



# Penningpolitisk rapport

Oktober 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 24 oktober 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**
  - Väntad inbromsning i svensk konjunktur **7**
  - Fortsatt osäker utveckling i omvärlden **9**
  - Dämpad tillväxt i Sverige det närmaste året **13**
  - Penningpolitiska överväganden **18**
- KAPITEL 2 – Alternativa scenarier och risker **21**
  - Alternativscenario: Högre tillväxt i Sverige **22**
  - Alternativscenario: Starkare krona **25**
  - Alternativa banor för reporäntan **27**
- KAPITEL 3 - Nuläget i ekonomin **31**
  - Minskad marknadsoro efter centralbanksåtgärder **31**
  - Tillväxten dämpas i omvärlden **35**
  - Svagare svensk ekonomi de närmaste kvartalen **39**
- FÖRDJUPNINGAR
  - KIX-index avspeglar bättre Sveriges utlandsberoende **44**
  - Nya åtgärder för att hantera krisen i euroområdet **48**
  - Fortsatt osäkert ekonomiskt läge inför avtalsrörelsen 2013 **51**
  - Har arbetsmarknadens funktionssätt förändrats? **56**
- APPENDIX **63**
  - Tabeller **64**
  - Fördjupningar 2010-2012 **68**
  - Räntebeslut 2008-2012 **69**
  - Ordlista **70**



# ■ Penningpolitiska överväganden – en sammanfattning

## ■ Reporäntan oförändrad på 1,25 procent

Den svenska ekonomin har hittills vuxit i en god takt men bromsar nu in till följd av den svaga utvecklingen i omvärlden. Arbetslösheten väntas stiga något under den närmaste tiden och inflationstrycket är lågt. För att stimulera ekonomin så att inflationen stiger mot målet på 2 procent beslutade Riksbankens direktion att behålla en fortsatt låg reporänta på 1,25 procent och dessutom sänka reporäntebanan.

## ■ Svensk ekonomi bromsar in

Oron på finansmarknaderna har minskat något. Men osäkerheten kring hur de grundläggande problemen i euroområdet ska lösas är fortsatt stor och BNP-tillväxten i euroområdet väntas bli svag framöver. Jämfört med euroområdet ser utvecklingen i USA något bättre ut. Visserligen sker nu en viss dämpning i flera tillväxtekonomier men världsekonomin som helhet växer ändå i en relativt god takt.

Sveriges ekonomi har hittills visat motståndskraft mot skuldcrisen i Europa men nu dämpas den svenska exporten tydligt av den svaga utvecklingen i euroområdet. Konsekvenserna för ekonomin som helhet mildras dock av att hushållen har en relativt god köpkraft. Sammantaget utvecklas svensk ekonomi framöver ungefär på det sätt som Riksbanken tidigare har förväntat.

Sysselsättningen har ökat men antalet personer i arbetskraften har ökat ännu mer, och därför har arbetslösheten stigit. Återhämtningen på arbetsmarknaden väntas nu bli trögare, vilket bland annat hänger samman med att det finns tecken på att det blivit svårare för arbetssökande att hitta de lediga jobben.

Inflationen är för närvarande låg. Det beror framförallt på ett lågt kostnadstryck under senare år och tidigare kronförstärkningar som påverkar inflationen med fördröjning. Med en fortsatt låg ränta och en minskad oro för den ekonomiska utvecklingen i Europa väntas den svenska konjunkturen stärkas, lönerna öka snabbare och inflationen stiga.

## ■ Låg ränta stimulerar ekonomin

En fortsatt låg ränta stimulerar ekonomin så att inflationen stiger mot målet på 2 procent. Riksbankens direktion har därför beslutat att behålla reporäntan på 1,25 procent och att sänka reporäntebanan. Det är nu mer sannolikt att räntan kommer att sänkas än höjas under vintern. Jämfört med bedömningen i september väntas också reporäntan höjas senare och i en långsammare takt. En sådan lägre reporäntebana bidrar till en inflation i linje med målet och att resursutnyttjandet stabiliseras kring en normal nivå. Den låga räntebanan bedöms gå hand i hand med att hushållens skuldkvot inte ökar utan ligger kvar på dagens nivå.

## ■ Reporäntebanan är en prognos inte ett löfte

Läget i euroområdet är problematiskt och kan förvärras, vilket kan få ytterligare negativa effekter på svensk ekonomi. I ett sådant läge kan reporäntebanan behöva bli lägre. Samtidigt har svensk ekonomi hittills varit oväntat motståndskraftig och efterfrågan hos svenska hushåll och företag kan bli högre än väntat. Detta skulle i så fall motivera en högre reporäntebana.





## ■ KAPITEL 1 – Konjunktur- och inflationsutsikterna

Den svenska ekonomin växte i god takt under första halvåret men bromsar nu in till följd av den svaga utvecklingen i omvärlden. Oron på de finansiella marknaderna har visserligen avtagit något men den ekonomiska utvecklingen i euroområdet fortsätter att tyngas av problem med statsfinanserna, i banksystemet och andra strukturella problem. I USA ser dock utvecklingen något bättre ut och världsekonomin som helhet växer i en relativt god takt. Riksbanken antar att tillräckliga åtgärder vidtas i euroområdet så att krisen inte förvärras på ett dramatiskt sätt och att osäkerheten hos hushåll och företag gradvis avtar under 2013.

Att tillväxten i Sverige väntas bromsa in beror främst på att exporten utvecklas svagt. Även arbetsmarknaden påverkas och arbetslösheten fortsätter att stiga det närmaste året. Riksbanken bedömer nu att det har blivit svårare för arbetssökande att hitta de lediga jobben och att återhämtningen på arbetsmarknaden därmed blir trögare. Inflationen är i nuläget låg till följd av de senaste årens dämpade arbetskostnadsökningar och fördröjda effekter av den tidigare förstärkningen av kronan.

För att stimulera ekonomin och för att få en inflation i linje med målet på 2 procent behöver reporäntan vara fortsatt låg en längre tid. Riksbankens direktion har därför beslutat att behålla reporäntan på 1,25 procent och samtidigt justera ner reporäntebanan jämfört med bedömningen i september. Det är nu mer sannolikt att reporäntan kommer att behöva sänkas än höjas under vintern. Därtill innebär ett lägre inflationstryck till följd av den svagare omvärlden, tillsammans med en trögare återhämtning på arbetsmarknaden, att en första höjning kommer senare och att reporäntan därefter höjs i en långsammare takt. Sammantaget bidrar penningpolitiken till att KPIF-inflationen stabiliseras runt 2 procent och resursutnyttjandet kring en normal nivå under senare delen av prognosperioden.

### Väntad inbromsning i svensk konjunktur

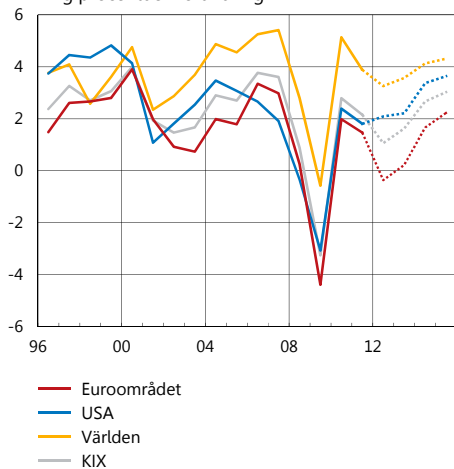
#### ■ BNP-tillväxten i omvärlden dämpas

Världsekonomin fortsätter att präglas av utvecklingen i euroområdet. Under den senaste tiden har det kommit en del besked som fått oron på de finansiella marknaderna att avta något. Ett viktigt besked i det hänseendet är europeiska centralbankens, ECB:s, beslut i början av september om att införa ett nytt program för köp av statsobligationer i syfte att säkerställa att den penningpolitiska transmissionsmekanismen fungerar i hela euroområdet. De underliggande strukturella problemen i flera av euroområdets länder finns dock kvar och fortsätter tynga ekonomin i regionen framöver. Detaljerna kring olika åtgärder i krishanteringen är fortsatt osäkra liksom utvecklingen den närmaste tiden i länder som Grekland och Spanien.

Riksbankens prognos utgår liksom tidigare från att krisen inom euroområdet hanteras så att oron och osäkerheten gradvis avtar under nästa år. En sådan utveckling utesluter dock inte att det kan förekomma bakslag i krishanteringen som leder till förhöjd oro och tillfälligt ökad stress på de finansiella marknaderna. Men utmaningarna är stora och det går inte heller att utesluta att utvecklingen blir sämre än vad som antas i prognosen. Prognosen utgår också från att det sker politiska överenskommelser i USA som gör att man undviker den dramatiska åtstramning av finanspolitiken som annars skulle

**Diagram 1:1. BNP i olika regioner**

Årlig procentuell förändring

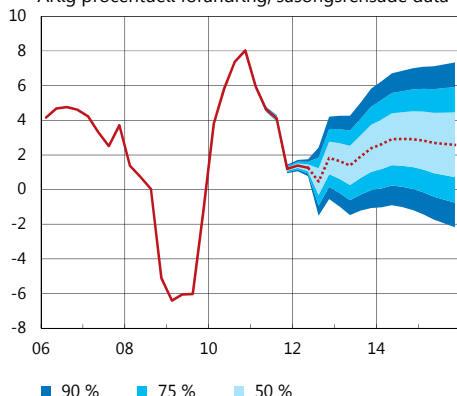


Anm. KIX är en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Nationella källor och Riksbanken

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

Årlig procentuell förändring, säsongrensade data

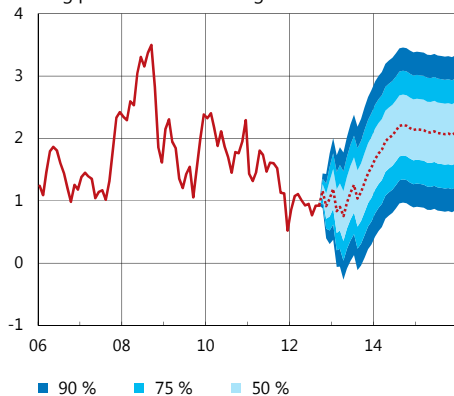


Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel. För BNP råder det osäkerhet även om utfallen eftersom nationalräkenskaperna revideras flera år efter första publicering.

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

inträffa per automatik vid årsskiftet med stora skatthöjningar och utgiftsminskningar.

När BNP-tillväxten i omvärlden vägs samman utifrån den betydelse olika länder har för svensk ekonomi blir utvecklingen svag framöver (se diagram 1:1).<sup>3</sup> Mätt på detta vis dämpas BNP-tillväxten från drygt 2 procent 2011 till strax över 1 procent i år. Nästa år ökar den sedan till något under 2 procent. Att tillväxten nu bromsar in beror främst på den svaga utvecklingen i euroområdet, även om tillväxten i de flesta regioner i världsekonomin dämpas i år. BNP för världsekonomin väntas växa med cirka 3,5 procent i år och nästa år.

### ■ Utvecklingen i euroområdet tynger svensk ekonomi

Även om den svenska ekonomin hittills visat motståndskraft och växte i god takt första halvåret i år, väntas utvecklingen i euroområdet tydligt dämpa den svenska tillväxten under det närmaste året (se diagram 1:2). Konsekvenserna för ekonomin som helhet mildras dock av hushållens relativt goda köpkraft.

Den svaga konjunkturen det närmaste året väntas ge avtryck på arbetsmarknaden. Arbetslösheten stiger något från dagens nivå och ligger kvar där under nästan hela 2013. Det finns samtidigt tecken på att arbetsmarknadens funktionssätt har försämrats (se fördjupningen "Har arbetsmarknadens funktionssätt förändrats?"). Riksbankens bedömning är att detta bidrar till att det kommer att ta längre tid för arbetslösheten att sjunka tillbaka jämfört med bedömningen i september. Från slutet av 2013 faller dock arbetslösheten gradvis ner till cirka 6,5 procent mot slutet av prognosperioden.

Inflationen är för närvarande låg till följd av de senaste årens låga ökningstakt i arbetskostnaderna per producerad enhet, den tidigare förstärkningen av kronan och det låga resursutnyttjandet. Till bilden hör också att energipriserna dämpat inflationen under senare tid. Under prognosperioden stiger dock inflationstrycket. Lönerna ökar allt snabbare då konjunkturen förstärks och resursutnyttjandet stiger. Samtidigt minskar kronans dämpande effekt på importpriserna eftersom kronan väntas vara relativt stabil framöver. En expansiv penningpolitik bidrar också till att hålla prisökningstakten uppe framöver. KPIF-inflationen stiger gradvis mot 2 procent i början av 2014 (se diagram 1:3). KPI-inflationen uppvisar en liknande utveckling men stiger till knappt 3 procent under senare delen av prognosperioden (se diagram 1:4). Detta hänger samman med att boräntorna gradvis ökar.

<sup>3</sup> Riksbanken har tidigare använt så kallade TCW-vikter för att fånga hur omvärlden påverkar den svenska ekonomin. I och med denna penningpolitiska rapport kompletterar Riksbanken TCW-vikterna med vikterna i KIX. Se vidare fördjupningen "KIX-index avspeglar bättre Sveriges utlandsberoende".

### ■ Fortsatt låg ränta stimulerar ekonomin

Jämfört med bedömningen i september utvecklas omvärlden något svagare de kommande åren och internationella styrräntor väntas vara låga under en längre tid. Med oförändrad räntebana i Sverige jämfört med september skulle detta bidra till en starkare krona och ett lägre inflationstryck de kommande åren.

Efterfrågan i Sverige har hittills hållits uppe relativt väl och sysselsättningen har utvecklats något bättre än förväntat. Trots det har arbetslösheten ökat, vilket hänger samman med att de personer som har sökt sig in på arbetsmarknaden är fler än de som funnit sysselsättning. Det finns också tecken på att det sedan några år tillbaka tar längre tid för arbetsökande att hitta de lediga jobben, och Riksbanken bedömer därför att återhämtningen på arbetsmarknaden blir trögare. Även om den svagare arbetsmarknaden inte främst hänger samman med en sämre konjunktur bedöms detta, tillsammans med den svagare utvecklingen i omvärlden, tala för att räntan behöver vara låg under en längre tid och därtill höjas långsammare framöver. Med en lägre ränta stiger också den nu låga inflationen något snabbare framöver än vad som annars skulle varit fallet.

Riksbankens direktion har därför beslutat att lämna reporäntan oförändrad på 1,25 procent och justera ner reporäntebanan för att stödja konjunktoren och bidra till att KPIF-inflationen gradvis stiger och från 2014 och framåt ligger nära 2 procent. Mot slutet av 2015 uppgår reporäntan till 2,6 procent (se diagram 1:5). Om den finansiella oron skulle eskalera dramatiskt ändras givetvis utgångspunkten för prognoserna och för penningpolitiken. Sannolikheten för att detta ska inträffa är måhända ganska liten men de potentiella konsekvenserna av en sådan utveckling riskerar att bli desto större.

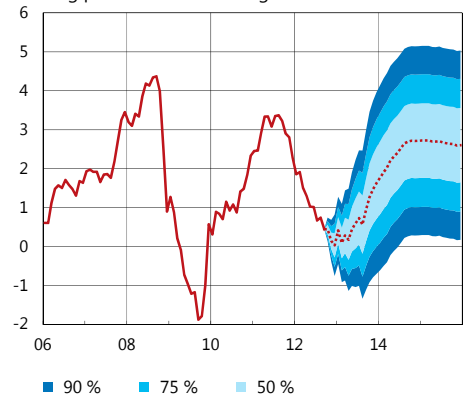
## Fortsatt osäker utveckling i omvärlden

### ■ Krishantering i euroområdet: ECB och Spanien i fokus

Hantering av krisen i euroområdet fortsätter och den senaste tiden har det fattats beslut av både kort- och långsiktig karaktär. De kortsiktiga åtgärderna har fått stressen på de finansiella marknaderna att avta. Ett viktigt besked i det hänseendet var ECB:s beslut i början av september om att införa ett nytt program för köp av statsobligationer, Outright Monetary Transactions (OMT). Syftet med programmet är att se till att penningpolitiken får genomslag i hela euroområdet. Köp av statsobligationer kan dock endast komma ifråga om ett antal villkor är uppfyllda (se fördjupningen "Nya åtgärder för att hantera krisen i euroområdet"). Annonseringen av OMT fick räntor på spanska och italienska statsobligationer att falla (se diagram 1:6).

Ett annat viktigt besked för den fortsatta krishantering var den tyska författningsdomstolens godkännande av Tysklands deltagande i stödfonden European Stability Mechanism (ESM). EU-kommissionen har även presenterat en plan för införandet av en bankunion. En del av förslaget handlar om införandet av en gemensam banktillsyn,

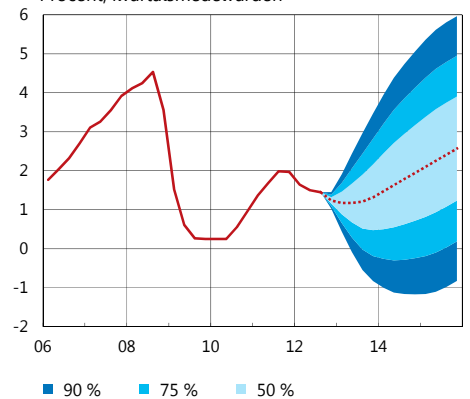
**Diagram 1:4. KPI med osäkerhetsintervall**  
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen är baserade på Riksbankens historiska prognosfel.

Källor: SCB och Riksbanken

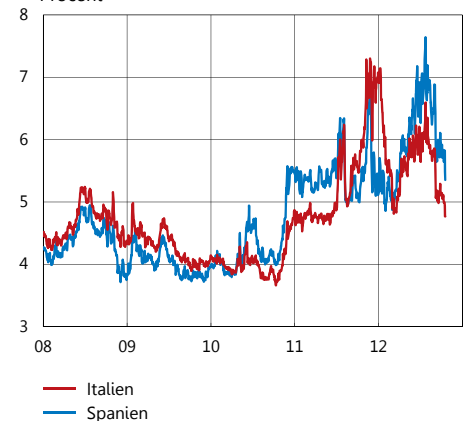
**Diagram 1:5. Reporänta med osäkerhetsintervall**  
Procent, kvartalsmedelvärden



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

Källa: Riksbanken

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



Källa: Reuters EcoWin

vilket gjorts till ett villkor för att tillföra kapital till banksektorn direkt från ESM. På så sätt skulle kopplingen mellan svaga banker och svaga statsfinanser kunna brytas.

Samtidigt präglas de finansiella marknaderna fortfarande av en grundläggande osäkerhet om den framtida utvecklingen. Det finns bland annat en del oklarheter om den politiska enigheten kring planen för en bankunion och hur de finansiella länkarna mellan banker och stater ska kunna brytas. Det råder också osäkerhet om utvecklingen i enskilda krisländer. Den senaste tiden har fokus främst legat på statsfinanserna i Spanien. Fem av landets regioner har nu ansökt om stöd från spanska staten. Samtidigt har det kommit negativa besked om de ekonomiska utsikterna och regeringen har presenterat nya åtstramningsåtgärder i budgeten för nästa år. Många marknadsaktörer förväntar sig därför att Spanien kommer att behöva ansöka om stödprogram och vända sig till fonden ESM. Det råder också fortsatt osäkerhet kring situationen i Grekland och hur landet ska täcka sitt finansieringsbehov.

Sammantaget kvarstår alltså mycket av osäkerheten om när och hur de strukturella problemen i de europeiska ekonomierna kommer att lösas, samtidigt som den akuta krishanteringens pågående. Liksom tidigare antar Riksbanken att aktörerna inom eurosamarbetet kommer att vidta åtgärder som gör att osäkerheten gradvis avtar under nästa år. Antagandet utesluter inte att det inträffar bakslag i krishanteringens som leder till förhöjd oro och tillfälligt ökad stress på de finansiella marknaderna.

### ■ Strukturella problem tynger utvecklingen i euroområdet

De strukturella problemen med svaga statsfinanser och behov av förbättrad konkurrenskraft i vissa länder kommer att tynga euroområdet framöver och utvecklingen väntas därför bli svag. Återhämtningen väntas nu gå något långsammare än i bedömningen i september. Det kommer allt tydligare tecken, till exempel i form av ökad pessimism hos hushåll och företag, på att även länder som Tyskland och Frankrike drabbas av oron. Situationen i utsatta länder som Grekland, Spanien och Italien underlättas visserligen något av att räntorna i dessa länder har sjunkit. Räntorna är dock fortfarande på relativt höga nivåer.

Finanspolitiken i euroområdet väntas bli stram de kommande åren i syfte att nå de uppställda budgetmålen i olika länder. Budgetplaner som nyligen aviserats innehåller kraftiga åtstramningar framöver i länder som Spanien och Portugal, men även i Frankrike. De åtstramningar som genomförs har återhållande effekter på BNP-utvecklingen. Förhoppningen är dock att de ska leda till att förtroendet på de finansiella marknaderna återvinns.

De finansiella förhållandena är fortfarande strama i euroområdet. ECB:s styrränta är låg, men genomslaget av den låga styrräntan skiljer sig åt i de olika ekonomierna i euroområdet. Många länder brottas med problem i banksektorn, vilket spiller över på hushåll och

företag och gör att de möter relativt höga räntor och strama kreditvillkor. Penningpolitiken är därmed mindre expansiv än vad den låga styrräntan ger sken av för euroområdet som helhet. Ett stort problem är den låga kapitalnivån i flera länders banksystem och planer finns att öka dessa nivåer. Erfarenheterna visar att det brukar ta många år innan skuldsaneringen efter en finansiell kris är helt avslutad.<sup>4</sup> Trots att oron antas avta gradvis under nästa år talar det för ett antal år av låg tillväxt i euroområdet. Flera länder inom euroområdet behöver dessutom stärka konkurrenskraften för att skapa förutsättningar för uthållig tillväxt (se diagram 1:7), vilket tar tid. I länder som Irland, Spanien och Portugal har konkurrenskraften stärkts den senaste tiden, men i exempelvis Italien har anpassningen inte påbörjats. Sammantaget väntas en negativ tillväxt i euroområdet under 2012 och en tillväxt nära noll under 2013, varefter en långsam återhämtning inleds (se diagram 1:8).

Den närmaste tiden påverkas inflationen i euroområdet av höga mat- och energipriser, samt momshöjningar. Men framöver förväntas ett svagare kostnadstryck bidra till att inflationen sjunker (se diagram 1:9). Inflationen faller dock inte så långt under ECB:s mål på strax under 2 procent. Det beror bland annat på en kommande momshöjning i Italien och relativt höga löneavtal i Tyskland.

Eftersom konjunkturläget är fortsatt svagt väntas styrräntan vara låg under hela prognosperioden och något lägre jämfört med bedömningen i september. Detta, tillsammans med bland annat de treåriga lån som den europeiska centralbanken gav ut kring årsskiftet, väntas innebära att de korta räntorna även fortsättningsvis kommer att ligga strax över ECB:s inlåningsränta som i dagsläget är 0 procent.

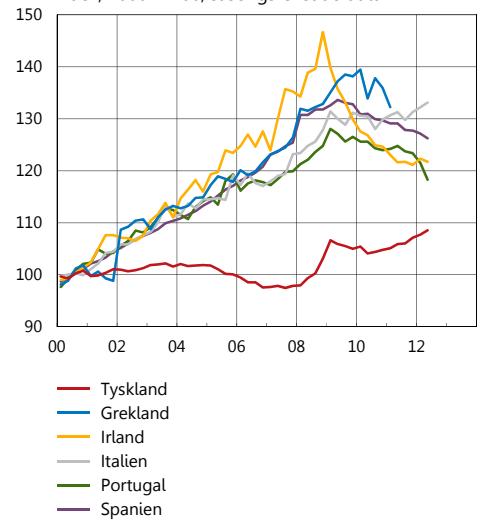
### ■ Fortsatt återhämtning i USA

Återhämtningen i USA fortsätter. Bostadsmarknaden förbättras gradvis vilket väntas ge ett positivt bidrag till tillväxten framöver, inte minst som den amerikanska centralbanken intensifierar sina åtgärder för att få ned räntorna på bostadslån. Penningpolitiken bedöms generellt sett vara mycket expansiv under hela prognosperioden och något mer expansiv än i bedömningen i september.

Finanspolitiken väntas däremot bli åtstramande de kommande åren. Syftet är att påbörja en långsiktig budgetkonsolidering, något som dämpar den amerikanska tillväxten under framförallt 2013. Osäkerheten om hur finanspolitiken kommer att utformas är dock mycket stor och den avgörs i hög grad av president- och kongressvalen i november. Prognosen bygger dock på antagandet att överenskomelser nås så att ingen dramatisk åtstramning sker per automatik vid årsskiftet då stora skatthöjningar och utgiftsminskningar annars skulle träda i kraft.

Mot slutet av prognosperioden bedöms de amerikanska hushållens skuldsättning ha kommit ned så pass mycket att de i allt högre

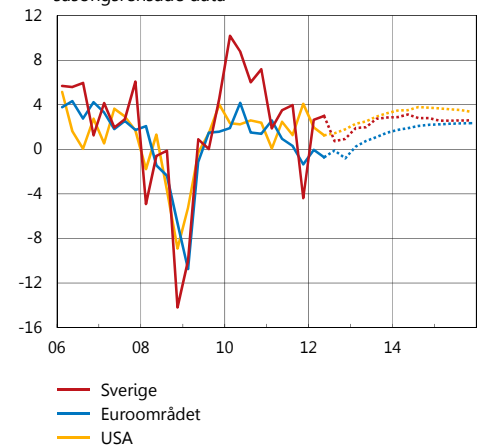
**Diagram 1:7. Arbetskostnad per producerad enhet**  
Index, 2000 = 100, säsongrensade data



Anm. För Grekland finns det endast säsongrensade data till och med första kvartalet 2011.

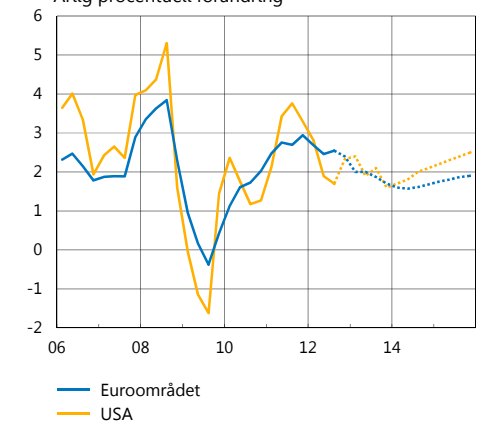
Källa: Eurostat

**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

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



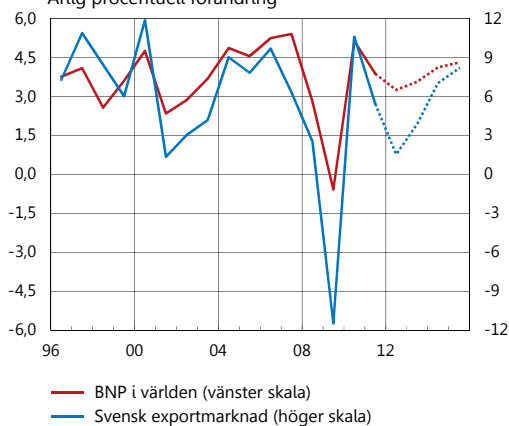
Anm. För euroområdet avses HIKP och för USA KPI.

Källor: Bureau of Labor Statistics och Eurostat

<sup>4</sup> Se till exempel Reinhart, Carmen M. och Reinhart, Vincent R. (2010), *After the fall. NBER Working Paper Series*, nr 16334. National Bureau of Economic Research.

**Diagram 1:10. BNP i världen 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 32 länder och täcker cirka 85 procent av svensk exportmarknad.

Källor: IMF, SCB och Riksbanken

utsträckning ställer om från att spara till att konsumera. BNP-tillväxten tar då fart mer tydligt (se diagram 1:8). Samtidigt faller arbetslösheten, och resursutnyttjandet och inflationen ökar.

#### ■ Blandade utsikter på andra viktiga exportmarknader

Den norska ekonomin utvecklas starkt till följd av en god utveckling av reallöner och sysselsättning, goda inkomster från oljesektorn samt en expansiv penningpolitik. BNP-tillväxten (fastlandet) bedöms ligga omkring 4 procent under 2012 för att därefter dämpas något och uppgå till cirka 3 procent de följande åren. Kostnadstrycket är lågt och inflationen bedöms ligga kring 1 procent under resten av året för att därefter börja stiga.

Utvecklingen i Danmark är mycket svag och tillväxten bedöms bli positiv först under 2013. Åren därpå börjar tillväxten långsamt ta fart. Hushållens sparande för att minska den höga skuldsättningen dämpar tillväxten de närmaste kvartalen. Inflationen bedöms falla från cirka 3 procent i september till omkring 2 procent under prognosperioden.

I Storbritannien väntas tillväxten bli svagt negativ i år för att sedan bli allt högre under prognosperioden. Åtgärderna för att få igång kreditgivningen samt den brittiska centralbankens utökade köp av statsobligationer har vissa positiva effekter på tillväxten. Därtill väntas finanspolitiken bli mindre stram framöver. I och med att osäkerheten om utvecklingen i euroområdet gradvis minskar kommer både den inhemska efterfrågan och exporten att öka. Inflationen väntas fortsätta falla på kort sikt för att från och med 2013 ligga nära inflationsmålet på 2 procent.

#### ■ Global tillväxt dämpas, liksom tillväxten av svensk exportmarknad

Tillväxten dämpas något i BRIC-länderna i år men stärks sedan i takt med att utvecklingen i omvärlden förbättras.<sup>5</sup> I Kina väntas BNP-tillväxten bli knappt 8 procent i år, vilket är lägre än väntat men ändå högre än den kinesiska regeringens mål. Under prognosperioden bedöms tillväxten bli allt starkare. Utvecklingen blir dock inte lika god som de senaste åren, bland annat eftersom finans- och penningpolitiken väntas bli mindre expansiv framöver. Inflationen stiger mot regeringens mål på 4 procent under senare delen av prognosperioden, i takt med att aktiviteten i ekonomin ökar.

I Brasilien ser BNP-tillväxten ut att bli strax under 2 procent i år, vilket även det är svagare än förväntat. Tillväxten bedöms öka gradvis framöver, bland annat till följd av en expansiv finans- och penningpolitik. Inflationen i Brasilien har under året drivits upp av bland annat höga matpriser och en svagare växelkurs. Inflationen bedöms ligga mellan 4 och 5 procent under senare delen av prognosperioden. I Indien dämpas tillväxten i år till cirka 5,5 procent samtidigt som inflationen väntas uppgå till drygt 10 procent. I Ryssland väntas

<sup>5</sup> I BRIC-länderna ingår Brasilien, Ryssland, Indien och Kina.

en BNP-tillväxt på i genomsnitt 4 procent och en inflation runt 6 procent under prognosperioden.

Tillväxtekonomierna understödjer således den globala tillväxten under prognosperioden. BNP för världsekonomin väntas växa med cirka 3,5 procent i år och nästa år (se diagram 1:10). Ur ett svenskt handelsperspektiv blir inbromsningen av utvecklingen i omvärlden större. Svensk exportmarknadstillväxt, det vill säga ökningen av våra handelspartners importefterfrågan, dämpas i år till 1,5 procent. Den stiger sedan gradvis under prognosperioden i takt med att utvecklingen, i framför allt euroområdet, förbättras (se diagram 1:10).

### ■ Kronan ungefär oförändrad framöver

Under perioden juni-augusti stärktes kronan mot de flesta valutor. Den konkurrensviktade kronkursen låg ungefär på den nivå som Riksbanken bedömt att kronan skulle nå på sikt. Förstärkningen var därmed väntad men skedde snabbare än beräknat.

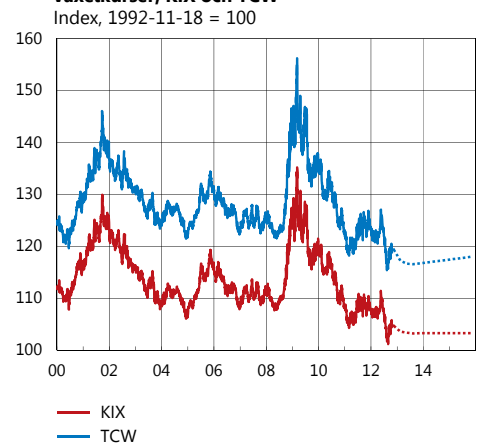
Sedan den penningpolitiska uppföljningen i september har kronan försvagats marginellt, både i KIX- och TCW-termer (se diagram 1:11). Riksbankens bedömning är att kronan i konkurrensvägdade termer för närvarande ligger nära sin långsiktiga nivå och att den kommer att ligga kvar på ungefär denna nivå under de närmaste åren. I reala termer, det vill säga då den nominella växelkursen korrigeras för den relativa prisnivån i Sverige jämfört med omvärlden, bedöms växelkursen också i princip vara oförändrad de närmaste åren (se diagram 1:12).

## Dämpad tillväxt i Sverige det närmaste året

### ■ En svag omvärld påverkar den svenska tillväxten

Den svenska ekonomin växte snabbt under det första halvåret i år. Det gäller även efter det att SCB reviderade ned tillväxten för det andra kvartalet (se diagram 1:13). Sverige påverkas av utvecklingen i omvärlden men den svenska tillväxten har hittills visat sig vara motståndskraftig mot den skuldskris som präglar utvecklingen i stora delar av Europa. Den inhemska efterfrågan har utvecklats förhållandevis stabilt och väntas fortsätta växa under prognosperioden. Utvecklingen i euroområdet innebär dock att efterfrågan på varor och tjänster från svensk exportindustri blir låg i år och under nästa år. Detta medför att exporten växer långsammare än normalt under en tid framöver, vilket även påverkar näringlivets investeringar. Prognosen förutsätter att skuldskrisen kan hanteras så att den osäkerhet som präglar utvecklingen i de europeiska ekonomierna gradvis avtar. Detta innebär att omvärldsefterfrågan ökar under slutet av nästa år. Därmed ökar också exporten i en allt snabbare takt.

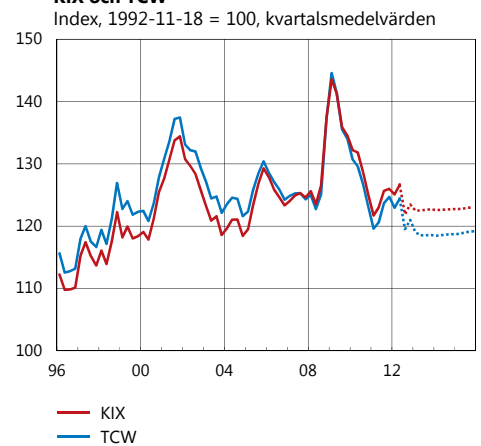
**Diagram 1:11. Konkurrensvägdade nominella växelkurser, KIX och TCW**



Anm. KIX och TCW avser olika sammanvägningar av valutor utifrån handelsmönster. KIX uppdateras löpande och omfattar en större grupp länder. Utfallen är dagskurser och prognoserna avser kvartalsmedelvärden.

Källa: Riksbanken

**Diagram 1:12. Konkurrensvägdade reala växelkurser, KIX och TCW**

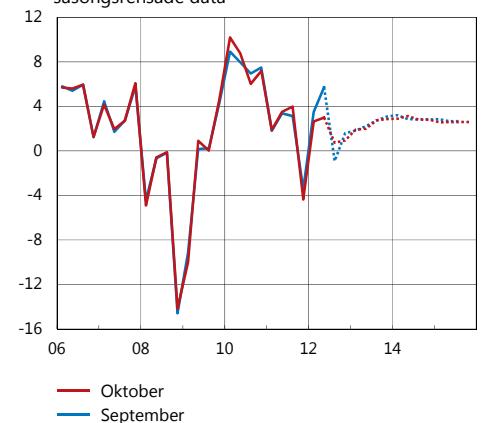


Anm. Real växelkurs är deflaterad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

**Diagram 1:13. BNP**

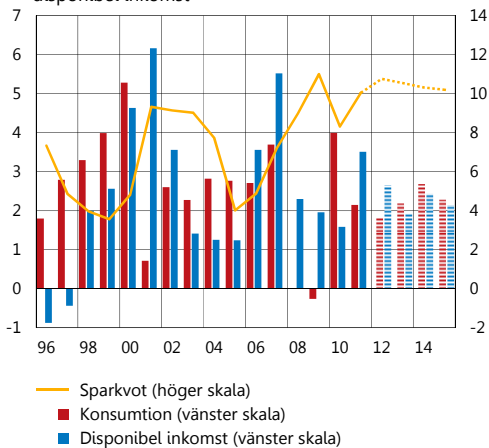
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:14. Hushållens disponibla inkomst, konsumtion och sparkvot**

Årlig procentuell förändring respektive procent av disponibel inkomst

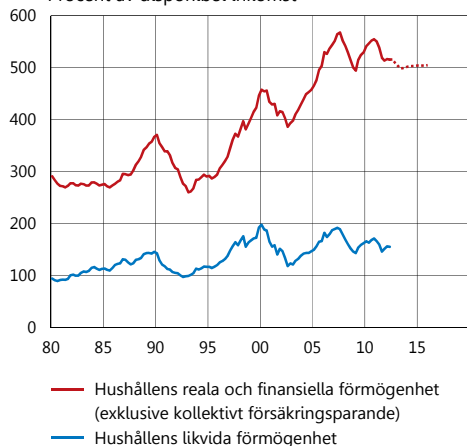


Anm. Sparkvoten är inklusive kollektivt försäkringsparande.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:15. Hushållens förmögenhet**

Procent av disponibel inkomst

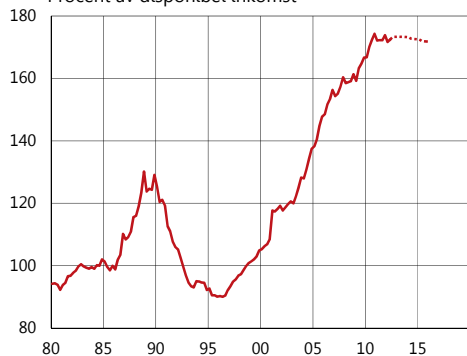


Anm. Det finns ingen regelbunden publicering av officiella data för hushållens totala förmögenhet. Serien avser Riksbankens uppskattning av hushållens finansiella tillgångar och tillgångar i bostäder. Likvid förmögenhet avser här huvudsakligen kontanta medel, bankinlåning, obligationer och aktier (direkt ägande och fonder).

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:16. Hushållens skulder**

Procent av disponibel inkomst



Källor: SCB och Riksbanken

Den svenska BNP-tillväxten väntas uppgå till 0,9 procent i år och till 1,8 procent nästa år. Under 2014 och 2015, när omvärldskonjunkturen tar fart, växer BNP med 2,7 respektive 2,9 procent (se tabell 5).

### ■ Svenska hushåll har en relativt god köpkraft

Trots den osäkra utvecklingen i omvärlden har svenska hushåll varit förhållandevis optimistiska. En bidragande orsak till detta kan vara att deras disponibla inkomster har stigit i god takt. Men i och med att arbetsmarknaden är svag och utvecklingen på bostadsmarknaden osäker, växer konsumtionen i år något långsammare än vad som kan anses normalt. Från och med nästa år ökar dock konsumtionen snabbare när konjunkturutsikterna förbättras. Dessutom har hushållen besparingar vilket ger dem ytterligare konsumtionsutrymme när förtroendet så småningom stiger. Sammantaget väntas hushållens konsumtion växa med cirka 2,5 procent per år i genomsnitt under åren 2013 till 2015 (se diagram 1:14).

Utvecklingen av hushållens förmögenhet är också viktig för konsumtionsbesluten. Hushållens förmögenhet uppgår för närvarande till cirka 500 procent av deras disponibla inkomster, men är betydligt lägre om endast de mer likvida tillgångarna inkluderas (se diagram 1:15). Förmögenheten minskade under första halvåret i år men har stabiliserats den senaste tiden. Orsaken till förändringen är bland annat utvecklingen på börsen, som har stor betydelse för hur hushållens förmögenhet utvecklas. Under det första halvåret i år föll börserna men de har därefter återhämtat sig. En annan viktig komponent i hushållens förmögenhet är deras innehav av fastigheter. Fastighetspriserna har utvecklats svagt hittills i år. Under prognosperioden väntas hushållens förmögenheter växa i takt med att det ekonomiska läget förbättras.

Utlåningen till hushållen stiger i ungefär samma takt som hushållens inkomster under de närmaste åren. Detta innebär att hushållens skuldsättningsgrad, det vill säga skulderna som andel av inkomsterna, ligger kvar på dagens höga nivåer under hela prognosperioden (se diagram 1:16).

### ■ Efterfrågan på svensk export minskar

Den svaga utvecklingen i stora delar av Europa medför att efterfrågan på svensk export dämpas påtagligt (se diagram 1:17). Även om en allt större del av den svenska exporten riktas mot tillväxtländerna utgör Europa cirka 70 procent av den svenska exportmarknaden (se fördjupning "KIX-index avspeglar bättre Sveriges utlandsberoende").

Det är tydligt att den svaga utvecklingen på flera av Sveriges viktigaste exportmarknader har dämpat tillväxten i svensk export den senaste tiden. Utvecklingen av varuexporten så här långt under året, liksom företagens bedömningar av orderingången, tyder på en svag tillväxt även under återstoden av 2012. Sammansättningen av den



svenska exporten, med en tyngdpunkt på investeringsvaror som maskiner och lastbilar, medför att avmattningen blir särskilt påtaglig i ett läge när den internationella investeringskonjunkturen viker.

Samtidigt är tillväxten på andra håll i världen fortsatt hög vilket ändå håller uppe efterfrågan på svensk export. Exporten bedöms därmed vara ungefär oförändrad i år och växa med drygt 3 procent nästa år. När omvärldskonjunkturen sedan förbättras ökar efterfrågan på svenska exportvaror i en allt snabbare takt. Under 2014 och 2015 växer den svenska exporten betydligt snabbare än BNP.

Även den svenska importen har utvecklats svagt den senaste tiden, vilket bland annat hänger samman med att exportutvecklingen varit dämpad och att lagerupbyggnaden avtagit. Importen stiger dock allt snabbare under prognosperioden i takt med att exporten och den inhemska efterfrågan också gör det.

### ■ Bostadsinvesteringarna ökar under nästa år

De totala fasta bruttoinvesteringarna har fortsatt att öka under det första halvåret i år. Den svaga utvecklingen internationellt innebär dock att investeringsutvecklingen under hösten och under inledningen av nästa år blir svagare än normalt. I takt med förbättringen i omvärldskonjunkturen bedöms investeringarna öka snabbare 2014 och 2015 (se diagram 1:18).

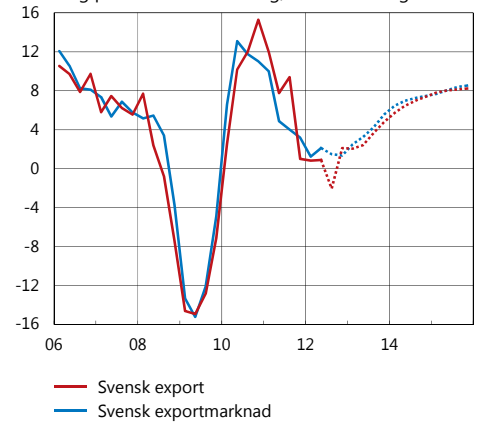
Det är framförallt tjänsteinvesteringarna som bidrar till att de totala investeringarna ökar i år. Industriinvesteringarna, som är särskilt konjunkturkänsliga, föll under förra året och har hittills utvecklats svagt i år. Även under nästa år väntas en svag utveckling för dessa. Inom industrin är investeringarnas andel av produktionen dock betydligt mindre än vad som kan anses normalt. När omvärldskonjunkturen förbättras finns därmed ett underliggande investeringsbehov inom industrin, och industrins investeringar ökar därför relativt snabbt under 2014 och 2015.

Bostadsinvesteringarna fortsatte att minska under det andra kvartalet i år. Indikatorer, såsom antalet påbörjade lägenheter, talar för att bostadsinvesteringarna fortsätter att falla under hösten och att de utvecklas svagt även under nästa år. Bostadsinvesteringarna bedöms därefter öka i en allt snabbare takt under 2014 och 2015.

### ■ Offentligt sparande ökar

Riksbankens prognoser för finanspolitiken baseras på redan aviserade budgetåtgärder samt på vad som historiskt sett kan betraktas som en normal utveckling av finanspolitiken i förhållande till konjunkturläget. Regeringen föreslog i budgetpropositionen för 2013 utgifts- och inkomstförändringar omfattande 23 miljarder kronor. Regeringen väntas föreslå ytterligare utgifts- och inkomstförändringar motsvarande 16 miljarder kronor sammanlagt för åren 2014 och 2015.

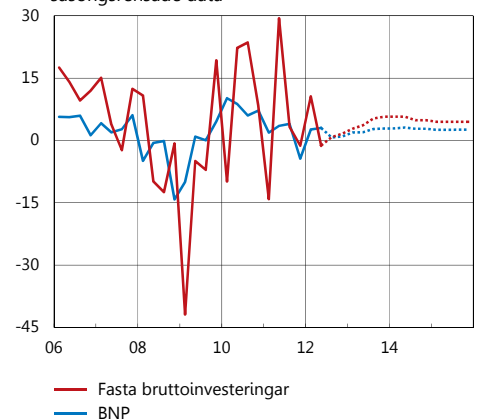
**Diagram 1:17. Export och svensk exportmarknad**  
Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data



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

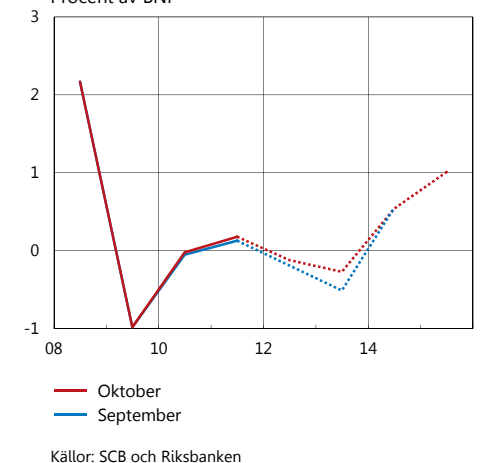
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:18. Fasta bruttoinvesteringar och BNP**  
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



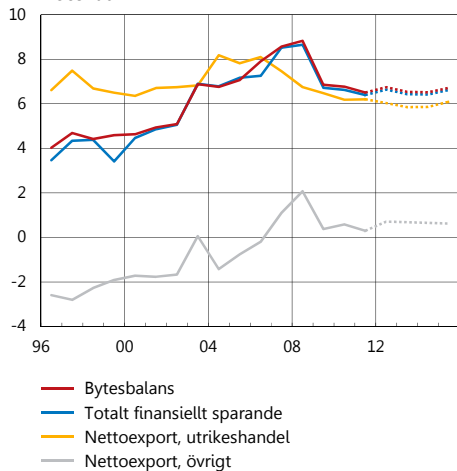
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:19. Offentligt finansiellt sparande**  
Procent av BNP



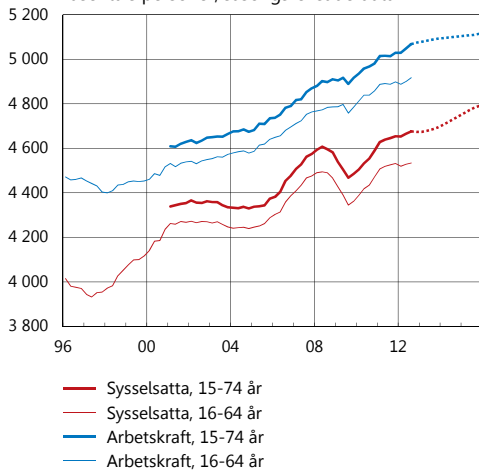
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:20. Nettoexport, totalt finansiellt sparande och bytesbalans**  
Procent av BNP



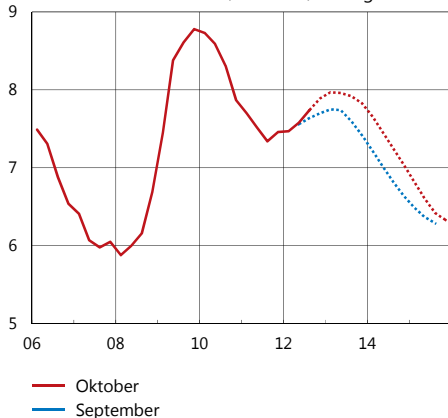
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:21. Arbetskraft och sysselsatta**  
Tusentals personer, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:22. Arbetslöshet**  
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

I år väntas det finansiella sparandet bli -0,1 procent som andel av BNP. Därefter ökar det successivt till cirka 1 procent av BNP 2015 (se diagram 1:19). I takt med att konjunkturläget förbättras och skatteinkomsterna stiger kommer alltså det finansiella sparandet att förstärkas. Sammantaget bedöms finanspolitiken under prognosperioden vara normal i förhållande till konjunkturläget. Detta omfattar också att målet för de offentliga finanserna, ett överskott om 1 procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel, antas uppfyllas.

### ■ Fortsatt högt sparande i ekonomin som helhet

Bytesbalansen har sedan mitten av 1990-talet legat på en förhållandevis hög nivå, vilket betyder att det totala finansiella sparandet hos företag, hushåll och offentlig sektor har varit högt.

De närmaste åren bedöms bytesbalansen och sparandet vara kvar på en hög nivå (se diagram 1:20). Det hänger samman med att företagen har ledig kapacitet och att de kan öka sin produktion när omvärldsefterfrågan tar fart utan att omedelbart behöva öka investeringarna kraftigt. Det finansiella sparandet i företagssektorn förblir därmed relativt högt. Samtidigt väntas hushållens sparande ligga kvar på en förhållandevis hög nivå och sparandet i den offentliga sektorn ökar något mot målet om 1 procent i överskott över en konjunkturcykel.

### ■ Trögare återhämtning på arbetsmarknaden framöver

Både sysselsättningen och arbetskraften har de senaste månaderna ökat något mer än väntat jämfört med prognosen i september. Ny information tyder dock på att en avmattning på arbetsmarknaden kommer att ske det närmaste året. Bland annat har antalet varsel ökat relativt snabbt den senaste tiden. Även om det är osäkert hur många av dessa varsel som leder till uppsägningar, talar detta för att arbetslösheten kommer att stiga något snabbare framöver.

Sysselsättningen väntas falla något under resten av året och börja öka långsamt först från och med mitten på nästa år. Arbetskraften ökar snabbare än sysselsättningen vilket leder till att arbetslösheten stiger till cirka 8 procent och ligger kvar på denna nivå under första halvan av 2013 (se diagram 1:21 och 1:22). Från slutet av 2013 ökar dock sysselsättningen i en allt snabbare takt och arbetslösheten faller gradvis till cirka 6,5 procent mot slutet av prognosperioden.

I fördjupningen "Har arbetsmarknadens funktionssätt förändrats?" beskrivs olika aspekter på arbetsmarknadens funktionssätt. Det finns tecken på att matchningen mellan lediga jobb och arbetssökande har försämrats under de senaste åren. Något som kan ha bidragit till detta är att den arbetsföra befolkningen har förändrats så att andelen som har relativt svårare att få ett jobb har ökat. Men det är också möjligt att det finns inslag av konjunkturreffekter. Riksbankens bedömning är att detta bidrar till att det kommer att ta relativt lång tid för arbetslösheten att sjunka tillbaka.

### ■ Resursutnyttjandet stiger framöver

Riksbankens samlade bedömning är att resursutnyttjandet för närvarande är något lägre än normalt. Denna bild stöds av Riksbankens indikator på resursutnyttjandet, som sammanfattar information från enkäter och från arbetsmarknaden (se diagram 1:23). Andra mått på resursutnyttjandet, såsom BNP-gap, arbetslöshet, sysselsättningsgrad och timgap, tyder sammantaget också på att det finns lediga resurser i ekonomin (se diagram 1:24).

Under prognosperioden ökar BNP och arbetade timmar allt snabbare. Därmed stiger resursutnyttjandet och normaliseras under senare delen av prognosperioden (se diagram 1:24). Denna bild är ungefär densamma som i september.

### ■ Stigande löneökningstakt

Under hösten 2012 inleds en ny avtalsrörelse för de löneavtal som löper ut under 2013 (se fördjupningen "Fortsatt osäkert ekonomiskt läge inför avtalsrörelsen 2013" i denna rapport). Denna avtalsrörelse kommer att omfatta ungefär lika många arbetstagare som avtalsrörelsen som inleddes för ett år sedan. Under hösten kommer krav och förutsättningar för löneavtalen att presenteras av parterna på arbetsmarknaden.

Även i denna avtalsrörelse förväntas industrins löneavtal bli normerande för övriga avtalsområden. Ordningen med industrins löneavtal som norm har sedan senare delen av 1990-talet varit en viktig förklaring till att lönebildningen i Sverige fungerat betydligt bättre än under 1970- och 1980-talen. Utfallet från avtalsförhandlingarna bedöms bli ungefär lika högt som 2012 års avtalade löneökningar, vilket väntas ge en löneutveckling i hela ekonomin på strax över 3 procent 2013.

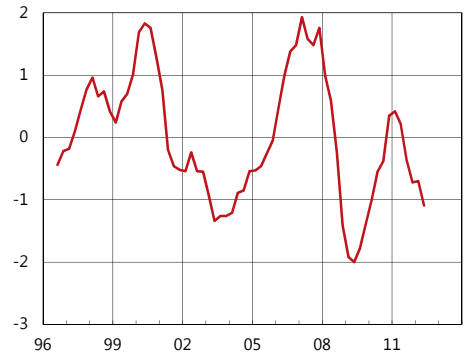
I takt med att arbetsmarknadsläget förbättras ökar lönerna liksom arbetskostnaderna per timme allt snabbare och uppgår till nära 4 procent 2015 (se diagram 1:25 och tabell 7).

### ■ Högre inhemskt kostnadstryck i år

Det inhemska kostnadstrycket kan mätas med arbetskostnaderna per producerad enhet. Dessa bestäms av hur arbetskostnaden per timme utvecklas i förhållande till arbetsproduktiviteten. I år ökar kostnaderna snabbare än under fjolåret. Detta beror främst på att arbetsproduktiviteten ökar långsammare, vilket är normalt med tanke på att konjunkturen nu försvagas.

Under kommande år ökar både arbetskostnaderna per timme och arbetsproduktiviteten allt snabbare. Arbetskostnaderna per producerad enhet ökar med cirka 2 procent per år under perioden 2013-2015, vilket är i nivå med ett historiskt genomsnitt (se diagram 1:25).

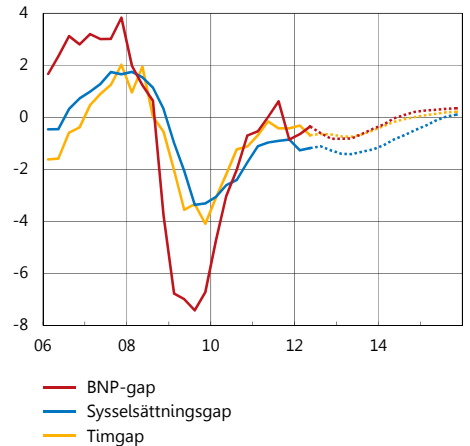
**Diagram 1:23. RU-indikatorn**  
Standardavvikelse



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

Källa: Riksbanken

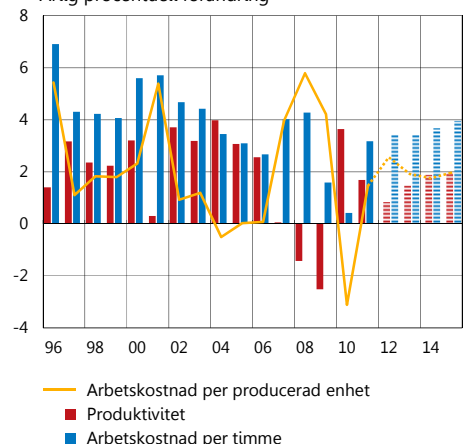
**Diagram 1:24. BNP- och arbetsmarknadsgap**  
Procent



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

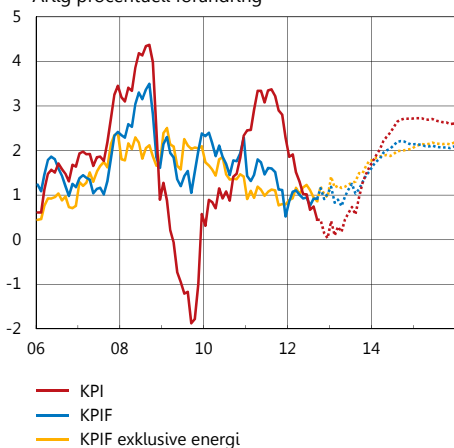
Källor: SCB och Riksbanken

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



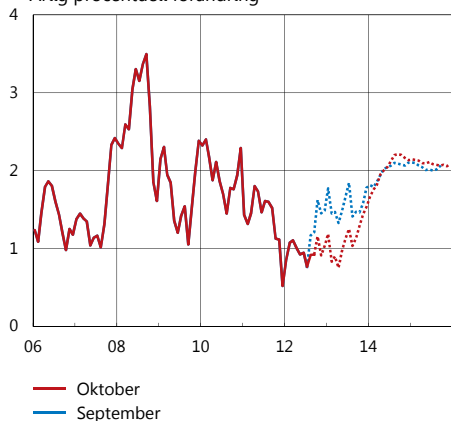
Källor: SCB och Riksbanken

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



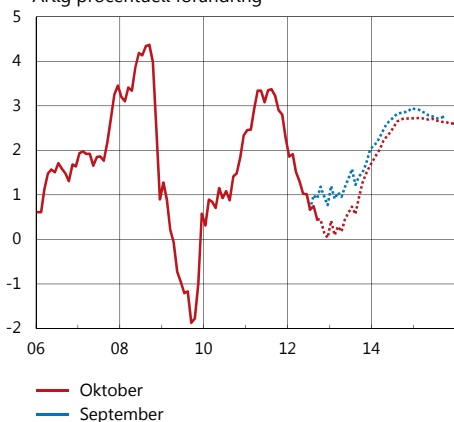
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:27. KPIF**  
Årlig procentuell förändring



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

**Diagram 1:28. KPI**  
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

## ■ Låg men gradvis stigande inflation

Inflationen är för närvarande låg till följd av de senaste årens dämpade ökningstakt i arbetskostnaderna per producerad enhet, den tidigare förstärkningen av kronan och det låga resursutnyttjandet.

Under prognosperioden stiger dock inflationstrycket gradvis. En låg ränta bidrar till att hålla prisökningstakten uppe framöver. Lönerna ökar allt snabbare då konjunkturen förstärks och resursutnyttjandet stiger. Samtidigt minskar kronans dämpande effekt på importpriserna eftersom den väntas vara relativt stabil framöver. KPIF-inflationen närmar sig 2 procent i början av 2014 (se diagram 1:26). KPI-inflationen stiger mer än KPIF-inflationen från 2014 och framåt eftersom hushållens räntekostnader, som ingår i KPI men inte i KPIF, ökar snabbare när Riksbanken så småningom börjar höja reporäntan. Ökningstakten i KPI väntas uppgå till cirka 2,5 procent i slutet av prognosperioden.

I perioder med stora ränteförändringar ger inflationsmått som inte inkluderar räntekostnader, som till exempel KPIF, en bättre bild av inflationstrycket. På mycket lång sikt, när reporäntan har stabiliserats, sammanfaller dock KPI- och KPIF-inflationen.

Inflationen är nedreviderad jämfört med prognosen i september, främst under det närmaste året. Detta hänger främst samman med lägre energipriser och att utfallen blev lägre än väntat i augusti och september (se diagram 1:27 och 1:28). KPIF-inflationen exklusive energipriser är därmed bara marginellt nedreviderad (se diagram 1:29).

## Penningpolitiska överväganden

### ■ Fortsatt låg ränta stimulerar ekonomin

Trots en fortsatt svag utveckling i omvärlden växte den svenska ekonomin relativt snabbt under första halvåret i år. Nu väntas den svaga efterfrågan från omvärlden leda till att den svenska tillväxten bromsar in. Den väntas dock åter öka snabbare under nästa år. En viktig förutsättning för denna prognos är att krisen inom euroområdet hanteras så att osäkerheten som präglar utvecklingen gradvis avtar under 2013. I takt med att tillväxten i svensk ekonomi åter tar fart förbättras arbetsmarknaden och inflationstrycket stiger.

Jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i september väntas omvärlden utvecklas något svagare de kommande åren och de internationella styrräntorna väntas vara låga under en längre tid. Om räntebanan i Sverige då förblev oförändrad skulle detta bidra till att stärka kronan och ge ett lägre inflationstryck de kommande åren.

Efterfrågan i Sverige har hittills hållits uppe relativt väl och sysselsättningen har utvecklats något bättre än förväntat. Trots det har arbetslösheten ökat, vilket hänger samman med att de personer som har sökt sig in på arbetsmarknaden är fler än de som blivit sysselsatta. Det finns också tecken på att det sedan några år tillbaka tar

längre tid för arbetssökande att hitta de lediga jobben, vilket bidrar till att Riksbanken bedömer att återhämtningen på arbetsmarknaden blir trögare. Även om den svagare arbetsmarknaden inte främst hänger samman med en sämre konjunktur kan sådana inslag finnas. Detta tillsammans med den svagare utvecklingen i omvärlden talar för att räntan nu behöver vara låg under en längre tid och därtill höjas långsammare framöver. Inflationen är för närvarande låg och både KPI- och KPIF-inflationen är nedreviderade det närmaste året jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i september. Den främsta anledningen är lägre energipriser vilket betyder att revideringen av inflationen exklusive energi är liten. Eftersom penningpolitiken påverkar ekonomin med en viss fördröjning skulle en omedelbar sänkning av räntan troligtvis få små effekter på den låga inflationen och konjunkturen det närmaste året. Däremot skulle KPIF-inflationen riskera att hamna över 2 procent om några år. En lägre reporänta kan också ytterligare öka riskerna förknippade med hushållens höga skuldsättning.

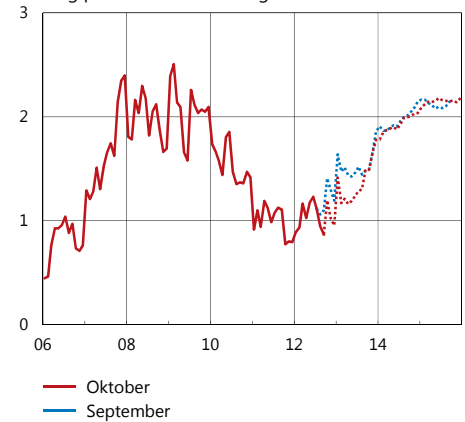
Riksbankens direktion har beslutat att lämna reporäntan oförändrad på 1,25 procent och justera ner reporäntebanan för att stödja konjunkturen och bidra till att KPIF-inflationen från 2014 och framåt kommer nära 2 procent. Inflationen stiger därmed något snabbare framöver än vad som annars skulle ha varit fallet. Denna lägre reporäntebana bedöms gå hand i hand med att hushållens skulder som andel av den disponibla inkomsten inte ökar utan ligger kvar på dagens nivåer. Mot slutet av 2015 uppgår reporäntan till 2,6 procent, vilket är knappt 0,5 procentenheter lägre än i prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i september (se diagram 1:30). Den nedjusterade reporäntebanan innebär att det nu är mer sannolikt att reporäntan sänks i vinter än att den höjs, och att en första höjning kommer senare än tidigare förutsett. Att penningpolitiken är expansiv illustreras av att den reala reporäntan är negativ fram till början av 2015 (se diagram 1:31).

## ■ Den ekonomiska utvecklingen är osäker

Krisen i euroområdet är alltjämt en viktig källa till osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen. Mycket arbete och stora politiska utmaningar återstår innan krisens underliggande orsaker är undanröjda. Om krisen förvärras eller om oron avtar snabbare kommer detta att få konsekvenser för svensk ekonomi, exempelvis via exportefterfrågan och via de finansiella marknaderna. Reporäntan kan då behöva sänkas ytterligare, alternativt höjas tidigare eller i snabbare takt än i huvudscenariot. Riksbanken har i tidigare rapporter redovisat flera scenarier som belyser just osäkerheten kring krisen i euroområdet.

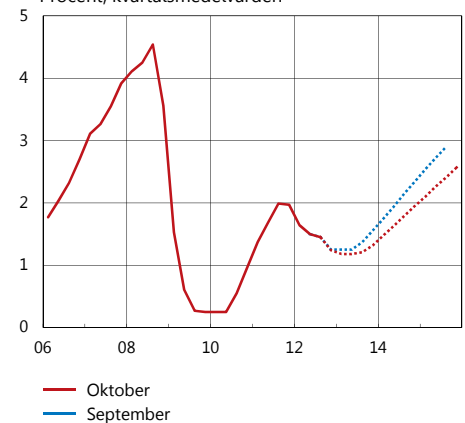
I kapitel 2 i denna rapport diskuteras två andra alternativa ekonomiska scenarier. Det ena scenariot beskriver hur olika drivkrafter kan ge högre tillväxt i Sverige och att detta kan få olika konsekvenser för penningpolitiken. Det andra scenariot beskriver vad som händer om kronan förstärks oväntat mycket.

**Diagram 1:29. KPIF exklusive energi**  
Årlig procentuell förändring



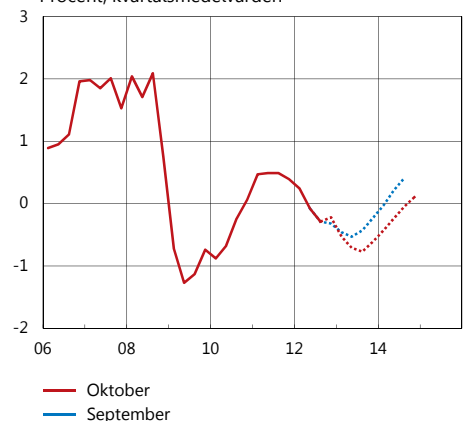
Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.  
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 1:30. Reporänta**  
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

**Diagram 1:31. 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

**Tillväxtutsikterna för de kommande åren är osäkra. Om svensk ekonomi utvecklas starkare eller svagare än i Riksbankens prognos kan reporäntebanan behöva ändras. Hur penningpolitiken svarar på överraskningar i BNP-tillväxten beror dock på hur inflation och resursutnyttjande påverkas. En förändring i BNP-tillväxten medför alltså inte alltid att reporäntan förändras i samma riktning. Kronans växelkurs har de senaste månaderna utvecklats överraskande starkt. Om kronan skulle förstärkas ytterligare kan reporäntebanan behöva bli lägre. Men växelkursen kan också komma att överraska åt andra hållet, vilket kan leda till en högre räntebana. Hur mycket penningpolitiken påverkas av en förändrad växelkurs beror bland annat på växelkursens genomslag på ekonomin.**

En rad omständigheter kan leda till en annan ekonomisk utveckling än den som redovisas i huvudscenariot. Detta speglas på ett övergripande sätt i osäkerhetsintervallen runt prognoserna i diagram 1:2-1:5. Skuldskrisen i euroområdet är alltjämt en dominerande källa till denna osäkerhet. Den europeiska centralbanken har visserligen, genom sina utfästelser att under vissa omständigheter köpa statsobligationer, bidragit till att skapa ett relativt lugn på de finansiella marknaderna.<sup>6</sup> Men mycket arbete och stora politiska utmaningar återstår innan krisens underliggande orsaker är undanröjda. Om krisen förvärras eller om oron avtar ytterligare kommer detta att få konsekvenser för svensk ekonomi, exempelvis via exportefterfrågan och via de finansiella marknaderna. Reporäntan kan då behöva sänkas, alternativt höjas i snabbare takt än i huvudscenariot. Riksbanken har i tidigare rapporter redovisat flera scenarier som belyser just osäkerheten kring den europeiska skuldskrisen.<sup>7</sup>

I denna rapport redovisas i stället två ekonomiska scenarier som fokuserar på BNP-tillväxten i Sverige respektive kronans växelkurs.<sup>8</sup> Scenariot "Högre tillväxt i Sverige" belyser att den penningpolitiska responsen ser olika ut beroende på vad som driver en högre (eller lägre) tillväxt. En möjlig orsak till en högre BNP-tillväxt är en tillfällig uppgång i arbetsproduktiviteten. En sådan uppgång leder till lägre kostnader för företagen, en dämpning av resursutnyttjandet och lägre inflation. I syfte att motverka dessa effekter väljer Riksbanken en lägre reporäntebana än i huvudscenariot. En förändring av BNP-tillväxten medför alltså inte alltid en förändring av reporäntan i samma riktning. Inför det penningpolitiska mötet i september visade exempelvis preliminär statistik att BNP växt med hela 1,4 procent andra kvartalet jämfört med första kvartalet i år. Att denna starka tillväxt gick hand i hand med en oväntat hög produktivitetstillväxt var ett skäl för slutsatsen att kostnadstrycket framöver skulle bli lägre än i Riksbankens tidigare bedömning från juli.<sup>9</sup>

En annan möjlig orsak till högre BNP-tillväxt är högre inhemsk efterfrågan. Om efterfrågan stiger blir kostnadstrycket högre och resursutnyttjandet riskerar att stiga över den normala nivån. Vid en

<sup>6</sup> De villkor som är förknippade med ECB:s program *Outright Monetary Transactions*, OMT, beskrivs i fördjupningen "Nya åtgärder för att hantera krisen i euroområdet".

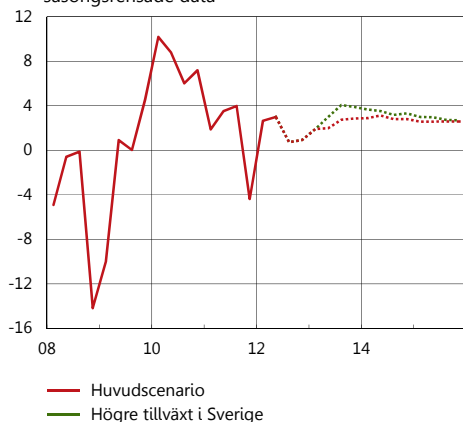
<sup>7</sup> Se kapitel 2 i de penningpolitiska rapporterna från oktober 2011 och juli 2012.

<sup>8</sup> Scenarierna i detta kapitel är baserade på Riksbankens makroekonomiska modell Ramses. För en beskrivning av modellen, se Christiano, L., Trabandt M. och Walentin, K., "Introducing financial frictions and unemployment into a small open economy model", Working Paper nr 214, Sveriges riksbank.

<sup>9</sup> BNP-tillväxten för andra kvartalet har senare reviderats ned. Produktivitetstillväxten för andra kvartalet är trots detta starkare än i Riksbankens bedömning från i juli.

**Diagram 2:1. BNP**

Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:2. Arbetsproduktivitet och BNP**

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB och Riksbanken

sådan utveckling kan Riksbanken i stället komma att tidigarelägga de planerade räntehöjningarna.

En annan ständigt närvarande källa till osäkerhet är växelkursens fortsatta utveckling. I scenariot "Starkare växelkurs" förstärks kronan oväntat i början av 2013. Den reala handelsviktade växelkursen apprecierar inledningsvis med drygt 3 procent. Via priset på importerade varor påverkar då växelkursen inflationen i Sverige. Även resursutnyttjandet dämpas, vilket ytterligare håller tillbaka prisökningstakten. Reporäntebanan blir därför lägre än i huvudscenariot. Hur mycket inflationen och resursutnyttjandet påverkas vid en given växelkursförstärkning är dock osäkert. Scenariot belyser denna osäkerhet genom att beskriva effekterna under olika antaganden om växelkursens genomslag på ekonomin.

Vid sidan om dessa alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen innehåller kapitlet ett avsnitt som diskuterar effekterna på ekonomin om Riksbanken skulle välja att föra en något annorlunda penningpolitik än den som antas i huvudscenariot.

## Alternativscenario: Högre tillväxt i Sverige

Tillväxten i svensk ekonomi kan av olika skäl bli antingen högre eller lägre än i huvudscenariot. Här beskrivs ett scenario där tillväxten under 2013 och 2014 blir 0,4 respektive 0,8 procentenheter högre än i huvudscenariot (se diagram 2:1 och tabell 8 och 9). Beroende på vilka orsaker som ligger bakom den högre tillväxten kan konsekvensen bli antingen en högre eller en lägre reporäntebana. I syfte att tydliggöra hur penningpolitiken påverkas av en oväntad förändring i BNP-tillväxten redovisar vi scenariot i två versioner: i en första version drivs tillväxten av en oväntat stark produktivitetstillväxt och i en andra version ligger en högre inhemsk efterfrågan bakom överraskningarna i BNP-tillväxten.

### ■ Produktivitetstillväxten är svårbedömd

I diagram 2:2 visas tillväxten i svensk arbetsproduktivitet och BNP från 1990 till 2012<sup>10</sup>. Under denna period har arbetsproduktiviteten i genomsnitt förbättrats med knappa 2 procent per år. Bakom den trendmässiga utvecklingen i produktiviteten ligger bland annat företagens strävan efter att genom rationaliseringar och nyinvesteringar effektivisera tillverkningsprocessen. Men diagram 2:2 visar också tydligt att den faktiska produktivitetstillväxten varierar ganska kraftigt mellan olika år. Svängningarna har varit särskilt stora under senare år, men även tidigare har det varit vanligt att perioder med förhållandevis snabb tillväxt i arbetsproduktiviteten avlösts av perioder med betydligt lägre tillväxt.

Att produktivitetstillväxten varierar mellan olika kvartal och år har sannolikt flera orsaker. Framstegen i företagens arbete med effektiviseringar och produktutveckling sker inte alltid i jämn och kon-

<sup>10</sup> Med arbetsproduktivitet avses här kvoten mellan BNP och det totala antalet arbetade timmar.



tinuerlig takt. Ibland leder innovationer och nya produktionsmetoder till förbättringar som snabbt anammas av många företag i flera olika branscher. Men ibland kanske det i stället tar lite tid innan förändringarna blir synliga på aggregerad nivå. Skäl som dessa kan bidra till att produktivitetstillväxten varierar över tid.

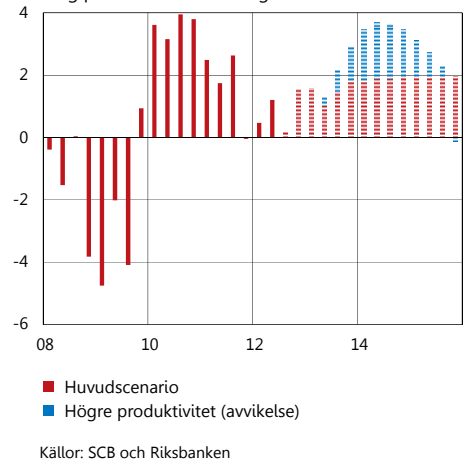
En annan bidragande faktor till produktivitetssvängningar är den tid det tar för företagen att anpassa sin personalstyrka till förändringar i konjunkturen. Om efterfrågan exempelvis viker snabbt, då dröjer det vanligtvis något eller några kvartal innan företaget drar ned på antalet anställda. Sådana fördröjningar kan ha administrativa skäl, men de kan även bero på att företagen avvaktar med att säga upp kvalificerad personal innan de vet om nedgången blir långvarig eller ej. Konsekvensen blir att produktionen minskar snabbare än personalstyrkan, vilket leder till lägre produktivitet. Under en konjunkturuppgång kan företagens avvaktan med nyanställningar på motsvarande sätt bidra till att produktionen stiger snabbare än antalet anställda.

### ■ Högre produktivitet ger lägre reala kostnader

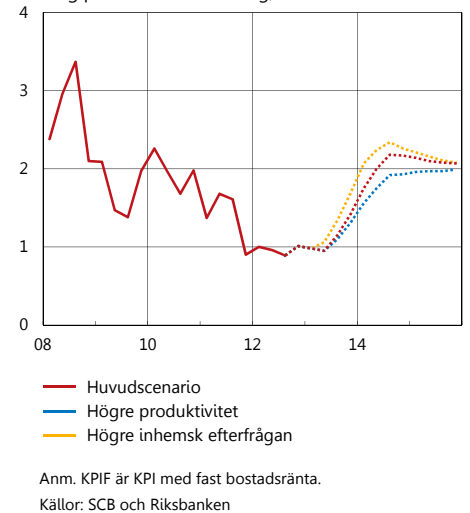
Huvudscenariot bygger på antagandet att arbetsproduktiviteten växer med cirka 1,5 procent 2013 och därefter med knappt 2 procent per år. Av de skäl som just diskuterats är det dock svårt att göra precisa prognoser på produktivitetstillväxten, och de senaste åren har utvecklingen varit särskilt volatil. I scenariot med högre produktivitet blir den genomsnittliga produktivitetstillväxten under 2013 2,0 procent och året därpå 3,6 procent (se diagram 2:3). Att produktiviteten förbättras innebär att företagen kan skapa ett större ekonomiskt värde vid en given insats av arbete och kapital. Därmed sjunker företagets reala marginalkostnader, det vill säga den reala merkostnad som uppstår om företaget väljer att marginellt öka sin produktion. När kostnadstrycket sjunker väljer en del företag att sänka sina priser eller att höja dem i långsammare takt. På så sätt sjunker inflationen. I diagram 2:4 illustreras detta med inflationen mätt med KPIF.

När priserna blir jämförelsevis lägre ökar efterfrågan på företagens produkter. Prisförändringen är alltså viktig för att efterfrågan ska öka och därmed anpassas till den högre produktionsvolym som företagen kan åstadkomma, då deras produktivitet är högre. I normala fall väljer emellertid inte alla företag att omedelbart förändra sina priser då deras förutsättningar förändras. Många företag väljer i själva verket att förändra sina priser förhållandevis sällan. Sådana trögheter i prissättningen kan innebära att den genomsnittliga prissförändringen inte blir tillräckligt stor för att efterfrågan fullt ut ska anpassas till de nya förutsättningarna. Den samlade efterfrågan stiger helt enkelt inte lika mycket som produktiviteten stigit. Konsekvensen blir att en del företag drar ned på insatsen av arbetskraft. I diagram 2:5 visas hur resursutnyttjandet på arbetsmarknaden inled-

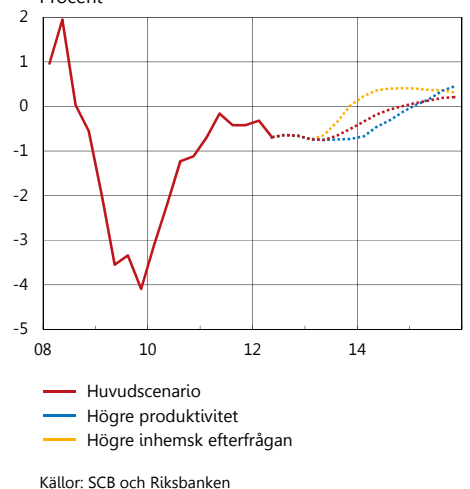
**Diagram 2:3. Arbetsproduktivitet**  
Årlig procentuell förändring



**Diagram 2:4. KPIF**  
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

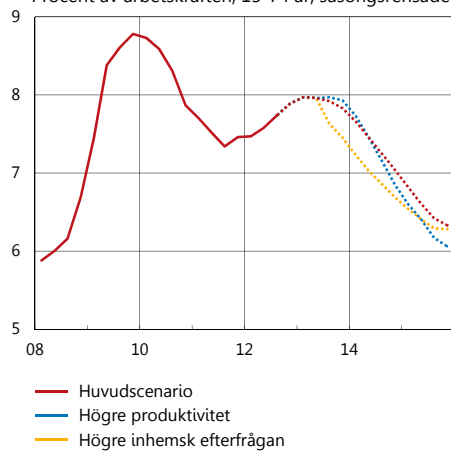


**Diagram 2:5. Timgap**  
Procent



**Diagram 2:6. Arbetslöshet**

Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

ningsvis blir något lägre i förhållande till huvudscenariot.<sup>11</sup> Eftersom företagen ser framför sig att efterfrågan så småningom ska stiga, är de emellertid försiktiga med att säga upp personal och arbetslösheten påverkas därför i ganska liten utsträckning (se diagram 2:6).

### ■ Mer optimistiska hushåll ger högre efterfrågan och snabbare tillväxt

Vid sidan om produktivitetens utveckling är hushållens efterfrågan en viktig faktor som påverkar BNP-tillväxten. Hushållens konsumtion utgör nästan hälften av BNP och deras val mellan konsumtion och sparande är därför av stor betydelse. Troligtvis har de senaste årens osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen gjort att en del hushåll ökat sitt sparande.

I huvudscenariot antas att sparkvoten sjunker gradvis då osäkerheten om utvecklingen i euroområdet avtar och det allmänna konjunkturläget förbättras (se diagram 1:14). Hur mycket och hur snabbt hushållen ökar sin konsumtion är dock svårt att bedöma. I scenariot med högre inhemsk efterfrågan förbättras hushållens förväntningar om den framtida utvecklingen snabbare än i huvudscenariot. Osäkerheten ger vika och ljusare tillväxtutsikter gör att hushållen blir mer optimistiska. Konsumtionen växer därför snabbare än i huvudscenariot, och sparkvoten blir lägre. För att möta den högre efterfrågan ökar företagen sin produktion och tillväxten blir högre än i huvudscenariot. I syfte att underlätta en jämförelse antas att efterfrågan stiger just så mycket att BNP-tillväxten blir densamma som i scenariot med högre produktivitet (se diagram 2:1).

### ■ Resursutnyttjande och inflation stiger snabbare

Till skillnad mot i produktivitetsscenario beror alltså den högre tillväxten i detta scenario på en högre efterfrågan. När företagen ska öka sin produktion måste de därför öka insatsen av arbete och kapital. Övertidsarbete blir mer vanligt och en del företag nyanställer. Resursutnyttjandet på arbetsmarknaden stiger snabbare än i huvudscenariot och är från och med 2014 högre än normalt (se diagram 2:5). Även arbetslösheten sjunker snabbare än i huvudscenariot (se diagram 2:6). Den högre efterfrågan leder därför till högre löner och inköpspriser, vilket i förlängningen också leder till snabbare prisökningstakt för konsumenterna. Inflationen blir alltså högre än i huvudscenariot och från och med 2014 ligger KPIF-inflationen över 2 procent (se diagram 2:4, tabell 9).

### ■ Penningpolitiken reagerar olika

I de två scenarier för svensk tillväxt som redovisats här påverkas inflationen och resursutnyttjandet på olika sätt. I scenariot med högre produktivitet leder sjunkande reala kostnader till lägre inflation.

<sup>11</sup> Mätt med timgapet blir alltså resursutnyttjandet tydligt lägre än i huvudscenariot (timgapet sluts mer långsamt). Om resursutnyttjandet i stället mäts med BNP-gapet, där trenden beräknas med en produktionsfunktion, blir resultatet det omvända: resursutnyttjandet blir högre än i huvudscenariot. Bakgrunden till detta resultat är att scenariots tillfälligt högre produktivitetstillväxt inte antas påverka potentiell BNP.

Trögheter i prisbildningen motverkar dock delvis denna effekt och därför tenderar efterfrågan att inte fullt ut anpassas till det högre utbudet. När produktiviteten utvecklas bättre än förväntat finns det därför anledning för Riksbanken att välja en något lägre bana för reporäntan. Efterfrågan blir på så sätt högre än om reporäntebanan varit oförändrad. Penningpolitiken medverkar alltså till att hålla inflationen och resursutnyttjandet uppe (se diagram 2:7). Att räntan inledningsvis stiger långsammare gör att skillnaden mellan KPI-inflationen i produktivitetsscenarioet och i huvudscenariot blir något större än motsvarande skillnad i KPIF-inflationen (jämför diagram 2:4 och 2:8).

I scenariot med högre inhemsk efterfrågan är effekterna på inflationen och resursutnyttjandet de motsatta. För att undvika att inflationen hamnar för långt över målet på 2 procent höjs därför räntan i snabbare takt än i huvudscenariot (se diagram 2:7). Den högre reporäntan dämpar efterfrågan och bidrar därför också till att resursutnyttjandet stabiliseras runt en normal nivå.

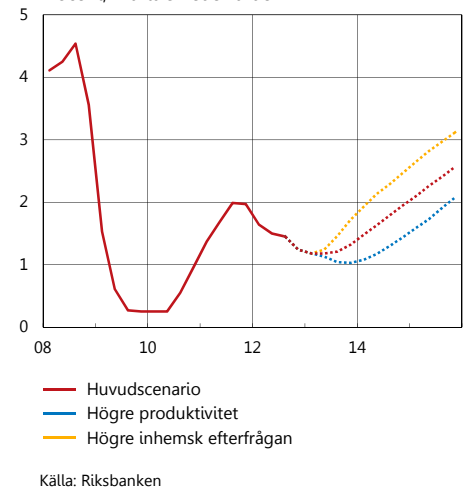
## Alternativscenario: Starkare krona

Under juli och augusti stärktes kronans växelkurs betydligt, och vid det penningpolitiska mötet i september var den handelsviktade kursen (KIX) cirka 3 procent starkare än vid mötet i juli. Sedan dess har kronan åter försvagats och är i dagsläget knappt en procent starkare än i början av juli. Kronförstärkningen berodde sannolikt på flera olika faktorer. Svensk BNP-tillväxt har varit oväntat stark samtidigt som statistik från euroområdet pekat mot en fortsatt svag utveckling. Sveriges relativt starka statsfinanser och skillnader i penningpolitiska förväntningar har troligen också spelat roll.

Förstärkningen i kronan kan också bero på förändringar i olika riskpremier. Den förväntade avkastningen på en finansiell tillgång beror både på den överenskomna räntan och på de risker som förknippas med tillgången. När de risker som förknippas med placeringar i svenska kronor sjunker, jämfört med risker förknippade med andra valutor, brukar kronans växelkurs stärkas. Omvänt leder stigande relativa riskpremier på tillgångar i svensk valuta vanligtvis till att växelkursen försvagas. Mot bakgrund av den betydande osäkerhet som råder om utvecklingen i euroområdet kan det inte uteslutas att förändrade bedömningar av sådana relativa riskpremier bidragit till de förhållandevis stora svängningar i kronans växelkurs som vi sett de senaste månaderna.

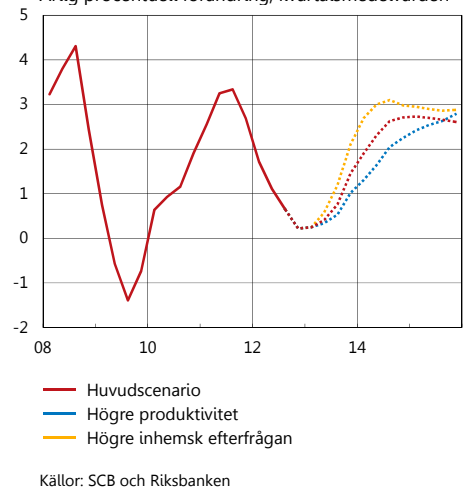
I detta scenario diskuteras effekterna av sjunkande riskpremier på placeringar i svensk valuta och en därtill kopplad appreciering. Dock är det viktigt att poängtera att utvecklingen även kan bli den motsatta. Tidigare har ökande osäkerhet och stress på de internationella finansmarknaderna oftast lett till att kronan försvagats. Om osäkerheten återigen ökar kan växelkursen åter komma att försvagas.

**Diagram 2:7. Reporänta**  
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

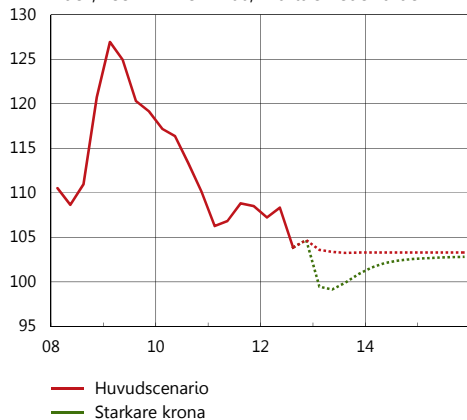
**Diagram 2:8. KPI**  
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:9. Konkurrensvägd nominell växelkurs, KIX**

Index, 1992-11-18 = 100, kvartalsmedelvärden

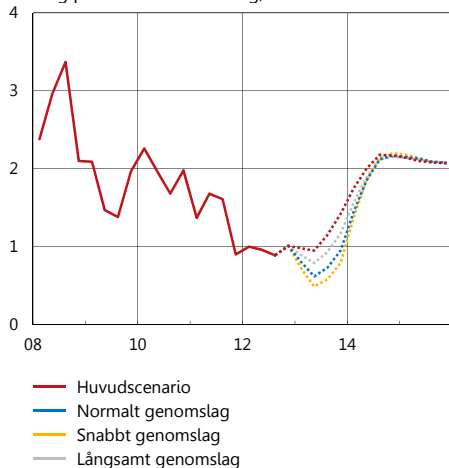


Anm. KIX avser en sammanvägning av Sveriges viktigaste handelspartner.

Källa: Riksbanken

**Diagram 2:10. KPIF**

Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden

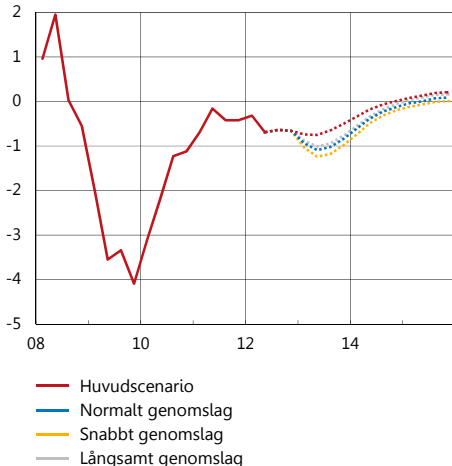


Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:11. Timgap**

Procent



Källor: SCB och Riksbanken

**■ Starkare växelkurs ger lägre inflation och resursutnyttjande**

I scenariot "Starkare krona" sker en oväntad kronförstärkning under första kvartalet 2013. Som mest är den handelsviktade växelkursen (KIX) cirka 4 procent starkare än i huvudscenariot (se diagram 2:9). Efter några år klingar förstärkningen av och kronans reala växelkurs återgår till den bana som ges av huvudscenariot. När kronans värde ökar i förhållande till andra valutor påverkas inköpspriset, räknat i kronor, på de varor och tjänster som importeras till Sverige. Det är därför naturligt att det pris som sätts i kronor på dessa produkter sänks (eller höjs i långsammare takt). En starkare växelkurs innebär alltså att inflationen dämpas. Att växelkursen stärks innebär också att produkter tillverkade i Sverige blir dyrare jämfört med utländska produkter. En starkare krona leder därför i allmänhet till en viss avmattning för svensk export och till att svenska företag och hushåll i högre utsträckning än tidigare väljer att köpa importerade varor. Resultatet blir en lägre efterfrågan i Sverige och en viss avmattning i resursutnyttjandet.

**■ Storleken på effekterna är osäker**

Flera faktorer påverkar hur stora effekter en förändring i växelkursen får på inflationen och resursutnyttjandet. En sådan faktor är hur snabbt förändringar i växelkursen leder till prisförändringar på importerade varor. Om exempelvis många importerande företag använder terminskontrakt i syfte att försäkra sig mot svängningar i kronans växelkurs, då kan det i genomsnitt ta längre tid innan priset ändras i det svenska konsumentledet. För en del företag och produkter kan sådana terminskontrakt medföra att tillfälliga svängningar i växelkursen knappt alls påverkar det pris som svenska konsumenter möter.

En annan faktor av betydelse är storleken på importinnehållet i olika branscher. Nästan alla företag använder i större eller mindre omfattning importerade insatsvaror i sin produktion. Priset på varor och tjänster som produceras i Sverige kan därför påverkas indirekt om priset på importerade insatsvaror förändras då växelkursen förändras.

Både växelkursens genomslag på importpriserna och importinnehållet i olika branscher kan förändras över tid. Sådana förändringar är en källa till osäkerhet i bedömningen av växelkursens genomslag på svensk ekonomi. För att belysa denna osäkerhet redovisas scenariots effekter på inflation och resursutnyttjande under olika antagande om växelkursens genomslag. I diagram 2:10 visar blå linje den effekt på KPIF-inflationen som skattats med Riksbankens makroekonomiska modell. KPIF-inflationen blir som mest cirka 0,3 procentenheter lägre jämfört med huvudscenariot, samtidigt som resursutnyttjandet blir lägre (se diagram 2:11 och 2:12).

Om genomslaget från växelkurs till importpriser är långsammare blir effekterna på inflation och resursutnyttjande mindre. I diagram 2:10 och 2:11 visar grå linjer hur inflation och timgap påverkas om importerande företag ändrar sina priser mer sällan. På motsvarande sätt blir kronförstärkningens påverkan på inflationen större om genomslaget antas vara snabbare. I det fallet blir effekterna på resursutnyttjandet också mer påtagliga (gul linje).<sup>12</sup>

### ■ Växelkursens påverkan på penningpolitiken beror på genomslaget på inflation och resursutnyttjande

I den utsträckning som växelkursen påverkas av ränteskillnader mellan Sverige och utlandet kan en lägre reporänta direkt motverka effekterna av den oväntade förstärkningen. Men reporäntan påverkar inflationen och resursutnyttjandet i Sverige även via andra kanaler. En viktig sådan kanal är räntans betydelse för avkastningen på sparande respektive kostnaden för att låna. Genom att välja en lägre bana för reporäntan kan Riksbanken påverka den samlade efterfrågan på svenska varor och tjänster. På så sätt motverkas den dämpning av resursutnyttjandet som växelkursförstärkningen medför. Genom att hålla resursutnyttjandet uppe påverkar penningpolitiken även kostnadsläget och därigenom inflationen. Hur mycket penningpolitiken reagerar på en oväntad förstärkning i växelkursen beror på hur förstärkningen slår igenom på inflationen och resursutnyttjandet. Ju större genomslaget är på inflationen desto längre från målet på 2 procent riskerar inflationen att hamna. Därför finns det också anledning att sänka reporäntebanan mer ju större växelkursens genomslag är (se diagram 2:13). Genom den lägre reporäntan bidrar penningpolitiken även till att stabilisera resursutnyttjandet. Diagram 2:14 visar effekterna av växelkursförstärkningen på KPI-inflationen. Eftersom räntan sätts lägre i förhållande till huvudscenariot blir påverkan på KPI-inflationen större än den på inflationen mätt med KPIF.

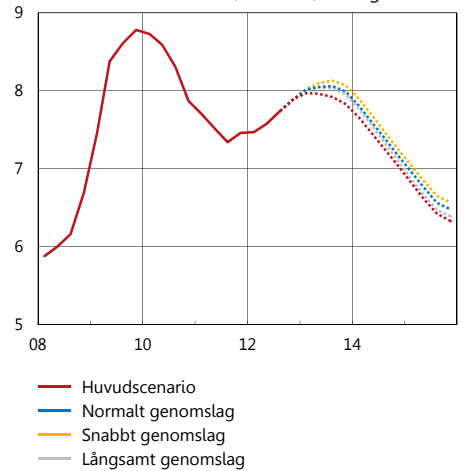
## Alternativa banor för reporäntan

I detta avsnitt redovisas hur inflationen och några olika mått på resursutnyttjandet kan komma att utvecklas om Riksbanken skulle välja en något annorlunda penningpolitik än den som antas i huvudscenariot. I ett första räkneexempel sätts reporäntan under fyra kvartal 0,25 procentenheter lägre än huvudscenariots reporäntebana. Det andra räkneexemplet utgår från en reporäntebana som i stället under fyra kvartal är 0,25 procentenheter högre än den i huvudscenariot (se diagram 2:15). Dessa räkneexempel är en del av det penningpolitiska underlag, vilket i sin helhet syftar till att belysa vad som är en väl avvägd penningpolitik.

<sup>12</sup> I de två versioner av scenariot som kallas 'Långsamt genomslag' respektive 'Snabbt genomslag' görs två förändringar, jämfört med versionen kallad 'Normalt genomslag'. För det första ändras den frekvens med vilken importerande företag ändrar sina priser. Dessutom antas, för det andra, att företag och hushåll är lite mindre respektive lite mer priskänsliga när de väljer mellan utländska och inhemska produkter. I den penningpolitiska rapporten från februari i år diskuteras scenarier där kronans växelkurs förstärks respektive försvagas i förhållande till huvudscenariot. De effekter på svensk ekonomi som redovisas där motsvarar det genomslag som här betecknas som 'normalt' och som skattats med Riksbankens makroekonomiska modell.

**Diagram 2:12. Arbetslöshet**

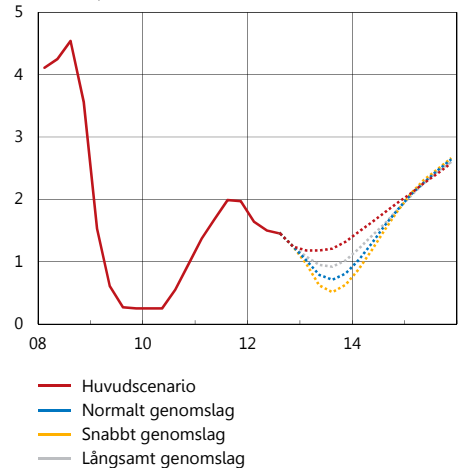
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongsrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:13. Reporänta**

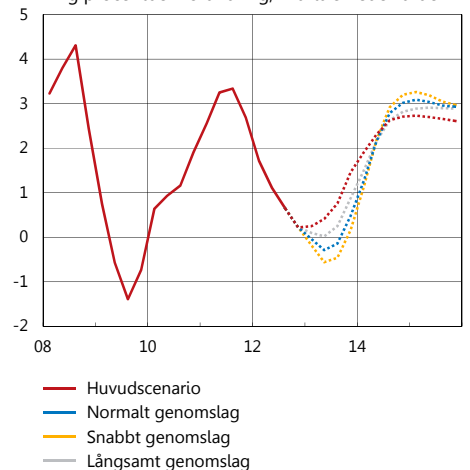
Procent, kvartalsmedelvärden



Källa: Riksbanken

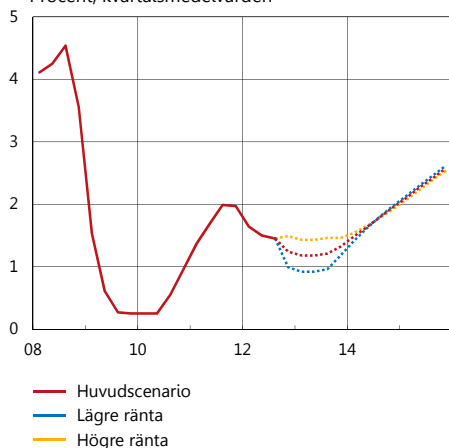
**Diagram 2:14. KPI**

Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



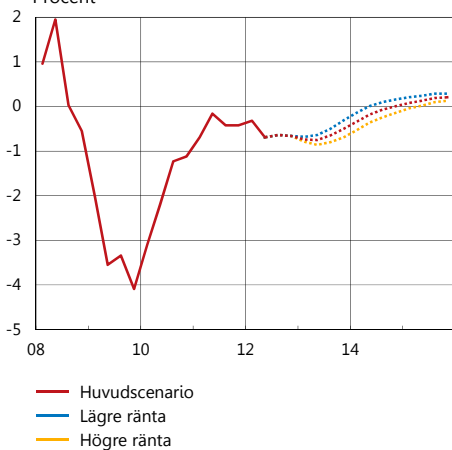
Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:15. Alternativa banor för reporäntan**  
Procent, kvartalsmedelvärden



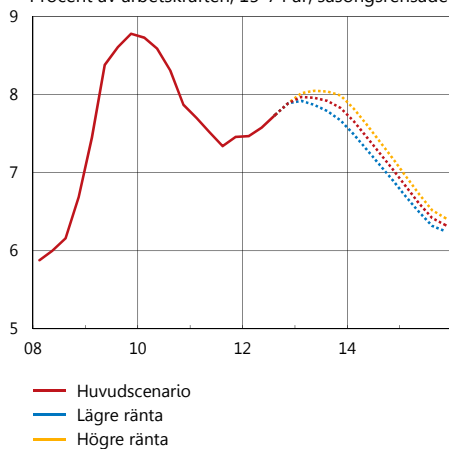
Källa: Riksbanken

**Diagram 2:16. Timgap**  
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:17. Arbetslöshet**  
Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Källor: SCB och Riksbanken

## ■ Inflation och resursutnyttjande vid en lägre respektive högre reporäntebana

En lägre reporänta gör det jämförelsevis billigare att låna pengar, samtidigt som avkastningen på sparande blir lägre. Hushållens konsumtion stimuleras på detta sätt, samtidigt som företagens kostnader för att investera sjunker. En lägre reporäntebana kan därför väntas leda till att den samlade efterfrågan blir något högre. Till detta bidrar även räntans påverkan på kronans växelkurs. När räntan sänks blir det jämförelsevis mindre lönsamt att placera finansiella tillgångar i svensk valuta. En lägre ränta tenderar därför att leda till en svagare växelkurs, vilket stimulerar efterfrågan på svensk export och håller tillbaka importefterfrågan. För att möta den högre efterfrågan på sina produkter ökar företagen sin användning av arbetskraft, maskiner och insatsvaror. På så sätt blir resursutnyttjandet något högre.

Då resursutnyttjandet på arbetsmarknaden stiger skapas ett tryck uppåt på lönerna. Även priset på maskiner, insatsvaror och lokaler stiger snabbare. För att kompensera för det högre kostnadsläget väljer företagen att höja priserna i snabbare takt. Allt detta leder i förlängningen också till att priserna i konsumentledet stiger. Till detta bidrar även den svagare växelkursen som gör att importpriserna blir något högre. En lägre ränta leder sammantaget till högre inflation och till ett högre resursutnyttjande.

En högre räntebana leder i stället till att hushållen håller igen på sin konsumtion och efterfrågan sjunker. Även investeringstakten dämpas och en starkare växelkurs leder till en svagare efterfrågan på svensk export. Resursutnyttjandet blir något lägre och prisökningstakten dämpas.

## ■ Räkneexemplen fångar inte alla faktorer av betydelse

De räkneexempel med en något lägre respektive högre räntebana som redovisats här bygger på en makroekonomisk modell av den svenska ekonomin som beaktar flera olika faktorer som påverkar inflationen och resursutnyttjandet. Men inflationen och resursutnyttjandet kan även påverkas av andra faktorer som inte fångas i dessa exempel.

Hushållens skuldsättning är en sådan faktor. En snabb skulduppbyggnad kan, även om den inte anses hota den finansiella stabiliteten, göra ekonomin mer känslig för störningar. Penningpolitiken kan därför behöva vara något mindre expansiv för att dämpa skuldsättningen och minska risken för stora framtida svängningar i resursutnyttjandet och inflationen.

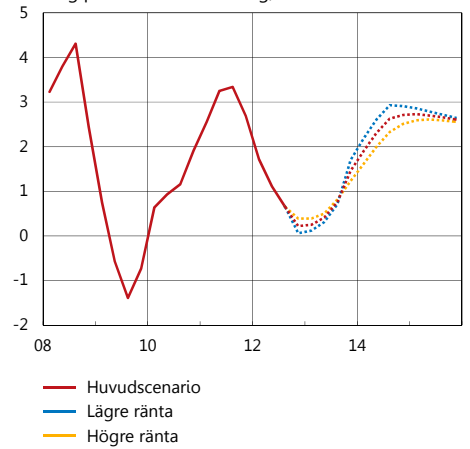
En annan faktor som kan påverka den penningpolitiska avvägningen är hur snabbt penningpolitiken får genomslag på ekonomin. Räkneexemplen som beskrivs i diagram 2:15 till 2:19 bygger på empiriskt skattade samband mellan förändringar i reporäntan och deras effekter på realekonomin och inflationen. Räntans genomslag enligt dessa skattningar motsvarar alltså den genomsnittliga effekten under den tidsperiod som använts vid skattningen av modellen.

Den senaste tidens inbromsning i ekonomin beror till stor del på den svaga utvecklingen i omvärlden och dess negativa effekter på svensk exportefterfrågan, vilket håller tillbaka företagens investeringsvilja. Sannolikt är det så att den stora osäkerhet som råder om den internationella konjunkturutvecklingen dessutom bidrar till att många företag skjuter upp planerade investeringar. Under dessa omständigheter är det inte säkert att penningpolitiken har samma snabba genomslag på inflationen och resursutnyttjandet som i de här redovisade räkneexemplen.

Om penningpolitiken påverkar ekonomin mer gradvis skulle en lägre bana för reporäntan visserligen stimulera efterfrågan och öka inflationen. Men effekterna skulle då vara som störst mot slutet av prognosperioden, då resursutnyttjandet enligt huvudscenariot ligger något över en normal nivå, KPIF-inflationen är runt 2 procent och KPI-inflationen ligger tydligt över inflationsmålet.

**Diagram 2:18. KPI**

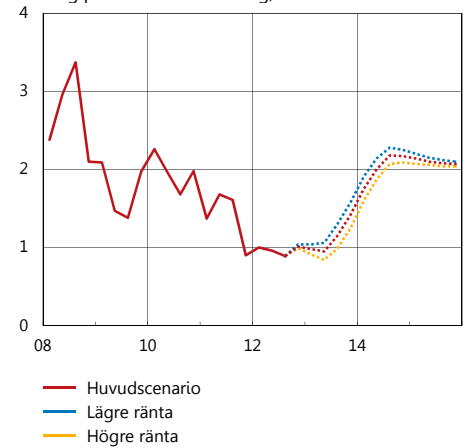
Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Källor: SCB och Riksbanken

**Diagram 2:19. KPIF**

Årlig procentuell förändring, kvartalsmedelvärden



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: SCB och Riksbanken





## ■ KAPITEL 3 – Nuläget i ekonomin

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

Utvecklingen i euroområdet är fortsatt svag och inrymmer stora risker. På senare tid har oron på de finansiella marknaderna ändå minskat något bland annat tack vare de centralbanksåtgärder som har genomförts eller annonserats. Den amerikanska ekonomin växer i en måttlig takt historiskt sett, medan de snabbväxande tillväxtekonomierna bromsar in något.

Sverige har haft en relativt god tillväxt under det första halvåret i år, men flera indikatorer för den svenska ekonomins utveckling pekar nu på en inbromsning. Arbetskraften växer i nuläget snabbare än sysselsättningen vilket medför att arbetslösheten stiger. Inflationstrycket är fortsatt lågt.

### Minskad marknadsoro efter centralbanksåtgärder

#### ■ Lägre finansieringskostnader för skuldkrisländer

Sedan den penningpolitiska uppföljningen publicerades i september har oron på de finansiella marknaderna fortsatt att minska. Detta trots att de strukturella problemen inom euroområdet är långt ifrån lösta. Det mer positiva stämningläget beror framförallt på att ECB och Federal Reserve har fortsatt att annonsera åtgärder och penningpolitiska stimulanser. Räntorna på statsobligationer i skuldkrisländerna har sjunkit medan de har stigit något i USA, Tyskland och Sverige då efterfrågan på mer säkra placeringar minskat (se diagram 3:1).

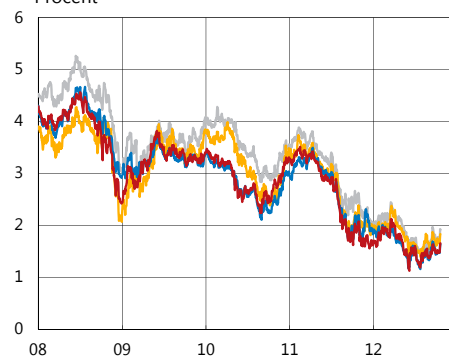
De lägre upplåningskostnaderna för Spanien och Italien hänger samman med ECB:s nya program för obligationsköp (OMT) (se diagram 3:2). Syfte och villkor för sådana obligationsköp beskrivs i fördjupningen "Nya åtgärder för att hantera krisen i euroområdet".

De finansiella marknadernas fokus har framförallt riktats mot Spanien. En stor del av landets obligationer förfaller under oktober, men den spanska staten har ännu inte ansökt om stöd från den europeiska krisfonden ESM eller utnyttjat euroländernas löfte om lån via ESM till de spanska bankerna som gavs i juni. I Grekland har regeringskoalitionen hittills haft problem med att komma överens om de besparingar som trojkan (ECB, EU-kommissionen och IMF) kräver. Den del av krisprogrammets stöd som skulle ha betalats ut i juni beräknas därmed dröja ytterligare.

#### ■ Stigande tillgångspriser

Priset på riskfyllda finansiella tillgångar som aktier har fortsatt att stiga sedan i början av september. Detta trots att tillväxtutsikterna reviderats ner av marknadsaktörerna och trots att osäkerheten om utvecklingen i skuldkrisländerna består. Orsaken kan vara att centralbankernas åtgärder har bidragit till en minskad oro på de finansiella marknaderna, vilket tillsammans med en låg avkastning i säkra obligationer och en hög direktavkastning i aktier, har drivit upp priset på aktier (se diagram 3:3).

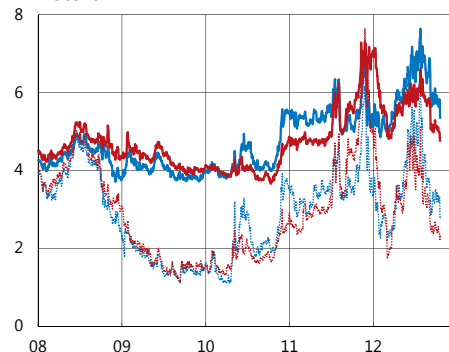
Diagram 3:1. Statsobligationsräntor, 10 års löptid  
Procent



— Sverige  
— Tyskland  
— USA  
— Storbritannien

Källa: Reuters EcoWin

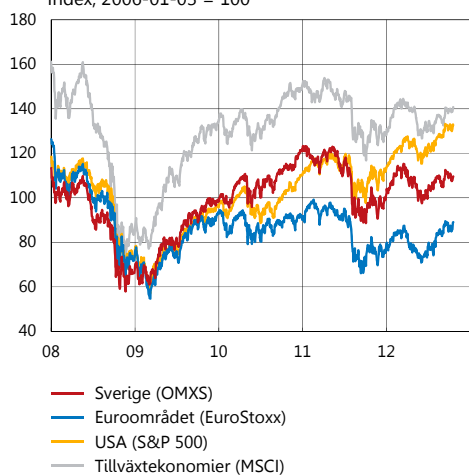
Diagram 3:2. Statsobligationsräntor, 2 respektive 10 års löptid  
Procent



— Italien, 10 års löptid  
— Italien, 2 års löptid  
— Spanien, 10 års löptid  
— Spanien, 2 års löptid

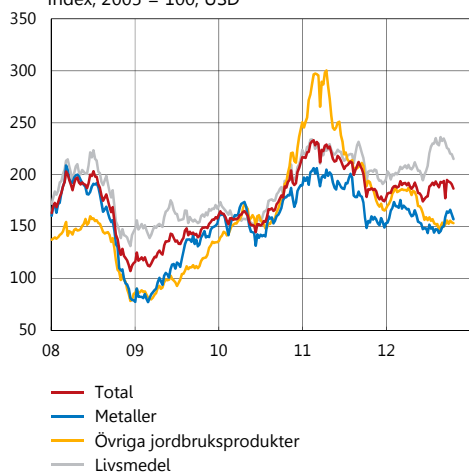
Källa: Reuters EcoWin

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



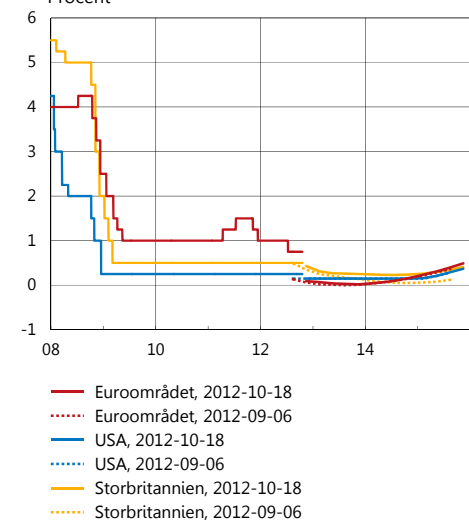
Källor: Morgan Stanley Capital International, Reuters EcoWin, Standard & Poor's och STOXX Limited

**Diagram 3:4. Råvaruprisindex**  
Index, 2005 = 100, USD



Källa: The Economist

**Diagram 3:5. Styrrenteförväntningar mätta med marknadspriser i euroområdet, USA och Storbritannien**  
Procent



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

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Den svenska börsen har följt globala aktieindex uppåt, dock utan att stiga lika mycket. Förväntningarna på kommande vinster har reviderats ner under året och endast hälften av andra kvartalets bolagsrapporter överträffade förväntningarna.

Sommarens torka i USA innebar kraftiga prisuppgångar på spannmål, vilket i sin tur bidrog till att ett brett index av råvarupriser steg (se diagram 3:4). På senare tid har dock vissa konjunkturkänsliga råvarupriser sjunkit tillbaka något. Kopparpriset har exempelvis fallit, delvis beroende på avmattningen i Kina.

### ■ Förväntningar om fortsatt låga styrräntor

Styrräntorna i omvärlden förväntas vara mycket låga under en lång tid framöver (se diagram 3:5). Terminsräntorna är kvar på låga nivåer i flera valutaområden och de har sjunkit något i Storbritannien. Enligt prissättningen på penningmarknaden förväntas ECB sänka sin styrränta till 0,50 procent i år, medan Federal Reserve förväntas hålla styrräntan oförändrad på en mycket låg nivå under flera år framöver.

ECB höll styrräntan oförändrad vid mötet i september, och därtill annonserades det nya programmet för obligationsköp (OMT). I USA beslutade Federal Reserve att köpa bostadsrelaterade värdepapper (MBS) för 40 miljarder dollar per månad, vid sitt senaste möte i september. Dessa köp syftar till att stärka hushållens ekonomi genom lägre boräntor och därmed stimulera efterfrågan. Obligationsköpen kommer att pågå tills dess att utsikterna på arbetsmarknaden förbättras. Federal Reserve fortsätter dessutom att förlänga sitt innehav av obligationer.

Bank of England har hållit styrräntan och volymerna av extraordinära åtgärder på oförändrade nivåer sedan det penningpolitiska mötet i juli, då ytterligare 50 miljarder pund i tillgångsköp annonserades. Tillsammans med den brittiska regeringen lanserade man samtidigt det så kallade *Funding for Lending Scheme*, en kreditfacilitet som syftar till att öka utlåningen från banker till hushåll och företag. Sammantaget har dessa åtgärder, och förväntningarna om ytterligare åtgärder, bidragit till lägre marknadsräntor i Storbritannien.

I Japan annonserade centralbanken vid sitt möte i september utökade tillgångsköp med 10 000 miljarder yen till sammanlagt 80 000 miljarder yen (cirka 1000 miljarder dollar).

Sedan Riksbankens penningpolitiska möte i september ligger förväntningarna kvar om ytterligare en räntesänkning i år (se diagram 3:6). Prissättningen på penningmarknaden visar att man förväntar sig att reporäntan ska sänkas till 1 procent innan årsskiftet och ytterligare en gång under 2013. Prosperas senaste enkätundersökning visar att penningmarknadens aktörer förväntar sig att reporäntan sänks till 1 procent i år.

### ■ För närvarande billig finansiering för svenska banker

Europeiska banker har gynnats av ECB:s åtgärder. Bankerna har haft mer eller mindre obegränsad tillgång till billig finansiering i euro från ECB, vilket har pressat ned marknadsräntorna inom euroområdet till rekordlåga nivåer. Svenska bankers lånevillkor är också mycket förmånliga, trots att den svenska styrräntan är högre än euroområdets. Bankernas låga räntor vid upplåning i kronor och andra valutor uttrycks till exempel av att Stiborräntan med tre månaders löptid har fallit (se diagram 3:7). Stiborräntan för ett lån mellan imorgon och därpå följande dag har sjunkit till en nivå bara 0,05 procentenheter över Riksbankens reporänta. Det är nära den nivå som rådde under 2010, när det svenska banksystemet var kraftigt överlikviderat. De svenska bankernas möjligheter att finansiera sig genom att ge ut obligationer är också fortsatt goda och kostnaden har sjunkit för lån på längre löptider. Hittills har alltså utvecklingen inom euroområdet snarast lett till mer gynnsamma finansieringsförhållanden. Men det är viktigt att påpeka att utvecklingen för närvarande inrymmer stora risker och situationen därför snabbt kan ändras.

### ■ Lägre räntor för hushåll och företag efter reporäntesänkning

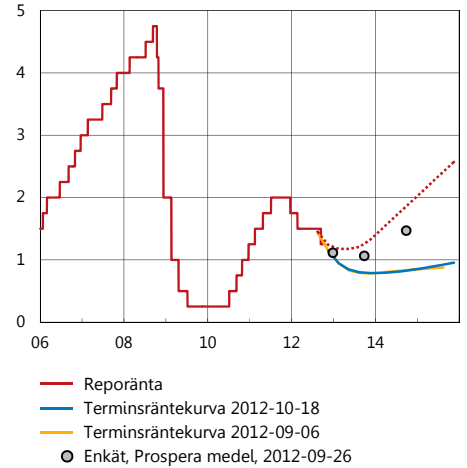
Bankernas goda möjligheter att för närvarande få billig finansiering har också gjort det billigare för hushållen att låna. Den genomsnittliga bolåneräntan för hushållen fortsatte att sjunka under augusti och listade boräntor sänktes dessutom efter sänkningen av reporäntan i september (se diagram 3:7). Sedan september har alltså skillnaden mellan de rörliga bolåneräntorna och reporäntan minskat tack vare att bankerna nu har lägre finansieringskostnader. De genomsnittliga räntor som företagen möter sjönk också under augusti, vilket beror på att räntor med en löptid på upp till 5 år sjönk.

### ■ Men efterfrågan på krediter fortsätter att öka långsamt

Takten i utlåningen till hushåll och företag slutade att sjunka i augusti (se diagram 3:8). Till hushåll är den dock fortfarande lägre än på mer än ett decennium. Skuldsättningsgraden för hushållen ligger dock kvar på en hög nivå både historiskt sett och jämfört med andra länder. Priserna på villor och bostadsrätter har stigit något på senare tid och ligger nu på ungefär samma nivå som vid inledningen av året (se diagram 3:9). Lägre kostnader för lån kan vara en förklaring bakom utvecklingen.

Företagens upplåningstakt växer förhållandevis långsamt nu (se diagram 3:8). Enligt Konjunkturinstitutets månadsbarometer från september anser visserligen tre av fyra företag att deras finansieringssituation är normal. Men under det senaste året har andelen företag som upplever sin finansieringssituation som svårare än normalt ökat från 14 procent till 20 procent. Enligt Almi Företagspartners låneindikator har andelen bankchefer som förväntar sig en ökande utlåning sjunkit två kvartal i rad och nu tror knappt fyra av tio bankchefer att deras utlåning kommer att öka under kommande år. Enligt

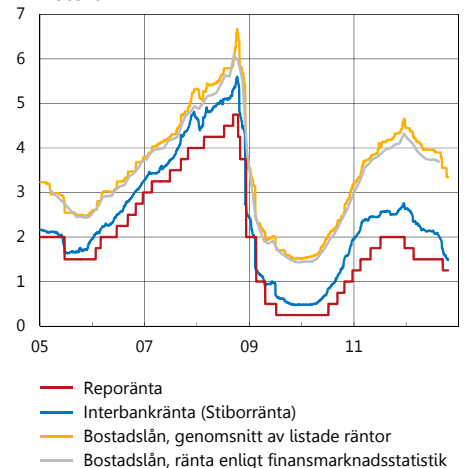
**Diagram 3:6. Reporänteförväntningar i Sverige mätta med marknadspriser och enkät, penningmarknadens aktörer**  
Procent



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

Källor: Reuters EcoWin, TNS SIFO Prospera och Riksbanken

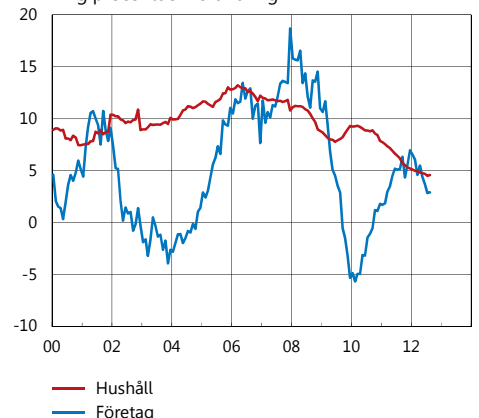
**Diagram 3:7. Korta räntor i Sverige**  
Procent



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 bostadsräntor är de räntor som Nordea, SBAB, SEB, Swedbank Hypotek och Stadshypotek publicerar bland annat i dagspressen.

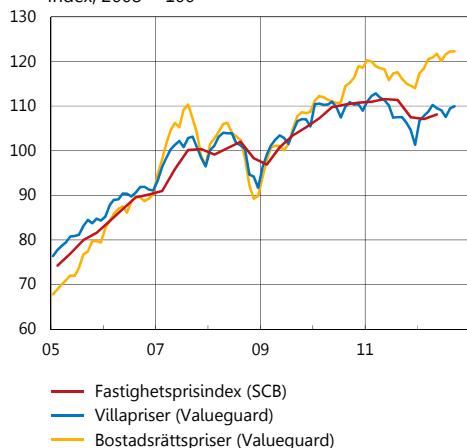
Källor: Reuters EcoWin, SCB och Riksbanken

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



Källa: SCB

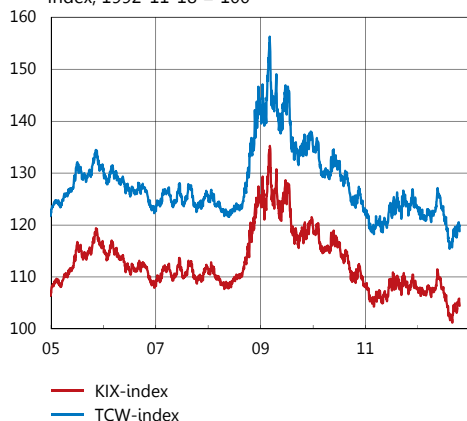
**Diagram 3:9. Bostadspriser**  
Index, 2008 = 100



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, KIX och TCW**  
Index, 1992-11-18 = 100



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

Källa: Riksbanken

Riksbankens företagsintervjuer anser dock en klar majoritet av företagen att möjligheterna till finansiering inte har försämrats på senare tid.

### ■ Små rörelser i kronan

Under sommaren stärktes kronan till sin starkaste nominella nivå på mer än tio år. Sedan dess har den försvagats och noteras nu till 118,9 och 104,7 i TCW- respektive KIX-vägda indexmått (se diagram 3:10).<sup>13</sup> Att svensk ekonomi utvecklas svagare än väntat kan vara en del av förklaringen. Men framförallt torde kronans försvagning under senare tid bero på att investerarna varit mer benägna att återgå till mer riskfyllda investeringar inom euroområdet. I takt med den utvecklingen har euron stärkts generellt mot andra valutor. Därtill kan reporäntesänkningen i september ha bidragit till att försvaga kronan i och med den minskade skillnaden i styrränta mellan Sverige och omvärlden.

Kronan har däremot fortsatt att stärkas mot dollarn. Federal Reserves åtgärder, som har inneburit lägre amerikanska räntor relativt omvärlden, har sannolikt bidragit till att försvaga dollarn.

<sup>13</sup> Riksbanken kompletterar TCW-index med det bredare KIX-indexet i sin omvärldsanalys. Se fördjupningen "KIX-index avspeglar bättre Sveriges utlandsberoende" i denna rapport.

## Tillväxten dämpas i omvärlden

### ■ Fallande tillväxt och hög arbetslöshet i euroområdet

BNP faller i euroområdet. Andra kvartalet sjönk BNP med 0,7 procent uppräknat till årstakt jämfört med kvartalet innan (se diagram 3:11). Det var privat konsumtion och investeringar som föll medan exporten bidrog positivt till tillväxten. Tillväxten var positiv i Tyskland och Frankrike, men föll i Spanien, Italien och ett flertal mindre länder.

Industriproduktionen steg i juli och augusti för de flesta av euroområdets länder. För området som helhet växte den med 0,6 procent båda månaderna efter att ha fallit med lika mycket i juni (se diagram 3:12). Det var framförallt varaktiga konsumtionsvaror som ökade i augusti. Framåtblickande indikatorer, som nya order, tyder på att industriproduktionen kommer att vara svag framöver.

Också arbetsmarknaden är fortsatt svag i euroområdet. Sysselsättningen var oförändrad under det andra kvartalet. I augusti var också arbetslösheten oförändrad och uppgick till rekordhöga 11,4 procent (se diagram 3:13). Skillnaderna är dock stora mellan olika euroländer; arbetslösheten är fortsatt låg i Tyskland medan den är mycket hög i exempelvis Spanien och Italien. Detaljhandeln steg något i euroområdet i augusti, men har i stort sett varit oförändrad under loppet av 2012.

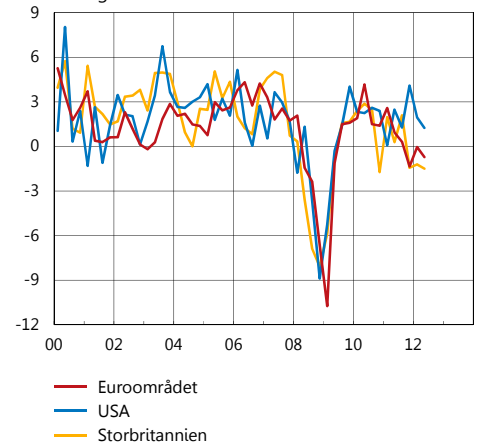
Förtroendet hos både hushåll och företag är på en mycket låg nivå. Det sammanvägda inköpschefsindexet för euroområdet föll i september och nivån för tredje kvartalet är den lägsta sedan början av 2009. Det är framförallt indexet för tillverkningsindustrin som tynger, även om det förbättrades något i september (se diagram 3:14). Förtroendet är även lågt i kärnländerna. I Frankrike föll både produktionen och nya order i den snabbaste takten sedan juli 2009. Dock förbättrades inköpschefsindex i Tyskland något. Kommissionens barometerindikator tyder på fortsatt fallande förtroende hos hushåll och företag i euroområdet som helhet, men också i länder som Frankrike och Tyskland. Sammantaget bedöms BNP-utvecklingen i euroområdet vara fortsatt svag under andra halvåret i år.

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

Svensk export domineras av handelsutbytet med Tyskland och de skandinaviska länderna, men även Storbritannien är en viktig handelspartner. I Storbritannien har BNP fallit de senaste tre kvartalen. Andra kvartalet i år föll BNP med 1,8 procent uppräknat till årstakt jämfört med första kvartalet (se diagram 3:11). Nedgången var delvis en följd av tillfälliga faktorer som dåligt väder och fler helgdagar än normalt. En indikation på att så var fallet är att industriproduktionen steg med nästan 3 procent i juli efter att ha fallit med nästan lika mycket månaden innan (se diagram 3:12). I augusti föll industriproduktionen åter igen. Detaljhandeln har ökat i allt snabbare takt de

**Diagram 3:11. BNP**

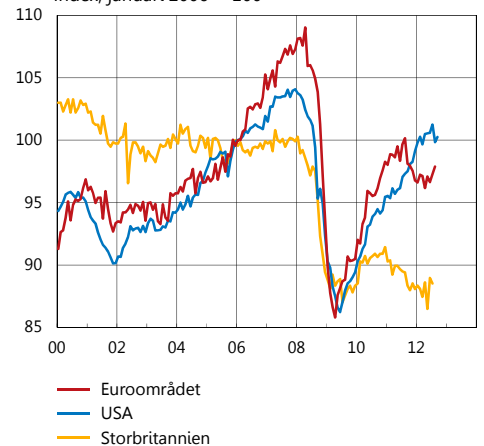
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



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

**Diagram 3:12. Industriproduktion**

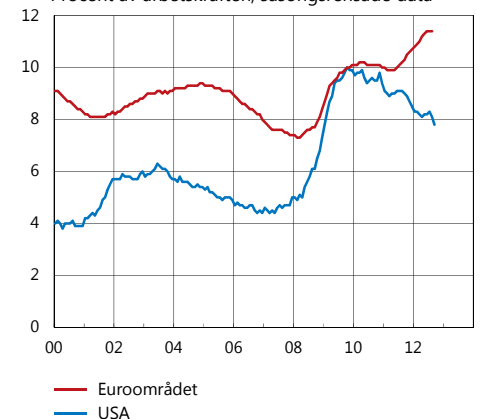
Index, januari 2006 = 100



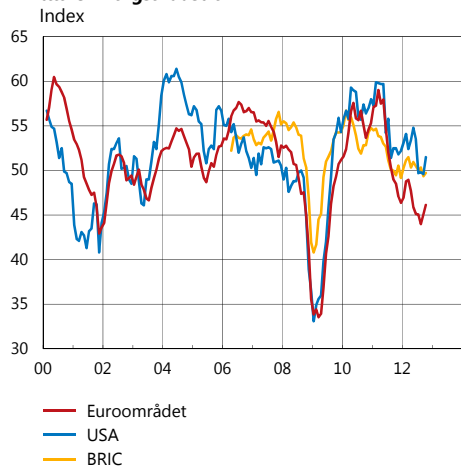
Källor: Nationella källor och Riksbanken

**Diagram 3:13. Arbetslöshet**

Procent av arbetskraften, säsongrensade data

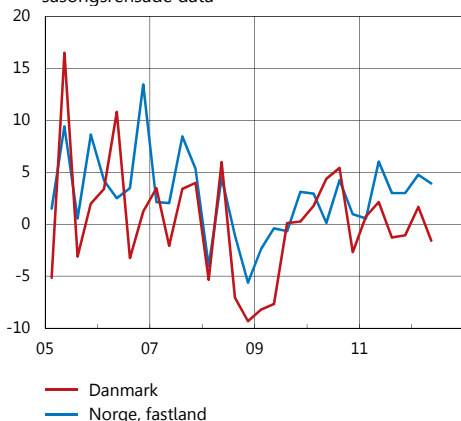


Källor: Bureau of Labor Statistics och Eurostat

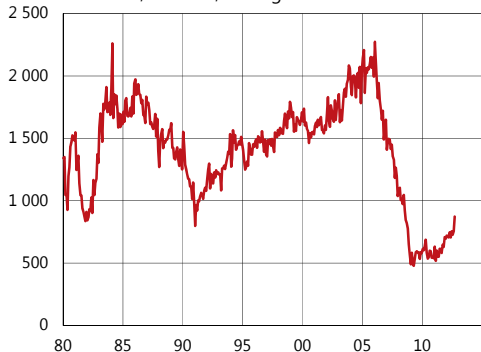
**Diagram 3:14. Inköpschefsindex i tillverkningsindustrin**

Anm. Värderna över 50 indikerar tillväxt. BRIC-länderna utgörs av Brasilien, Ryssland, Indien och Kina.

Källor: Institute for Supply Management och Markit Economics

**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. Bostadsbyggande i USA**  
Antal nybyggnader av bostäder per månad uppräknat till årstakt, tusental, säsongrensade data

Källa: U.S. Census Bureau

senaste månaderna. Inköpschefsindex förbättrades i augusti i såväl tillverkningsindustrin som tjänstesektorn till nivåer som indikerar stigande BNP under tredje kvartalet. Även om indikatorer har förbättrats på senare tid så innebär den svaga inledningen på året att den genomsnittliga tillväxten i år väntas bli svagt negativ.

I Danmark fortsätter den ekonomiska utvecklingen att vara svag. BNP föll med 2 procent i uppräknad årstakt under årets andra kvartal (se diagram 3:15). Fallande konsumtion var en bidragande orsak till detta. Stigande industriproduktion och konsumentförtroende under det tredje kvartalet tyder dock på att BNP inte längre faller.

I Norge (fastland) har utvecklingen däremot varit starkare och BNP steg med 4 procent i uppräknad årstakt under årets andra kvartal (se diagram 3:15). Detta innebar emellertid en viss avmattning av tillväxttakten jämfört med det första kvartalet. Industriproduktionen fortsatte att stiga i juli och augusti, vilket tillsammans med annan hittills publicerad statistik pekar på fortsatt hög tillväxt under det tredje kvartalet.

#### ■ Vissa ljusglimtar i USA

BNP i USA ökade med 1,3 procent uppräknat till årstakt andra kvartalet 2012 jämfört med det första kvartalet (se diagram 3:11). Bland annat var det tillväxten i hushållens konsumtion som dämpades under det andra kvartalet. I juli steg dock konsumtionen kraftigt, medan den var i stort sett oförändrad i augusti. Detaljhandelsstatistik indikerar stigande konsumtion i september.

Bostadsmarknaden har däremot förbättrats trendmässigt och kreditvillkoren har successivt lättats den senaste tiden. I princip samtliga indikatorer för den amerikanska bostadsmarknaden pekar uppåt. Tiden det tar att sälja bostäder har fortsatt att sjunka till nivåer under det historiska genomsnittet och bostadsbyggandet har ökat de senaste månaderna (se diagram 3:16). Förtroendeindikatorer bland byggföretagen liksom bostadsbyggandet är dock på fortsatt låga nivåer.

Torkan i somras väntas medföra en viss fortsatt negativ effekt på BNP-tillväxten det andra halvåret i år till följd av ett snabbt fall i jordbruksproduktionen. Dessutom bidrar en högre inflation än väntat till att konsumtionsutrymmet minskar. Jämfört med bedömningen i september har prognosen för BNP-tillväxten 2012 reviderats ner något.

Indikatorer för förtroendet bland hushåll och företag har den senaste tiden stigit en del. University of Michigan-index för hushållen steg både i augusti och i september, men ligger fortfarande klart under det historiska genomsnittet. Inköpschefsindex för både tillverkningsindustrin och tjänstesektorn steg i september (se diagram 3:14). Vinstläget för de amerikanska företagen ser också fortsatt bra ut. Vinsterna steg under andra kvartalet till en nivå som är en av de högsta sedan början av 1950-talet.

Arbetslösheten är fortfarande hög, men föll till 7,8 procent i september (se diagram 3:13). Sysselsättningstillväxten mattades av i våras och är fortsatt relativt svag. Någon större förbättring på arbetsmarknaden antas inte för de närmaste kvartalen.

### ■ Tillväxten dämpas i Japan

Under det andra kvartalet ökade Japans BNP med 0,7 procent, uppräknat till årstakt, vilket är en nedrevidering av det första publicerade utfallet som visade på en ökning med 1,4 procent. Nedrevideringen beror på att investeringarna utvecklades sämre än väntat. Industriproduktionen och exporten har fortsatt att mattas av under juli och augusti, vilket bland annat beror på en stark yen och en svag utveckling i omvärlden. Den privata konsumtionen har dämpats i samband med att regeringen minskat subventionerna till inköp av bland annat miljöbilar. Den japanska centralbankens företagsundersökning, den så kallade Tankan, som publicerades i oktober pekar på en fortsatt avmattning under resten av året.

### ■ Viss inbromsning i de snabbväxande tillväxtekonomierna

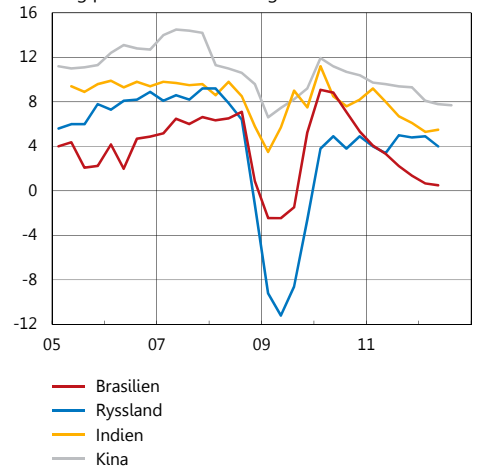
Utvecklingen i tillväxtekonomierna visar på en viss inbromsning. I Kina har BNP-tillväxten växlat ner från höga nivåer under det senaste året. Men BNP ökade ändå under tredje kvartalet i år med 7,4 procent jämfört med motsvarande kvartal i fjol, vilket var något svagare jämfört med bedömningen i september (se diagram 3:17). Månadsdata visar på att exporten gradvis ökade under tredje kvartalet, vilket kan indikera en högre BNP-tillväxt under fjärde kvartalet. Den kinesiska regeringen har aviserat nya finanspolitiska åtgärder för att stimulera tillväxten. Nyligen lanserades ett infrastrukturprogram på 150 miljarder dollar och samtidigt vidtogs åtgärder för att förbättra villkoren för exportföretag. I september och oktober har den kinesiska centralbanken hittills tillfört nära 100 miljarder dollar till det finansiella systemet för att motverka likviditetsbrist.

I Indien har tillväxten dämpats det senaste året, även om den stabiliserades något under andra kvartalet 2012. BNP-tillväxten uppgick då till 5,5 procent jämfört med andra kvartalet 2011 (se diagram 3:17). Den indiska centralbanken införde nya stimulansåtgärder i mitten av september genom att sänka reservkraven på bankerna.

Brasilien uppvisar en fortsatt svag tillväxt. BNP-tillväxten var 0,5 procent under det andra kvartalet jämfört med samma kvartal i fjol. Industriproduktionen är fortsatt mycket låg, men visar vissa tecken på en återhämtning i början av tredje kvartalet. Inköpschefsindex för september indikerar dock att företagen i tillverkningsindustrin blivit något mer pessimistiska. Förtroendet befinner sig under det historiska medelvärdet och tyder på svag tillväxt.

BNP-tillväxten i Ryssland uppgick till 4 procent under det andra kvartalet jämfört med samma kvartal i fjol. Inköpschefsindex för september indikerar att företagen i framförallt tillverkningsindustrin är

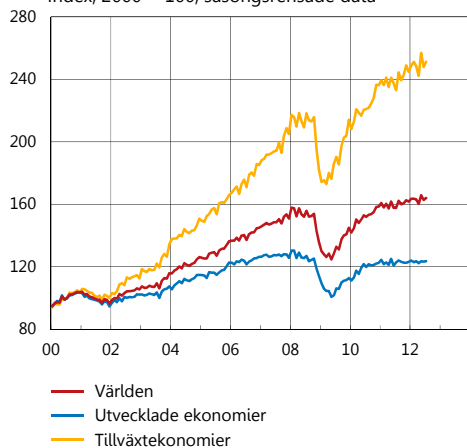
**Diagram 3:17. BNP i BRIC-länderna**  
Årlig procentuell förändring



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

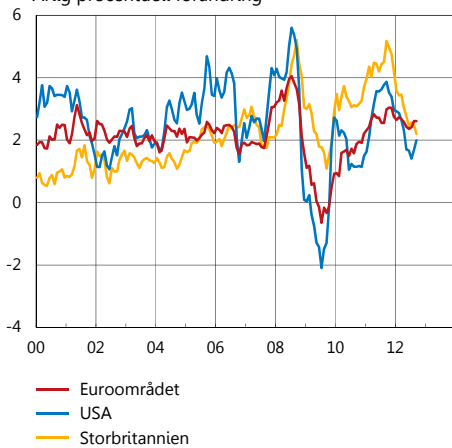
Källor: Central Statistical Organisation, India, Federal State Statistics Service, Russia, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística och National Bureau of Statistics of China

**Diagram 3:18. Världsimpportvolym**  
Index, 2000 = 100, säsongrensade data



Källa: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

**Diagram 3:19. Konsumentpriser**  
Årlig procentuell förändring



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

mer optimistiska än tidigare. Den ryska centralbanken höjde i mitten av september styrräntan med 0,25 procentenheter till 8,25 procent.

Världshandeln påverkas i stor utsträckning av utvecklingen i tillväxtekonominerna (se diagram 3:18). Medan de utvecklade ekonomierna har haft i stort sett oförändrade handelsvolym sedan mitten av 2010 har tillväxtländernas handelsvolym fortsatt att växa i relativt god takt. Därmed har den totala världshandeln fortsatt att öka. Dock tyder indikatorer och data på att världshandeln har dämpats under det tredje kvartalet i år.

### ■ Högre inflation i Europa än i USA och Kina

I euroområdet låg inflationstakten kvar på 2,6 procent i september, efter att ha stigit i augusti (se diagram 3:19). Det är framförallt höga bensinpriser, men även momshöjningar och ökade administrativa priser som bidrar till att hålla inflationen uppe. Den underliggande inflationen (exklusive energi, livsmedel, alkohol och tobak) uppgick i september till 1,5 procent.

I USA steg KPI-inflationen i september till 2,0 procent efter att ha sjunkit snabbt det senaste året (se diagram 3:19). Det var främst energipriser som bidrog till uppgången, dock var även den underliggande KPI-inflationen 2,0 procent. Den underliggande PCE (Personal Consumption Expenditures)-inflationen låg på 1,6 procent i augusti.

Inflationen i Storbritannien har fallit kraftigt sedan i slutet av fjolåret och uppgick till 2,2 procent i september. I Norge är inflationstrycket lågt och inflationen i september uppgick till 0,5 procent.

I Kina har inflationen sjunkit snabbt det senaste året. KPI-inflationen uppgick till 1,9 procent i september. Den japanska ekonomin kännetecknas återigen av deflation. I augusti uppgick KPI-inflationen till -0,4 procent.



## Svagare svensk ekonomi de närmaste kvartalen

### ■ Relativt god BNP-tillväxt första halvåret i år

Den svenska ekonomin har växt i relativt god takt under det första halvåret i år (se diagram 3:20). Men tillväxten väntas komma att bli lägre under det andra halvåret. Det är framför allt den svaga utvecklingen av de svenska exportmarknaderna som dämpar efterfrågan från företagen. Detta bidrar i sin tur till att dämpa företagens investeringar, särskilt i jämförelse med den starka investeringstillväxten under slutet av fjolåret och inledningen av 2012. Även hushållens konsumtion antas minska något på grund av den svaga omvärldskonjunkturen, men eftersom också importen utvecklas svagt, motverkas försvagningen av svensk BNP.

Sedan den penningpolitiska uppföljningen i september har SCB publicerat ett nytt utfall av nationalräkenskaperna för det andra kvartalet 2012. Detta visade en betydligt svagare tillväxt än snabbversionen av nationalräkenskaperna, som låg till grund för prognosen i september. Det var framförallt exporten som reviderades ner, vilket innebär att svensk export påverkats mer av krisen i euroområdet än vad snabbversionen antydde. Övrig ny information sedan prognosen i september tyder på en fortsatt svag export och en svag industrikonjunktur. Barometerindikatorn, som omfattar både hushåll och företag, sjönk till 95,8 i september, vilket indikerar att tillväxten i svensk ekonomi för närvarande är svagare än normalt (se diagram 3:21). Sammantaget väntas BNP-tillväxten för helåret 2012 bli svag och stanna vid 0,9 procent.

### ■ Hög investeringstakt dämpas

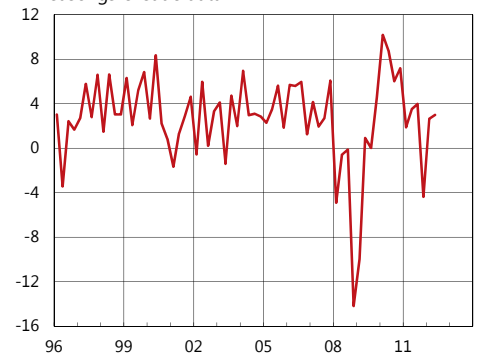
Investeringarna minskade under andra kvartalet och tillväxten bedöms bli dämpad de närmaste kvartalen. Detta hänger bland annat samman med den svaga tillväxten på svenska exportmarknader, vilken dämpar tillväxten i svensk industri och även får följd effekter på svenska tjänstenärings. När efterfrågan är låg och konjunkturutvecklingen osäker minskar både viljan och behovet hos företagen att investera. Men den svaga utvecklingen av investeringarna den närmaste tiden ska även ses i ljuset av den starka investeringstillväxten i slutet av fjolåret och inledningen av 2012.

Det är dock stor skillnad mellan olika typer av investeringar (se diagram 3:22). Bostadsinvesteringarna har fallit kraftigt sedan slutet av 2011 och statistiken över påbörjade lägenheter tyder på en fortsatt svag utveckling den närmaste tiden. Näringslivets investeringar exklusive bostäder bedöms däremot växa i god takt om man ser till helåret 2012, även om tillväxten mattas något under andra halvåret.

Lagerinvesteringarna antas bidra till att försvaga BNP-tillväxten något under det andra halvåret. Detta hänger samman med att företagen drar ner på takten i lageruppbbyggnaden, då lagren nu bedöms vara lagom stora i förhållande till efterfrågan. I Riksbankens företags-

**Diagram 3:20. BNP**

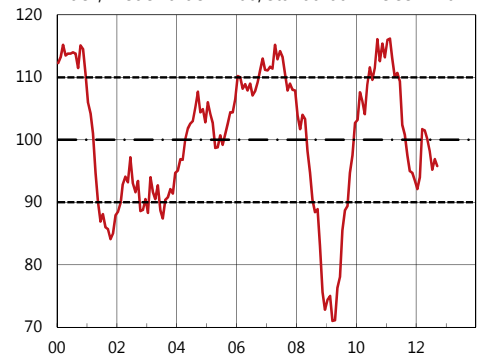
Kvartalsförändringar i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Källa: SCB

**Diagram 3:21. Barometerindikatorn**

Index, medelvärde = 100, standardavvikelse = 10

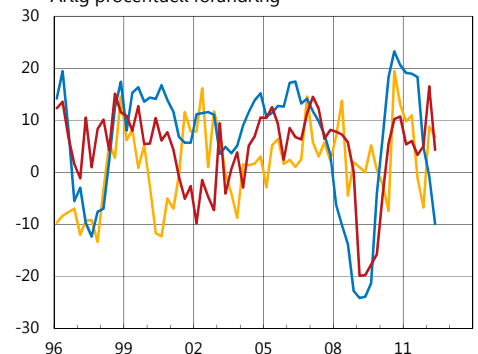


— Barometerindikatorn  
- - - Medelvärde  
- - - +/- en standardavvikelse

Källa: Konjunkturinstitutet

**Diagram 3:22. Fasta bruttoinvesteringar**

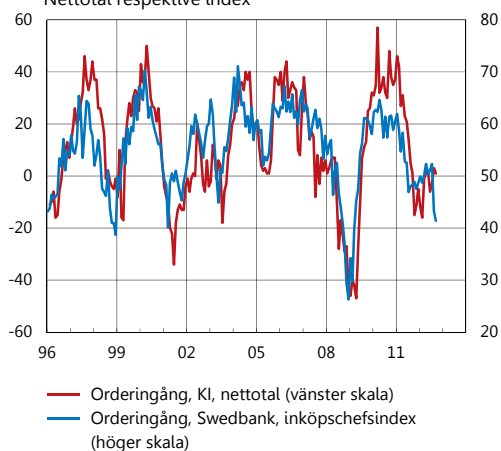
Årlig procentuell förändring



— Näringslivet exklusive bostäder  
— Bostäder  
— Offentliga myndigheter

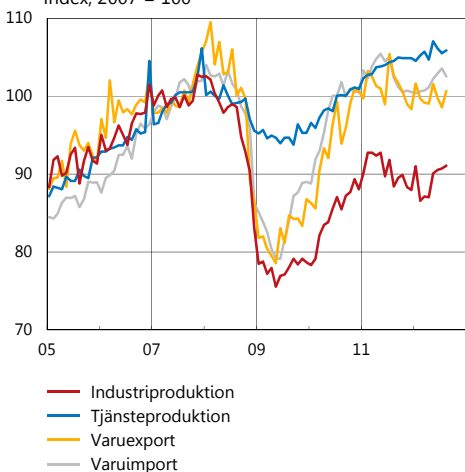
Källa: SCB

**Diagram 3:23. Exportordergång**  
Nettotal respektive index



Anm. Värderna över 50 på höger skala indikerar tillväxt.  
Källor: Konjunkturinstitutet, Silf och Swedbank

**Diagram 3:24. Produktion, export och import av varor**  
Index, 2007 = 100



Källa: SCB

**Diagram 3:25. Konfidensindikator för hushåll**  
Nettotal



Källa: Konjunkturinstitutet

undersökning från september anser en större andel av företagen än tidigare att deras nuvarande färdigvarulager är för stora.

### ■ Svensk exporttillväxt mattas av

Den svaga utvecklingen på flera av Sveriges viktigaste exportmarknader har dämpat tillväxten i svensk export den senaste tiden. Utvecklingen av varu- och tjänsteexporten till och med augusti, liksom företagens bedömningar av exportordergången enligt Konjunkturbarometern och inköpschefsindex, tyder på en fortsatt svag tillväxt i den svenska exporten den närmast tiden (se diagram 3:23).

Svensk import har också utvecklats svagt den senaste tiden, vilket hänger samman med att efterfrågan varit svag och lageruppbyggnaden avtagit. Utvecklingen av varuimporten till och med augusti indikerar visserligen en viss uppgång (se diagram 3:24). Men produktionsförväntningarna och bedömningarna av importutvecklingen enligt inköpschefsindex för tillverkningsindustrin pekar på en fortsatt svag utveckling av importen. Detta ligger också i linje med bilden av en fortsatt svag efterfrågan.

### ■ Dämpad konsumtionstillväxt

Under det andra kvartalet i år växte konsumtionen med knappt 1 procent uppräknat till årstakt. Samtidigt ökade inkomsterna betydligt mer, cirka 3,8 procent uppräknat till årstakt, varför sparandet ökade. Hushållens sparkvot, det vill säga sparandet som andel av de disponibla inkomsterna, uppgick till över 10 procent under det andra kvartalet i år.

Omsättningen i detaljhandeln ökade med 1,8 procent i augusti jämfört med samma månad i fjol. Sällanköpsvaruhandeln ökade i augusti med cirka 2,5 procent, medan omsättningen i dagligvaruhandeln ökade med drygt 1 procent. Hushållens förtroende, som det mäts enligt Konjunkturinstitutets konfidensindikator, har stigit sedan slutet av fjolåret och låg nära sitt historiska medelvärde under både juli och augusti månad men föll något i september (se diagram 3:25). Hushållens förtroende är högst vad gäller den egna ekonomin, medan de har en mer pessimistisk syn på Sveriges ekonomi.

### ■ Något mer expansiv finanspolitik

Det offentliga finansiella sparandet uppgick till 47 miljarder kronor första halvåret i år, vilket är något mer än första halvåret 2011. Det högre sparandet bedöms dock vara tillfälligt och berodde på att försäkringspremier återbetalats till kommuner och landsting. Offentlig konsumtion och investeringar revideras ner första halvåret enligt nytt utfall från nationalräkenskaperna. Sammantaget är det finansiella sparandet uppreviderat från -0,2 procent till -0,1 procent av BNP under 2012.

Regeringen föreslog i budgetpropositionen för 2013 diskretionära åtgärder omfattande 23 miljarder kronor, vilket motsvarar 0,6 procent av BNP. Den diskretionära finanspolitiken är något mer expansiv 2013 än under de senaste två åren. Sänkt bolagsskatt var den största utgiftsposten i budgeten. Sänkningen av bolagsskatten är en permanent åtgärd vars nettokostnad är 7 miljarder kronor, det vill säga inklusive avdragsbegränsning för så kallade räntesnurror. Det finanspolitiska ramverket kommer att göras mer flexibelt då kommunsektorn från och med 2013 får möjlighet att bygga upp överskott i goda tider som kan täcka eventuella underskott som uppstår under sämre tider.

### ■ Svagt stigande arbetslöshet

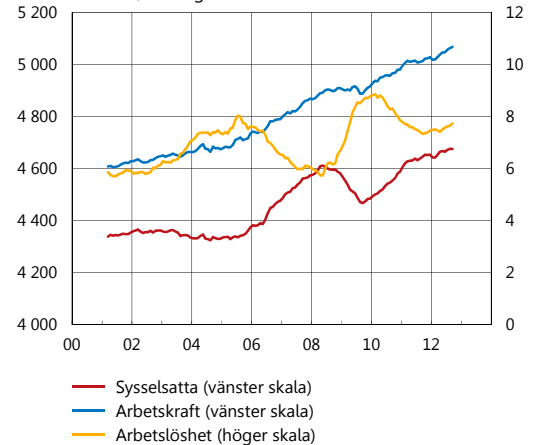
Det senaste året har förändringarna på arbetsmarknaden varit små (se diagram 3:26). Sysselsättningen har de senaste två månaderna blivit något högre än vad Riksbanken bedömde i september, samtidigt som arbetskraften har växt ännu mer. Detta innebär att också arbetslösheten under tredje kvartalet blivit något högre än i bedömningen i september.

Indikatorer ger fortfarande bilden av att en avmattning väntar det närmaste halvåret. Antalet varsel har ökat förhållandevis snabbt de senaste veckorna, vilket är en signal om att företagens framtidsförväntningar har försämrats. Enligt den senaste Konjunkturbarometern anger företagen i näringslivet som helhet att sysselsättningen kommer att minska något de närmaste månaderna (se diagram 3:27). I Riksbankens företagsintervjuer ser också flera företag en risk för personalneddragningar framöver. Antalet lediga platser anmälda till Arbetsförmedlingen ligger samtidigt på en förhållandevis hög nivå, även om de under året blivit färre (se diagram 3:28). Det finns tecken på att matchningen mellan lediga jobb och arbetssökande har försämrats de senaste åren (se fördjupningen "Har arbetsmarknadens funktionssätt förändrats?"), vilket kan bidra till högre arbetslöshet.

Antalet arbetade timmar var under andra kvartalet i linje med bedömningen i september. I kombination med den stora nedrevideringen av BNP för andra kvartalet innebär detta att produktiviteten reviderades ner. Utfall från SCB indikerar att antalet arbetade timmar också för tredje kvartalet utvecklades i linje med senaste prognos. För årets sista kvartal är Riksbankens bedömning att det sker en viss ökning i arbetade timmar, att sysselsättningen minskar något och att arbetslösheten fortsätter stiga. Sammantaget betyder detta att prognosen för antalet sysselsatta, arbetskraften och arbetslösheten är uppjusterad för helåret 2012, jämfört med prognosen i september.

**Diagram 3:26. Sysselsatta, arbetskraft och arbetslöshet**

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

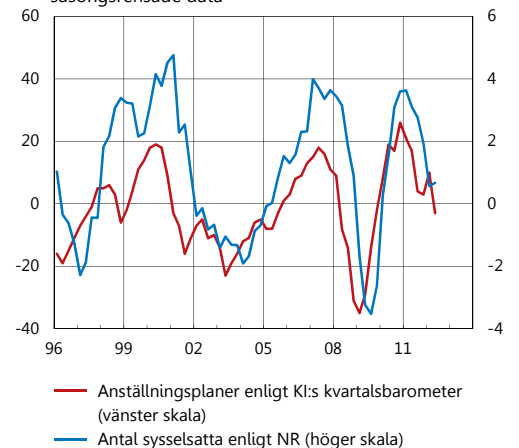


Anm. Tre månaders glidande medelvärde.

Källa: SCB

**Diagram 3:27. Anställningsplaner och sysselsatta i näringslivet**

Nettotal respektive årlig procentuell förändring, säsongrensade data

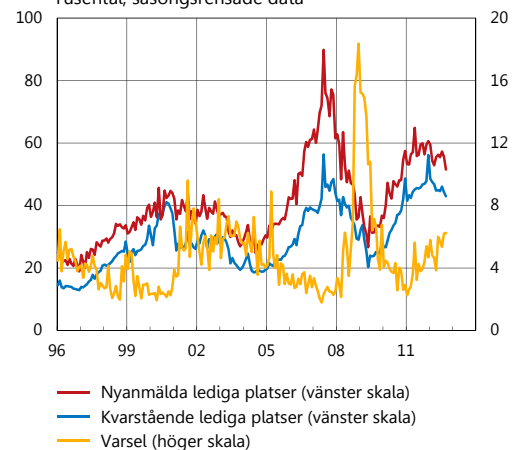


Anm. Nettotal definieras som skillnaden mellan andelen företag som uppgett en förväntad ökning av antalet anställda och andelen företag som uppgett en förväntad minskning.

Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

**Diagram 3:28. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel**

Tusental, säsongrensade data



Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

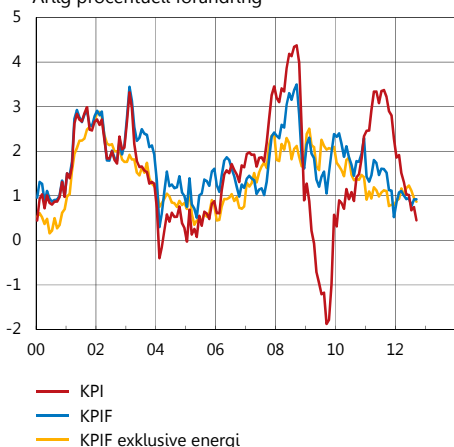
**Diagram 3:29. Lönerna**  
Årlig procentuell förändring



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

Källor: Medlingsinstitutet och Riksbanken

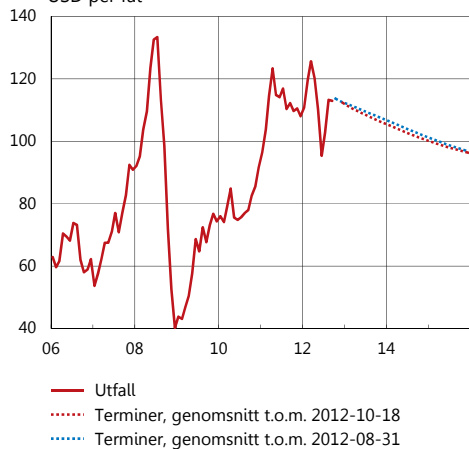
**Diagram 3:30. KPI, KPIF och KPIF exklusive energi**  
Årlig procentuell förändring



Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källa: SCB

**Diagram 3:31. Oljepris, Brentolja**  
USD per fat



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

Källor: Intercontinental Exchange och Riksbanken

### ■ Löneökningstakten stiger under andra kvartalet i år

Lönerna i hela ekonomin har, enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet, under årets sju första månader i år ökat med i genomsnitt 2,4 procent mätt som årlig procentuell förändring. Denna siffra kommer att justeras upp när fler retroaktiva löneutbetalningar kommer in i statistiken. Löneökningstakten är nu klart högre i näringslivet än i den offentliga sektorn, men skillnaden kommer att minska då mer retroaktiva löneutbetalningar väntas inkomma i statistiken för den offentliga sektorn (se diagram 3:29). För helåret 2012 bedöms lönerna för hela ekonomin, när samtliga retroaktiva löneutbetalningar har förts in i statistiken, ha ökat med 3,2 procent.

Enligt nationalräkenskaperna växte timlönerna och arbetskostnaderna per timme under andra kvartalet i år runt 4 procent i årlig procentuell förändring. Utfallen var i linje med prognoserna i september. Tillväxttakten i arbetsproduktivitet, mätt som årlig procentuell förändring, var samtidigt drygt en procentenhet lägre än vid bedömningen i september. Detta medförde att den årliga ökningstakten i arbetskostnaderna per producerad enhet under det andra kvartalet blev högre än i bedömningen i september. För helåret 2012 bedöms arbetskostnaderna per producerad enhet öka med 2,6 procent.

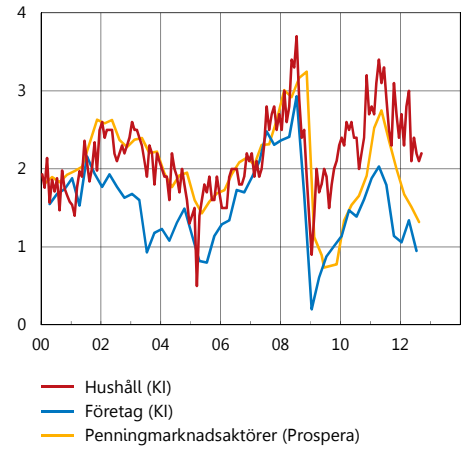
### ■ Fortsatt lågt inflationstryck

Inflationen är fortsatt låg och den årliga ökningstakten i KPIF, det vill säga KPI med fast bostadsränta, uppgick till 0,9 procent både i augusti och i september (se diagram 3:30). Ökningstakten i KPIF rensat för energiprisförändringar låg också kvar på 0,9 procent i september, medan ökningstakten i KPI sjönk till endast 0,4 procent. Den mycket låga KPI-inflationen hänger samman med att boräntorna fallit under senare tid. Utfallen för samtliga inflationsmått var lägre än i bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i september och prognoserna för de närmaste månaderna är nu något nedreviderade. KPIF-inflationen förväntas vara fortsatt låg och uppgå till cirka 1,0 procent i december. Terminspriseringen tyder på att oljepriset kommer att falla framöver (se diagram 3:31). Även bensinpriserna faller de närmsta månaderna. Ökningstakten i KPI blir något lägre vilket beror på att boräntorna förväntas fortsätta att falla den närmaste tiden.

### ■ Inflationförväntningarna väl förankrade på lång sikt

Enligt Konjunkturinstitutets barometer steg hushållens inflationförväntningar på ett års sikt från 2,1 procent i augusti till 2,2 procent i september (se diagram 3:32). Prosperas månatliga undersökning hos penningmarknadens aktörer visade att inflationförväntningarna på ett års sikt var oförändrade på 1,2 procent i oktober. Även på två års sikt var de oförändrade på 1,7 procent. På fem års sikt sjönk de från 2,1 procent i september till 2,0 procent i oktober. Prosperas kvartalsvisa enkät för samtliga aktörer som publicerades i september visade att inflationförväntningarna sjönk: från 1,5 procent till 1,3 procent på ett års sikt och från 1,9 procent till 1,7 procent på två års sikt (se diagram 3:33). På fem års sikt var de oförändrade på 2,1 procent och är således väl förankrade kring inflationsmålet.

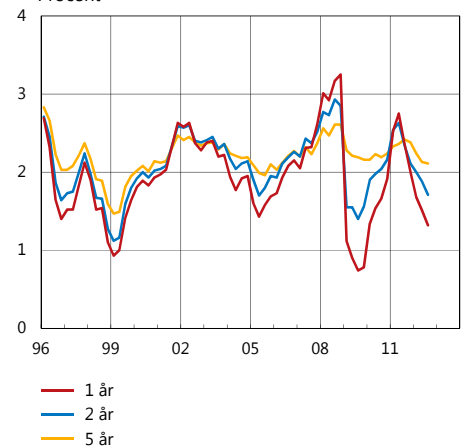
**Diagram 3:32. Inflationförväntningar på ett års sikt**  
Procent



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

Källor: Konjunkturinstitutet och TNS SIFO Prospera

**Diagram 3:33. Inflationförväntningar på 1, 2 och 5 års sikt, samtliga aktörer**  
Procent



Källa: TNS SIFO Prospera

## ■ KIX-index avspeglar bättre Sveriges utlandsberoende

Riksbanken följer utvecklingen av och gör prognoser på till exempel BNP-tillväxt och inflation i olika länder i omvärlden. Utvecklingen i de olika länderna har hittills huvudsakligen vägts samman med så kallade TCW-vikter. Tanken är att exempelvis omvärldens BNP ska viktas samman med hänsyn till den betydelse som olika länder har för svensk ekonomi. Sveriges handelsmönster ändras dock över tiden och därmed även Sveriges omvärldsberoende. Utvecklingen i tillväxtekonomierna har kommit att spela en allt större roll för svensk ekonomi, vilket inte fångas av en TCW-viktad omvärld. Mot denna bakgrund kommer Riksbanken att komplettera TCW-vikterna med det bredare indexet KIX:s vikter. Detta innebär ingen stor förändring i Riksbankens omvärldsanalys eftersom tillväxtekonomiernas ökade betydelse redan idag på andra sätt fångas i Riksbankens prognoser.

### KIX fångar tillväxtekonomiernas ökade betydelse

En viktig skillnad mellan TCW och KIX är att TCW-vikterna inte förändras utan baseras på handelsflöden under åren 1989-1991.<sup>14</sup> Därigenom fångar inte TCW-viktade variabler tillväxtekonomiernas ökade betydelse över tiden för svensk ekonomi.<sup>15</sup> KIX-vikterna, som beräknas av Konjunkturinstitutet, uppdateras däremot årligen utifrån tillgängliga handelsdata och tar sålunda hänsyn till förändringar i Sveriges handelsmönster. En annan skillnad är att KIX inkluderar fler länder än TCW. I övrigt beräknas KIX och TCW utifrån samma principer.<sup>16</sup>

Av tabell A1 framgår att BRIC-länderna (Brasilien, Ryssland, Indien och Kina) tillsammans har en vikt på drygt 10 procent i KIX. Dessa länder ingår inte i TCW. Samtidigt har viktiga industriländer såsom Japan, Storbritannien och USA minskat i betydelse sedan TCW-vikterna beräknades. Detta gäller i viss mån även euroområdet som dock med bred marginal kvarstår som den viktigaste regionen för Sverige.

<sup>14</sup> TCW är en förkortning för Total Competitiveness Weights. KIX står för Konjunkturinstitutets kronindex.

<sup>15</sup> Se fördjupningen "Tillväxtekonomierna och Sveriges export" i den PPR februari 2012.

<sup>16</sup> En utförligare redogörelse av KIX ges i M. Erlandsson och A. Markowski, "The Effective Exchange Rate Index KIX – Theory and Practice", arbetsrapport Nr 96 2006, Konjunkturinstitutet. Se även J. Alsterlind "Effektiva växelkurser i teori och praktik", Penning- och valutapolitik 2006:1 för en mer detaljerad beskrivning av de principer som styr beräkningen av TCW- och KIX-vikter. I korthet kan sägas att KIX-vikterna är baserade på hur stor import, export och handel med råvaror som Sverige har med olika länder eller regioner. Vid beräkningen av KIX tas även hänsyn till att svensk export möter konkurrens från ett lands inhemska producenter men även att landet konkurrerar med Sverige på tredje marknad. En skillnad mellan beräkningen av KIX och TCW är att i KIX inkluderas handel med råvaror medan så inte är fallet i TCW.

**Tabell A1. Viktsammansättning för olika viktsystem**

Procentuella andelar

Valutaområde	KIX (2012)	TCW
Australien	1,34	0,27
Brasilien	0,94	-
Danmark	4,67	5,60
Indien	1,24	-
Island	0,07	-
Japan	2,41	5,20
Kanada	1,76	1,16
Kina	6,37	-
Mexiko	0,86	-
Norge	5,67	5,58
Nya Zeeland	0,14	0,14
Polen	2,89	-
Ryssland	2,25	-
Schweiz	1,41	2,74
Storbritannien	6,13	11,56
Sydkorea	1,33	-
Tjeckien	1,45	-
Turkiet	1,36	-
Ungern	0,75	-
USA	8,32	11,63
Euroområdet	48,64	56,12
<b>Summa</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Anm. I KIX ingår 21 länder och regioner, bland annat euroområdet. Vid beräkningen av den KIX-viktade utvecklingen av t.ex. omvärldens BNP-tillväxt och inflation så har länderna i euroområdet inte egna vikter utan viktas som en enhet.

Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

Skillnaden mellan KIX- och TCW-vikterna var ganska liten i början av 1990-talet men har trendmässigt ökat sedan mitten av 1990-talet (se diagram A1). För att på ett bättre sätt fånga Sveriges handelsmönster och utlandsberoende kommer därför Riksbankens omvärldsanalys i fortsättningen i stor utsträckning att utgå från KIX-viktade variabler. Det kan emellertid finnas situationer då Riksbanken kommer att använda andra vikter än KIX i sin analys av hur svensk ekonomi påverkas av omvärlden, precis som den TCW-viktsbaserade analysen har kompletterats tidigare.

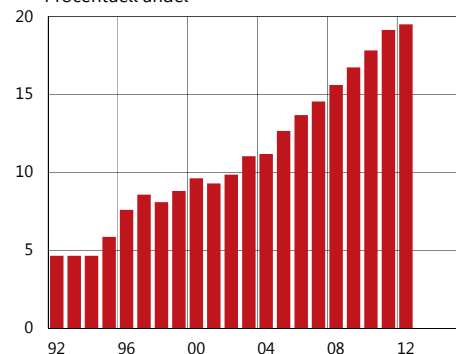
### Något högre tillväxt och inflation i omvärlden mätt med KIX

Eftersom KIX lägger större vikt vid tillväxtekonomier tenderar KIX-viktad BNP-tillväxt och inflation att bli högre jämfört med motsvarande TCW-viktade variabler (se diagram A2 och A3). Samvariationen mellan KIX- och TCW-viktade variabler är dock mycket hög.

En omvärldsanalys som i huvudsak utgår ifrån KIX-viktade omvärldsvariabler innebär även att kronans effektiva växelkurs lämpligen mäts med KIX-index i stället för TCW-index. Det innebär följaktligen att Riksbanken i fortsättningen företrädesvis kommer att diskutera utvecklingen av kronan i termer av KIX istället för TCW. Kronan har sedan november 1992 utvecklats starkare i nominella termer enligt KIX jämfört med TCW (se diagram A4). Det beror på att de flesta tillväxtekonomier har haft valutor som i nominella termer har deprecierat gentemot kronan. I takt med att dessa länder har fått allt större vikt i KIX och länder med relativt sett starka valutor, såsom Storbritannien och Japan, fått minskad betydelse har kronan utvecklats star-

**Diagram A1. Summan av KIX-vikter för länder utanför TCW-området**

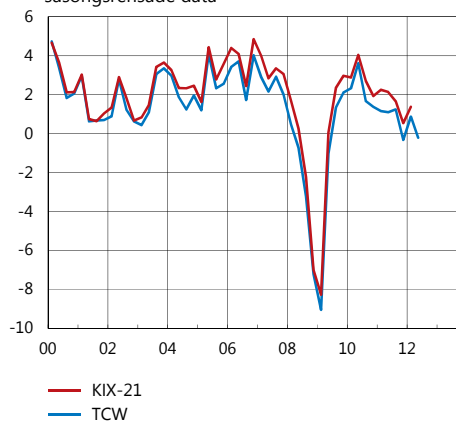
Procentuell andel



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken

**Diagram A2. BNP i omvärlden**

Kvartalsförändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data

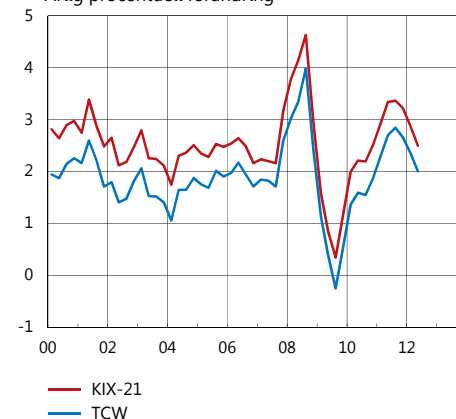


Anm. KIX-21 inkluderar de länder och regioner som finns i tabell A1.

Källor: Nationella källor och Riksbanken

**Diagram A3. KPI i omvärlden**

Årlig procentuell förändring

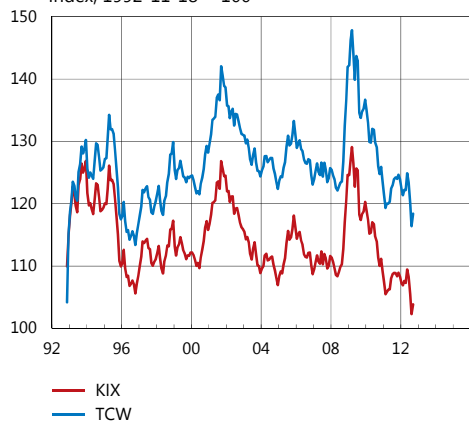


Anm. KIX-21 inkluderar de länder och regioner som finns i tabell A1.

Källor: Nationella källor, OECD och Riksbanken

**Diagram A4. Konkurrensvägda nominella växelkurser, KIX och TCW**

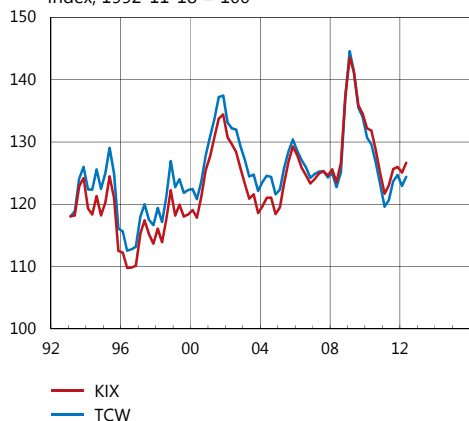
Index, 1992-11-18 = 100



Källa: Riksbanken

**Diagram A5. Konkurrensvägda reala växelkurser, KIX och TCW**

Index, 1992-11-18 = 100

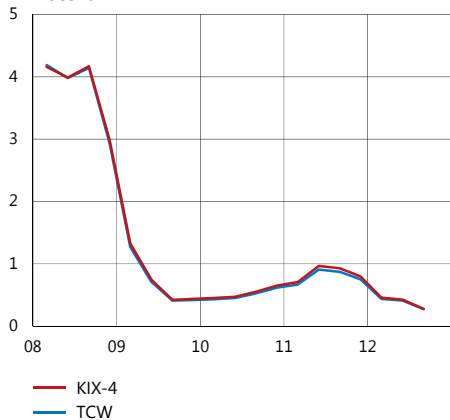


Anm. Real växelkurs är deflaterad med KPIF för Sverige och KPI för omvärlden. KPIF är KPI med fast bostadsränta.

Källor: Nationella källor, SCB och Riksbanken

**Diagram A6. Styrräntor i omvärlden**

Procent



Anm. I KIX-4 ingår euroområdet, Norge, Storbritannien och USA.

Källor: Bank of England, Federal Reserve, Reuters EcoWin och Riksbanken

kare sammanvägd med KIX-vikter än med TCW-vikter. Samtidigt har inflationstakten i tillväxtekonomierna varit relativt hög, vilket gör att skillnaden mellan KIX och TCW i reala termer är förhållandevis liten (se diagram A5).

### Ingen förändring vad gäller omvärldens styrräntor

Ett större fokus på KIX-viktade prognoser gäller främst för omvärldens BNP-tillväxt och inflation. När det gäller att väga samman omvärldens styrräntor sker däremot ingen förändring jämfört med tidigare. Endast fyra valutaområden (euroområdet, Norge, Storbritannien och USA) har hittills ingått i det samlade måttet för omvärldens styrräntor. Samma fyra valutaområden vägs samman efter införandet av KIX. Skillnaden mellan TCW- och KIX-viktad styrränta är således mycket liten och beror i huvudsak på att KIX-vikterna uppdateras årligen medan TCW-vikterna är oförändrade (se diagram A6). Ett viktigt skäl till att använda endast ett fåtal länder för att mäta omvärldens styrräntenivå är att i ett flertal länder som ingår i KIX finns det fortfarande omfattande kapitalkontroller som gör att dessa länders räntor inte har någon direkt relevans för prissättningen på valuta- och finansmarknaderna. Det talar för att utesluta länder med kapitalkontroller eller restriktioner. Ett annat skäl är svårigheten att ta fram tillförlitliga marknadsförväntningar för många valutaområden. Att de olika internationella variablerna inte vägs samman med samma länder kan dock leda till tolkningssvårigheter och måste hållas i minnet när till exempel ränteutvecklingen kopplas samman med växelkurs, inflation och resursutnyttjande.



### **Införandet av KIX innebär ingen stor förändring**

Införandet av KIX-viktade omvärldsprognoser innebär inte någon stor förändring av Riksbankens omvärldsbedömning. Riksbanken har sedan flera år tillbaka tagit hänsyn till utvecklingen i tillväxtekonomierna även om detta inte till fullo har synts i de TCW-viktade prognoserna. Exempelvis fångas den ekonomiska utvecklingen i tillväxtekonomierna till viss del i Riksbankens bedömning av den svenska exportmarknadstillväxten. Den svenska exportmarknadstillväxten väger samman importen i olika länder med dess vikt i svensk export och är en viktig förklaringsvariabel för den svenska exporten. Införandet av en KIX-viktad omvärldsanalys innebär att prognosen för svensk exportmarknadstillväxt kommer att beräknas utifrån prognoser för de länder som ingår i KIX. Det innebär att fler länder än tidigare ingår i beräkningen av exportmarknadstillväxten. Införandet av KIX-index syftar i hög grad till att tydliggöra att Riksbanken har ett brett fokus i sin omvärldsanalys där utvecklingen i tillväxtekonomierna spelar en viktig roll.

Det är dock inte möjligt att fullt ut fånga Sveriges omvärldsberoende med ett enskilt viktsystem. Beroende på behov kan omvärlden komma att vägas ihop med andra vikter. Ett exempel är svensk exportmarknadstillväxt som vägs samman med hur stor andel av svensk export av varor och tjänster som går till olika länder och regioner. Vidare går Sveriges omvärldsberoende ibland via mer eller mindre komplicerade finansiella kanaler som inte låter sig lätt fångas med ett visst givet viktsystem.

## ■ Nya åtgärder för att hantera krisen i euroområdet

**Den senaste tiden har flera åtgärder för att hantera krisen i euroområdet presenterats. När det gäller den kortsiktiga kris-hanteringen har ECB beslutat om ett program för köp av statspapper. För att hantera en del långsiktiga problem finns förslag om bankunion och kapitalisering av banksystemet.**

Utvecklingen i euroområdet är viktig för den svenska ekonomin och en viktig förutsättning för prognosen som presenteras i denna rapport är att krisen i euroområdet hanteras så att oron gradvis avtar under 2013. Sedan krisens inledning har många åtgärder vidtagits av olika myndigheter för att mildra effekterna på ekonomin.<sup>17</sup> ECB har bland annat vid två tillfällen erbjudit europeiska banker att, mot säkerheter, låna obegränsade mängder pengar med en löptid på tre år, och även köpt betydande mängder statspapper. Exempel på mer långsiktiga åtgärder är de gemensamma stödfonder som har etablerats för att ge ekonomiskt stöd till euroländer.<sup>18</sup> Faciliteterna har använts för att ge lån till Irland, Grekland och Portugal.

Denna fördjupning går igenom två nya åtgärder som hamnat i fokus den senaste tiden, OMT-programmet och förslaget om en bankunion.

### **Akuta krisåtgärder: OMT-programmet**

ECB beslutade i början av september att införa ett nytt stödprogram kallat "Outright Monetary Transactions" (OMT) i syfte att säkerställa att den penningpolitiska transmissionsmekanismen fungerar i hela euroområdet. Inom ramen för OMT är ECB beredd att köpa ett eurolands statspapper på andrahandsmarknaden under förutsättning att ett antal villkor är uppfyllda. Landet måste ha sökt och beviljats ett stödprogram från ESM, vilket innebär att ett antal krav på ekonomiska reformer kommer att ställas. I utformning och uppföljning av dessa krav ska IMF involveras. Utöver detta krävs även att landet bibehåller möjligheten till viss marknadsfinansiering. Om samtliga dessa krav är uppfyllda och det finns ett penningpolitiskt motiv kan ECB genomföra köpen.<sup>19</sup> ECB har även varit tydlig med att statsobligationerna köpta inom ramen för OMT inte kommer att vara prioriterade framför privata investerarens innehav.

För närvarande kan dock inga köp av statspapper ske inom ramen för OMT då de nuvarande EFSF/ESM-programländerna först måste återgå till viss marknadsfinansiering för att komma ifråga och Spanien, som anses ligga närmast till att få ett ESM-program, ännu inte har ansökt.

<sup>17</sup> För en utförligare beskrivning av åtgärder och den ekonomiska bakgrunden se fördjupningarna "Skuld-krisen i Europa – utvecklingen under våren", PPR juli 2012, samt "Eurosamarbetet och skuld-krisen", PPR februari 2012.

<sup>18</sup> European Financial Stability Facility (EFSF), European Financial Stability Mechanism (EFSM) samt, fr.o.m 8 oktober, European Stability Mechanism (ESM).

<sup>19</sup> Se pressmeddelande från ECB, 6 september, "Technical features of Outright Monetary Transactions".

### **Problem i banker och stat nära sammankopplade**

När det gäller den längre sikten har den finansiella krisen tydliggjort de starka kopplingar som finns mellan banksystem i olika länder, liksom mellan banksystem och statsfinanser i ett och samma land. Det nuvarande systemet, där tillsyn och krishantering sker på nationell nivå av banker som har stora delar av sin verksamhet i andra länder, har i det här perspektivet visat sig ha betydande svagheter. Nationella tillsynsmyndigheter har sällan tagit tillräcklig hänsyn till hur problem i en bank kan sprida sig till andra banker och till andra länder. I vissa länder har det också funnits en ovilja att vara tydlig med problemen - hur kreditförluster till följd av krisen lett till ohållbart låga kapitalnivåer i den egna banksektorn.

Detta har medfört att problem i relativt små banker har kunnat sprida sig så att de hotar stabiliteten i hela den finansiella sektorn, med stora kostnader för staten i det aktuella landet som följd. I till exempel Irland ökade den offentliga skulden som en direkt följd av åtgärder för att stärka banksektorn. I Spanien är det tydligt att det svaga banksystemet bidrar till att försämra den spanska statens kreditvärdighet. Detta spär ytterligare på de redan stora problemen med att återföra långsiktig hållbarhet i statsfinanserna efter flera år med stora budgetunderskott.

Mot bakgrund av detta har EU-kommissionen nyligen presenterat ett ganska radikalt förslag om att införa en gemensam banktillsyn och i förlängningen en fullskalig bankunion.<sup>20</sup>

### **Mer långsiktiga åtgärder: Bankunionen**

Kommissionens förslag är omfattande och skulle innebära en betydande förändring av europeisk banktillsyn. Istället för nationell tillsyn skulle ECB få ansvar för att utöva tillsyn över samtliga banker inom euroområdet. Förslaget innebär en infasning där ECB från och med 1 juli 2013 ska ta över tillsynen av de systemviktiga bankerna och från början av 2014 utöva tillsyn över samtliga banker i euroområdet. Redan från 1 januari 2013 kan ECB dock välja att utöva tillsyn över enskilda banker. I förslaget nämns särskilt banker som har fått eller ansökt om stöd. .

Euroområdets nationella tillsynsmyndigheter föreslås fortsätta att utföra tillsynsuppgifter, men under ECB:s övergripande ansvar och beslutanderätt. Inom ECB är det tänkt att en särskild tillsynsnämnd skapas för att planera och utföra tillsynsarbetet. Liksom för penningpolitiken skulle dock det slutliga ansvaret ligga hos ECB-rådet. Icke-euroländer ges i förslaget möjlighet att ansluta sig till tillsynen, men utan att detta medför någon rösträtt i ECB:s tillsynsnämnd.

<sup>20</sup> Kommissionens plan för bankunionen inkluderar tre delar, gemensam tillsyn, insättargaranti och krishantering. De lagförslag som hittills presenterats handlar endast om gemensam tillsyn.

Kommissionens tidsplan är mycket ambitiös, med sikte på beslut före årsskiftet, så att ECB kan börja utöva banktillsyn från 1 januari. En orsak till det pressade tidschemat är att euroområdet stats- och regeringschefer i juni slog fast att en fungerande gemensam banktillsyn för euroområdets banker var en förutsättning för att bredda användningen av ESM till att också kunna användas för att kapitalisera banker direkt.<sup>21</sup> Därmed skulle man inte behöva gå via lån till respektive medlemsstat, något som leder till en motsvarande ökning av den offentliga skulden. Länken mellan bankerna och statsfinanserna skulle därmed bli svagare. Resultatet av Europeiska rådets möte 17-18 oktober tyder dock på att det kan komma att dröja innan en sådan direktkapitalisering blir möjlig.

### **Många frågor kvar att lösa**

Det finns emellertid stora frågetecken kring både tidsplan och genomförbarhet av kommissionens förslag. Utöver de rent praktiska svårigheter som måste övervinnas för att ECB ska kunna utföra en meningsfull och effektiv tillsyn av banker finns nämligen en rad politiska och ekonomiska stöttestenar.

En viktig sådan är hur man ska nå enighet om de frågor som har finanspolitiska implikationer för enskilda EU-länder. För att en gemensam banktillsyn ska kunna fungera effektivt är det till exempel viktigt att komma överens om vad som händer om tillsynsmyndigheten ställer krav på omstrukturering eller nedläggning av banker. Detta kan medföra stora kostnader för enskilda länder. Ett gemensamt ramverk för bankkrishantering är därför en viktig komponent för att få ett stabilt system. Hur insättarskyddet skall fungera är en annan sådan viktig fråga att reda ut, liksom hur man säkerställer att kapital- och likviditetskrav kan anpassas till de särskilda förutsättningar som gäller i olika länder. Slutligen är inflytandet för icke-euroländer som väljer att delta i den gemensamma tillsynen mycket begränsat.

Att uppnå väl genomtänkta lösningar på dessa frågor kommer att vara en viktig förutsättning för att ett system med gemensam banktillsyn blir effektivt och långsiktigt hållbart.

<sup>21</sup> I dokumentet "European Council conclusions on completing EMU, European Council", 18 oktober 2012 står att läsa: "When an effective single supervisory mechanism is established, involving the ECB, for banks in the euro area the ESM could, following a regular decision, have the possibility to recapitalize banks directly".

## ■ Fortsatt osäkert ekonomiskt läge inför avtalsrörelsen 2013

Under hösten 2012 inleds en ny avtalsrörelse som sedan fortsätter under hela 2013. Nya löneavtal som berör runt 2,5 miljoner arbetstagare ska slutas i ett fortsatt osäkert ekonomiskt läge. Detta och en mängd andra förutsättningar kommer arbetsmarknadens parter att behöva förhålla sig till när de förhandlar om nya kollektivavtal. Nivån i industrins löneavtal väntas även i denna avtalsrörelse bli normerande för andra avtalsområden på den svenska arbetsmarknaden. Parterna inom industrin bör som lönenormerande sektor sluta nya löneavtal där hänsyn även tas till utvecklingen av sysselsättning och arbetslöshet i Sverige.

### En väl fungerande lönebildning de senaste 15 åren

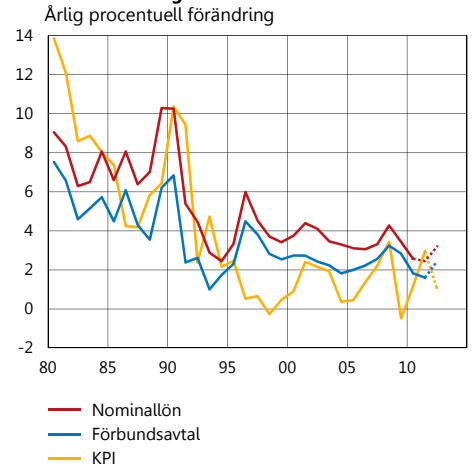
Under 1990-talet genomfördes ett flertal institutionella förändringar av svensk ekonomi som bidrog till att lönebildningen förändrades. Bland annat introducerade Riksbanken ett inflationsmål i januari 1993, vilket kom att påverka inflationsförväntningarna hos arbetsmarknadens parter. Lönebildningen i Sverige förändrades också genom bland annat Rehnbergavtalet 1991-1992 och industriavtalet som introducerades 1997.<sup>22</sup> De strukturella reformerna som genomfördes under denna period har bidragit till att ökningstakterna i förbundsvisa löneavtal, nominella löner och inflationen har minskat (se diagram A7). Detta har skett samtidigt som BNP-tillväxten har blivit högre.

Reallönerna är en viktig del av företagets kostnader och spelar därmed stor roll för sysselsättningsutvecklingen. I avtalsförhandlingar måste arbetsmarknadens parter balansera behoven av å ena sidan god köpkraft för löntagarna, å andra sidan en rimlig kostnadsutveckling i företagen så att sysselsättningen inte minskas.

### Avtalsrörelsen 2012 – En kort tillbakablick

Avtalsrörelsen 2012 är nu i princip avklarad. Slutsatsen från årets avtalsrörelse är att industrin fick en löneledande roll och att följsamheten från andra avtalsområden blev stark. Avtalsrörelsen 2012 föregicks av ett nytt industriavtal som undertecknades sommaren 2011.<sup>23</sup> Detta avtal, som reglerar bland annat förhandlingsordningen inom industrins avtalsområden, innehöll tydligare skrivningar om industrins lönenormering och löneledande roll. Förhoppningen var att det skulle komma att bidra till en ökad följsamhet från andra avtalsområden.

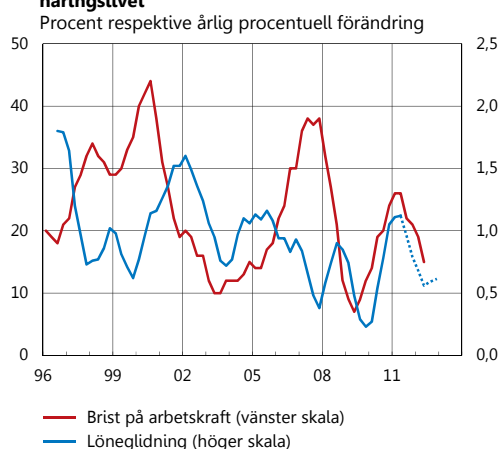
Diagram A7. Nominella löner, förbundsvisa avtal och KPI i Sverige



Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

<sup>22</sup> Rehnbergavtalet var ett förslag till stabiliseringsavtal som samtliga avtalsområden följde i mycket stor utsträckning i sina kollektivavtal. Rehnbergavtalet innebar även att pris- och löneklausuler i kollektivavtalen togs bort, vilket i sin tur har minskat risken för att så kallade pris-lönespiraler och/eller löne-lönespiraler uppkommer i ekonomin. Industriavtalet är ett avtal mellan parterna inom industrin som bland annat innehåller regler om förhandlingsordningen inom sektorn. Industriavtalet har blivit en viktig institution i svensk lönebildning och industrins kollektivavtal har kommit att fungera som ett riktmärke för övriga avtalsområden.

<sup>23</sup> Fem fackförbund och tolv arbetsgivarorganisationer undertecknade det nya industriavtalet. Fackförbundet Pappers, som undertecknade det gamla industriavtalet, valde av olika skäl att inte underteckna det nya industriavtalet.

**Diagram A8. Brist på arbetskraft och löneglidning i näringslivet**

Anm. Serien för löneglidningen är utjämnad med ett 3-kvartals glidande medelvärde. Brist på arbetskraft avser säsongrensade data.

Källor: Konjunkturinstitutet, Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

I mitten av december 2011 slöt facken och arbetsgivarna inom industriavtalets ram nya kollektiva löneavtal. Avtalet för arbetare inom teknikindustrin innebar avtalade löneökningar på 3,0 procent under 14 månader, det vill säga 2,6 procent per år, vilket blev normen för resten av arbetsmarknaden. Sammanlagt blev 57 löneavtal inom industrin klara under december i fjol.

De löneavtal som slutits efter att industrins blev klara visar på en stark följsamhet gentemot industrins lönenorm. Medlingsinstitutets medling och den starka samordningen på arbetsgivarsidan bidrog sannolikt till detta. I vissa avtal, till exempel avtalen för anställda inom detaljhandeln, kommunalarbetare samt hotell- och restauranganställda, låg höjningen av genomsnittslönen visserligen över normen. Höjningarna av lönekostnaderna var emellertid i linje med normen eftersom det fanns flera olika kostnadsreducerande komponenter, eller så kallade avräkningsposter, i avtalen.<sup>24</sup> Däremot slöt parterna inom lärarnas avtalsområden löneavtal där lönekostnadshöjningarna för 2012 låg över industrins norm.

### **Avtalsnivån viktig för den slutliga lönenivån – men annat spelar också roll**

De förbundsvisa avtalen har sedan 1998 i genomsnitt utgjort cirka 70 procent av den slutliga lönenivån i Sverige. Andra faktorer påverkar alltså också den slutliga lönenivån. Svårigheter för arbetsgivarna att få tag på en viss yrkeskategori kan till exempel driva upp lönerna för dessa. Svårigheterna kan bero på att efterfrågan på en viss kompetens ökar samtidigt som det råder brist på just denna typ av arbetskraft. Även annat kan påverka den lokala lönebildningen, såsom till exempel att företagen vill förändra sin lönestruktur för att höja produktiviteten, och därmed bidra till att den slutliga lönenivån blir högre än nivån i de förbundsvisa avtalen. Dessa faktorer antas alltså synas i skillnaden mellan den slutliga lönenivån och förbundsavtalen. Denna residual eller restpost benämns ofta löneglidning.

Under 2012 har efterfrågan på arbetskraft fortsatt att dämpas i Sverige, vilket bland annat syns i företagens anställningsplaner och deras uppfattning om bristen på arbetskraft enligt Konjunkturinstitutets företagsbarometer. Löneglidningstakten i näringslivet bedöms under 2012 fortsätta att falla mot bakgrund av att bristen på arbetskraft minskar (se diagram A8). Enligt Riksbankens bedömning sjunker löneglidningstakten i hela ekonomin under 2012 till runt 0,6 procent, vilket är cirka 0,5 procentenheter under ett historiskt genomsnitt. Bedömningen innebär att den totala löneökningstakten, det vill säga förbundsavtal plus löneglidning, blir 3,2 procent under 2012.

<sup>24</sup> Avräkningsposterna bestod bland annat av lägre höjningar av ingångslöner, lägre lönehöjningar för vissa åldersgrupper, introduktion av en ny anställningsform, senarelagd revision av ingångslöner och olika lönetilllägg, minskade administrationskostnader genom förenklade provanställningsbestämmelser, ökad flexibilitet i arbetstidens förläggning samt produktivetsförbättringar genom avsaknad av individgarantier och utökad lokal lönebildning. Den nya anställningsformen är yrkesintroduktion eller yrkespraktik som innebär att unga personer kan anställas till 75 procent av ingångslönen alternativt den genomsnittliga lönen för åldersgruppen under 12 månaders tid.

### Många löneavtal ska omförhandlas under 2013

Under 2013 inleds en ny större avtalsrörelse som berör ungefär 2,5 miljoner arbetstagare (se tabell A2).<sup>25</sup> Till detta kommer ett stort antal hängavtal som omfattar uppskattningsvis några hundra tusen arbetstagare.<sup>26</sup> Sammanlagt berörs cirka 2 av 3 arbetstagare i Sverige av avtalsförhandlingarna under 2013. En stor del av de nu gällande kollektiva löneavtalen löper ut den sista mars nästa år.

**Tabell A2. Större löneavtal som löper ut under 2013**

Utlöpningsdatum	Exempel på sektor/bransch/grupp/avtal	Antal förbundsavtal	Antal anställda (tusentals)
2013-01-31	Fartygs- och sjöbefäl	3	4
2013-02-28	Arbetare inom bygg- och transportsektorn	12	115
2013-03-31	Industrin, arbetare inom detalj- och partihandeln, IT-branschen, telekom, spårtrafik, energiföretagen, kommuner (ej lärare)	269	1 800
2013-04-30	Apotek, tjänstemän inom handeln, bygg- och transportsektorn	78	140
2013-05-31	Mindre industribranscher, hotell och restauranger, busstransporter, fastighetsarbete	74	210
2013-06-30	Mindre industribranscher och taxi	20	35
2013-07-31 – 2013-08-31	Friskolor, hushållsnära tjänster	12	44
2013-09-30	Staten, flygfrakt	6	120
2013-10-31 – 2013-12-31	Försäkringsbranschen, privat vård och omsorg	10	39
<b>2013</b>		<b>484</b>	<b>2 507</b>

Anm. Tabellen redovisar kollektivavtal inrapporterade till Medlingsinstitutet till och med 2012-10-04. Omkring 100 avtal återstår att omförhandla under 2012. Dessa avtal, som berör sammanlagt runt 100 000 anställda, saknas i tabellen eftersom de ännu inte är inrapporterade till Medlingsinstitutet.

Källa: Medlingsinstitutet

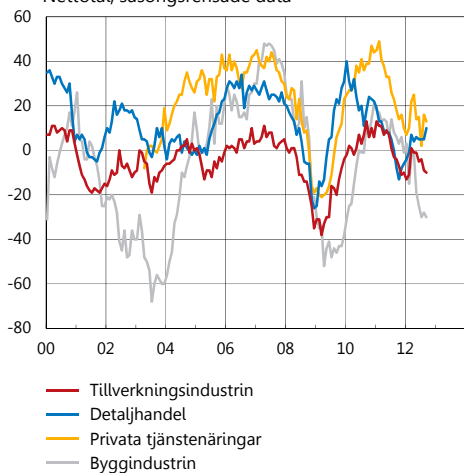
I mitten av oktober presenterade LO-förbunden sina gemensamma avtalskrav. Avtalskraven innebär att avtalsområden med lägre genomsnittslön än industriarbetare ska få lönehöjningar med samma krontalsbelopp som industriarbetarna får i sina nya löneavtal. Därutöver krävs att lägställderna inom samtliga LO-förbunds avtalsområden ska höjas med industriarbetarnas krontalsbelopp. Svenskt Näringsliv hävdar på sin sida att LO:s krav kommer att tränga ut jobb för unga och oerfarna. Om LO-förbunden får igenom sina krav i de kommande avtalsförhandlingarna kommer lönekostnadshöjningarna för de nya avtalen att bli högre än nivån på industrins norm, vilket i så fall skulle vara ett avsteg från de senaste årens avtalsrörelser. Vad detta betyder för slutresultatet i avtalsrörelsen återstår att se.

Sannolikt kommer parterna inom industrin vara först ut med att sluta nya löneavtal. Förhandlingarna inleds förmodligen i november eller december. Genom industriavtalet har modellen med en löneledande industrisektor använts i avtalsrörelserna sedan 1998. Den har fungerat väl och är en viktig förklaring till att lönebildningen i Sverige de senaste 15 åren har fungerat betydligt bättre än under 1970- och 1980-talen. Troligen används denna lönebildningsmodell även i

<sup>25</sup> Detta innebär att avtalsrörelsen 2013 är i ungefär samma omfattning som avtalsrörelsen 2012.

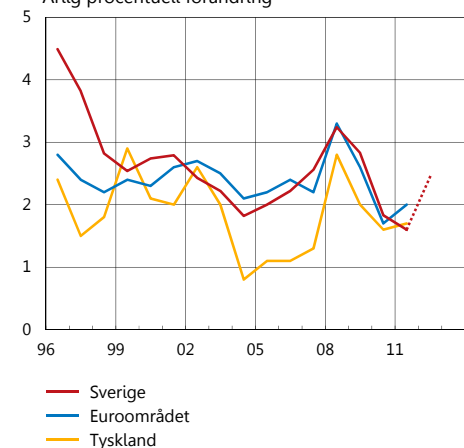
<sup>26</sup> Ett hängavtal är ett avtal som tecknas mellan en arbetstagarorganisation och ett enskilt företag som inte är medlem i ett arbetsgivarförbund.

**Diagram A9. Konfidensindikatorer för näringslivet**  
Nettotal, säsongrensade data



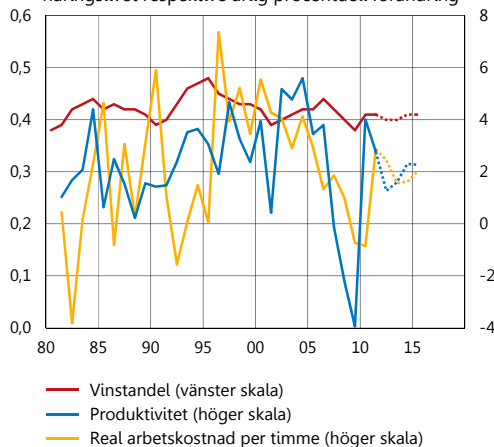
Källa: Konjunkturinstitutet

**Diagram A10. Avtalade löneökningar**  
Årlig procentuell förändring



Källor: Deutsche Bundesbank, ECB, Medlingsinstitutet och Riksbanken

**Diagram A11. Vinstandel i näringslivet**  
Bruttoöverskott som andel av förädlingsvärde i näringslivet respektive årlig procentuell förändring



Anm. Real arbetskostnad per timme deflaterad med förädlingsvärdesdeflatorn i näringslivet.

Källor: SCB och Riksbanken

denna avtalsrörelse. Men det finns också faktorer som talar för att följsamheten gentemot industrins avtal kan minska. Den exportorienterade industrin pressas av en svag internationell efterfrågan, medan det ser bättre ut för handeln och tjänstesektorn. Förtroendeindikatorerna visar också att det finns tydliga skillnader i förtroendet mellan olika sektorer (se diagram A9). Även att lärarnas löneavtal blev högre än andra löneavtal under 2012 kan tala för en minskad följsamhet gentemot industrins avtal.

### Många faktorer att ta hänsyn i avtalsrörelsen

Liksom i tidigare avtalsrörelser kommer parterna inom industrin, och i förlängningen arbetsmarknadens parter i övrigt, att behöva ta hänsyn till en mängd olika faktorer i avtalsförhandlingarna. Till exempel den internationella konkurrenssituationen, den globala efterfrågan, lönenivåerna i omvärlden, växelkursen, vinstläget, inflationsförväntningarna, tillgång till arbetskraft och effekten på sysselsättning och arbetslösheten. Avtalsförhandlingarna kommer också att pågå i ett läge då det råder stor osäkerhet om utsikterna för den svenska ekonomin. Utvecklingen i framförallt euroområdet är svag och inrymmer stora risker. Flera indikatorer för den svenska ekonomins utveckling, till exempel inköpschefsindex, pekar på en inbromsning.

I avtalsförhandlingarna tar parterna inom industrin även hänsyn till lönebildningen i andra länder. Om löneläget blir högre i Sverige än i de länder vi konkurrerar med påverkar det industrins konkurrenskraft.<sup>27</sup> De avtalade löneökningarna är ju en betydelsefull del av arbetskostnaderna per producerad enhet. Sedan 1998 har de avtalade löneökningarna i Sverige samvarierat väl med de avtalade löneökningarna i euroområdet medan de har legat i genomsnitt högre än i till exempel Tyskland (se diagram A10).

Bedömningar av den svenska kronans utveckling har också betydelse i industrins avtalsförhandlingar.<sup>28</sup> Under den senaste perioden av oro har kronan i högre grad än tidigare fungerat som ett intressant placeringsalternativ till de större valutorna. Den starka kronan har inneburit en ökad press på vissa svenska exportsektorer, även om detta knappast varit avgörande för exportavmattningen generellt sett.

Inte bara omvärldsfaktorer är viktiga för industrins avtalsförhandlare utan även inhemska faktorer såsom vinstläget, inflationsförväntningarna och tillgången till arbetskraft. Under 2012 bedöms de reala arbetskostnaderna per timme växa snabbare än produktiviteten, vilket medför att vinstandelen i näringslivet blir något lägre än i fjol och därmed fortsatt under sitt historiska genomsnitt (se diagram A11). Inflationsförväntningarna på längre sikt är väl förankrade kring 2 procent enligt Prosperas undersökningar, medan de flesta mått visar att de på kortare sikt är lägre än 2 procent. Det är dock oklart vilka inflationsförväntningar som parterna utgår ifrån i indu-

<sup>27</sup> Detta förhållande gäller särskilt då de flesta länder som Sverige bedriver handel med och/eller konkurrerar med har ett liknande inflationsmål som Sverige har.

<sup>28</sup> Resonemang om kronans framtida utveckling förs i till exempel "Krisen i eurozonen – konsekvenser för svensk industri", Industrins Ekonomiska Råd, juni 2012 och "Inför 2013 års avtalsrörelse", Industrins Ekonomiska Råd, oktober 2012.



strins avtalsförhandlingar. Enligt Facken inom industrin är Riksbankens inflationsmål en viktig utgångspunkt för parterna i industrins avtalsförhandlingar.<sup>29</sup> Det är också möjligt att parterna vid längre avtalsperioder utgår från Riksbankens inflationsmål, medan man på kortare sikt utgår från olika inflationsförväntningar och/eller inflationsprognoser.<sup>30</sup> Industrins tillgång på arbetskraft är bättre idag än den var före industrins krisår 2008-2009. Enligt Konjunkturbarometern är dock bristen på arbetskraft inom industrin något högre än i övriga sektorer.

Som lönenormerande sektor bör industrin även ta hänsyn till de nya löneavtalens effekter på sysselsättning och arbetslöshet i Sverige. Sådan hänsyn kan vara särskilt viktig då arbetslösheten är hög och det finns tecken på att matchningen på arbetsmarknaden har försämrats (se fördjupningen "Har arbetsmarknadens funktionssätt förändrats?" i denna rapport). Höga minimilöner kan särskilt påverka sysselsättningen för utsatta grupper såsom unga, utrikes födda och lågutbildade.<sup>31</sup>

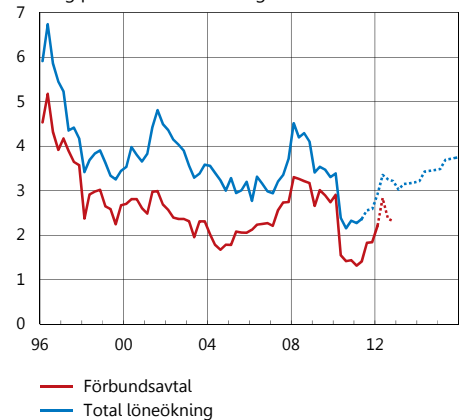
### Löneökningstakten fortsatt runt 3 procent nästa år

I och med att industrin, som bedöms fortsätta att vara löneledande, har ett ansträngt läge antas löneökningarna i hela ekonomin att hamna på 3,1 procent under 2013 (se diagram A12). Denna bedömning baseras på en mängd olika faktorer, till exempel utvecklingen på arbetsmarknaden, företagets vinster och aktuella inflationsförväntningar. Den relativt svaga arbetsmarknadsutvecklingen under 2013 bidrar till en fortsatt låg löneglidning. Riksbankens företagsintervjuer från september i år visar också att en större andel av företagen tror att löneglidningen blir lägre om 12 månader än vad den är i nuläget (se diagram A13).

Sedan 1998 har de av förbunden avtalade löneökningarna utgjort mellan 60 och 80 procent av de totala löneökningarna i Sverige. Om man antar att detta förhållande består under 2013 innebär Riksbankens prognos för de totala löneökningarna på 3,1 procent att de avtalade löneökningarna enligt Medlingsinstitutets statistik kommer att bli mellan 1,8 och 2,5 procent per år, det vill säga lika med eller lägre än 2012 års avtalade löneökningar.

**Diagram A12. Totala löneökningar och löneökningar enligt förbundsavtal i Sverige**

Årlig procentuell förändring



Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

**Diagram A13. Förväntad löneglidning hos företag enligt Riksbankens företagsintervjuer**

Nettotal



Anm. Viktade nettotal baserade på antal anställda i Sverige hos de intervjuade företagen. Frågan avser företagets bedömning av löneglidningen de kommande 12 månaderna. Nettotalen i diagrammet är saldot mellan andelen som uppgett att löneglidningen kommer att öka respektive minska. De tidpunkter som anges i diagrammet avser den månad då företagsintervjuerna i huvudsak genomfördes.

Källa: Riksbanken

<sup>29</sup> Se Facken inom industrin, *Avtalspolitisk plattform inför avtalsrörelsen 2011*, 15 september 2011.

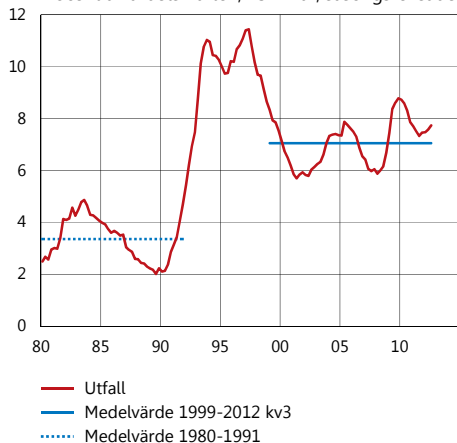
<sup>30</sup> De senaste årens rapporter från Industrins Ekonomiska Råd, som används som underlag i industrins avtalsförhandlingar, diskuterar Riksbankens och andra prognosmakares inflationsprognoser på ett och två års sikt. De två senaste avtalsrörelserna resulterade i avtalsperioder inom industrin på i genomsnitt 22 månader (2010-2011) och 14 månader (2012). De fem avtalsrörelserna under perioden 1995-2009 resulterade i avtalsperioder på runt 36 månader.

<sup>31</sup> OECD pekar på problemen med för höga minimilöner i Sverige. Se OECD, *Economic Outlook*, nr 91, maj 2012.

## ■ Har arbetsmarknadens funktionssätt förändrats?

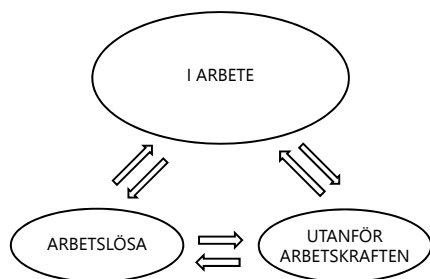
**Diagram A14. Arbetslöshet**

Procent av arbetskraften, 15-74 år, säsongrensade data



Källa: SCB

**Diagram A15. Flöden på arbetsmarknaden**



Arbetsmarknaden har av flera anledningar stor betydelse för utformningen av penningpolitiken. Läget på arbetsmarknaden är en viktig indikator på inflationstrycket men också en viktig del i bedömningen av resursutnyttjandet i ekonomin. Denna fördjupning fokuserar på hur arbetsmarknaden fungerar och hur det kan påverka utvecklingen av arbetslöshet och sysselsättning de närmaste åren. Resultaten tyder på att matchningen mellan arbetssökande och lediga jobb har försämrats under de senaste åren vilket gör att det kan ta längre tid att nå en lägre arbetslöshet.

Det senaste året har den svenska arbetslösheten legat kring 7,5 procent, vilket är förhållandevis högt i ett historiskt perspektiv (se diagram A14). Att avgöra vilken nivå på arbetslösheten som är långsiktigt hållbar är svårt och problemet diskuteras just nu inte bara i Sverige utan även runt om i världen. Detta är dock centralt för synen på vilken roll penningpolitiken kan spela när det gäller att påverka arbetslöshetens utveckling.<sup>32</sup> Penningpolitikens mål är att hålla inflationen kring 2 procent men Riksbanken strävar också efter att stabilisera produktion och sysselsättning runt långsiktigt hållbara utvecklingsbanor. I bedömningen av vilken utveckling på arbetsmarknaden som är långsiktigt hållbar spelar matchningseffektiviteten en central roll.<sup>33</sup>

### Matchningseffektivitet i teorin

Eftersom arbetsmarknaden inte fungerar perfekt finns det alltid arbetslöshet och lediga jobb samtidigt. Vid varje tidpunkt finns det individer som går från ett tillstånd till ett annat på arbetsmarknaden, dels mellan arbete och arbetslöshet, dels in och ut ur arbetskraften (se diagram A15). För att arbetsmarknaden ska fungera väl måste matchningen mellan vakanserna och de arbetssökande vara effektiv. Ju kortare rekryterings- och arbetslöshetstider, desto högre sysselsättning och lägre arbetslöshet.

Ett sätt att beskriva hur arbetsmarknaden fungerar är att använda sök- och matchningsmodeller. Förenklat kan man säga att nivån på arbetslösheten bestäms av hur många som blir arbetslösa och hur lång tid deras arbetslöshet varar. Arbetsgivare söker arbetskraft med rätt kompetens och de arbetssökande söker lediga jobb som de är kvalificerade för och som passar dem geografiskt.

Det finns många faktorer som påverkar hur effektiv matchningsprocessen är. Till exempel kan strukturomvandling, där nya företag och branscher ersätter gamla, under en period innebära att arbetssökande och arbetsgivare får svårare att mötas. Arbetssökande söker till en början arbete i andra branscher, yrken eller geografiska områden

<sup>32</sup> Denna diskussion har bland annat pågått i USA där arbetslösheten varit hög under en längre tid. En del bedömare oroar sig för att arbetslösheten riskerar att permanentas på den höga nivån och att detta beror på obalanser som penningpolitiken inte kan påverka. Andra bedömare menar att arbetslösheten i huvudsak är cyklisk och att penningpolitiken därmed kan spela en större roll.

<sup>33</sup> Matchningseffektivitet beskriver hur lätt eller svårt det är för arbetssökande och arbetsgivare att mötas.

än där de lediga jobben finns och omställningar tar tid. Det kan dels krävas förändrad kompetens, men också bero på yttre förutsättningar såsom bostadsmöjligheter och kommunikationer.<sup>34</sup> Matchningen kommer också att påverkas av förändringar i den arbetsföra befolkningen med avseende på till exempel ålder, ursprung och utbildning. Om grupper som har svårare att hitta arbete ökar som andel av de arbetssökande kommer det att försvåra matchningsprocessen.

### Förändring i arbetslöshetens sammansättning

De senaste åren har en mängd åtgärder satts in för att öka drivkrafterna till arbete och på sätt öka den varaktiga sysselsättningen och minska arbetslösheten.<sup>35</sup> Samtidigt har sammansättningen i den arbetsföra befolkningen förändrats på ett sätt som verkar i motsatt riktning eftersom grupper med ett genomsnittligt lägre arbetskraftsdeltagande och lägre sysselsättningsgrad har ökat. Till exempel har andelen unga (15-24 år) och äldre (55-74 år) ökat de senaste tio åren (se diagram A16). Även andelen utrikes födda har ökat. Samtidigt har dock andelen med eftergymnasial utbildning ökat. För dem är den genomsnittliga sysselsättningsgraden betydligt högre (se tabell A3).

**Tabell A3. Arbetsmarknadsstatus för olika grupper 2006 och 2011**  
Procent av arbetskraften respektive befolkningen i varje delgrupp (15-74 år)

	Arbetslöshet		Arbetskrafts-deltagande		Sysselsättningsgrad	
	2006	2011	2006	2011	2006	2011
<b>Utbildning</b>						
Förgymnasial	13,5	17,4	45,6	42,6	39,4	35,2
Gymnasial	6,6	7,3	77,8	76,7	72,6	71,2
Eftergymnasial	4,7	4,6	82,3	81,8	78,4	78,0
<b>Ålder</b>						
15-24	21,5	22,9	50,9	52,4	39,9	40,4
25-54	5,3	5,5	89,4	91,0	84,7	86,0
55-74	4,2	4,4	48,6	47,2	46,5	45,2
<b>Härkomst</b>						
Inrikes	6,1	5,9	71,9	71,8	67,5	67,6
Utrikes	13,1	15,8	64,7	66,8	56,2	56,2
<b>Samtliga</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>	<b>70,8</b>	<b>71,0</b>	<b>65,8</b>	<b>65,6</b>

Källa: SCB

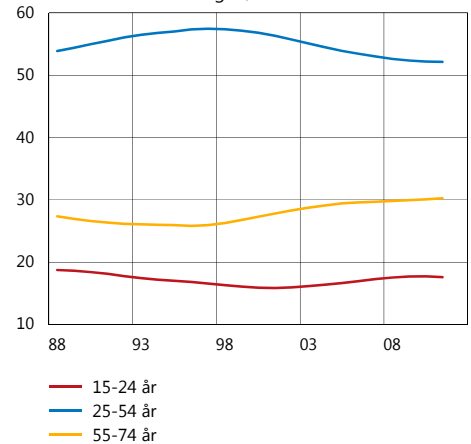
Mellan 2006 och 2011 har antalet personer i åldersgruppen 15-74 år ökat med runt 250 000 personer.<sup>36</sup> I denna grupp var sysselsättningsgraden 2011 något lägre medan arbetskraftsdeltagandet och arbetslösheten var något högre än 2006, men som framgår av sista raden i tabell A3 är skillnaderna små. Som också framgår av tabellen finns det dock större skillnader om man tittar på olika delgrupper.

<sup>34</sup> En metod för att studera hur felmatchning mellan arbetsökande och lediga arbeten påverkar arbetslösheten är utvecklad av A. Sahin, et al., "Mismatch Unemployment", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* nr 566, 2012. Metoden är använd på svenska data av G. Marthin i rapporten "Measuring Mismatch in the Swedish Labor Market", *Studier i Finanspolitik* 2012:3, Finanspolitiska rådet, som finner att felmatchning mellan yrken spelar roll för den totala arbetslösheten. I en jämförelse mellan 2002 och 2011 finner studien också resultat som indikerar att felmatchningen mellan yrken har ökat över tid.

<sup>35</sup> Exempel på reformer är sänkt skatt på inkomst av arbete och sänkt ersättningsgrad i arbetslöshetsförsäkringen. För en diskussion av dessa reformer, se fördjupningen "Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad", PPR juli 2012.

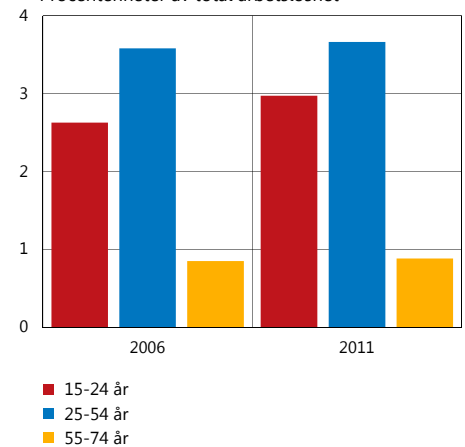
<sup>36</sup> Jämförelsen görs mellan 2006 och 2011 eftersom statistiken från Arbetskraftsundersökningen avseende delgrupperna är jämförbar för denna period.

**Diagram A16. Åldersstruktur**  
Procent av befolkningen, 15-74 år



Källor: SCB och Riksbanken

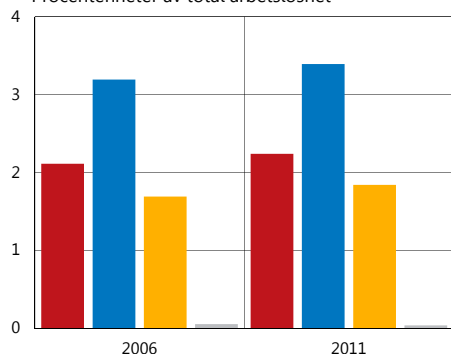
**Diagram A17. Total arbetslöshet fördelad på ålder**  
Procentenheter av total arbetslöshet



Källa: SCB

**Diagram A18. Total arbetslöshet fördelad på utbildning**

Procentenheter av total arbetslöshet

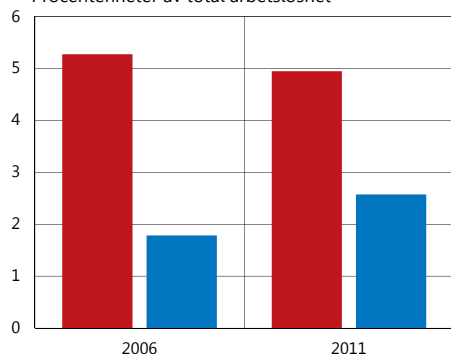


■ Förgymnasial utbildning  
 ■ Gymnasial utbildning  
 ■ Eftergymnasial utbildning  
 ■ Ingen uppgift

Källa: SCB

**Diagram A19. Total arbetslöshet fördelad på ursprung**

Procentenheter av total arbetslöshet

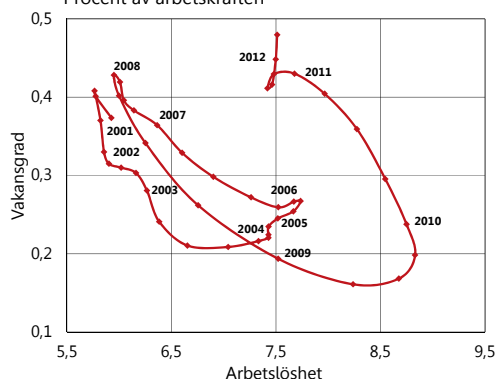


■ Inrikes födda  
 ■ Utrikes födda

Källa: SCB

**Diagram A20. Beveridgekurva**

Procent av arbetskraften



Anm. Årtalen markerar första kvartalet respektive år.

Källor: Arbetsförmedlingen, SCB och Riksbanken

Den totala arbetslösheten uppgick 2006 till 7,1 procent och 2011 hade den stigit till 7,5 procent (se tabell A3). I diagram A17 visas hur arbetslösheten dessa år fördelas på olika åldersgrupper. Staplarna för de olika grupperna summerar alltså till den totala arbetslösheten för respektive år. Bidraget till arbetslösheten från de yngre har ökat medan bidraget från de äldre grupperna, 25-54 respektive 55-74 år är nästan oförändrat mellan åren.<sup>37</sup>

Om man delar in den arbetsföra befolkningen efter utbildningsnivå finner man inte lika tydliga skillnader i arbetslöshetens sammansättning mellan åren. Andelen arbetslösa har ökat i samtliga grupper, men de med förgymnasial och gymnasial utbildning har sammantaget ökat mest (se diagram A18).

Skillnaderna är större om man istället delar in befolkningen efter ursprung. Bidraget till arbetslösheten från utrikes födda är betydligt större 2011 än 2006 (se diagram A19). Bidraget från de inrikes födda har däremot minskat under perioden.

Sammantaget visar en jämförelse mellan 2006 och 2011 att gruppen arbetslösa nu i högre grad består av utrikes födda och yngre. När det gäller utbildningsnivå är skillnaderna små, men det har skett en viss ytterligare förskjutning mot grupper med lägre utbildning. Förändringarna som har skett sedan 2006 visar att det i gruppen arbetslösa nu finns fler personer som har svagare anknytning till arbetsmarknaden. Detta bekräftas också av statistik från Arbetsförmedlingen. 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 utomeuropeiskt födda, personer med förgymnasial utbildning, äldre i åldern 55-64 år och personer med funktionsnedsättning som medför nedsatt arbetsförmåga. Andelen inskrivna arbetslösa som tillhör utsatta grupper har trendmässigt ökat med tio procentenheter under perioden 2004 – 2011 och utgör nu majoriteten av totalt antal inskrivna hos Arbetsförmedlingen.<sup>38</sup> Att allt fler av de arbetssökande tillhör grupper som har relativt svårt att få jobb riskerar att försämra matchningseffektiviteten.

### Indikationer på försämrad matchning

För att belysa matchningseffektiviteten kan man använda flera olika indikatorer. Beveridgekurvan, som visar sambandet mellan arbetslösa och vakanser, är en vanlig indikator. Normalt tänker man sig ett negativt samband mellan vakanser och arbetslöshet: I en högkonjunktur stiger andelen lediga arbeten och arbetslösheten sjunker, medan det omvända gäller i en lågkonjunktur. Om både arbetslöshet och vakansgrad ökar samtidigt (kurvan skiftar utåt) kan det däremot vara ett tecken på obalanser på arbetsmarknaden som innebär att matchningseffektiviteten har försämrats. Detta är just vad som har hänt

<sup>37</sup> Arbetslösheten i respektive grupp är viktad med gruppens andel av samtliga i arbetskraften.

<sup>38</sup> Se Arbetsmarknadsrapport 2012, Arbetsförmedlingen.

sedan mitten av 2009; vakansgraden har ökat tydligt utan att arbetslösheten har minskat i motsvarande grad (se diagram A20).<sup>39</sup>

Som nämnts ovan kan också geografisk rörlighet spela stor roll för hur effektivt arbetsmarknaden fungerar. I diagram A21 visas den årliga förändringen i vakansgraden tillsammans med den årliga förändringen i den geografiska rörligheten. Samvariationen är stark fram till och med 2008, men är svagare därefter. En prognos som bygger på den historiska korrelationen fram till och med 2007 visar att den geografiska rörligheten borde ha varit större nu. Detta kan alltså också indikera sämre matchningseffektivitet. Geografiska eller yrkesmässiga obalanser kan med andra ord leda till att företagen har rekryteringsproblem trots att arbetslösheten är hög, eftersom de lediga jobben och de arbetslösa inte finns på samma ställe. Det illustreras också av att den genomsnittliga rekryteringstiden i privat sektor har fortsatt att öka den senaste tiden samtidigt som bristen på arbetskraft successivt har sjunkit tillbaka i de flesta branscher.

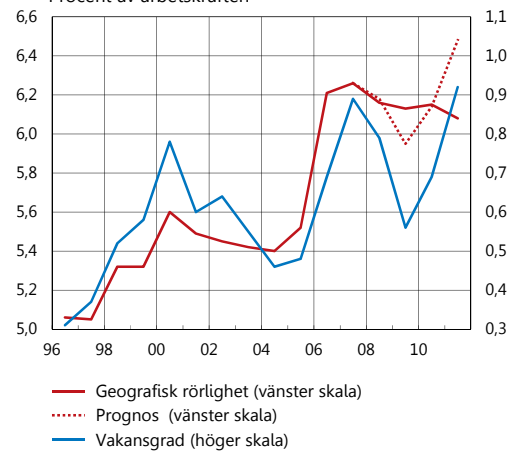
Ett sätt att illustrera arbetsmarknadsläget för olika grupper är med så kallade jobbchanser, det vill säga sannolikheten för att gå från arbetslöshet till arbete. Enligt statistik från Arbetsförmedlingen är det stora skillnader i jobbchanser mellan olika grupper. De är högst för ungdomar och lägst för personer med funktionsnedsättningar (se diagram A22).<sup>40</sup> Jobbchanserna minskade kraftigt i samband med den finansiella krisen och förefaller ha stabiliserats på en lägre nivå, särskilt för ungdomar, personer med förgymnasial utbildning och personer födda utanför Europa.<sup>41</sup>

Liksom jobbchanserna speglar också utvecklingen av arbetslöshetstiderna hur arbetsmarknadsläget förändras. Den genomsnittliga arbetslöshetstiden har ökat tydligt sedan mitten av 2009 (se diagram A23). Långa arbetslöshetstider kan bidra till att förändra sökbeendet och försämra effektiviteten i matchningen eftersom de arbetssökande riskerar att förlora yrkeskunskaper, vilket kan verka stigmatiserande. Detta kan bidra till att en del av arbetslösheten permanentas.

### Förändrat samband mellan matchningar och arbetsmarknadsläge?

Matchningseffektiviteten kan också analyseras med hjälp av så kallade matchningsfunktioner.<sup>42</sup> Matchningsfunktioner relaterar antalet matchningar, det vill säga individer som fått jobb, till antalet sökande och antalet vakanser i ekonomin. Om antalet arbetslösa eller antalet vakanser blir fler så kan fler matchningar komma till stånd. Diagram A24 illustrerar ett sådant skattat samband med SCB:s kvartalsstatistik där jobbchansen, antalet matchningar i förhållande till arbetslösa, relaterats till arbetsmarknadens stramhet, förhållandet

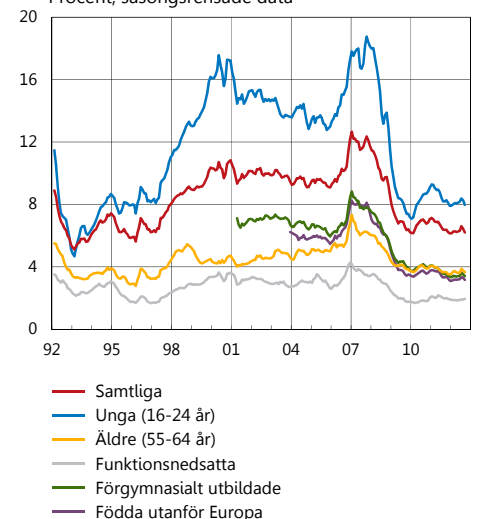
**Diagram A21. Geografisk rörlighet och vakansgrad**  
Procent av arbetskraften



Anm. Geografisk rörlighet definieras som antalet inflyttade i procent av arbetskraften. Vakansgraden definieras som antalet vakanser i procent av arbetskraften.

Källor: Arbetsförmedlingen, SCB och Riksbanken

**Diagram A22. Jobbchanser för inskrivna vid Arbetsförmedlingen, fördelat på olika grupper**  
Procent, säsongrensade data



Anm. Diagrammet visar antalet personer, fördelat på olika grupper, som har fått ett osubventionerat arbete aktuell månad som andel av antalet kvarstående arbetslösa och deltagare i program med aktivitetsstöd närmast föregående månad. Tre månaders glidande medelvärde.

Källor: Arbetsförmedlingen och SCB

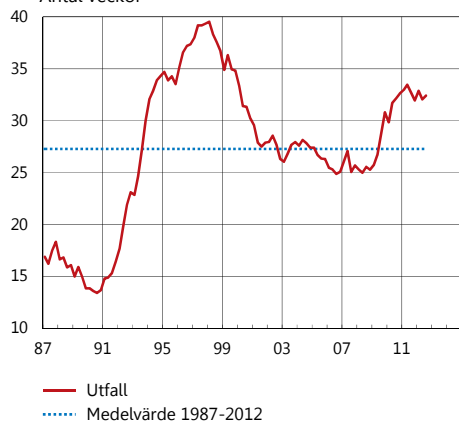
<sup>39</sup> OECD konstaterar i *Employment Outlook*, 2012 (kapitel 1) att Beveridgekurvan i Sverige, USA och Storbritannien skiftat ut relativt mycket de senaste åren.

<sup>40</sup> Observera att i statistiken efter 2007 exkluderas de jobb som varat mindre än sex månader för de arbetssökande som omfattas av jobb- och utvecklingsgarantin och jobbgarantin för ungdomar.

<sup>41</sup> Motsvarande bild med data från AKU från tredje kvartalet 2005 och framåt visar att jobbchanserna återhämtat sig, men fortfarande är något lägre än ett snitt för hela perioden.

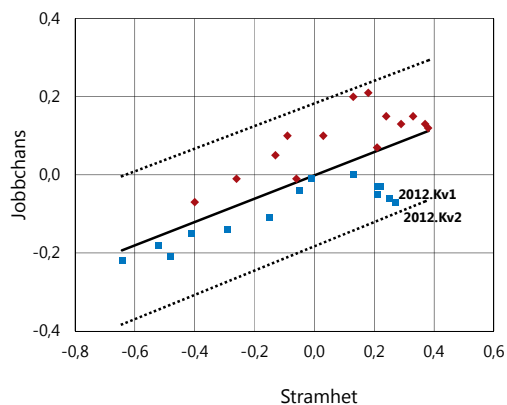
<sup>42</sup> Se B. Petrolongo och C. Pissarides, "Looking into the Black Box: A Survey of the Matching Function", *Journal of Economic Literature*, 39, s. 390-431, 2001, för en översikt.

**Diagram A23. Genomsnittlig arbetslöshet**  
Antal veckor



Anm. Avser åldersgruppen 16-64 år.  
Källa: SCB

**Diagram A24. Jobbchanser och stramhet på arbetsmarknaden, kvartal**



Anm. Jobbchansen beräknas som andelen arbetslösa som övergår från arbetslöshet till sysselsättning från ett kvartal till ett annat. Stramheten mäts som antalet lediga jobb, enligt SCB:s vakansstatistik, i förhållande till antalet arbetslösa. Båda variablerna är säsongrensade, logaritmerade och mäts som avvikelser från genomsnittet under perioden. Observationer till och med fjärde kvartalet 2008 är rödmarkerade och observationer därefter är blåmarkerade.

Källor: SCB och Riksbanken

mellan antalet vakanser och arbetslösa.<sup>43</sup> Varje punkt i diagrammet motsvarar jobbchansen och stramheten på arbetsmarknaden ett visst kvartal. Den heldragna linjen representerar det estimerade sambandet.<sup>44</sup> Ju bättre arbetsmarknadsläge, högre stramhet på arbetsmarknaden, desto större sannolikhet för de arbetssökande att finna ett arbete. Observationerna det senaste året (blå markeringar i diagrammet) ligger lägre än observationerna för tidigare år, men samtliga observationer ligger inom ett skattat 95-procentigt prognosintervall.<sup>45</sup> Skattningsperioden är dock kort, eftersom data endast finns från 2005.

Om man istället använder månadsdata över jobbchanserna och stramheten enligt Arbetsförmedlingen kan man studera en längre period, från januari 1992 till september 2012.<sup>46</sup> Resultatet visar då att sambandet förefaller att ha förändrats de senaste åren. Observationerna efter hösten 2008 då finanskrisen inleddes (blå markeringar i diagrammet) ligger systematiskt lägre än tidigare (se diagram A25).<sup>47</sup> I diagram A26 är sambandet istället skattat för perioden 1992-2008. Givet detta historiska samband har sedan den faktiska utvecklingen för stramheten använts för att prognostisera hur jobbchanserna borde ha utvecklats (röd streckad linje).<sup>48</sup> Den blå linjen visar att den faktiska jobbchansen blivit betydligt lägre än vad det skattade sambandet ger. Detta pekar på att matchningen nu är mindre effektiv.<sup>49,50</sup> Den djupa krisen som har präglat den svenska ekonomin under de senaste åren kan självklart påverka resultaten och det är för tidigt att dra några långtgående slutsatser om hur varaktig effektivitetsförsämringen är.<sup>51</sup>

<sup>43</sup> I den här fördjupningen används en loglinjär matchningsfunktion där jobbchansen, det vill säga antalet matchningar (M) i förhållande till antalet sökande (U), förklaras av stramheten på arbetsmarknaden, definierat som antalet vakanser (V) i förhållande till antalet sökande i föregående period:  $\ln\left(\frac{M}{U}\right) = a + b + \ln\left(\frac{V_{t-1}}{U_{t-1}}\right) + \varepsilon_t$ .

<sup>44</sup> Finanspolitiska rådet och Konjunkturinstitutet har tidigare använt samma specifikation och data. Se bland annat Finanspolitiska rådets rapport 2011 och Konjunkturläget från augusti 2012. Finanspolitiska rådet har också använt samma specifikation med data från Arbetsförmedlingen. Man studerar då sambandet mellan arbetsmarknadsläge och jobbchanser för erfaren respektive oerfaren arbetskraft, se Finanspolitiska rådets rapport 2012.

<sup>45</sup> Ett prognosintervall visar inom vilket intervall man kan förvänta sig att framtida observationer ligger.

<sup>46</sup> Statistiken är inte helt jämförbar före och efter 2007, se fotnot 40. Arbetsförmedlingens beräkningar visar att jobbchanserna kan underskattas med mellan en halv till en procentenhet efter 2007. För att ta hänsyn till detta har därför jobbchanserna korrigerats upp i motsvarande grad i skattningarna som presenteras här.

<sup>47</sup> Mönstret är detsamma om man analyserar undergrupper med samma funktionsform. Skattningar har gjorts med jobbchanser för grupper som definieras ha svagare anknytning till arbetsmarknaden.

<sup>48</sup> Samma ansats, att skatta matchningsfunktionen på data före krisen och sedan prognostisera utvecklingen med hjälp av den faktiska utvecklingen av arbetsmarknadsläget, används också i *Employment Outlook*, 2012, OECD, 2012. Rapporten finner också tecken på att matchningen på den svenska arbetsmarknaden försämrats de senaste åren.

<sup>49</sup> Resultaten är kvalitativt desamma om man istället antar att arbetsmarknaden karaktäriseras av en så kallad stock-flödes matchning, se P. Gregg och B. Petrolongo, "Stock-flow matching and the performance of the labor market", *European Economic Review* 49, 2005 och A. Forslund och K. Johansson, "Random and stock-flow models of labor market matching – Swedish Evidence", *IFAU Working Paper*, 2007:11 för en studie på svenska data.

<sup>50</sup> Valet av skattningsperiod är inte given. Resultaten påverkas inte av att sambandet istället skattas till och med december 2007, en period som exempelvis användes i OECD:s skattningar i *Employment Outlook* 2012.

<sup>51</sup> Olika trögheter i arbetslösheten efter konjunkturella störningar, så kallade persistenseffekter, beskrivs till exempel i 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.

### Sammanfattande slutsatser

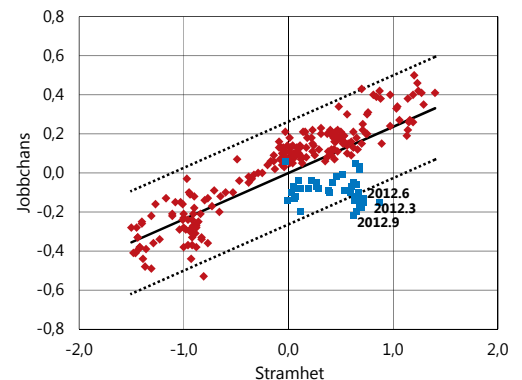
Att arbetslösheten varierar på kort sikt beror till största delen på variationer i konjunkturen. Men kring vilken nivå på arbetslösheten dessa kortsiktiga variationer sker beror på hur väl arbetsmarknaden fungerar. Hur stor del av arbetslösheten som förklaras av det senare kan också variera över tid. Det finns olika sätt att analysera arbetsmarknadens funktionssätt och resultaten i denna fördjupning visar tecken på att matchningseffektiviteten har försämrats under de senaste åren.<sup>52</sup>

Sedan slutet av 2009 har vakansgraden ökat utan att arbetslösheten har minskat speciellt mycket. Det är naturligt med viss försämrade effektivitet efter en djup konjunkturedgång men det finns även indikationer på att andra faktorer har spelat roll. Ett exempel är att den arbetsföra befolkningen har förändrats så att andelen som har relativt svårare att få ett jobb har ökat. Jämfört med några år tillbaka består idag gruppen arbetslösa i högre grad av utrikes födda, yngre och i viss mån också av grupper med lägre utbildning.

Ett antal skattade matchningsfunktioner, som visar sambandet mellan jobbchanser och stramheten på arbetsmarknaden, pekar på att det kan ha skett en försämring i effektiviteten de senaste åren. Resultaten beror dock delvis på hur lång tidsperiod som studeras och vilken datakälla som används. Eftersom de kraftiga konjunktursvängningarna troligen har påverkat matchningseffektiviteten är det för tidigt att dra långtgående slutsatser om hur varaktig förändringen är.

Sammantaget pekar resultaten på att det blir svårare att nå en lägre arbetslöshet de närmaste åren. Jämfört med i den penningpolitiska uppföljningen i september är Riksbankens bedömning nu att det kommer att ta längre tid innan arbetslösheten sjunker tillbaka, något som har bidragit till att reporäntebanan har justerats ner. Samtidigt innebär tecken på att matchningseffektiviteten har försämrats utmaningar som främst ligger utanför penningpolitikens område, såsom lönebildning och arbetsmarknads-, integrations- och utbildningspolitik.

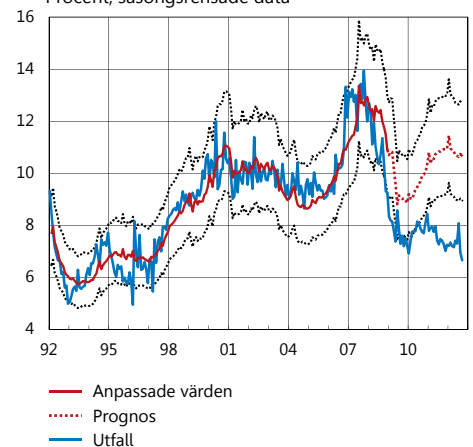
**Diagram A25. Jobbchanser och stramhet på arbetsmarknaden, månad**



Anm. Jobbchanser definieras som antalet arbetssökande som fått ett osubventionerat arbete i förhållande till totalt antal arbetssökande föregående månad. Stramhet på arbetsmarknaden definieras som kvarstående lediga platser i förhållande till totalt antal arbetssökande. Båda variablerna är säsongrensade, logarimerade och mäts som avvikelse från genomsnittet under perioden. Observationer till och med december 2008 är rödmarkerade och observationer från januari 2009 till augusti 2012 är blåmarkerade.

Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

**Diagram A26. Jobbchans – utfall och prognos**  
Procent, säsongrensade data



Anm. Streckad röd linje avser prognos. De svarta streckade linjerna avser 95% prognosintervall.

Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

<sup>52</sup> | Lönebildningsrapport 2012 presenterar Konjunkturinstitutet liknande slutsatser vad gäller matchningseffektiviteten.





## ■ Appendix

- Tabeller
- Fördjupningar 2010-2012
- Ränitebeslut 2008-2012
- Ordlista

## Tabeller

Bedömningen vid föregående penningpolitiska rapport/uppföljning anges inom parentes.

**Tabell 1. Reporänteprognos**

Procent, kvartalsmedelvärden

	2012 kv 3	2012 kv 4	2013 kv 4	2014 kv 4	2015 kv 4
Reporänta	1,5	1,2 (1,3)	1,3 (1,6)	1,9 (2,3)	2,6

Källa: Riksbanken

**Tabell 2. Inflation**

Årlig procentuell förändring, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014	2015
KPI	3,0 (3,0)	0,9 (1,2)	0,7 (1,3)	2,4 (2,6)	2,7
KPIF	1,4 (1,4)	1,0 (1,1)	1,1 (1,6)	2,0 (2,0)	2,1
KPIF exkl. energi	1,0 (1,0)	1,0 (1,1)	1,4 (1,5)	1,9 (2,0)	2,1
HIKP	1,4 (1,4)	1,0 (1,1)	1,1 (1,5)	2,1 (2,0)	2,2

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. HIKP är ett EU-harmoniserat index för konsumentpriser.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 3. Finansiella prognoser i sammanfattning**

Procent om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2011	2012	2013	2014	2015
Reporänta	1,8 (1,8)	1,5 (1,5)	1,2 (1,4)	1,7 (2,0)	2,3
10-årsränta	2,7 (2,7)	1,7 (1,6)	2,0 (2,1)	3,1 (3,3)	3,9
Växelkurs, KIX-index, 1992-11-18 = 100	107,6	106,0	103,4	103,3	103,3
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	122,3 (122,3)	120,8 (120,4)	116,8 (116,9)	117,2 (118,0)	117,8
Offentligt finansiellt sparande*	0,2 (0,1)	-0,1 (-0,2)	-0,3 (-0,5)	0,5 (0,5)	1,0

\* 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>	<b>2015</b>
Euroområdet (0,14)	1,5 (1,5)	-0,4 (-0,4)	0,2 (0,5)	1,7 (1,9)	2,2
USA (0,19)	1,8 (1,8)	2,1 (2,3)	2,2 (2,4)	3,4 (3,2)	3,6
Japan (0,06)	-0,7 (-0,7)	2,3 (2,7)	1,3 (1,4)	1,1 (1,2)	1,0
BRIC-länderna (0,26)	7,4 (7,5)	6,0 (6,5)	6,7 (7,0)	6,9 (7,3)	6,9
OECD (0,54)	1,9 (1,9)	1,4 (1,6)	1,7 (1,9)	2,6 (2,7)	2,8
KIX-vägd (0,79)	2,2	1,1	1,6	2,6	3,0
TCW-vägd (0,54)	1,3 (1,3)	0,4 (0,4)	0,9 (1,1)	2,0 (2,1)	2,4
Världen (1,00)	3,9 (3,9)	3,3 (3,5)	3,6 (3,8)	4,1 (4,3)	4,3

Anm. Inom parentes i vänstra kolumnen anges köpkraftsjusterade BNP-vikter i världen 2011 enligt IMF. BRIC-länderna utgörs av Brasilien, Ryssland, Indien och Kina.

<b>KPI</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Euroområdet (HIKP)	2,7 (2,7)	2,5 (2,5)	1,9 (1,8)	1,6 (1,6)	1,8
USA	3,2 (3,2)	2,2 (2,1)	2,0 (1,9)	1,9 (2,0)	2,4
Japan	-0,3 (-0,3)	0,0 (0,1)	0,1 (0,0)	0,9 (0,3)	0,6
KIX-vägd	3,2	2,6	2,3	2,2	2,3
TCW-vägd	2,6 (2,6)	2,1 (2,1)	1,8 (1,7)	1,7 (1,6)	1,9

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Styrränta i omvärlden, KIX-vägd	0,8	0,4	0,3	0,4	0,9
Styrränta i omvärlden, TCW-vägd	0,8 (0,8)	0,3 (0,3)	0,3 (0,3)	0,4 (0,4)	0,9
Råoljepris, USD/fat Brent	111 (111)	112 (113)	108 (110)	103 (104)	98
Svensk exportmarknad	5,4	1,5	3,9	7,0	8,2

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

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

**Tabell 5. Försörjningsbalans**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Hushållens konsumtion	2,1 (2,0)	1,8 (1,7)	2,2 (1,8)	2,7 (2,4)	2,3
Offentlig konsumtion	1,7 (1,8)	0,6 (0,9)	0,9 (1,0)	0,7 (0,7)	1,1
Fasta bruttoinvesteringar	6,7 (6,2)	3,7 (4,1)	2,7 (2,6)	5,2 (5,5)	5,1
Lagerinvesteringar*	0,4 (0,6)	-0,9 (-1,0)	0,1 (0,0)	0,0 (0,1)	0,0
Export	7,1 (6,9)	-0,1 (1,3)	3,3 (3,9)	6,4 (6,5)	8,5
Import	6,3 (6,3)	-0,3 (-0,2)	3,9 (3,8)	6,7 (6,8)	8,5
BNP	3,9 (3,9)	0,9 (1,5)	1,8 (1,9)	2,7 (2,8)	2,9
BNP, kalenderkorrigerad	3,9 (4,0)	1,2 (1,9)	1,8 (1,9)	2,8 (2,9)	2,7
Slutlig inhemsk efterfrågan*	2,7 (2,6)	1,7 (1,8)	1,8 (1,6)	2,5 (2,4)	2,4
Nettoexport*	0,8 (0,7)	0,1 (0,7)	-0,1 (0,3)	0,3 (0,3)	0,5
Bytesbalans (NR), procent av BNP	6,9 (7,0)	6,7 (7,2)	6,5 (7,2)	6,5 (7,2)	6,5

\* 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	2015
Folkmängd, 16-64 år	0,3 (0,3)	0,1 (0,1)	0,2 (0,2)	0,2 (0,2)	0,2
Potentiellt arbetade timmar	0,7 (0,8)	0,5 (0,6)	0,4 (0,5)	0,4 (0,4)	0,4
BNP, kalenderkorrigerad	3,9 (4,0)	1,2 (1,9)	1,8 (1,9)	2,8 (2,9)	2,7
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	2,2 (2,3)	0,4 (0,3)	0,4 (0,3)	0,9 (1,1)	0,7
Sysselsatta, 15-74 år	2,1 (2,1)	0,5 (0,4)	0,3 (0,4)	0,9 (1,1)	1,1
Arbetskraft, 15-74 år	1,2 (1,2)	0,7 (0,5)	0,6 (0,5)	0,3 (0,3)	0,2
Arbetslöshet, 15-74 år*	7,5 (7,5)	7,7 (7,6)	7,9 (7,6)	7,4 (6,9)	6,5

\* Procent av arbetskraften

Anm. Med potentiellt arbetade timmar avses den långsiktigt hållbara nivån på antal arbetade timmar enligt Riksbankens bedömning.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 7. Löner och arbetskostnader i hela ekonomin**

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerade data om ej annat anges

	2011	2012	2013	2014	2015
Timlön, KL	2,4 (2,5)	3,2 (3,1)	3,1 (3,3)	3,4 (3,4)	3,7
Timlön, NR	3,4 (3,3)	3,3 (3,4)	3,4 (3,5)	3,7 (3,7)	4,0
Arbetsgivaravgifter*	-0,2 (-0,2)	0,1 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0
Arbetskostnad per timme, NR	3,2 (3,1)	3,4 (3,5)	3,4 (3,5)	3,7 (3,7)	4,0
Produktivitet	1,7 (1,7)	0,8 (1,5)	1,5 (1,6)	1,9 (1,8)	1,9
Arbetskostnad per producerad enhet	1,5 (1,4)	2,6 (1,9)	1,9 (1,9)	1,8 (1,9)	2,0

\* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

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

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

**Tabell 8. Alternativscenario: högre tillväxt i Sverige – högre produktivitet**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

\* Procent av arbetskraften

Anm. Huvudscenariots prognos inom parentes. KPIF är KPI med fast bostadsränta. Asterisk, anmärkning och källor avser tabell 8-14.

Källor: SCB och Riksbanken

**Tabell 9. Alternativscenario: högre tillväxt i Sverige – högre inhemsk efterfrågan**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

**Tabell 10. Alternativscenario: starkare krona – normalt genomslag**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

**Tabell 11. Alternativscenario: starkare krona – snabbt genomslag**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

**Tabell 12. Alternativscenario: starkare krona – långsamt genomslag**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

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

**Tabell 13. Alternativscenario: lägre reporänta**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2012	2013	2014	2015
Reporänta, procent	1,4 (1,5)	1,0 (1,2)	1,7 (1,7)	2,4 (2,3)
Timgap, procent	-0,6 (-0,6)	-0,5 (-0,7)	0,0 (-0,1)	0,3 (0,2)
Arbetslöshet, 15-74 år*	7,7 (7,7)	7,8 (7,9)	7,2 (7,4)	6,4 (6,5)
KPI	0,9 (0,9)	0,7 (0,7)	2,7 (2,4)	2,8 (2,7)
KPIF	1,0 (1,0)	1,2 (1,1)	2,1 (2,0)	2,1 (2,1)

**Tabell 14. Alternativscenario: högre reporänta**

Årlig procentuell förändring om ej annat anges, årsgenomsnitt

	2012	2013	2014	2015
Reporänta, procent	1,5 (1,5)	1,4 (1,2)	1,7 (1,7)	2,3 (2,3)
Timgap, procent	-0,6 (-0,6)	-0,8 (-0,7)	-0,3 (-0,1)	0,1 (0,2)
Arbetslöshet, 15-74 år*	7,7 (7,7)	8,0 (7,9)	7,5 (7,4)	6,7 (6,5)
KPI	1,0 (0,9)	0,7 (0,7)	2,1 (2,4)	2,6 (2,7)
KPIF	1,0 (1,0)	1,0 (1,1)	1,9 (2,0)	2,1 (2,1)

## Fördjupningar 2010-2012<sup>53</sup>

### 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 terminsräntor
- 2010 Oktober** Drivkrafterna bakom trenderna i ekonomin kan analyseras med en produktionsfunktion

### 2011

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

### 2012

- 2012 Februari** Eurosamarbetet och skuldcrisen
- 2012 Februari** Tillväxtekonomierna och Sveriges export
- 2012 Februari** Förhållandet mellan reporäntan och räntor till hushåll och företag
- 2012 Juli** Skuldcrisen i Europa – utvecklingen under våren
- 2012 Juli** Den långsiktiga utvecklingen på svensk arbetsmarknad
- 2012 Juli** Varför har inflationen varit lägre i Sverige än i euroområdet?

<sup>53</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>54</sup>

Mötesdatum	Beslut (procentenheter)	Reporänta (procent)	Penningpolitisk rapport
<b>2008</b>			
12 februari	+0,25	4,25	2008:1
22 april	0	4,25	Penningpolitisk uppföljning
2 juli	+0,25	4,50	2008:2
3 september	+0,25	4,75	Penningpolitisk uppföljning
8 oktober	-0,50	4,25	Ingen rapport
22 oktober	-0,50	3,75	2008:3
3 december	-1,75	2,00	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	0,25	Penningpolitisk uppföljning
21 oktober	0	0,25	Oktober 2009
15 december	0	0,25	Penningpolitisk uppföljning
<b>2010</b>			
10 februari	0	0,25	Februari 2010
19 april	0	0,25	Penningpolitisk uppföljning
30 juni	+0,25	0,50	Juli 2010
1 september	+0,25	0,75	Penningpolitisk uppföljning
25 oktober	+0,25	1,00	Oktober 2010
14 december	+0,25	1,25	Penningpolitisk uppföljning
<b>2011</b>			
14 februari	+0,25	1,5	Februari 2011
19 april	+0,25	1,75	Penningpolitisk uppföljning
4 juli	+0,25	2,00	Juli 2011
6 september	0	2,00	Penningpolitisk uppföljning
26 oktober	0	2,00	Oktober 2011
19 december	-0,25	1,75	Penningpolitisk uppföljning
<b>2012</b>			
15 februari	-0,25	1,50	Februari 2012
17 april	0	1,50	Penningpolitisk uppföljning
3 juli	0	1,50	Juli 2012
5 september	-0,25	1,25	Penningpolitisk uppföljning

<sup>54</sup> En förteckning över historiska räntebeslut från och med 1999 och framåt finns på Riksbankens hemsida [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.

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

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

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

**Exportmarknad:** Exportmarknad avser att mäta importefterfrågan i de länder som Sverige exporterar till. Den beräknas genom en sammanvägning av 32 länder och täcker ca 85 procent av svensk exportmarknad. Vikterna utgörs av respektive lands andel av svensk varuexport.

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

**Federal Reserve:** Den amerikanska centralbanken.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

**Obligationsmarknad:** Se Räntemarknad.

**Penningmarknad:** Se Räntemarknad.

**Penningmarknadsinstrument:** Se Räntemarknad.

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

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

**PPR:** Penningpolitisk rapport.

**PPU:** Penningpolitisk uppföljning.

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

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

**Refirränta:** Den europeiska centralbankens styrränta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**TCW-index:** Total competitive weighted 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 stats-skuldväxel med samma löptid.

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

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

