat korta marknadsräntor i Sverige. De räntor svenska banker erbjuder varandra för kortare lån utan säkerhet är fortfarande lägre än de var innan ECB:s treårslån introducerades. För upplåning över längre löptider har de svenska bankerna dessutom goda möjligheter att finansiera sig på de internationella kapitalmarknaderna genom att ge ut obligationer och penningmarknadsinstrument.

Den senaste tidens problem inom den europeiska banksektorn har alltså inte påverkat svenska banker nämnvärt. De två svenska banker som fick sina kreditbetyg sänkta av Moodys i maj har fortfarande höga kreditbetyg vid en internationell jämförelse och samtliga svenska banker bedömdes dessutom ha "stabla utsikter".

### ■ Företag och hushåll möter lägre räntor

Den genomsnittliga bolåneräntan till hushåll fortsatte att sjunka under maj (se diagram 3:7). Bankernas och bolåneinstitutens listade boräntor indikerar dessutom att de räntor som hushållen möter fortsatte att sjunka i maj. Skillnaden mellan Riksbankens reporänta och de rörliga bolåneräntorna har därmed minskat något sedan det penningpolitiska mötet i april, vilket beror på att bankerna och bolåneinstitutet har fått en lägre finansieringskostnad för den kortaste upplåningen. Även de genomsnittliga räntor som företagen möter har sjunkit under 2012. Det är framförallt räntor med löptider upp till ett år som har fallit.

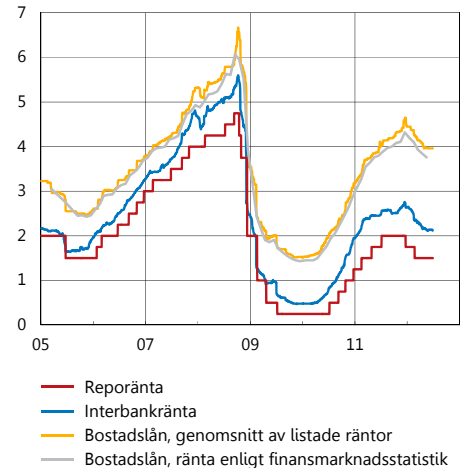
**Diagram 3:6. Reporänteförväntningar i Sverige mätta med marknadspriser och enkät, penningmarknadens aktörer**  
Procent



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

Källor: Reuters EcoWin, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

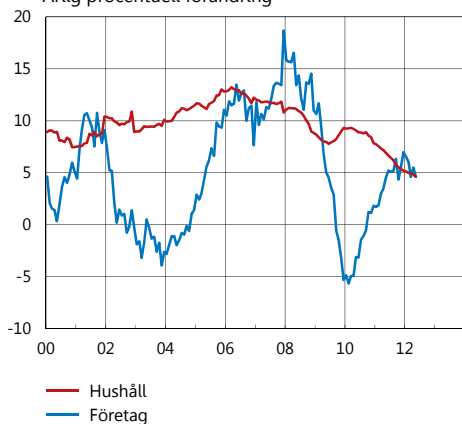
**Diagram 3:7. Korta räntor i Sverige**  
Procent



Anm. Avser genomsnittet av tremånaders listade boräntor från banker och bostadsinstitut, tremånaders interbankränta samt månadsgenomsnitt för tremånaders boränta för bolåneinstitutens nya utlåning enligt Riksbankens finansmarknadsstatistik. Listade bostadslånräntor är de räntor som Nordea, SBAB, SEB, Spin-tab och Stadshypotek publicerar bland annat i dagspressen.

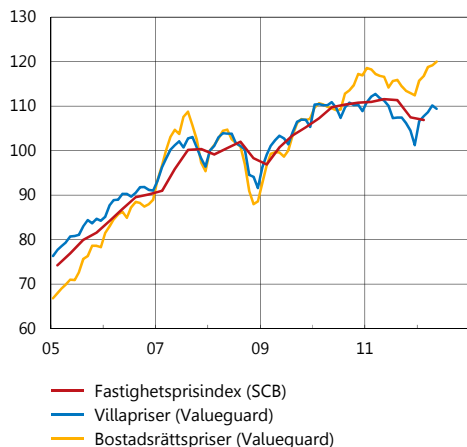
Källor: Reuters EcoWin, SCB och Riksbanken

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



Källa: SCB

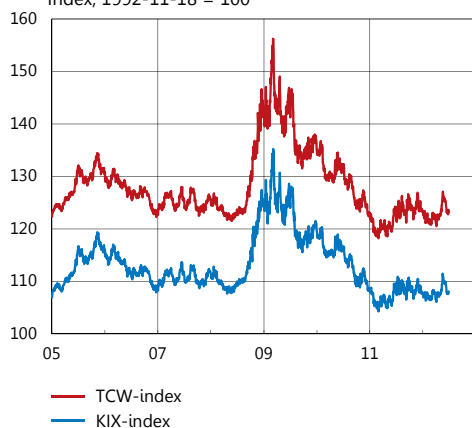
**Diagram 3:9. Bostadspriser**  
Index, 2008 = 100



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

Källor: SCB och Valueguard

**Diagram 3:10. Konkurrensvägda nominella växelkurser, TCW och KIX**  
Index, 1992-11-18 = 100



Anm. TCW och KIX avser olika sammanvägningar av valutor utifrån handelsmönster. KIX vikter uppdateras löpande och omfattar en större grupp länder.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

### ■ Hushållens upplåningstakt har fortsatt att sjunka

Ökningstakten i bolåneinstitutens utlåning till hushållen har trendmässigt avtagit sedan början av 2010 och den fortsatte att mattas av under maj i år (se diagram 3:8). Prisutvecklingen på bostadsmarknaden har dämpats under en period (se diagram 3:9). Enligt Valueguards index har dock priserna på både småhus och bostadsrätter stigit något sedan början av 2012.

Företagens upplåningstakt minskade något i maj och ligger nu lite under medelvärdet för det senaste året (se diagram 3:8). Enligt Konjunkturinstitutets månadsbarometer i juni upplever fortfarande tre av fyra företag att finansieringssituationen för dem är ungefär som normal. Riksbankens företagsintervjuer, som genomfördes i maj, tyder inte heller på att företagens möjligheter till finansiering har försämrats. Enligt Almi Företagspartners låneindikator bedömer mer än hälften av de tillfrågade bankcheferna att utlåningen till företag kommer att öka under det kommande året. Undersökningen genomfördes dock i mitten av mars, det vill säga innan den finansiella oron tilltog under maj månad.

### ■ Kronan och euron försvagades under våren

Kronan försvagades tillfälligt mot euron under den marknadsoro som uppkom när maj månads parlamentsval i Grekland inte ledde till någon regeringsbildning (se diagram 3:10). Under maj och i början av juni har kronan tenderat att försvagas på samma sätt som under tidigare perioder med finansiell oro. De senaste veckorna har dock kronan stärkts mot euron vilket vittnar om att efterfrågan på kronor finns, trots en stor grad av finansiell och makroekonomisk osäkerhet.

Euron har försvagats mot dollarn i takt med att spekulationerna kring ett grekiskt utträde ur valutaunionen har ökat. Under juni har dock euron återhämtat sig till viss del.

## Svag tillväxt men stora skillnader i omvärlden

### ■ Låg tillväxt och hög arbetslöshet i euroområdet

Den ekonomiska tillväxten är svag i euroområdet. För första kvartalet 2012 var BNP oförändrad jämfört med fjärde kvartalet 2011 (se diagram 3:11). BNP-tillväxten föll i de flesta euroländer men detta motverkades framförallt av positiva bidrag från export och konsumtion i Tyskland.

Hittills publicerad statistik tyder på att BNP faller under det andra kvartalet. Detaljhandeln föll i april, även om det var stora skillnader mellan euroländerna. Även industriproduktionen föll marginellt i april (se diagram 3:12). Som mest föll den i Portugal, Tyskland och Italien. Indikatorer visar också att företagen har blivit allt mer pessimistiska. Inköpschefsindex inom såväl tillverkningsindustrin som tjänstesektorn föll i samtliga euroländer under april och maj (se diagram 3:13). Det sammanvägda inköpschefsindexet för euroområdet är nu nära den lägsta nivån på tre år. Även EU-kommissionens barometer över förtroendet bland hushåll och företag i euroområdet har sjunkit de senaste månaderna och är nu nere på samma nivå som under hösten 2009.

Arbetsmarknaden har försvagats ytterligare. Sysselsättningen minskade under det första kvartalet och arbetslösheten steg till 11 procent i april (se diagram 3:14). Skillnaderna är dock stora mellan olika euroländer; arbetslösheten är fortsatt låg i Tyskland, medan den stiger från redan höga nivåer i exempelvis Spanien och Italien. Enkätundersökningar tyder inte på någon snar förbättring av arbetsmarknadsläget i länder som redan har hög arbetslöshet.

### ■ Svag tillväxt i Storbritannien och Danmark, men hög tillväxt i Norge

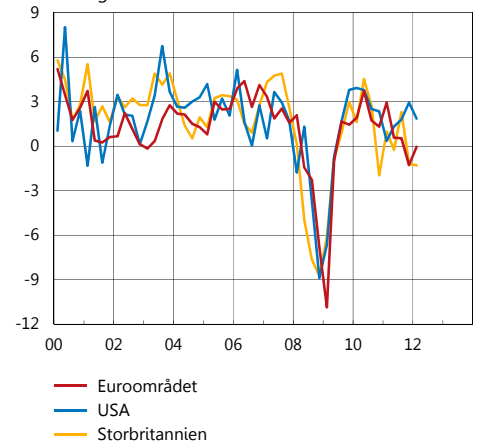
Svensk export domineras av handelsutbytet med Tyskland och de skandinaviska länderna. Detta område står för ungefär en tredjedel av svensk export. Även Storbritannien är en viktig handelspartner. Tillväxten i dessa länder har därmed stor betydelse för hur svensk export utvecklas.

I Storbritannien föll BNP med 1,3 procent uppräknat till årstakt första kvartalet 2012 jämfört med fjärde kvartalet 2011 (se diagram 3:11). Det var andra kvartalet i rad som BNP föll. Fallet var till stor del ett resultat av kraftigt fallande bygginvesteringar till följd av en svagare bostadsmarknad. Hushållens konsumtion steg endast marginellt vilket bland annat avspeglar att arbetsmarknaden är fortsatt svag. Arbetslösheten föll något i april till drygt åtta procent, vilket är en betydligt högre nivå än innan den finansiella krisen (se diagram 3:14).

I Danmark är utvecklingen fortsatt svag och BNP ökade med 1,3 procent uppräknat till årstakt första kvartalet 2012 jämfört med fjärde kvartalet 2011 (se diagram 3:15). Hushållen har blivit allt mer

**Diagram 3:11. BNP**

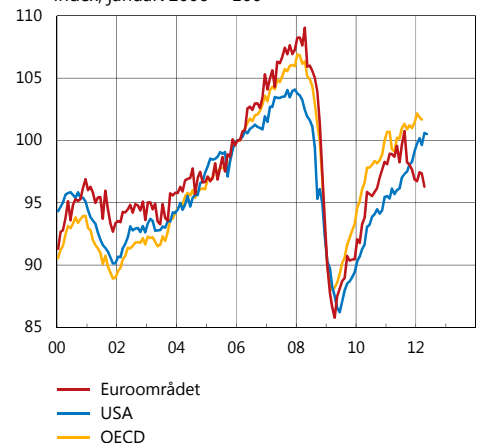
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

**Diagram 3:12. Industriproduktion**

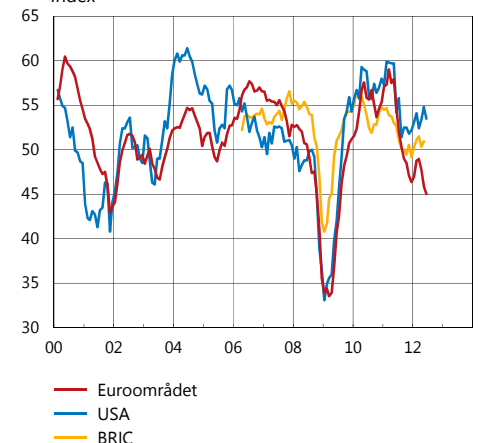
Index, januari 2006 = 100



Källor: Nationella källor och Riksbanken

**Diagram 3:13. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin**

Index

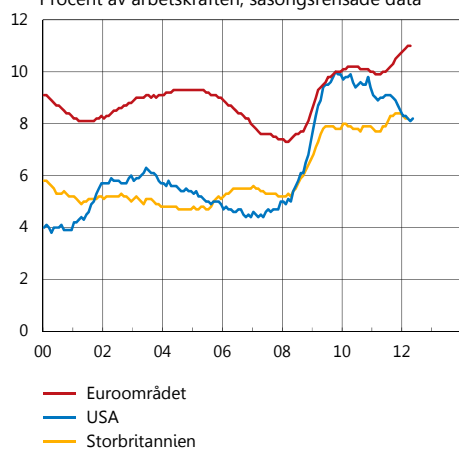


Anm. Värden över 50 indikerar tillväxt.

Källa: Markit Economics

**Diagram 3:14. Arbetslöshet**

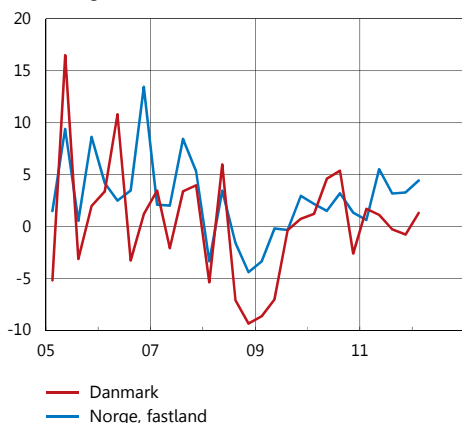
Procent av arbetskraften, säsongrensade data



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

**Diagram 3:15. BNP i Danmark och Norge**

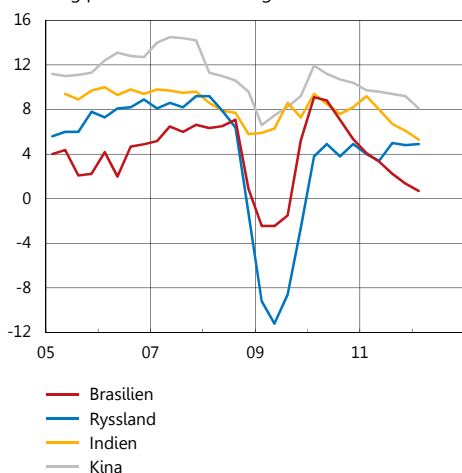
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: Danmarks statistik och Statistisk sentralbyrå, Norge

**Diagram 3:16. BNP i BRIC-länderna**

Årlig procentuell förändring



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

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

pessimistiska de senaste månaderna. Fallande sysselsättning och sjunkande huspriser har sannolikt bidragit till detta.

I Norge har utvecklingen däremot varit starkare och BNP ökade med 4,4 procent uppräknat till årstakt första kvartalet jämfört med fjärde kvartalet i fjol (se diagram 3:15). Snabb tillväxt i både hushållens konsumtion och investeringarna inom olje- och gassektorn förklarar den positiva utvecklingen.

### ■ Relativt god tillväxt i USA trots oro i Europa

I USA steg BNP med 1,9 procent uppräknat till årstakt första kvartalet 2012 jämfört med fjärde kvartalet 2011 (se diagram 3:11). Hittills publicerad statistik tyder på att tillväxten kan bli något högre under andra kvartalet. Konsumtionsutrymmet har ökat den senaste tiden till följd av fallande energipriser. Hushållens förtroende fortsatte att förbättras i maj men dämpades i juni och ligger fortsatt under ett historiskt genomsnitt. Sysselsättningstillväxten, som var relativt stark i vintras, har minskat under april och maj. Arbetslösheten, som har minskat trendmässigt sedan början av 2010, uppgick till 8,2 procent i maj (se diagram 3:14). Läget på bostadsmarknaden förbättras, men bostadsbyggandet är fortsatt lågt.

Företagen är ganska optimistiska och förtroendeindikatorer tyder på fortsatt tillväxt den närmaste tiden. Förtroendet bland företagen ligger i maj kvar på en nivå klart över vad som betraktas som en tillväxtgräns i undersökningen. Företagens vinster har fortsatt att stiga och var i början av 2012 på en historisk hög nivå.

### ■ Öväntat snabb tillväxt i Japan

BNP-tillväxten i Japan blev oväntat hög under första kvartalet i år, 4,7 procent i uppräknad årstakt. En överraskande stark tillväxt i hushållens konsumtion och de offentliga investeringarna i samband med återuppbyggnaden efter tsunamin bidrog till detta. Den senaste tidens finansiella oro har dock lett till att yenen förstärkts vilket i kombination med en försämring av inköpschefsindex pekar mot något svagare tillväxt under andra kvartalet.

### ■ Viss inbromsning av de snabbväxande tillväxtekonomierna

Utvecklingen i tillväxtekonomierna visar på en viss inbromsning. I Kina växte BNP med ungefär 8 procent första kvartalet 2012 jämfört första kvartalet 2011 (se diagram 3:16). Hittills publicerad statistik tyder på en mer dämpad utveckling under andra kvartalet. Statistiken för såväl detaljhandeln som industriproduktionen var i maj svagare än väntat. Samtidigt överraskade dock exporten positivt och steg kraftigt till USA, Japan och ASEAN.<sup>8</sup> Regeringen har betonat att tillväxt nu är prioriterat och har därför tidigarelagt infrastrukturprojekt och ökat de offentliga investeringarna. Kinas centralbank sänkte i juni sin styrränta för första gången sedan 2008 med 0,25 procentenheter,

<sup>8</sup> ASEAN är en ekonomisk organisation och frihandelsområde bestående av länderna Brunei, Burma, Filippinerna, Indonesien, Kambodja, Laos, Malaysia, Singapore, Thailand och Vietnam.

som ett ytterligare steg i regeringens och centralbankens stimulanspolitik.

Även i Indien har tillväxten dämpats det senaste året. Under första kvartalet i år var BNP 5,3 procent högre än för ett år sedan, vilket är den lägsta tillväxttakten sedan 2003 (se diagram 3:16). Brasilien uppvisade en fortsatt svag tillväxt det första kvartalet 2012. Den svaga utvecklingen beror i stor utsträckning på att tillverkningsindustrin har hämmats av en stark valuta. I Ryssland steg BNP med 4,9 procent första kvartalet jämfört med motsvarande kvartal i fjol. Det har främst varit en ökad inhemsk efterfrågan och ett högt oljepris som har bidragit till tillväxten.

Världshandeln har i mångt och mycket styrts av utvecklingen i tillväxtekonomierna (se diagram 3:17). Medan de utvecklade ekonomierna har haft i stort sett oförändrade eller svagt ökande handelsvolymerna sedan mitten av 2010 har tillväxtländernas handelsvolymerna fortsatt att växa i relativt god takt. De senaste statistikutfallen visar dock på en viss dämpning av tillväxtländernas handelsvolymerna.

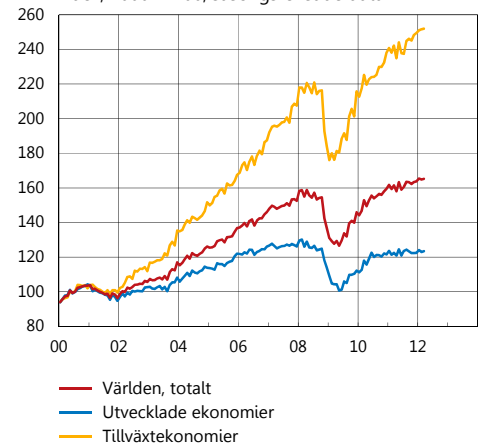
### ■ Sjunkande inflation på de flesta håll

I euroområdet har inflationen legat över ECB:s mål sedan i slutet av 2010, mycket beroende på höga energipriser. Förutom höga energipriser har högre skatter och administrativa avgifter bidragit till att hålla inflationen uppe. I början av 2012 höjde ett par länder sina momsattser och Italien höjde bensinskatten. Under våren har inflationstakten sjunkit och i maj uppgick den till 2,4 procent (se diagram 3:18). Om man bortser från energi- och livsmedelspriser ligger inflationen på en lägre nivå. Den underliggande inflationen (exklusive energi, livsmedel, alkohol och tobak) uppgick i maj till 1,6 procent.

I Storbritannien har inflationen fallit kraftigt sedan i slutet på förra året (se diagram 3:18). KPI-inflationen uppgick till 2,8 procent i maj och den underliggande inflationen (exklusive energi och livsmedel) uppgick till 2,5 procent. Nedgången är delvis en följd av att tidigare uppgångar i energipriser och höjd moms fallit ur tolv månaderstalen. En dämpad löneökningstakt och en appreciering av pundet har också bidragit till att inflationen dämpats.

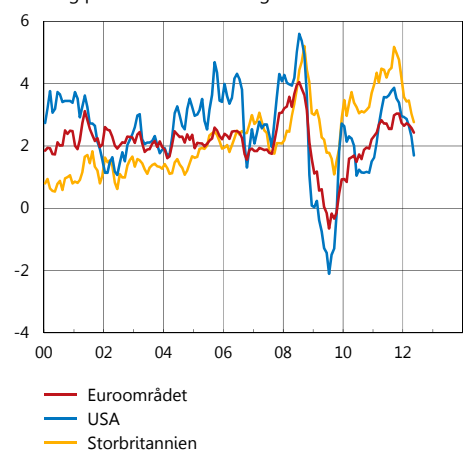
I USA har inflationen sjunkit till följd av lägre energipriser (se diagram 3:18). KPI-inflationen sjönk i maj till 1,7 procent medan den underliggande inflationen låg kvar på 2,3 procent. Inflationförväntningarna har överlag fallit de senaste månaderna.

**Diagram 3:17. Världsimpportvolym**  
Index, 2000 = 100, säsongrensade data



Källa: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

**Diagram 3:18. Konsumentpriser**  
Årlig procentuell förändring

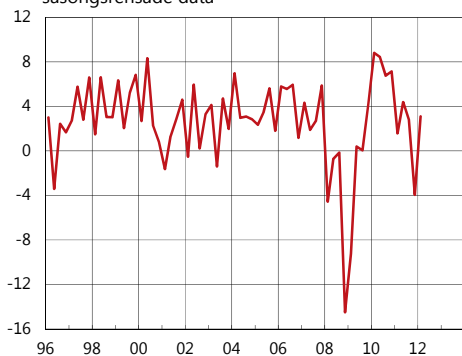


Anm. För euroområdet avses HIKP och för USA och Storbritannien avses KPI.

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

**Diagram 3:19. BNP**

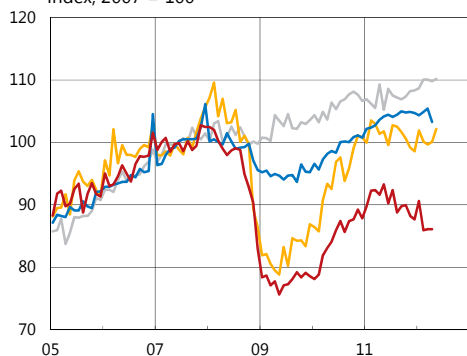
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källa: SCB

**Diagram 3:20. Produktion, varuexport och detaljhandel**

Index, 2007 = 100

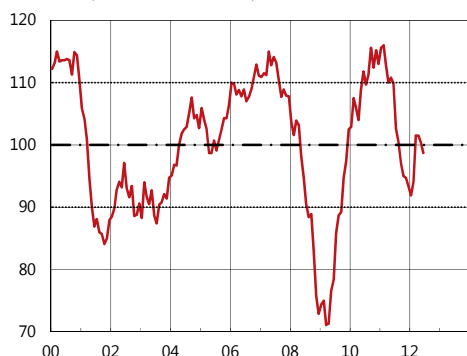


— Industriproduktion  
— Tjänsteproduktion  
— Varuexport  
— Omsättning detaljhandel

Källa: SCB

**Diagram 3:21. Barometerindikatorn**

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10



— Barometerindikatorn  
- - - Medelvärde  
..... +/- en standardavvikelse

Källa: Konjunkturinstitutet

## Svensk ekonomi försvagas den närmaste tiden

### ■ Övåntat hög BNP-tillväxt första kvartalet

Den svenska ekonomin bromsade in mot slutet av förra året till följd av bland annat en lägre efterfrågan på svenska exportvaror och en finansiell oro som dämpade stämningläget bland hushåll och företag. Under första kvartalet i år ökade svensk BNP med 3,1 procent, uppräknat till årstakt, jämfört med kvartalet innan (se diagram 3:19). Det var högre än vad Riksbanken förväntade i april och klart högre än ett genomsnitt av samtliga prognosmakares prognoser. Det var näringslivets investeringar och hushållens konsumtion som överraskade positivt.

Utsikterna för de närmaste kvartalen är dock svaga, vilket främst hänger samman med att oron för skuldutvecklingen i södra Europa åter har blossat upp. Detta påverkar i första hand svensk export och industriproduktion. Tjänsteproduktionsindex har avstannat medan motsvarande index för industrin har utvecklats fortsatt svagt (se diagram 3:20). Ökad oro och fallande börskurser bidrar även de till att svenska hushåll blir mer återhållsamma.

Samtidigt som de faktiska utfallen tyder på en svagare utveckling håller också stämningläget bland hushåll och företag på att försämrats. Stämningläget är dock fortfarande bättre än under hösten. Barometerindikatorn, som omfattar både hushåll och företag, sjönk i juni för tredje månaden i rad och ligger nu återigen under sitt historiska genomsnitt (se diagram 3:21). Nivåerna på barometerindikatorn de senaste månaderna tyder dock på att svensk ekonomi växer i normal takt under det andra kvartalet.

Konsumentförtroendet i Konjunkturinstitutets barometer sjönk i juni och ligger därmed återigen något lägre än normalt. Konfidensindikatorerna för samtliga sektorer förutom industrin ligger nu under sina historiska genomsnitt. Konfidensindikatorn för industrin tangerar sitt historiska genomsnitt.

### ■ Konjunkturavmattningen dämpar svensk export

Under andra halvåret i fjol försvagades den internationella utvecklingen och den svenska exporten föll mot slutet av året. Under första kvartalet i år ökade exporten återigen, men utsikterna för de närmaste kvartalen är svaga. Utvecklingen av varuexporten, som utgör cirka 70 procent av den svenska exporten, har varit dämpad de senaste månaderna, även om den ökade i maj. Exportorderingsgången inom tillverkningsindustrin är fortsatt låg (se diagram 3:22).

Den svaga utvecklingen i euroområdet väntas fortsätta den närmaste tiden. Tillväxtekonomierna håller till viss del tillväxten i världsekonomin uppe, men även i dessa ekonomier väntas en något lägre tillväxt framöver. Därmed väntas den samlade tillväxten på de svenska exportmarknaderna bli svag under 2012. Den svenska exporten väntas vara marginellt högre mot slutet av 2012 än den var före sommaren 2011, då den internationella oron blossade upp på nytt.

### ■ Importen faller när efterfrågan viker

Importen av varor och tjänster minskade första kvartalet i år. Månadsdata tyder dock på att importen ökar något andra kvartalet. En dämpad inhemsk efterfrågan håller tillbaka importen av konsumtions- och investeringsvaror, samtidigt som den svaga exporten dämpar importen av insatsvaror till den svenska industrin.

### ■ Investeringarna står emot konjunkturförsvagningen

De fasta bruttoinvesteringarna har ökat i god takt sedan inledningen av 2010. Den starka utvecklingen fortsatte under första kvartalet i år, bland annat genom att investeringarna ökade inom flera tjänstnäringar och inom energisektorn. Under det andra kvartalet och tredje kvartalet i år väntas dock investeringsvolymerna i ekonomin som helhet inte öka längre.

Lagernivåerna har nu återställts efter den stora avvecklingen under 2008–2009 och eftersom efterfrågan nu är svag bedöms företagen inte behöva öka lagren den närmaste tiden. Företagen väntas inte heller dra ner på sina lager, vilket även stöds av Konjunkturinstitutets barometer som indikerar att företagen är nöjda med nuvarande storlek på lagren. Under första kvartalet i år minskade företagen sina lager för första gången sedan första kvartalet 2010.

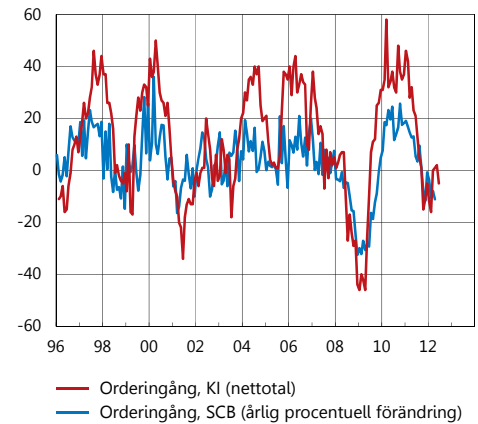
### ■ Stark privat konsumtion dämpas framöver

Under våren har börsen minskat förhållandevis kraftigt i värde och är nu tillbaka på ungefär samma nivå som i början av året. Bostadsmarknaden har däremot utvecklats något starkare än tidigare. Samtidigt har ökningstakten i hushållens upplåning varit tydligt avtagande det senaste året (se diagram 3:8). Skulderna som andel av den disponibla inkomsten är dock relativt stora och uppgår till över 170 procent.

Hushållens konsumtion ökade kraftigt under första kvartalet i år. Uppgången var bred, men konsumtionen av sällanköpsvaror var särskilt stark, även om inköpen av bilar minskade. Konjunkturinstitutets konfidensindikator för hushållen föll i juni och visar nu att hushållens syn återigen är något mer negativ än normalt. Det är både synen på den egna ekonomin och synen på svensk ekonomi som har försämrats (se diagram 3:23). Samtidigt har omsättningen inom detaljhandeln utvecklats svagt (se diagram 3:20). Under de närmaste kvartalen bedöms hushållens konsumtion utvecklas förhållandevis svagt.

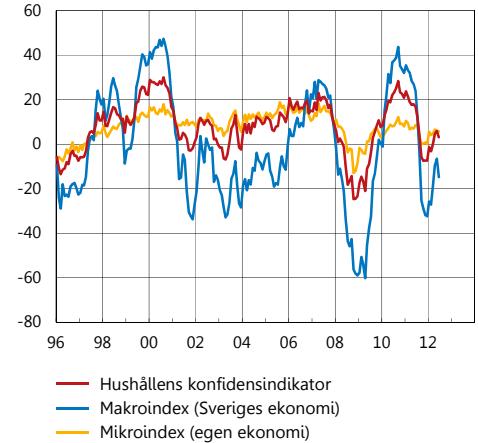
**Diagram 3:22. Exportordergång**

Nettotal respektive årlig procentuell förändring



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

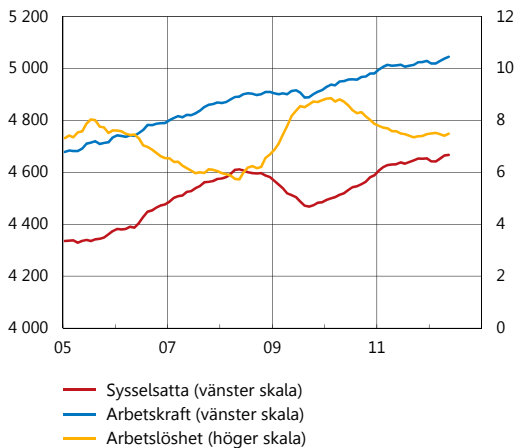
**Diagram 3:23. Konfidensindikatorer för hushåll**  
Nettotal



Källa: Konjunkturinstitutet

**Diagram 3:24. Sysselsatta, arbetskraft och arbetslöshet**

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

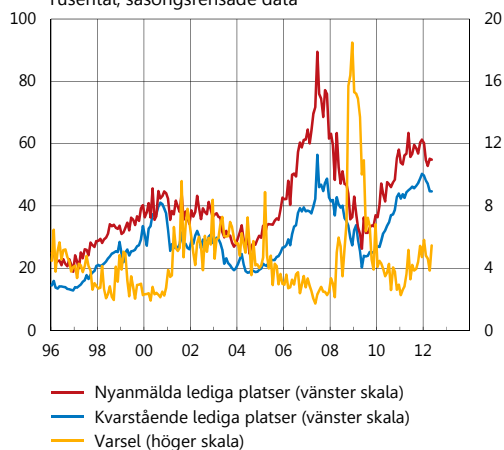


Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 3:25. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel**

Tusental, säsongrensade data



Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

**■ Offentligt sparande uppvisar överskott**

Det finansiella sparandet i den offentliga sektorn blev under första kvartalet i år återigen positivt efter ett svagt utfall fjärde kvartalet 2011. Det offentliga finansiella sparandet uppgick till drygt 0,5 procent av BNP första kvartalet. Jämfört med ett år tidigare innebär detta en försämring med 0,5 procentenheter. Försämringen beror på att investeringar, konsumtion och transfereringar till hushållen har ökat som andel av BNP. För helåret 2012 väntas det offentliga finansiella sparandet uppgå till 0,1 procent av BNP.

**■ Arbetsmarknaden utvecklas bättre än väntat**

Arbetsmarknaden har utvecklats bättre än väntat den senaste tiden. I den penningpolitiska uppföljningen i april väntades antalet arbetade timmar minska under inledningen av 2012. Ny statistik från nationalräkenskaperna visar dock att timmarna istället ökade under det första kvartalet. Ökningstakten i antalet sysselsatta och antalet i arbetskraften har bromsat in tydligt och ligger nu nära noll, men utvecklingen har ändå varit bättre än vad som väntades i den senaste uppföljningen. Arbetslösheten enligt arbetskraftsundersökningarna (AKU), som uppgick till 7,5 procent under det första kvartalet, har inte heller ökat på det sätt Riksbanken tidigare räknade med (se diagram 3:24).

Utfall och indikatorer pekar inte på någon försämring den allra närmaste tiden. Antalet nyanmälda lediga platser har visserligen sjunkit tillbaka, men ligger fortfarande på en relativt hög nivå, och antalet varsel är kvar på förhållandevis låga nivåer (se diagram 3:25). Konjunkturinstitutets företagsbarometer visar dock att företagen i näringslivet som helhet förväntar sig att sysselsättningen ska vara oförändrad de närmaste månaderna (se diagram 3:26). Bristen på arbetskraft har sjunkit tillbaka i de flesta branscher, utom i tillverkningsindustrin där den är fortsatt stor (se diagram 3:27). Sysselsättningen väntas alltså ligga still under det första halvåret i år. Men eftersom antalet personer i arbetskraften samtidigt stiger marginellt ökar arbetslösheten något under perioden.



### ■ Löneökningstakten stiger under andra kvartalet i år

Lönerna i hela ekonomin enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet bedöms ha ökat med 2,8 procent i årlig procentuell förändring första kvartalet i år. Näringslivets löner har under det första kvartalet fortsatt att öka snabbare än den offentliga sektorns löner (se diagram 3:28). Under resterande del av året stiger löneökningstakten i den svenska ekonomin, till stor del som ett resultat av att den senaste avtalsrörelsen har gett högre avtalade löneökningar än löneavtalen för 2010–2011. De avtalade löneökningarna för industrin, som är normerande för resten av arbetsmarknaden, blev 2,6 procent per år. De löneavtal som slutits efter att industrin blev klar i december i fjol visar på en stor följsamhet gentemot industrins lönenorm.

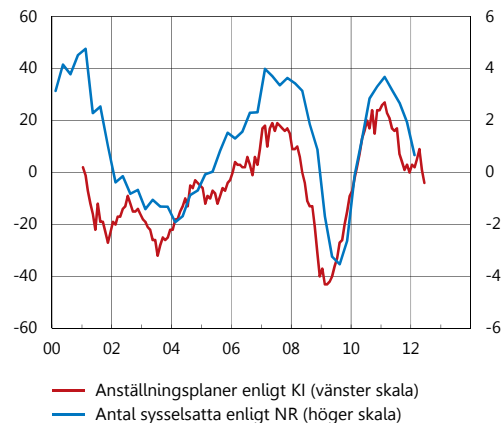
Enligt nationalräkenskaperna steg arbetskostnaderna per timme med 2,7 procent i årlig procentuell förändring första kvartalet i år, vilket var mindre än i bedömningen i april. Tillväxttakten i arbetsproduktivet, mätt som årlig procentuell förändring, ökade med 0,5 procent under det första kvartalet, vilket var i linje med bedömningen i april. Sammantaget medförde detta att den årliga ökningstakten i det inhemska kostnadstrycket blev lägre än väntat. Kostnadstrycket bedöms dock bli högre i år än förra året.

### ■ Fortsatt lågt inflationstryck

I Sverige har inflationen under en tid varit lägre än i euroområdet, trots en starkare svensk realekonomi. Det låga kostnadstrycket har bidragit till en dämpad inflation i Sverige, men det är främst förstärkningen av kronan och den låga ökningstakten i elpriserna som förklarar varför inflationen är lägre i Sverige än i euroområdet (se fördjupningen "Varför har inflationen varit lägre i Sverige än i euroområdet?" i denna rapport).

**Diagram 3:26. Anställningsplaner och sysselsatta i näringslivet**

Nettototal respektive årlig procentuell förändring, säsongsrensade data

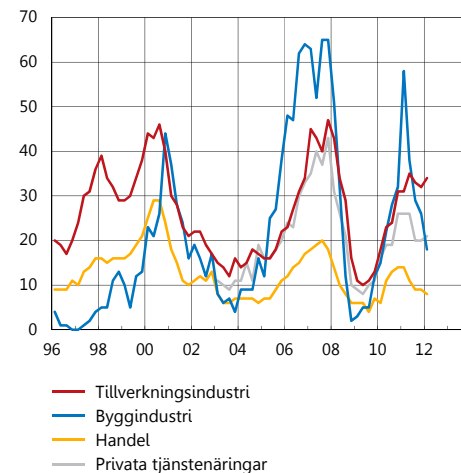


Anm. Nettototal definieras som skillnaden mellan andelen företag som uppgett en förväntad ökning av antalet anställda och andelen företag som uppgett en förväntad minskning. Anställningsplaner är på månadsfrekvens och antal sysselsatta är på kvartalsfrekvens.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

**Diagram 3:27. Andel företag med brist på arbetskraft**

Procent, säsongsrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

**Diagram 3:28. Löner**

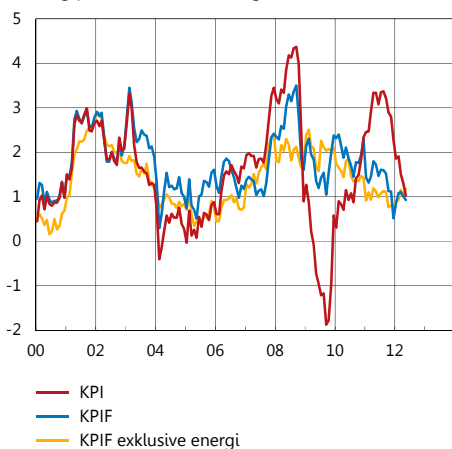
Årlig procentuell förändring



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

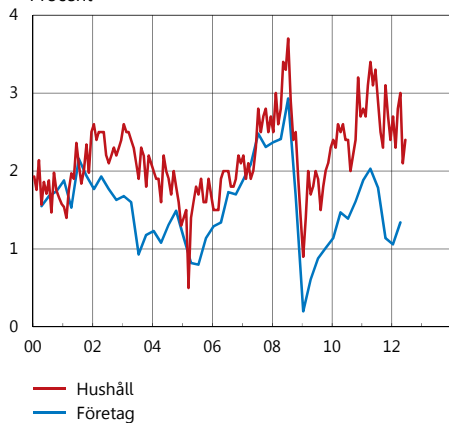
Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

**Diagram 3:29. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi**  
Årlig procentuell förändring



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

**Diagram 3:30. Inflationförväntningar på ett års sikt**  
Procent



Anm. Företag är på kvartalsfrekvens, medan hushåll är på månadsfrekvens.  
Källa: Konjunkturinstitutet

**Diagram 3:31. Inflationförväntningar på 1, 2 och 5 års sikt, samtliga aktörer**  
Procent



Källa: TNS SIFO Prospera

Den årliga ökningstakten i KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, uppgick till 0,9 procent i maj (se diagram 3:29). KPIF exklusive energi ökade samtidigt med 1,2 procent. Utfallen för samtliga inflationsmått var i linje med Riksbankens prognos i den senaste penningpolitiska uppföljningen.

KPIF-inflationen förväntas vara fortsatt låg under resten av året, vilket beror på att el- och oljepriserna förutses utvecklas svagt. Detta betyder också att den årliga ökningstakten i KPIF blir något lägre än den i KPIF exklusive energi den närmaste tiden. Tjänstepriserna i KPI ökar i en årlig takt runt 2 procent medan varupriserna faller.

Den årliga ökningstakten i KPI blir de närmaste månaderna något lägre än den i KPIF eftersom hushållens ränteutgifter ökar långsammare än tidigare. Spreadarna på boräntorna, och då särskilt för den rörliga boräntan, förväntas fortsätta att minska något. I och med att reporäntan förblir oförändrad den närmaste tiden betyder detta att boräntorna väntas sjunka.

#### ■ Inflationförväntningarna väl förankrade på lång sikt

Inflationförväntningarna på längre sikt är väl förankrade kring inflationsmålet. Prosperas månatliga enkät från juni visar att penningmarknadsaktörernas inflationförväntningar på 5 års sikt uppgick till 2,1 procent, vilket är oförändrat sedan föregående undersökning. Inflationförväntningarna på ett års sikt sjönk hos dessa från 1,4 procent till 1,3 procent. På två års sikt sjönk de från 1,9 procent till 1,8 procent. Enligt Konjunkturinstitutets barometer i juni steg hushållens inflationförväntningar på ett års sikt till 2,4 procent, samtidigt som företagens förväntningar steg till 1,3 procent (se diagram 3:30).

Prosperas kvartalsvisa enkät för samtliga aktörer, som publicerades i juni, visar att inflationförväntningarna har fallit på samtliga horisonter; från 1,7 procent till 1,5 procent på ett års sikt, från 2,0 procent till 1,9 procent på två års sikt och från 2,2 procent till 2,1 procent på fem års sikt (se diagram 3:31).

## ■ Skuldkrisen i Europa – utvecklingen under våren

**Den senaste tiden har skuldkrisen i Europa framför allt präglats av valen i Grekland, problemen i den spanska banksektorn och oron för en spridning till Italien. Detta har bidragit till en ökad finansiell oro i euroområdet som försämrar tillväxtförutsättningarna. Följande fördjupning syftar till att översiktligt beskriva den senaste händelseutvecklingen under skuldkrisen.<sup>9</sup>**

### **Irländskt ja till finanspakten och portugisiskt bankstöd**

I början av juni röstade Irlands väljare ja till EU:s finanspakt (se Penningpolitisk rapport februari 2012 för en mer utförlig beskrivning av finanspakten). Det innebär att Irlands budgetunderskott i förhållande till BNP ska minskas till gränsen på 3 procent som EU:s stabilitets- och tillväxtpakt föreskriver, senast till 2015. Vid utgången av 2011 uppgick underskottet till drygt 13 procent av BNP.

Det står också klart att Portugal kommer att skjuta till nytt kapital till tre av sina största banker. Sammanlagt rör det sig om ett tillskott på 6,6 miljarder euro för att uppfylla den europeiska bankmyndighetens krav på att kärnprimärkapitalet i bankerna ska uppgå till 9 procent från och med slutet av juni 2012.

### **Grekiskt val leder till regeringsbildning**

Grekland har sedan tidigare beviljats två stödlån av IMF och EU som totalt uppgår till 180 miljarder euro. Bakgrunden till lånen är att landets statsskuld ligger på en ohållbar nivå och att man inte lyckats refinansiera den på marknaden. Stödprogrammen har getts på villkor att Grekland stärker sina offentliga finanser, något som har varit svårt att genomföra. Besparingskraven ledde till nyval i början av maj 2012. Valet innebar framgångar för partier som motsatt sig det överenskomna besparingsprogrammet. Svårigheterna att bilda en majoritetsregering ledde till att ett extraval utlystes till den 17 juni. Partiet Ny demokrati, som uttalat stöder besparingsprogrammet, har därefter bildat regering tillsammans med två stödpartier.

När IMF godkände det andra programmet till Grekland i mars 2012, var en första översyn planerad till slutet av maj. Översynen har dock skjutits upp i väntan på en regering att föra en dialog med. Inför denna första översyn skulle ett antal kriterier vara uppfyllda för att Grekland skulle få nästa utbetalning. Det finns dock en stor risk att Grekland inte kommer att ha lyckats uppfylla de krav som ställts.

### **Även Cypern har nu ansökt om stöd**

I slutet av juni ansökte även Cypern om stöd från EU. Det gjordes med hänvisning till finanssektorns stora exponering mot Grekland. Preliminära uppgifter gör gällande att stödbehovet uppgår till uppemot 10 miljarder euro, motsvarande över hälften av landets BNP.

<sup>9</sup> Se också fördjupningen "Skuldkrisen i Europa" i Penningpolitisk rapport oktober 2011.

### **Spansk bankkris orsakad av problem i fastighetssektorn**

De spanska bankernas totala utlåning till fastighetssektorn uppgår till cirka 30 procent av Spaniens BNP. I kombination med att huspriserna minskat med 25 procent under de senaste fyra åren har det gett upphov till en stor andel problemlån. I april i år uppgick andelen lån som är sena till betalning till närmare 9 procent av de totala utestående lånen, vilket är den högsta siffran sedan april 1994 enligt den spanska centralbanken. Kreditvärderingsinstitutet Moody's har under maj och juni sänkt kreditbetygen för ett stort antal spanska banker, med hänvisning till deras exponering mot den spanska staten och risken för ytterligare förluster i spåren av den pågående fastighetskrisen. Spanska banker hör också till dem som mest har ökat sin upplåning hos ECB under våren.

Problemen i banksektorn har tydliggjorts i fallet Bankia, som är en sammanslagning av sju mindre sparbanker. Bankia är den spanska bank som har störst exponering mot fastighetssektorn. I slutet av maj begärde banken 19 miljarder euro i statligt stöd, vilket har gett staten en kontrollerande andel i banken på cirka 90 procent.

### **Stöd till spanska banker**

Delar av banksektorn behöver nu rekapitaliseras. I juni begärde därför den spanska regeringen stöd till banksystemet från övriga euroländer. De hade dessförinnan utfärdat ett lånelöfte på upp till 100 miljarder euro. Beloppet är avsevärt större än de 40 miljarder som enligt en IMF-rapport skulle behövas för att rekapitalisera banksystemet och de 62 miljarder som en preliminär oberoende utvärdering i juni kommit fram till. Ett lån på 100 miljarder euro motsvarar knappt 10 procent av Spaniens BNP. Kostnaden för lånet fick Moody's att sänka Spaniens kreditbetyg tre steg i mitten av juni.

Villkoren för stödet är att Spanien reformerar finanssektorn. Stödet ska administreras av den statliga spanska bankfonden, Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). Det finns i nuläget inget statsfinansiellt åtgärds paket som följer med lånen, mer än att Spanien ska följa reglerna om budgetdisciplin i den så kallade "Six Pack-överenskommelsen" (se Penningpolitisk rapport februari 2012 för en mer utförlig beskrivning av "Six Pack-överenskommelsen").

### **Offentliga underskott i de spanska regionerna**

Marknadsoron för Spanien har också påverkats av underskotten i de spanska regionernas finanser. Regionen Katalonien, som står för 20 procent av den spanska ekonomin, har förfallande lån på närmare 7 procent av regionens BNP 2012. Det har nyligen fått regionalpresidenten att begära hjälp från den spanska staten med finansieringen av underskotten. Regionernas skuldsättning ledde till att Moody's i maj sänkte kreditbetyget för Katalonien och tre andra spanska regioner.

## Oro för spridning till Italien

Den ökade oron för situationen i Spanien har satt ytterligare fokus på Italien. Oron bland investerare grundar sig framför allt på oklarheter kring om den italienska regeringen har kapacitet att genomföra nödvändiga åtgärder för att hantera landets stora statsskuld. Det avspelas bland annat i att italienska statsobligationsräntor, liksom de spanska räntorna, har ökat den senaste tiden. Därutöver finns det även i Italien problem i banksektorn. Regeringen beslutade i slutet av juni att låna ut 2 miljarder euro till Banca Monte dei Paschi di Siena. Obligationerna som banken då utfärdar ska vid ett senare tillfälle kunna konverteras till aktiekapital och syftet är att banken därmed ska kunna uppfylla den europeiska bankmyndighetens krav att kärnprimärkapitalet ska uppgå till 9 procent från och med den sista juni.

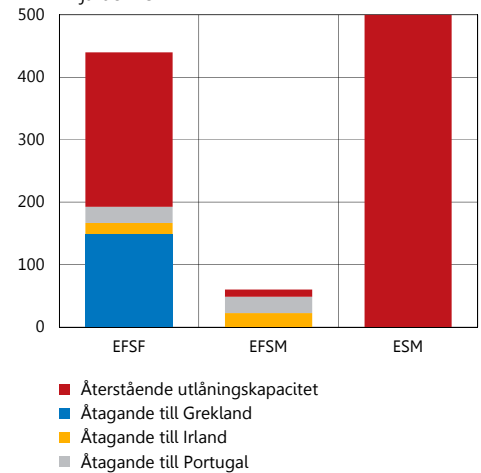
## Stödprogram med syfte att stödja krisdrabbade länder

I samband med att Grekland beviljades det första stödpaketet i maj 2010 inrättades två tillfälliga stödfaciliteter: Europeiska finansiella stabiliseringsmekanismen (EFSM) och Europeiska finansiella stabiliseringsfaciliteten (EFSF). EFSM garanteras av EU-budgeten medan EFSF garanteras av euroländerna. Dessa faciliteter ska under 2013 ersättas av den permanenta Europeiska stabilitetsmekanismen (ESM) som träder i kraft i början av juli 2012 (givet att alla euroländer har ratificerat det så kallade ESM-fördraget). Den 30 mars beslutade eurogruppen att EFSF och ESM ska existera parallellt från juli 2012 till och med juni 2013.

EFSF:s åtaganden till Grekland, Irland och Portugal uppgår till 193 miljarder euro och EFSM har åtaganden till ett värde om 48 miljarder euro till Irland och Portugal (se diagram A1). För sin utlåning kommer ESM i sin tur ta upp lån på den öppna marknaden. För att säkerställa att ESM får det högsta kreditbetyget har den givits en kapitalstruktur som liknar exempelvis IMF:s med ett inbetalt kapital. Euroländerna kommer successivt att betala in kapital så att det 2014 sammanlagt uppgår till 80 miljarder euro. Det bedöms vara förenligt med den avsedda utlåningskapaciteten på 500 miljarder euro. I den mån ESM behöver låna upp pengar dessförinnan har euroländerna åtagit sig att se till att det inbetalda kapitalet hela tiden uppgår till minst 15 procent av ESM:s upplåning.

Trots dessa stödprogram har den finansiella oron i euroområdet inte klingat av. Det har framför allt drabbat Spanien genom högre räntor på landets statsobligationer (se diagram A2). Tioårsräntan har stundtals legat över 7 procent under våren, alltså samma räntenivå som föregick nödlånen till Grekland, Irland och Portugal (se diagram A3).

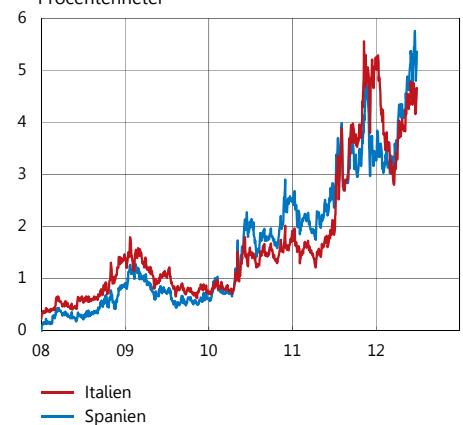
**Diagram A1. Stödprogrammets åtaganden**  
Miljarder EUR



Anm. Utlåningskapaciteten i ESM uppnås i takt med inbetalningar av kapital fram till och med 2014. Den återstående utlåningskapaciteten hos EFSF och EFSM är endast avsedd att användas i väntan på att ESM når sin fulla kapacitet. Det innebär att den totala återstående utlåningskapaciteten inte kommer att överstiga 500 miljarder euro.

Källor: European Financial Stability Facility (EFSF) och European Financial Stability Mechanism (EFSM)

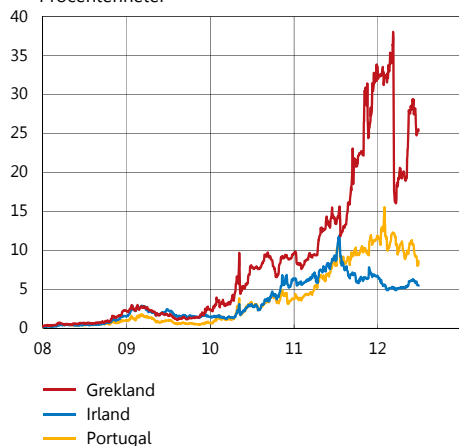
**Diagram A2. Skillnad i olika länders statsobligationsräntor mot Tyskland**  
Procentenheter



Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.

Källa: Reuters EcoWin

**Diagram A3. Skillnad i olika länders statsobligationsräntor mot Tyskland**  
Procentenheter



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

### Nya överenskommelser om stödfondernas användning

Vid Europeiska rådets möte den 28-29 juni träffades överenskommelser om stödfondernas användning som syftar till att bryta länkarna mellan bankers och länders kreditvärdighet.

Stödfonden ESM ges möjlighet att rekapitalisera banker direkt, så att exempelvis bankstödet till Spanien inte längre hamnar ovanpå den spanska statskulden. Även bankrekapitaliseringar inom ramen för pågående stödprogram, exempelvis det irländska, kan påverkas. En förutsättning för direkt rekapitalisering av banker är att det först ska inrättas en gemensam banktillsyn under ECB.

Vidare innebär överenskommelsen att stödet till Spaniens banker inte ska få prioriterad ställning framför andra fordringar på det sätt som normalt gäller lån från ESM, vilket minskar risken för de privata långivarna och väntas bidra till lägre räntor.

Vid Europeiska rådets möte fastslogs också att stödfonderna ska användas på ett flexibelt sätt för att stabilisera marknaderna, vilket kan innebära stödköp av statsobligationer i syfte att hålla nere räntekostnaderna för länder som uppfyller de avtalade budgetreglerna.

## ■ Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad

Arbetsmarknaden uppvisar såväl kortsiktiga konjunkturvariationer som mer långsiktiga förändringar oberoende av konjunkturen. Två centrala faktorer för den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad framöver är dels den demografiska utvecklingen, och dels effekterna av regeringens reformprogram sedan 2006, som är speciellt inriktat på att öka drivkrafterna till arbete.

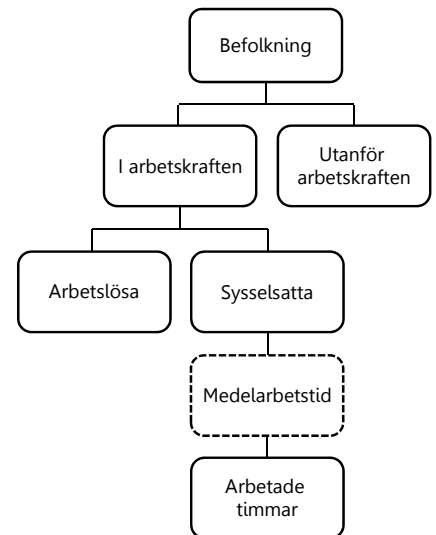
Riksbankens bedömning är att dessa faktorer sammantaget leder till ett långsiktigt högre arbetskraftsdeltagande och en lägre långsiktig arbetslöshet, som väntas ligga i intervallet 5-7,5 procent. Osäkerheten i denna bedömning är dock betydande. Nivån på den långsiktiga arbetslösheten beror på vilka antaganden som görs om utgångsläget och effekterna av demografi och ekonomisk politik. En särskilt viktig osäkerhetsfaktor är hur den långsiktiga arbetslösheten påverkas av att nya grupper med svagare ställning på arbetsmarknaden träder in i arbetskraften.

Penningpolitikens mål är att stabilisera inflationen runt 2 procent. Utan att åsidosätta inflationsmålet strävar Riksbanken även efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. Av detta skäl är det viktigt för Riksbanken att göra bedömningar bland annat av den långsiktiga utvecklingen på arbetsmarknaden. Den långsiktiga produktionsnivån hänger ihop med utvecklingen på arbetsmarknaden, eftersom fler arbetade timmar bidrar till att höja produktionen.<sup>10</sup> Antalet arbetade timmar påverkas av flera faktorer: storleken på befolkningen i arbetsför ålder, andelen av befolkningen i arbetsför ålder som tillhör arbetskraften (arbetskraftsdeltagandet), andelen sysselsatta i arbetskraften och medelarbetstiden bland de sysselsatta (se diagram A4).

### Riksbankens bedömning av den långsiktiga arbetsmarknadsutvecklingen

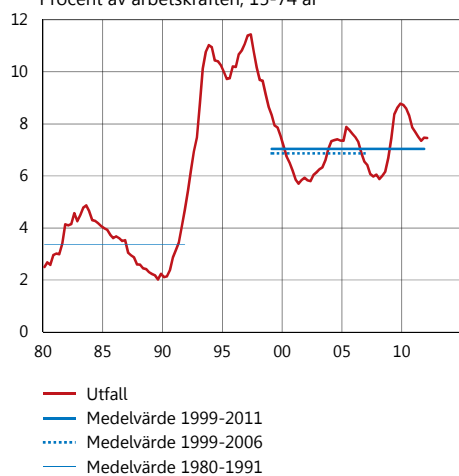
Regeringen har sedan 2006 genomfört en rad reformer som syftar till att öka arbetskraftsdeltagandet och sysselsättningen och minska arbetslösheten. Samtidigt pågår en förändring av sammansättningen i den arbetsföra befolkningen. Bedömningen av de långsiktigt hållbara nivåerna på arbetsmarknaden görs i två steg. Ett första steg består i att bedöma den långsiktiga jämvikt som rådde innan regeringens reformer inleddes 2006. Ett andra steg handlar om att bedöma hur den långsiktiga utvecklingen påverkas av regeringens reformer och av de demografiska förändringar som förväntas inträffa. Denna fördjupning fokuserar främst på den långsiktigt hållbara arbetslösheten, men bedömningarna rörande övriga variabler görs på liknande sätt.

Diagram A4. Samband mellan olika arbetsmarknadsvariabler



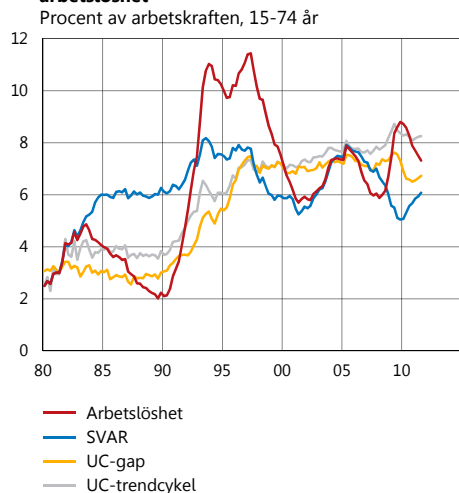
<sup>10</sup> Produktionen kan också öka genom att arbetsproduktiviteten – produktionen per arbetad timme – ökar. För en diskussion av hur den långsiktiga produktionen kan delas upp i olika komponenter, se fördjupningen "Drivkrafterna bakom trenderna i ekonomin kan analyseras med hjälp av en produktionsfunktion", Penningpolitisk rapport, oktober 2010.

**Diagram A5. Arbetslöshet**  
Procent av arbetskraften, 15-74 år



Källa: SCB

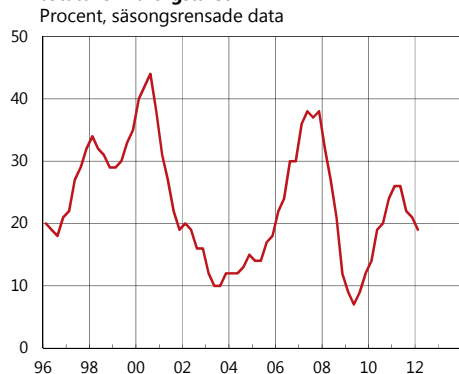
**Diagram A6. Modellskattningar av trendmässig arbetslöshet**  
Procent av arbetskraften, 15-74 år



Anm. SVAR är en strukturell VAR-modell. UC står för unobserved component, som är en statistisk metod för att skatta oobserverade trender.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram A7. Andel företag med brist på arbetskraft, totalt för näringslivet**  
Procent, säsongsrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

Med "den långsiktigt hållbara arbetslösheten" avses den nivå på arbetslösheten som förväntas råda när alla konjunkturella störningar klingat av, och när pågående strukturella förändringar fått fullt genomslag.<sup>11</sup> En grundläggande svårighet förknippad med detta begrepp är att verkliga ekonomier sällan eller aldrig befinner sig i sådant tillstånd; i själva verket påverkas ekonomier kontinuerligt av olika störningar som orsakar avvikelser från den långsiktiga jämvikten. Den långsiktiga arbetslösheten kan därför inte observeras. Slutsatser om dess nivå måste i stället dras utifrån nivån för den faktiska, observerade arbetslösheten.

### Utgångsläget på arbetsmarknaden före regeringens reformer

Man kan få en fingervisning om den långsiktiga arbetslösheten genom att studera den genomsnittliga nivån för faktisk arbetslöshet över en längre tidsperiod. För Sveriges del kompliceras denna metod dock betydligt av att arbetslösheten tycks ha fluktuerat kring olika långsiktiga nivåer under olika tidsperioder (se diagram A5).

Från 1990-talets slut fram till 2006 varierade arbetslösheten mellan 6 och 8 procent med ett genomsnitt på cirka 7 procent (se diagram A5). Under denna period uppvisade arbetslösheten ingen trendmässig förändring, och även om tidsperioden är relativt kort är det rimligt att anta att den långsiktiga arbetslösheten bör ha varit mellan 6 och 8 procent. Denna slutsats stöds av skattningar gjorda med hjälp av ekonometriska modeller (se diagram A6).<sup>12</sup>

Om det tar mycket lång tid för arbetslösheten att återvända till den långsiktiga nivån efter en störning, kan det vara svårt att utifrån historiska genomsnitt för arbetslösheten dra slutsatser om den långsiktiga nivån. Skälet är att arbetslösheten under långa perioder kan avvika betydligt från den långsiktiga nivån.<sup>13</sup> Detta påverkar i viss mån även de modellbaserade skattningarna, eftersom dessa är beroende av den faktiska arbetslöshetens genomsnittliga nivå.

Ett alternativt sätt att uppskatta den långsiktiga arbetslösheten är att utifrån olika indikatorer dra slutsatser om resursutnyttjandet vid en viss tidpunkt. Ett normalt resursutnyttjande skulle då indikera att den faktiska arbetslösheten är nära den långsiktiga arbetslösheten. Flera indikatorer tyder på att arbetslösheten under 2000 och 2001 sjönk under den långsiktiga nivån. År 2000 rapporterade en stor andel företag att det rådde brist på arbetskraft, vilket framgår i dia-

<sup>11</sup> I ett sådant läge råder en så kallad *flödesjämvikt*, vilket innebär att flödet in i arbetslöshet i varje period är lika stort som flödet ut ur arbetslöshet. I ekonomiska modeller beskriver man matematiskt detta tillstånd som *steady state*, eller en långsiktig, stabil jämvikt. Normalt definieras en sådan jämvikt utifrån antagandet att ekonomin växer längs en balanserad tillväxtbana och att företag och hushåll har förväntningar som sammanfaller med faktiska utfall. I den fortsatta framställningen används "långsiktig" synonymt med "långsiktigt hållbar".

<sup>12</sup> Skattningarna ska inte ses som mer än indikatorer på den långsiktiga arbetslöshetens nivå eftersom de ibland fångar alltför kortsiktiga variationer.

<sup>13</sup> Detta beror på så kallade persistenseffekter, det vill säga olika trögheter i arbetslösheten efter konjunkturella störningar; se till exempel B. Holmlund "The Swedish Unemployment Experience", *Oxford Review of Economic Policy*, 2009. Se även L. Ljungqvist och T.J. Sargent "How Sweden's Unemployment Became More like Europe's", i R. B. Freeman, B. Swedenborg och R.H. Topel (red), *Reforming the Welfare State: Recovery and Beyond in Sweden*, NBER Books, 2010. Arbetslöshetens genomsnittliga nivå kan även av andra skäl vara svår att tolka. Ett sådant skäl kan vara skillnader mellan förväntad och faktisk inflation. Det finns teorier som säger att sådana skillnader, om de består under längre perioder, kan leda till att den genomsnittliga arbetslösheten skiljer sig från den långsiktiga nivån. Se till exempel G.A. Akerlof, W.T. Dickens och G.L. Perry, "Near-Rational Wage and Price Setting and the Long-Run Phillips Curve", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2000 samt L.E.O. Svensson, "The possible unemployment cost of average inflation below a credible target", opublicerat manuskript, www.larseosvensson.net, 2012.



gram A7. Under 2001 var vakansgraden hög och de genomsnittliga rekryteringstiderna i näringslivet var långa (se diagram A8 och A9). Löneökningstakten var också förhållandevis hög och arbetslösheten var under dessa år i genomsnitt drygt 6 procent (se diagram A10 och A5). Ett liknande mönster upprepades under 2006 och 2007, då arbetslösheten var drygt 6,5 procent i genomsnitt.

Under 2003 och 2004 var bristtalen i näringslivet däremot mycket låga och vakansgraden hade sjunkit markant. Rekryteringstiderna var i genomsnitt betydligt kortare, och löneökningstakten mattades av. Denna statistik indikerar att resursutnyttjandet på arbetsmarknaden var lägre än normalt och att den faktiska arbetslösheten steg över den långsiktiga nivån. Arbetslösheten var under 2004 i genomsnitt strax över 7 procent, och under 2005 steg arbetslösheten ytterligare och var då i genomsnitt drygt 7,5 procent.

Sett över hela perioden 1999-2006 har den faktiska arbetslösheten varierat mellan 6 och 8 procent med ett genomsnitt på cirka 7 procent. Indikatorer på resursutnyttjandet på arbetsmarknaden ger skäl att tro att arbetslöshetens långsiktiga nivå under denna period varit något högre än 6 procent men något lägre än 8 procent. Detta innebär alltså ett smalare intervall för den långsiktiga arbetslösheten än för den faktiska arbetslösheten. Riksbankens samlade bedömning är att den långsiktiga arbetslösheten under perioden 1999-2006 var mellan 6,5 och 7,5 procent.

### Långsiktiga effekter av regeringens reformer

En ambition med regeringens ekonomisk-politiska reformer sedan 2006 har varit att öka drivkrafterna till arbete. Jobbskatteavdraget gör det relativt sett mer lönsamt för personer i arbetsför ålder att delta i arbetskraften.

Det är inte självklart att ett ökat arbetskraftsdeltagande leder till minskad arbetslöshet. Både jobbskatteavdraget och förändringarna i arbetslöshetsförsäkringen bidrar dock till att ersättningen efter skatt vid arbetslöshet minskar i förhållande till lönen efter skatt vid arbete. Detta brukar ofta beskrivas som att *den effektiva ersättningsgraden* vid arbetslöshet sjunker.

Bedömningen av effekten på den långsiktiga arbetslösheten i Sverige av en lägre effektiv ersättningsgrad har två beståndsdelar: dels en uppskattning av hur mycket den effektiva ersättningsgraden sjunker till följd av reformerna, dels effekten på långsiktig arbetslöshet av en lägre ersättningsgrad.<sup>14</sup>

Flera faktorer har bidragit till att sänka den effektiva ersättningsgraden sedan 2006. Införandet av jobbskatteavdraget innebär sänkt skatt på inkomst från arbete som inte har motsvarats av någon skattesänkning på inkomst i form av arbetslöshetsersättning. Även reformerna av arbetslöshetsförsäkringen har bidragit till att sänka den effektiva ersättningsgraden. Bland annat har försäkringens regler förändrats så att den nominella ersättningsgraden numera trappas

**Diagram A8. Vakansgrad**

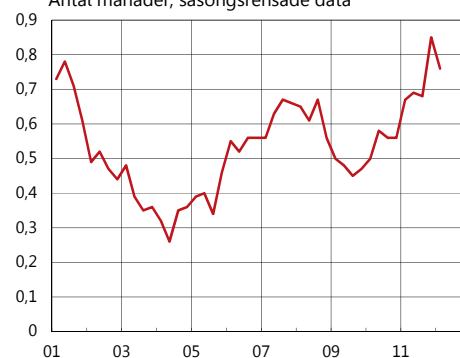
Procent av arbetskraften



Källa: SCB

**Diagram A9. Genomsnittlig rekryteringstid i näringslivet**

Antal månader, säsongrensade data



Källa: SCB

**Diagram A10. Löner i hela ekonomin enligt konjunkturlönestatistiken**

Årlig procentuell förändring



Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

<sup>14</sup> Liknande resonemang gäller även för andra arbetsmarknadsvariabler såsom antalet arbetade timmar.

av.<sup>15</sup> En annan faktor som har haft betydelse för den effektiva ersättningsgraden är att arbetslöshetsförsäkringens högsta dagpenning, det så kallade taket, inte har höjts i takt med den allmänna löneutvecklingen.

Sammantaget bedömer Riksbanken att den genomsnittliga effektiva ersättningsgraden sedan 2006 har sjunkit med mellan 8 och 13 procentenheter. Av dessa bedöms cirka 3 procentenheter bero på jobbskatteavdraget. Övriga faktorer, som regelförändringarna i försäkringen och det oförändrade taket, bedöms bidra med en sänkning på mellan 5 och 10 procentenheter.<sup>16</sup>

Ett stort antal forskningsstudier har undersökt sambandet mellan ersättningsnivåerna i arbetslöshetsförsäkringen och nivån på arbetslösheten. Sammantaget ger resultaten tydligt stöd för att en sänkt effektiv ersättningsgrad leder till kortare genomsnittlig arbetslöshetstid och sjunkande arbetslöshet.<sup>17</sup> En sammanställning av ett flertal studier tyder på att en sänkning av ersättningsgraden med en procentenhet skulle leda till en sänkning av arbetslösheten på mellan 0,08 och 0,16 procentenheter.<sup>18</sup> Riksbanken har använt dessa resultat som utgångspunkt i bedömningen av effekten av lägre ersättningsgrad på den långsiktiga arbetslösheten.

Som nämndes tidigare bedömer Riksbanken att den genomsnittliga effektiva ersättningsgraden sedan 2006 har sjunkit med mellan 8 och 13 procentenheter, samtidigt som effekten på arbetslösheten av en procentenhets lägre ersättningsgrad uppskattas till 0,08-0,16 procentenheter. Regeringens reformer och beslutet att låta arbetslöshetsförsäkringens tak vara oförändrat bedöms därmed leda till att den långsiktiga arbetslösheten sjunker med mellan 0,6 och 2,1 procentenheter.<sup>19</sup>

### Långsiktiga effekter av demografiska förändringar

Över tid förändras den arbetsföra befolkningens storlek och sammansättning vilket också påverkar arbetskraftens utveckling. SCB:s senaste befolkningsprognos innebär att befolkningen i åldersgruppen 15-74 år växer med 9,5 procent mellan 2006 och 2020. Samtidigt väntas sammansättningen av befolkningen i denna åldersgrupp för-

<sup>15</sup> Med *den nominella ersättningsgraden* avses här den ersättningsgrad som anges i arbetslöshetsförsäkringens regler. Ersättningsgraden var tidigare 80 procent av den tidigare lönen, upp till försäkringens maximala dagpenning. 2007 ändrades reglerna så att ersättningsgraden är 80 procent under de första 200 ersättningsdagarna, för att därefter bli 70 procent. Efter 300 ersättningsdagar övergår den arbetslöse i jobb- och utvecklingsgaranti, med en ersättningsgrad på 65 procent. För föräldrar med försörjningsansvar gäller delvis andra regler. En annan betydande förändring är att det förhöjda taket under de 100 första ersättningsdagarna har tagits bort.

<sup>16</sup> Riksbanken grundar sin bedömning av effekterna på den effektiva ersättningsgraden på en jämförelse av de beräkningar som gjorts vid Konjunkturinstitutet, Finansdepartementet och Finanspolitiska rådet. Svårigheterna med denna typ av beräkningar illustreras av det faktum att Konjunkturinstitutet och Finansdepartementet kommit till delvis olika resultat. Konjunkturinstitutets beräkningar och bedömningar finns redovisade i *Konjunkturläget* från december 2011. Underlaget för Finansdepartementets slutsatser om den effektiva ersättningsgraden finns beskrivet i "Hur ska utvecklingen av arbetsmarknadens funktionssätt bedömas?", rapport 2011:1 från Ekonomiska avdelningen, Finansdepartementet. Se även Finanspolitiska rådets rapport från 2010.

<sup>17</sup> Se till exempel Finanspolitiska rådets rapport från 2008. Dessa empiriska resultat stödjer resultat från så kallad sökteori, som förutsäger att sänkta ersättningsnivåer bör leda till att den enskilde arbetslöse söker mer intensivt efter nya jobb och till att lönerna sjunker. Att lönerna blir förhållandevis lägre gör det mer lönsamt för företagen att rekrytera och behålla personal, vilket också bidrar till lägre långsiktig arbetslöshet.

<sup>18</sup> Sammanställningen över resultaten baserade på data från olika OECD-länder finns i "Hur ska utvecklingen av arbetsmarknadens funktionssätt bedömas?", rapport 2011:1 från Ekonomiska avdelningen, Finansdepartementet. Dessa resultat är storleksmässigt jämförbara med de effekter som uppmätts i en studie på svenska data; se B. Holmlund et al. "Do Benefit Cuts Boost Job Finding? Swedish Evidence from the 1990s", *Economic Journal*, 2001.

<sup>19</sup> Det vill säga 0,08\*8 procentenheter (cirka 0,6 procentenheter) respektive 0,16\*13 procentenheter (cirka 2,1 procentenheter).

ändras förhållandevis mycket under perioden; grupper med genomsnittligt lägre sysselsättningsgrad och högre arbetslöshet – såsom utrikes födda – ökar som andel av befolkningen. Detta innebär att den demografiska utvecklingen bedöms dämpa arbetskraftsdeltagandet samtidigt som den långsiktiga arbetslösheten väntas bli högre.

Ett vanligt sätt att beräkna den demografiska effekten på arbetsmarknaden är att utgå från SCB:s befolkningsprognos. Under antagandet att arbetskraftsdeltagande och sysselsättningsgrad är konstanta för varje undergrupp av den arbetsföra befolkningen (utifrån kön, ålder och ursprungsland) görs sedan en framskrivning.<sup>20</sup> Med utgångspunkt från nivåerna 2006 innebär detta att arbetskraftsdeltagandet fram till 2020 sjunker med 2,7 procent, sysselsättningsgraden sjunker med 2,9 procent och den långsiktiga arbetslösheten stiger med 0,6 procentenheter.

### Betydande osäkerhet i bedömningen

Bedömningarna av effekterna på de långsiktiga nivåerna på arbetsmarknaden är mycket osäkra. Beträffande arbetslösheten väntas regeringens reformer och demografiska effekter sammantaget leda till en minskning med mellan 0 och 1,5 procentenheter på lång sikt.<sup>21</sup> I tabell A1 visas de bedömda effekterna rörande arbetsmarknadens långsiktiga utveckling i form av mittpunkter inom ett osäkerhetsintervall. För exempelvis arbetslösheten avser den totala effekten på -0,8 procentenheter mittpunkten i intervallet 0 till -1,5 procentenheter.

**Tabell A1. Bedömda förändringar av långsiktiga nivåer från 2006**

Procent om ej annat anges

	Arbetslöshet <sup>1</sup>	Arbetskraft	Arbetade timmar
Politikeffekter	-1,4	2,6	4,1
varav jobbskatteavdrag	-0,4	1,6	2,0
varav arbetslöshetsförsäkring <sup>2</sup>	-1,0	0,1	1,1
varav övriga reformer <sup>3</sup>	0,0	0,9	1,0
Demografiska effekter	0,6	5,3	4,8
Total effekt	-0,8	7,9	8,9

<sup>1</sup> Procentenheter.

<sup>2</sup> Inklusivt oförändrat tak.

<sup>3</sup> Med övriga reformer avses reformer inom sjukförsäkringen, arbetsmarknadspolitiken samt skattereduktionen för RUT- och ROT-tjänster.

Anm. I tabellen anges mittpunkten i ett bedömt intervall för effekterna.

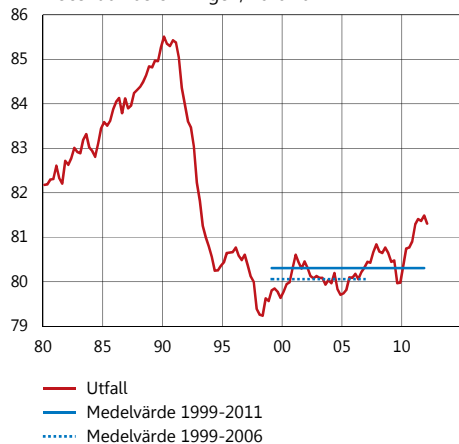
Källor: SCB och Riksbanken

En viktig osäkerhetsfaktor för den långsiktiga arbetsmarknadsutvecklingen rör förändringar i sammansättningen av arbetskraften, utöver vad som framkommer av rena demografiska framskrivningar. Den huvudsakliga ambitionen med regeringens reformer är att minska det så kallade utanförskapet. Det innebär bland annat att grupper som tidigare stått utanför arbetskraften ska förmås att träda in på arbets-

<sup>20</sup> För dessa beräkningar används SCB:s senaste befolkningsprognos, se "Sveriges framtida befolkning 2012-2060", demografiska rapporter, SCB, 2012.

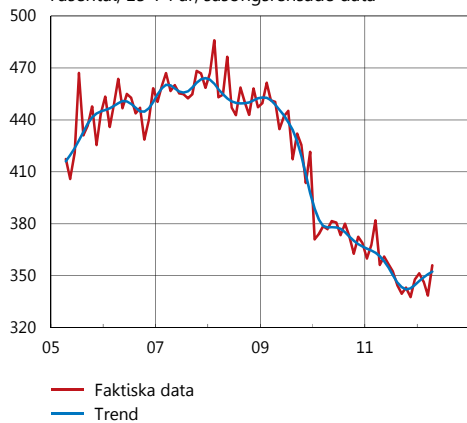
<sup>21</sup> Effekterna av ekonomisk politik på 0,6-2,1 procentenheter motverkas av demografiska effekter på 0,6 procentenheter. Sammantaget bedöms effekterna av reformer vid sidan av jobbskatteavdraget och förändringarna i arbetslöshetsförsäkringen ta ut varandra så att effekten på arbetslösheten blir noll på lång sikt.

**Diagram A11. Arbetskraftsdeltagande**  
Procent av befolkningen, 16-64 år



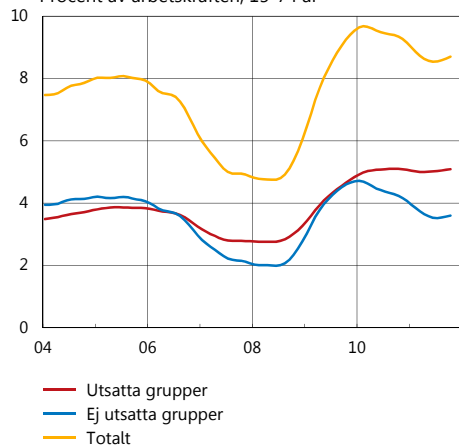
Källa: SCB

**Diagram A12. Antal sjuka utanför arbetskraften**  
Tusental, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram A13. Arbetslöshet**  
Procent av arbetskraften, 15-74 år



Källor: Arbetsförmedlingen och SCB

marknaden, söka och få arbete. Möjligheten att hitta ett arbete för dessa grupper kan skilja sig väsentligt från dem som tidigare har befunnit sig i arbetskraften. I så fall ställs krav på en mer flexibel lönebildning för att undvika matchningsproblem. Detta bidrar ytterligare till osäkerheten i bedömningen av den långsiktiga arbetslösheten.

### Tendenser i den faktiska utvecklingen sedan 2006

Ett sätt att utvärdera effekterna av regeringens reformer är att studera den faktiska utvecklingen på arbetsmarknaden, eftersom det nu är nästan 6 år sedan reformerna inleddes. En tydlig förändring sedan 2006 är att arbetskraftsdeltagandet i åldersgruppen 16-64 år har ökat (se diagram A11).<sup>22</sup> Detta tyder på att nya grupper har tagit sig in på arbetsmarknaden.

Det finns dock få tecken på en trendmässigt minskad arbetslöshet sedan 2006. Om något finns en tendens till stigande arbetslöshet (se diagram A5). En förklaring till detta är att arbetsmarknaden sedan 2008 har påverkats negativt av den finansiella krisen. Konjunkturedgången 2008-2009 följdes visserligen av en period av stark återhämtning, men från andra halvåret 2011 har skuldskrisen i Europa åter dämpat konjunkturen påtagligt.

En ytterligare tänkbar förklaring till den relativt höga arbetslösheten är att sammansättningen av arbetskraften har förändrats. Under 2008 genomförde regeringen till exempel omfattande förändringar av sjukförsäkringen, vilket bland annat avspeglas i att antalet personer utanför arbetskraften som enligt arbetskraftsundersökningarna (AKU) uppges vara sjuka har minskat kraftigt under senare år (se diagram A12). En tolkning av detta är att dessa personer i stället har trätt in i arbetskraften, vilket stöds av statistik från Arbetsförmedlingen över personer med funktionsnedsättning som överförs till dem från Försäkringskassan.<sup>23</sup> Enligt Arbetsförmedlingen är detta den grupp som har svårast att hitta arbete, vilket kan ha bidragit till högre arbetslöshet. I takt med konjunkturåterhämtningen under 2010 och första halvåret 2011 sjönk den totala arbetslösheten, men bland dem som av Arbetsförmedlingen klassificeras som utsatta grupper var arbetslösheten oförändrad (se diagram A13).<sup>24</sup> Detta kan tyda på att matchningen på arbetsmarknaden har försämrats.

Effektiviteten i matchningen kan illustreras med en så kallad Beveridge-kurva, som visar sambandet mellan lediga platser (vakanser) och arbetslösa. En rörelse längs med Beveridge-kurvan tolkas ofta som en konjunkturell förändring. Ett skift utåt av kurvan indikerar en sämre fungerande matchning och vice versa. En dåligt fungerande matchning innebär att det tar lång tid att para ihop vakanter och

<sup>22</sup> I och med att åldersgruppen 65-75 år har ökat som andel av den totala befolkningen 15-74 år, och denna grupp har relativt lägre arbetskraftsdeltagande, syns inte tendensen till ökat arbetskraftsdeltagande för gruppen 15-74 år.

<sup>23</sup> Arbetsförmedlingens statistik visar på nästan en fördubbling av antalet inskrivna med arbetsmarknadsrelaterad funktionsnedsättning de senaste åren: från cirka 40 000 personer 2008 till cirka 70 000 personer 2011.

<sup>24</sup> Enligt Arbetsförmedlingen är det framförallt fyra grupper som relativt sett har en utsatt position på arbetsmarknaden och som har svårt att få ett nytt jobb om de blir arbetslösa. Till dessa så kallade utsatta grupper hör utrikesfödda, personer med förgymnasial utbildning, äldre i åldern 55-64 år och personer med funktionsnedsättning som medför nedsatt arbetsförmåga.

arbetslösa och därmed att arbetslösheten är högre, vid ett givet antal lediga jobb. Sedan 2009 förefaller den svenska Beveridge-kurvan ha skiftat utåt, vilket kan tolkas som ett tecken på försämrad matching (se diagram A14).

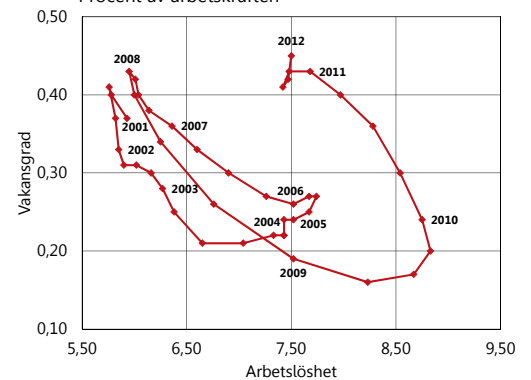
### Långsiktigt högre arbetskraftsdeltagande och lägre arbetslöshet, men stor osäkerhet i bedömningen

Den långsiktiga arbetslösheten bedöms av Riksbanken ha varit mellan 6,5 och 7,5 procent under perioden 1999-2006. Regeringens reformer, som inleddes 2006, väntas på sikt leda till ett ökat arbetskraftsdeltagande och en lägre arbetslöshet. Dessa effekter motverkas dock helt eller delvis av pågående och förväntade förändringar i befolkningens sammansättning. Från 2006 bedöms effekter av regeringens politik och demografiska förändringar sänka den långsiktiga arbetslösheten med mellan 0 och 1,5 procentenheter. Sammantaget bedömer Riksbanken att nivån för den långsiktiga arbetslösheten framöver är mellan 5 och 7,5 procent. Den lägre siffran baseras på antagandet att arbetslösheten i utgångsläget är 6,5 procent och att de bedömda effekterna av regeringens politik och demografiska förändringar uppgår till -1,5 procentenheter. Den högre siffran baseras på ett utgångsläge med 7,5 procents långsiktig arbetslöshet och att de bedömda effekterna av regeringens politik och demografiska förändringar tar ut varandra.

Bedömningen präglas av en rad osäkerhetsfaktorer, både vad gäller den ursprungliga nivån och effekterna av regeringens politik. En osäkerhetsfaktor gäller möjligheten att hitta arbete för nya grupper som träder in på arbetskraften. För att efterfrågan ska anpassa sig till utbudet på längre sikt krävs sannolikt en mer flexibel lönebildning.

Till detta kommer frågan om hur snabbt arbetsmarknaden kan anpassa sig till nya långsiktiga nivåer. Även i detta sammanhang spelar lönebildningen en viktig roll. Under de senaste åren har det synts tecken på en försämrad matchning på arbetsmarknaden, vilket indikerar att anpassningen kan ta tid. Ur ett penningpolitiskt perspektiv är det mycket viktigt hur arbetsmarknadens funktionssätt utvecklas. Riksbanken följer kontinuerligt utvecklingen.

**Diagram A14. Beveridge-kurva**  
Procent av arbetskraften

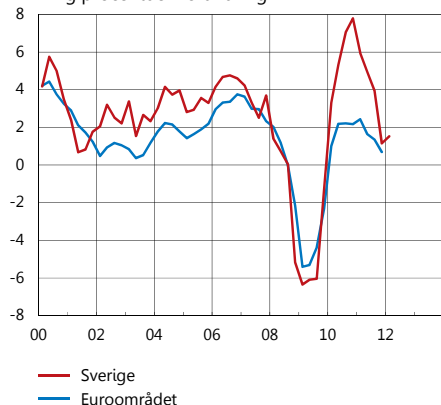


Anm. Årtalen markerar första kvartalet respektive år.  
Källor: Arbetsförmedlingen, SCB och Riksbanken

## ■ Varför har inflationen varit lägre i Sverige än i euroområdet?

**Diagram A15. BNP-tillväxt i Sverige och euroområdet**

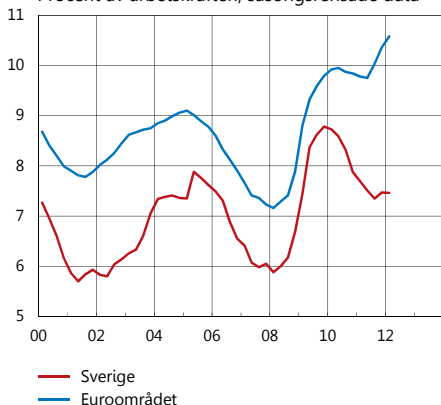
Årlig procentuell förändring



Källa: OECD

**Diagram A16. Arbetslöshet i Sverige och euroområdet**

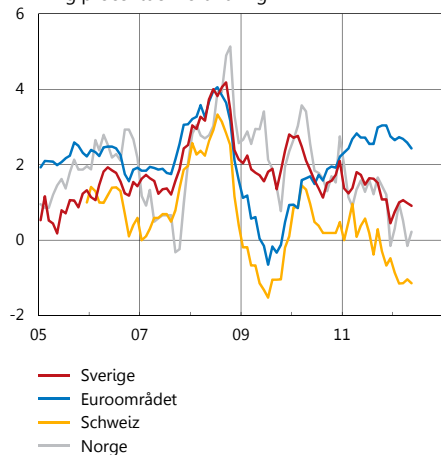
Procent av arbetskraften, säsongsrensade data



Källa: OECD

**Diagram A17. HIKP för Sverige, euroområdet, Schweiz och Norge**

Årlig procentuell förändring



Anm. HIKP avser Harmoniserat Index för Konsumentpriser.  
Källor: Eurostat och SCB

**Inflationen har den senaste tiden varit lägre i Sverige än i euroområdet trots att den svenska tillväxten varit högre och arbetslösheten lägre. Flera faktorer har bidragit till detta. En av dem är att den svenska kronan stärkts under de senaste åren.**

### Lägre inflation i Sverige än i euroområdet

Efter den finansiella krisen har tillväxten varit avsevärt högre i Sverige än i euroområdet (se diagram A15). Arbetslösheten har sjunkit med nästan 2 procentenheter i Sverige samtidigt som den har fortsatt att stiga i euroområdet (se diagram A16). Samtidigt är dock inflationen i Sverige lägre än i euroområdet (se diagram A17). I Sverige har inflationen sjunkit gradvis åren efter den finansiella krisen. I euroområdet sjönk inflationen snabbt under inledningen av den finansiella krisen men har sedan mitten av 2009 stigit. I maj 2012 var inflationen enligt HIKP (Harmoniserat Index för Konsumentpriser) 0,9 procent i Sverige medan den var 2,4 procent i euroområdet.

### Växelkursen förklarar en stor del av skillnaden

En av förklaringarna till att inflationen är lägre i Sverige än i euroområdet är utvecklingen av kronans växelkurs. Under 2008 och 2009 försvagades kronan kraftigt såväl i handelsvägda termer som mot euron, för att därefter stärkas mot mer normala nivåer (se diagram A18). Sverige är till skillnad från euroområdet en liten öppen ekonomi, och växelkursens utveckling har större betydelse för inflationen. Norge, som också är en liten öppen ekonomi, har sett en liknande utveckling av växelkursen och inflationen. Liksom den svenska kronan försvagades den norska kronan kraftigt under den finansiella krisen 2008-2009, för att därefter stärkas. Inflationen i Norge hölls uppe under den finansiella krisen, och har sedan sjunkit (se diagram A17). Ytterligare ett exempel är Schweiz, där den schweiziska francens förstärkning under senare år lämnat ett stort avtryck i den schweiziska inflationen (se diagram A17 och A19).

### Växelkurs och kostnadstryck avspeglas i olika undergrupper

Hur förändringar i växelkursen påverkar olika prisgrupper i HIKP-korgen beror bland annat på hur stort importinnehållet i dessa grupper är. I HIKP-korgen är importinnehållet stort i grupperna varor (avser industrivaror exklusive energi och livsmedel) och livsmedel (avser obearbetade livsmedel). Prisökningstakten i dessa grupper har också varit mycket låg, med fallande priser i Sverige under 2011 (se diagram A20 och A21). Motsvarande priser i euroområdet har samtidigt fortsatt att stiga. Priserna på livsmedel påverkas också av utvecklingen i råvarupriserna på världsmarknaden. I diagram A20 syns hur prisökningstakten på livsmedel i både Sverige och euroområdet börjar stiga när råvarupriserna ökar under 2006-2007. Därefter faller råvarupriserna tillbaka och prisökningstakten på livsmedel i euroområdet sjunker. I Sverige var dock ökningstakten i

livsmedelpriserna fortsatt hög, mycket på grund av att kronan försvagades mot euron (se diagram A19 och A20). Genomslaget av den svaga kronan under krisen och den förstärkning som följde därefter är kanske ännu tydligare i varuprisernas utveckling (se diagram A21). Prisutvecklingen för tjänster har däremot varit mer lika i Sverige och i euroområdet under senare tid (se diagram A22). Eftersom importinnehållet i denna grupp är mindre än för varor och livsmedel påverkas tjänstepriserna i högre grad av inhemska förhållanden, såsom produktionskostnader, än av växelkursen. Kostnadstrycket i termer av arbetskostnader per producerad enhet har också utvecklats på ett liknande sätt i Sverige och i euroområdet (se tabell A2).

### Låga elpriser i Sverige bidrar

En ytterligare faktor som bidrar till att inflationen är lägre i Sverige än i euroområdet är utvecklingen i energipriserna. Dessa påverkas av växelkursens utveckling. Utvecklingen i elpriserna har dessutom en något större vikt i svensk HIKP än i euroområdets HIKP. Detta har på senare tid bidragit till att hålla tillbaka prisutvecklingen i svensk HIKP. Under senare delen av 2011 och 2012 har elpriserna på den nordiska elmarknaden Nordpool fallit kraftigt mätt i euro och än mer mätt i svenska kronor.

### Förändringar i indirekta skatter spelar också roll

I flera länder i euroområdet har man under det senaste året höjt indirekta skatter i syfte att förbättra de statliga finanserna. Det har bidragit till att inflationen blivit något högre och det förklarar en viss del av skillnaden mellan HIKP-inflationen i Sverige och i euroområdet. Under 2011 bidrog dessa skatteförändringar till att vidga skillnaden med i snitt 0,3 procentenheter. Under 2012 har dock skillnaden som beror på förändringar i indirekta skatter minskat trots att momsen på restaurang- och cateringtjänster i Sverige sänktes från och med den 1 januari i år. Enligt beräkningar från Konjunkturinstitutet har detta bidragit till att inflationen i Sverige blivit ca 0,1 procentenhet lägre under början av 2012.<sup>25</sup>

### Skillnaden i inflationen minskar framöver

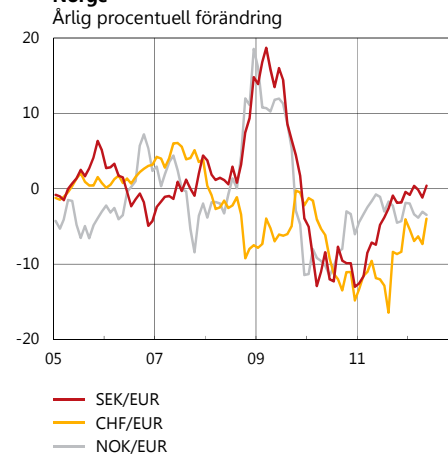
De stora rörelserna i den svenska växelkursen under senare år är alltså en viktig förklaring till skillnaden i inflationen i Sverige och i euroområdet. Det reser frågan om varför kronan först försvagades under krisen och sedan förstärktes. Sverige har ett mycket starkt exportberoende och när exporten föll kraftigt under krisen bidrog detta till att försvaga kronan. Men utvecklingen under de senaste åren har också visat att i perioder av stor finansiell osäkerhet tenderar mindre likvida valutor, som den svenska kronan, att försvagas då investerare föredrar att placera i valutor med högre likviditet. Den kraftiga försvagningen av kronan under 2008-2009 berodde sannolikt

**Diagram A18. Växelkurs för Sverige**  
SEK/EUR



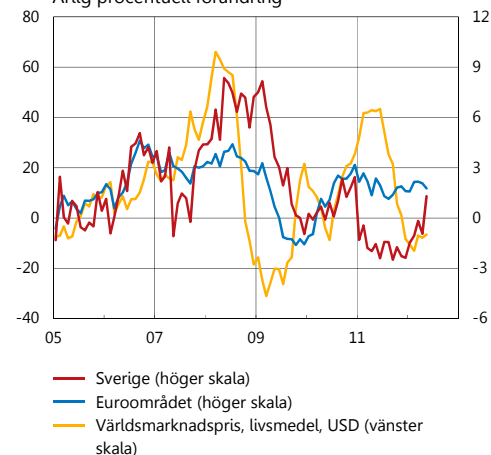
Källa: Reuters EcoWin

**Diagram A19. Växelkurs för Sverige, Schweiz och Norge**  
Årlig procentuell förändring



Källa: Reuters EcoWin

**Diagram A20. Livsmedel i HIKP och råvarupriser på världsmarknaden för livsmedel**  
Årlig procentuell förändring



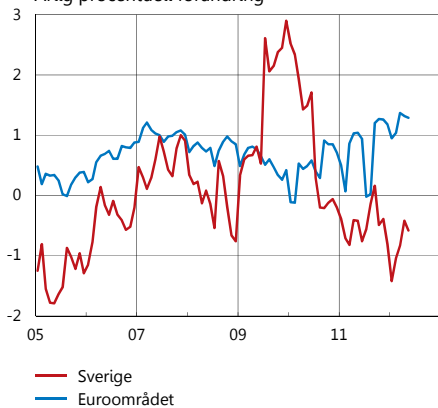
Anm. Världsmarknadspris för livsmedel avser The Economist råvaruprisindex för livsmedel.

Källor: Eurostat, SCB och The Economist

<sup>25</sup> Se Konjunkturinstitutet, "Kortsiktiga prisseffekter av sänkt mervärdesskatt på restaurang- och cateringtjänster", Fördjupnings-PM nr 13, 2012 och Konjunkturläget juni 2012.

**Diagram A21. Varor i HIKP för Sverige och euroområdet**

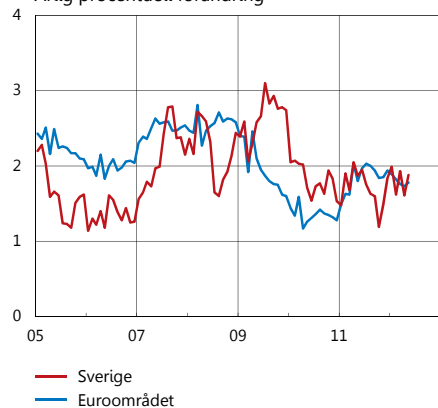
Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat och SCB

**Diagram A22. Tjänster i HIKP för Sverige och euroområdet**

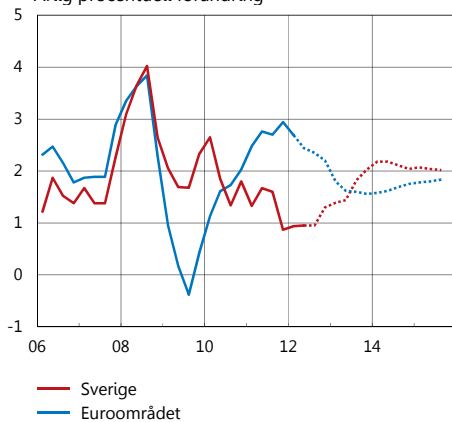
Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat och SCB

**Diagram A23. HIKP för Sverige och euroområdet**

Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat, SCB och Riksbanken

också på att svenska finansiella tillgångar då sågs som mer riskfyllda på grund av svenska bankers stora exponering gentemot Baltikum. Kronans förstärkning sedan slutet av 2009 kan därför ses som uttryck för att oron på de finansiella marknaderna mildrades samtidigt som förtroendet för svenska banker förbättrats. Den statsfinansiella krisen i Europa har sannolikt också bidragit till att öka efterfrågan på svenska tillgångar, då Sveriges statsfinansiella situation i jämförelse med många andra europeiska länder är mycket stark.

Men även andra faktorer kan ha påverkat både växelkurs och inflation under denna period. Exempelvis har styrräntan varit högre i Sverige än i euroområdet. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige har varit betydligt bättre medan euroområdet har drabbats hårt av den statsfinansiella krisen. Skillnaden i inflationen antas dock komma att minska framöver. Återhämtningen i Sverige går snabbare än i euroområdet och därmed stiger den svenska inflationen relativt snabbt upp mot målet samtidigt som den i euroområdet gradvis sjunker (se diagram A23).

**Tabell A2. Inflation och arbetskostnad per producerad enhet i Sverige och euroområdet**  
Årlig procentuell förändring

	2009	2010	2011	2012
HIKP, euroområdet	0,29	1,62	2,72	2,61
HIKP, Sverige	1,94	1,91	1,36	0,94
Arbetskostnad per producerad enhet, euroområdet	4,1	-0,9	0,8	1,0
Arbetskostnad per producerad enhet, Sverige	4,1	-1,7	-0,6	1,5

Anm. Värden för 2012 avser genomsnitt till och med maj för HIKP, och till och med kvartal 1 för arbetskostnad per producerad enhet.

Källor: Eurostat, OECD och SCB



## ■ Appendix

- Tabeller
- Fördjupningar 2009–2012
- Ränitebeslut 2008–2012
- Ordlista

## Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport/uppföljning anges inom parentes om ej annat anges.

**Tabell 1. Reporänteprognos**

Procent, kvartalsmedelvärden

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

Källa: Riksbanken

**Tabell 2. Inflation**

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014
KPI	3,0 (3,0)	1,1 (1,2)	1,7 (1,9)	2,8 (2,9)
KPIF	1,4 (1,4)	1,0 (1,1)	1,7 (1,7)	2,1 (2,0)
KPIF exkl. energi	1,0 (1,0)	1,2 (1,0)	1,7 (1,6)	2,0 (2,0)
HIKP	1,4 (1,4)	1,0 (1,1)	1,7 (1,7)	2,1 (2,0)

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

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning**

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014
Reporänta	1,8 (1,8)	1,5 (1,5)	1,6 (1,7)	2,3 (2,5)
10-årsränta	2,7 (2,6)	1,6 (2,1)	2,5 (3,1)	3,5 (3,9)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	122,3 (122,3)	122,6 (120,3)	118,6 (117,8)	118,2 (118,2)
Offentligt finansiellt sparande*	0,1 (0,1)	0,1 (-0,1)	0,2 (0,2)	1,0 (0,9)

\* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 4. Internationella förutsättningar**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

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

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

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Styrränta i omvärlden, TCW-vägd	0,8 (0,8)	0,4 (0,4)	0,4 (0,4)	0,7 (0,8)
Råoljepris, USD/fat Brent	111 (111)	105 (121)	95 (115)	93 (107)
Svensk exportmarknad	3,9 (3,7)	1,4 (1,9)	3,5 (4,3)	6,3 (6,3)

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

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

\* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

Anm. Siffrorna avser faktiska, ej kalenderkorrigerade, tillväxttakter, om ej annat anges. NR avser nationalräkenskaperna.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 6. Produktion och sysselsättning**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

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

\* 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

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

\* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

**Tabell 8. Alternativscenario: fördjupad skuldkris i Europa**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014
BNP i omvärlden	1,3 (1,3)	0,1 (0,4)	-0,6 (1,1)	0,8 (2,1)
KPI i omvärlden	2,6 (2,6)	2,0 (2,1)	1,3 (1,6)	1,1 (1,7)
Styrränta i omvärlden, procent	0,8 (0,8)	0,3 (0,4)	0,1 (0,4)	0,1 (0,7)
KPIF	1,4 (1,4)	1,1 (1,0)	2,1 (1,7)	1,5 (2,1)
BNP	4,0 (4,0)	0,5 (0,9)	-1,2 (1,7)	1,3 (2,9)
Reporänta, procent	1,8 (1,8)	1,5 (1,5)	1,3 (1,6)	1,0 (2,3)
Arbetslöshet, 15-74 år*	7,5 (7,5)	7,6 (7,6)	7,9 (7,7)	7,9 (7,0)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	122,3 (122,3)	124,3 (122,6)	120,8 (118,6)	118,2 (118,2)

\* Procent av arbetskraften

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. TCW-vägda omvärldsvariabler. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 9. Alternativscenario: fördjupad skuldkris i Europa och mer expansiv penningpolitik**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

\* Procent av arbetskraften

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 10. Alternativscenario: förtroendet återvänder snabbare**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014
BNP i omvärlden	1,3 (1,3)	0,5 (0,4)	1,5 (1,1)	2,6 (2,1)
KPI i omvärlden	2,6 (2,6)	2,1 (2,1)	1,9 (1,6)	1,9 (1,7)
Styrränta i omvärlden, procent	0,8 (0,8)	0,4 (0,4)	0,6 (0,4)	1,2 (0,7)
KPIF	1,4 (1,4)	1,0 (1,0)	1,7 (1,7)	2,4 (2,1)
BNP	4,0 (4,0)	1,1 (0,9)	2,8 (1,7)	3,4 (2,9)
Reporänta, procent	1,8 (1,8)	1,6 (1,5)	2,1 (1,6)	3,1 (2,3)
Arbetslöshet, 15-74 år*	7,5 (7,5)	7,6 (7,6)	7,3 (7,7)	6,3 (7,0)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	122,3 (122,3)	122,3 (122,6)	117,7 (118,6)	118,0 (118,2)

\* Procent av arbetskraften

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. TCW-vägda omvärldsvariabler. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 11. Alternativscenario: förtroendet återvänder snabbare och mindre expansiv penningpolitik**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

\* Procent av arbetskraften

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 12. Alternativscenario: högre reporänta**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

\* Procent av arbetskraften

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 13. Alternativscenario: lägre reporänta**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

\* Procent av arbetskraften

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

## Fördjupningar 2009–2012<sup>26</sup>

### 2009

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

### 2010

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

### 2011

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

### 2012

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

<sup>26</sup> En förteckning över fördjupningar från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

Räntebeslut 2008–2012<sup>27</sup>

Mötesdatum	Reporänta (procent)	Beslut (procentenheter)	Penningpolitisk rapport
<b>2008</b>			
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	<i>Extramöte, ingen rapport</i>
22 oktober	3,75	-0,50	2008:3
3 december	2,00	-1,75	Penningpolitisk uppföljning
<b>2009</b>			
10 februari	1,00	-1,00	Februari 2009
20 april	0,50	-0,50	Penningpolitisk uppföljning
1 juli	0,25	-0,25	April 2009
2 september	0,25	0	Penningpolitisk uppföljning
21 oktober	0,25	0	Oktober 2009
15 december	0,25	0	Penningpolitisk uppföljning
<b>2010</b>			
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
<b>2011</b>			
14 februari	1,50	+0,25	Februari 2011
19 april	1,75	+0,25	Penningpolitisk uppföljning
4 juli	2,00	+0,25	Juli 2011
6 september	2,00	0	Penningpolitisk uppföljning
26 oktober	2,00	0	Oktober 2011
19 december	1,75	-0,25	Penningpolitisk uppföljning
<b>2012</b>			
15 februari	1,50	-0,25	Februari 2012
17 april	1,50	0	Penningpolitisk uppföljning

<sup>27</sup> En förteckning över historiska räntebeslut från och med 1999 och framåt finns på Riksbankens webbplats [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se).

## Ordlista

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

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

**Avkastningskurva:** Avkastningskurvan binder samman marknadens räntesatser för olika löptider.

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

**Dagslåneränta:** Ränta för interbanklån över natten.

**ECB:** Europeiska centralbanken.

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

**Enhetsarbetskostnad:** Arbetskostnad (se definition) per producerad enhet.

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

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

**Fed:** Den amerikanska centralbanken Federal Reserve.

**Fed funds rate:** Federal Reserves styrränta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**KIX-index:** Ett index för den svenska kronans växelkurs.

**KIX-vägd:** En sammanvägning av exempelvis BNP, KPI eller växelkurs i 32 länder och regioner som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. KIX-vikter uppdateras löpande.

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

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

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



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

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

**Köpeskillingskoefficient:** En fastighets köpeskilling dividerat med dess taxeringsvärde.

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

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

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

**Obligationsmarknad:** Se Räntemarknad.

**Penningmarknad:** Se Räntemarknad.

**Penningmarknadsinstrument:** Se Räntemarknad.

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

**Penningpolitik:** Riksbankens åtgärder för att bevara värdet på pengar.

**PPR:** Penningpolitisk rapport.

**PPU:** Penningpolitisk uppföljning.

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

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

**Refi-ränta:** Den europeiska centralbankens styrränta.

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

**Resursutnyttjande:** Utnyttjandet av produktionsresurserna arbetskraft och kapital.

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

**Riksbankslagen:** Lagen där Riksbankens arbetsuppgifter har fastställts.

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

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

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

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

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

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

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

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

**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:** Ett index för den svenska kronans växelkurs.

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

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

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

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

**Tillgångspriser:** I huvudsak avses priset på aktier och fastigheter.

**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

